

Zinn, Karl Georg

Article — Digitized Version

Die Realzinsperspektive ist zu eng

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Zinn, Karl Georg (1988) : Die Realzinsperspektive ist zu eng, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 68, Iss. 12, pp. 630-632

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/136469>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Karl Georg Zinn

Die Realzinsperspektive ist zu eng

In der Oktoberausgabe veröffentlichte der WIRTSCHAFTSDIENST einen Artikel von Dr. Adolf H. Rosenstock mit dem Titel „Realzins, Sparen und Investieren in den achtziger Jahren“. Hierzu ein Diskussionsbeitrag von Prof. Dr. Karl Georg Zinn.

Die Realzinsdiskussion spielt in der wirtschaftspolitischen Debatte der achtziger Jahre verständlicherweise eine zentrale Rolle. Denn das Realzinsniveau lag und liegt in der jüngeren Vergangenheit erheblich über dem Niveau der vorhergehenden Jahrzehnte. Es erscheint daher plausibel, die (europäische) Investitionsschwäche nach der zweiten Ölpreissteigerung, also nach 1980, in engen ursächlichen Zusammenhang zu den hohen Realzinsen zu stellen. In einem kürzlich veröffentlichten Beitrag von Rosenstock wurde diese Perspektive wieder in eingängiger Argumentation aufgefrischt¹.

Zur Erklärung der hohen Realzinsen wird auf die von den USA ausgehende Kreditnachfrage verwiesen. Da die Gesamtnachfrage nach Krediten in den USA die Sparleistung der US-Haushalte deutlich übersteigt, erscheint es marktwirtschaftlich notwendig, daß der Nominalzins steigt. Der internationale Zinszusammenhang, der mit der wachsenden internationalen Verflechtung der Finanzmärkte noch enger geworden ist, scheint die Übertragung des US-Zinsniveaus auf die anderen Länder hinreichend verständlich zu machen. Unter den Stichworten „Internationalisierung“ und „Globalisierung des US-Hochzinsniveaus“ wird dann auch die Möglichkeit einer binnenwirtschaftlich orientierten Beschäftigungsexpansion durch nationale Fiskalpolitik in Frage gestellt. Diese „anti-interventionistische“ Skepsis verbreitete sich bis weit in die sozialdemokratischen Parteien Westeuropas hinein², die traditionell eher einer

(allerdings recht verkürzten) keynesianischen Fiskalpolitik zuneigten.

Die Erklärung der Zinshöhe scheint mit Hinweisen auf den hohen Kapitalbedarf der US-Regierung, der US-Investoren und der US-Konsumenten bei tendenziell seit einigen Jahren absinkender Sparquote der US-Haushalte hinreichend plausibel, so daß eine weitergreifende Ursachenanalyse des (Real-)Zinsniveaus als überflüssig betrachtet wird. Der Realzins ist als Differenz aus Nominalzins und Inflationsrate bzw. erwarteter Inflation definiert. Mit der Erklärung des Nominalzinsniveaus allein ist also nur eine Komponente des (hohen) Realzinses der achtziger Jahre umrissen. Die stillschweigende oder auch explizite Annahme, daß bei höherer Inflationsrate auch die Nominalzinsen entsprechend höher liegen würden, muß im Hinblick auf die niedrigen, teils negativen Realzinsen während der siebziger Jahre als völlig unbewiesen gelten. Das hohe Realzinsniveau nach 1980 könnte auch durch das Zusammentreffen niedrigerer Geldentwertung und hoher Nominalzinsen zu erklären sein.

Bekanntlich bemühten sich die westlichen Zentralbanken, durch straffe Geldpolitik zu Beginn der achtziger Jahre die vermeintliche Inflationsmentalität zu brechen. Zusammen mit der zweiten Ölpreiserhöhung förderte jene Politik eine tiefe Rezession. Hohes Nominalzinsniveau und Inflationsdämpfung lassen sich zumindest teilweise auf die Zentralbankpolitik jener Zeit zurückführen; damit wäre auch der Beginn des Realzinsanstieges zentralbankpolitisch bewirkt worden.

Die Rezession von 1980/82 wurde erst im Zuge der Expansionspolitik der USA nach Amtsantritt Präsident Reagans überwunden. Die steuerliche Entlastung von

Prof. Dr. Karl Georg Zinn, 49, ist Ordinarius für Volkswirtschaftslehre und Direktor des Instituts für Wirtschaftswissenschaften der Rheinisch-Westfälischen Technischen Hochschule Aachen.

Unternehmenseinkommen wird häufig³ für das Wachstum der Investitionen der US-Wirtschaft angeführt. Allerdings muß diese steuerpolitische Investitionsbegünstigung im Rahmen der „keynesianischen“ Haushaltsdefizite gesehen werden: Steuersenkungen plus Defizitpolitik wirken selbstverständlich weitaus expansiver als Steuersenkungen bei einem ausgeglichenen Budget, wie es die US-Administration ursprünglich anstrebte; letztgenannte Konstellation birgt eine erhebliche Rezessionsgefahr.

Schwacher Aufschwung – mäßige Inflation

Der konjunkturelle Aufschwung in den USA übertrug sich auf ihre Handelspartner. Die Exportsteigerungen der Bundesrepublik und Japans induzierten in diesen Ländern allerdings keinen selbsttragenden, binnenwirtschaftlich fundierten Konjunkturaufschwung. Insgesamt blieb in Westeuropa die Investitionstätigkeit bescheiden⁴. Mit Rückgriff auf die Konjunkturtheorie Schumpeters läßt sich konstatieren, daß ein nur verhaltener Konjunkturaufschwung auch nur eine verhaltene Aufschwungsinflation provozierte, so daß bei unbeschäftigten Produktionsfaktoren, wie sie zu Beginn der leichten Konjunkturbelebung reichlich vorhanden waren, keine inflationären Spannungen eintraten. Dies um so weniger, als die hohe Arbeitslosigkeit sogar Reallohnsenkungen erzwang.

Entlastung von der Nachfrageseite her erfuhr der Weltmarkt zudem durch die Importbegrenzungen der überschuldeten Schwellenländer. Die Terms of Trade entwickelten sich (wieder) zugunsten der Industrieländer; das Ölpreinsniveau der zweiten Ölpreisteigerung ließ sich nicht halten. Es gingen also von der weltwirtschaftlichen Situation preisniveaudämpfende – deflationische – Effekte aus. Die konjunkturelle Belebung ließ zudem über steigende Kapazitätsauslastung die Stückkosten sinken, und durch die Fortsetzung der Rationalisierungsinvestitionen wurden weitere Produktivitätsgewinne erreicht. Insgesamt läßt sich somit feststellen, daß das hohe Realzinsniveau der achtziger Jahre keineswegs allein mit dem Nominalzinsanstieg in den USA und der Wirkung des internationalen Zinszusammen-

hangs erklärt werden kann, sondern daß die Preisniveaustabilität, ja zeitweilige Preisdeflation in Rechnung gestellt werden muß. Das Gesamtangebot am Weltmarkt wurde von der Gesamtnachfrage nicht absorbiert: Weltwirtschaftlich betrachtet lag – und liegt – die freiwillige Ersparnis über der freiwilligen Investition. Dies darf nicht dahingehend mißdeutet werden, daß es keinen „Kapitalmangel“ gäbe; die Situation der Dritten Welt beweist hinlänglich, wie knapp Kapital ist. Es mangelt aber an rentablen Möglichkeiten zur Realkapitalbildung. Ein Mangel, der von „Keynesianern“ der unzureichenden Nachfrage zugeschrieben wird. Nachfragebedingte Wachstumsschwäche impliziert auch eine hinter dem Vollbeschäftigungsniveau zurückbleibende Realkapitalbildung – und damit auch eine geringere gesamtwirtschaftliche Ersparnis gegenüber der Vollbeschäftigungssituation.

Divergenz von Finanz- und Realsphäre

Bereits in den siebziger Jahren machte sich die Diskrepanz zwischen Realkapitalbildung und Geldkapitalwachstum bemerkbar. Dieses heute nach dem „Crash“ vom Oktober 1987 allgemein wahrgenommene Auseinanderdriften von Finanzkapital- und Sachkapitalakkumulation wird vom angebotstheoretischen Standpunkt aus als ein Crowding-out interpretiert: Die Attraktivität der angeblich risikolosen Finanzanlagen⁵ habe (Geld-)Kapital von der Realinvestition abgelenkt. Nachfrage-theoretisch läßt sich dieser Auffassung entgegenhalten, daß eben bereits in den siebziger Jahren aufgrund des Mangels an absatz- und wachstumsträchtigen Chancen der Realkapitalbildung die alternative Anlage in Finanzaktiva gesucht wurde⁶. Die damit indizierte Diskrepanz zwischen freiwilliger Ersparnis und freiwilliger (Real-)Investition hätte zu einer weitaus stärkeren weltwirtschaftlichen Kontraktion führen müssen, wenn die öffentlichen Haushalte der meisten westlichen Industrieländer nicht auch weiterhin, d. h. auch nach den politischen Absichtserklärungen, es müsse energische Konsolidierungspolitik betrieben werden, mit sehr hohen Defiziten gefahren worden wären (vgl. Tabelle).

Die Konjunktur- und Wachstumsschwäche der achtziger Jahre bedeutet, daß die Produktionspotentiale der westlichen Industrieländer nicht ausgeschöpft worden

¹ Vgl. Adolf H. Rosenstock: Realzins, Sparen und Investieren in den achtziger Jahren, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 68. Jg. (1988), H. 10, S. 528-532.

² Vgl. repräsentativ Fritz W. Scharpf: Weltweite, europäische oder nationale Optionen der Vollbeschäftigungspolitik?, in: Gewerkschaftliche Monatshefte, 39. Jg., Januar 1988, S. 1-13.

³ So auch in der Argumentation von A. H. Rosenstock, a.a.O., S. 531.

⁴ Vgl. u. a. Jörg Hinze: Die Gründe der Investitions- und Wachstumsschwäche, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 68. Jg. (1988), H. 9, S. 459 (Tabelle).

⁵ Übersehen wird, daß die Finanzanlagen durchaus erhebliche Risiken enthalten können, wie u. a. die Gläubiger etlicher Schwellenländer feststellen mußten.

⁶ Wiederkehrend berichtete das Ifo-Institut, daß Befragungen zu Investitionsmotiven und Investitionshindernissen recht deutlichen Absattpessimismus der Unternehmen signalisierten. Die kapazitätsorientierten Erweiterungsinvestitionen fielen denn auch mehr und mehr gegenüber den Rationalisierungsinvestitionen zurück.

Öffentliche Verschuldung im internationalen Vergleich

(jeweils in Mrd. Landeswährung, alle Gebietskörperschaften)

	1980	1986	Zuwachs in %
Bundesrepublik	460,9	793,7	+ 72,20
Frankreich	449,8	1333	+ 196,35
Großbritannien	112,0	191,0	+ 70,53
Italien	149866	723000	+ 382,43
Japan	98300	191434	+ 94,74
Niederlande	150,9	317,5	+ 110,40
USA	1250	2392*	(+ 91,36)

* Stand 1985

Quelle: Bundesministerium der Finanzen: Finanzbericht 1988, Bonn 1987, Übersicht 18, S. 246

sind. Damit erklärt sich sowohl jener Schumpetersche Zusammenhang von (schwachem) Aufschwung und (geringer) Aufschwungsinflation als auch die konjunkturüberdauernde Deflationstendenz. Wird das Angebots- bzw. Produktionspotential jedoch über einen längeren Zeitraum hinweg nicht ausgeschöpft – was der Fall ist –, so vermindert sich nicht nur die Investitionstätigkeit gegenüber dem fiktiven Vollbeschäftigungsniveau, sondern auch die Modernisierung des Kapitalstocks bleibt unteroptimal. Relativ schwache Investitionstätigkeit vermindert zudem die Selbstfinanzierungsmöglichkeiten der Gesamtheit der Unternehmen: Keynes' Theorem vom „Krug der Witwe“ wirkt in beiden Richtungen; bleibt die Gesamtinvestition der (westlichen) Länder schwach, so erreichen auch die Gewinne und damit die Selbstfinanzierung nicht das Niveau, welches sich in einem dynamischeren Wachstumsprozeß ergeben würde. Ein Teil des jüngsten Gewinnanstiegs verdankt sich ja nicht der Wachstumsdynamik, sondern der Umverteilung (sinkende Lohnquote; Steuerentlastung).

Zinsniveau und gesamtwirtschaftliche Aktivität

Wachstumsschwäche impliziert Investitions- und Nachfrageschwäche. Damit bleibt nicht nur die Kreditnachfrage der Investoren relativ schwach, sondern auch das Sparkapitalangebot liegt unter dem fiktiven Vollbeschäftigungsniveau. Unterstellt, daß die Nominalzinshöhe wesentlich vom Zusammenwirken der Kreditnachfrage und des Geldkapitalangebots aus Haushaltersparnissen bestimmt wird, so kann sich durchaus das gleiche Nominalzinsniveau bei Unterbeschäftigung und Wachstumsschwäche einstellen, wie es bei Vollbeschäftigung und hohen Wachstumsraten eintreten würde. Eine länger anhaltende Rezessionstendenz in der Weltwirtschaft steigert zudem die Kreditrisiken (siehe z. B. Verschuldungsprobleme der Dritten Welt,

der texanischen Ölbanken usw.), treibt also die Nominalzinsen in die Höhe: die Schuldner mit hoher Bonität und die Steuerzahler müssen letztlich für die Abschreibungen aufkommen, die die Banken für schlechte Risiken vornehmen.

Die „Waschbrettkonjunktur“ wie sie für die achtziger Jahre charakteristisch ist, läßt ein robustes Zukunftstrauen von Investoren und Kreditgebern nicht aufkommen. Hohe Zukunftsunsicherheit vermag in dem hier interessierenden Zusammenhang zweierlei zu erklären: Erstens steigt bei Unsicherheit die Liquiditätspräferenz und damit auch die Zurückhaltung der Geldkapitaleigner, riskante bzw. als riskant erachtete Finanz- oder Realinvestitionen vorzunehmen. Der als Risikoprämie bezeichnete Anteil am Nominalzinsniveau wächst, so daß wegen der deflationsbedingten Preisniveaustabilität ein entsprechend hohes Realzinsniveau eintritt. Hohe Liquiditätspräferenz bei unveränderter oder gar sinkender Sparneigung (so USA) treibt den Zins. Selbst wenn die Nachfragesituation im Sinn der Keynes'schen Analyse der „Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals“ als weit wichtiger denn das (Real-)Zinsniveau für die Investitionstätigkeit erachtet wird, stellt der hohe Realzins doch eine zusätzliche Belastung der ohnehin unzulänglichen Sachkapitalbildung dar.

Resümee

Die vorstehend umrissenen Überlegungen skizzieren eine alternative Erklärung von Investitionsschwäche und Realzinshöhe zu den vorherrschenden Ansätzen einer rein angebotsorientierten Interpretation. Es geht jedoch nicht um ein Entweder-Oder, sondern um eine plausible Synthese verschiedener Erklärungsansätze; so wie auch die Wirtschaftspolitik angebots- und nachfrageseitig operieren müßte, wenn sie das Beschäftigungsproblem wirklich lösen will.

Im Rahmen dieser knappen Argumentation können andere mögliche Ursachen des überhöhten (Real-)Zinsniveaus nicht näher analysiert werden, aber sie seien wenigstens erwähnt. Zu nennen sind der (begrenzte) Zinswettbewerb der Banken, die Zentralbankpolitik, die Kreditpolitik internationaler Währungsinstitutionen wie IWF, Weltbank etc. und die historisch beispiellose, also in früheren Konjunktur- und Zinsbewegungen nicht existierende Praxis des internationalen Schuldenmanagements, neue Kredite zu geben, damit Schuldner ihre Zinsverpflichtungen erfüllen können, womit das Schuldengebirge der Schwellenländer höher und höher wird. Der Anteil der Risikoprämie am Nominalzins wächst und behindert auch die weniger risikoreichen Realinvestitionen.