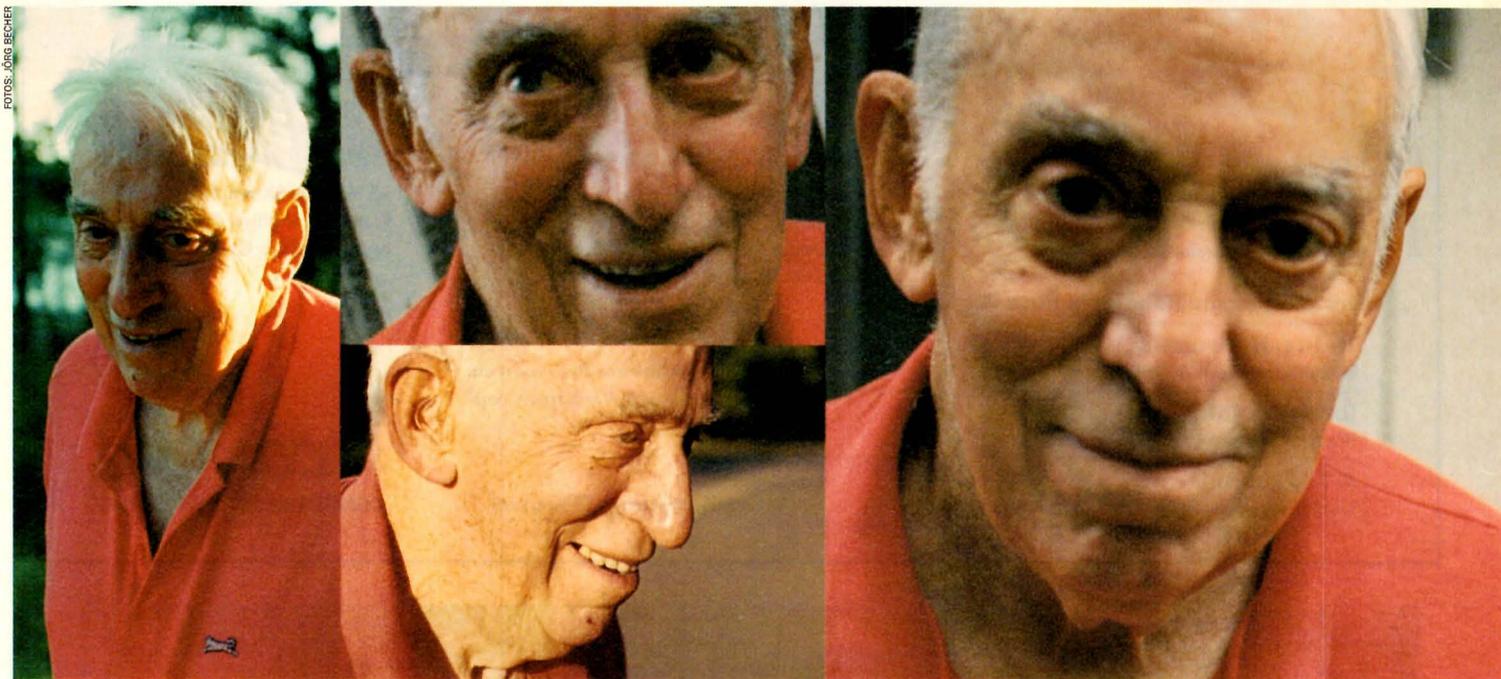


Die Sünden der Europäer



FOTOS: JÖRG BECHER

James Tobin

doziert in Yale und gilt als Begründer der **Portfolio-Theorie**. Sein Ansatz wurde mannigfaltig weiterentwickelt und ist bis heute die wichtigste **Alternative** zur Lehre des Monetarismus.

Nobelpreisträger **James Tobin** geht mit Europas Wirtschaftspolitik hart ins Gericht: Schuld an der chronischen Arbeitslosigkeit sei die monetaristische **Fixierung** der Notenbanker.

INTERVIEW: JÖRG BECHER

Bilanz: Die Finanzindustrie ist heute einem rasanten Wandel unterworfen. Woran liegt es, dass sich diese viel schneller entwickelt als die Realwirtschaft?

James Tobin: Innovationen, die nur auf dem Papier stattfinden, sind viel leichter durchzuführen als solche, die direkt Produktion, Handel oder physische Dienstleistungen beeinflussen. Die jungen Leute können heute 24 Stunden täglich vor einem Bildschirm sitzen und mit einer Fingerbewegung gigantische Transaktionen rund um den Erdball auslösen. Auf den internationalen Finanzmärkten geht die Sonne niemals unter.

Sind mit dieser Tempobeschleunigung die Instabilitäten grösser geworden?

Wie das Wort «Derivat» bereits sagt, stehen hinter diesen neuen Finanzinstrumenten reale Vermögenswerte wie Aktien, Obligationen oder Rohstoffkontrakte. Wer Derivate halten will, kann damit sein Anlagerisiko vermindern. Das Problem ist nur, dass sich auf diesen Märkten sehr viele Spekulanten tummeln. Sie sind einzig an hohen Buchgewinnen interessiert und kümmern sich deshalb mehr um das, was die anderen Mitspieler tun als um die tatsächliche Entwicklung der Vermögenswerte.

Wie verlässlich sind Signale, die von diesen Märkten auf die reale Wirtschaft ausgehen?

Die Spekulation führt dazu, dass letztlich in die falschen Industrien in den falschen Ländern investiert wird. Keynes hat diese Ver-

Tobins Quelle

Die Semesterferien verbringt James Tobin, 76, mit Vorliebe an einem kleinen, glasklaren Quellsee im Nordwesten von Wisconsin. In dieser abgeschiedenen Gegend, wo er schon als kleiner Junge herumgetollt ist, sammelt Tobin neue Kräfte und Ideen für seine wissenschaftliche Arbeit. Zur Zeit – wie könnte es anders sein? – schreibt er gerade an einer historischen Abhandlung über Altmeister Keynes.

Daneben findet der Nobelpreisträger hier auch die Musse fürs Angeln und ausgedehnte Spaziergänge mit seinen zwei Hunden, einem Neufundländer und einem schwarzen Labrador.

zerrungen mit einem Schönheitswettbewerb verglichen: Angenommen, in der Zeitung würden die Porträts junger Mädchen abgebildet, und die Leser sollten darüber befinden, welches am hübschesten sei. Übertragen auf die Mechanismen, welche auf spekulativen Märkten vorherrschen, meinte Keynes, würden die meisten Leser nicht dasjenige Foto auswählen, das ihnen am besten gefällt, sondern das, von dem sie annehmen, dass es die meisten Leserstimmen erhält.

Glauben Sie an die Möglichkeit eines Finanz-Crashes, ausgelöst durch solche kollektiven Fehlwerte?

Da bin ich mir nicht sicher. Allein die Tatsache, dass in einem bestimmten Markt viele Leute über Nacht grosse Summen verlieren, weist noch nicht auf einen handfesten Finanz-Crash hin. Das ist vielmehr einfach Pech für diese Leute.

Wenn der amerikanische Präsident Sie heute um Rat fragte, welche Tips könnten Sie ihm geben?

Im Bereich der Makroökonomie hat Bill

Clinton nicht viel Spielraum. Die wichtigen Entscheidungen werden alle von der Zentralbank getroffen. Solange er wie bisher alles schluckt, was ihm von der Zentralbank, dem Federal Reserve, vorgesetzt wird, vermag er kaum etwas auszurichten.

Sie scheinen nicht gerade viel von der vielgepriesenen Unabhängigkeit der Notenbanken zu halten.

Ich halte die Unabhängigkeit der Zentralbanken im allgemeinen für zu gross und ihre Verantwortlichkeit für zu klein. Geldpolitik ist keine rein technische, sondern eine eminent politische Angelegenheit. Deshalb sollte mehr Input seitens der Regierung möglich sein. Schliesslich wird ja auch der Präsident dafür verantwortlich gemacht, wenn es mit der Wirtschaft schlecht läuft.

Warum scheut Clinton trotzdem davor zurück, die Entscheidungen der Zentralbank zu kritisieren?

Die Demokraten sind politisch sehr verletzlich, wenn es um den Vorwurf geht, sie stellen die Unabhängigkeit der Zentralbank in Frage. Die Republikaner Reagan und Bush hatten diesbezüglich kaum Hemmungen. Sie beschwerten sich immer wieder über den Kurs der Geldpolitik, und zwar in aller Öffentlichkeit.

Was gibt es denn an der amerikanischen Geldpolitik auszusetzen?

Das Fed hat die Schraube zu früh und zu stark angezogen.

Hat Präsident Clinton wenigstens in der Fiskalpolitik noch einen gewissen Spielraum?

Ich fürchte nein. Letztes Jahr hat der Kongress einen fünfjährigen Budgetplan verabschiedet, den Clinton jetzt nicht einfach über den Haufen werfen kann. Falls er daran noch etwas zu ändern vermag, dann höchstens, wenn er weitere Budgetkürzungen vornimmt.

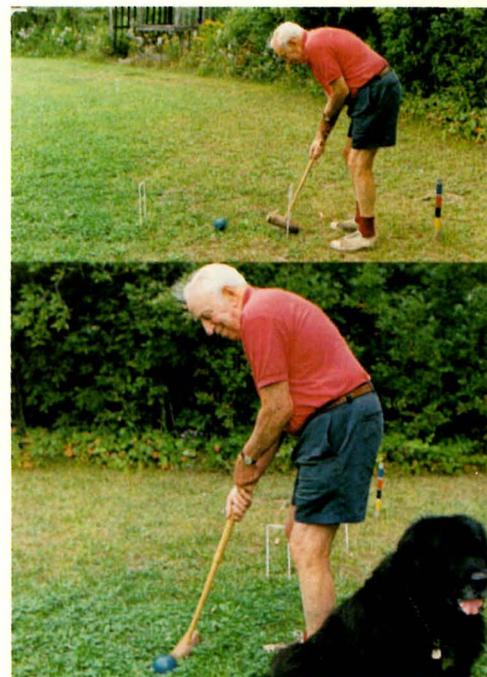
Und auf der Einnahmenseite?

Steuererhöhungen sind für Clinton politisch nicht durchsetzbar. Und was die Möglichkeit von Steuerermässigungen betrifft, so scheitern diese wiederum am Budget.

Mit anderen Worten: Weder in der Geld- noch in der Fiskalpolitik verfügt Bill Clinton über irgendwelche Handlungsspielräume. Was bleibt einem amerikanischen

Präsidenten in dieser Situation überhaupt zu tun?

Er beschäftigt sich mit der Reform des nationalen Gesundheitswesens. Doch selbst damit befindet er sich in einer sehr verzwickten Lage.



Lässt sich mit dem geldpolitischen Instrumentarium heutzutage überhaupt noch die erwünschte Wirkung erzielen?

Es ist eine interessante Frage, wie sich die Höhe der kurzfristigen Zinssätze, welche die Notenbanken direkt beeinflussen können, auf den Gang der realen Wirtschaft auswirkt. Auch wenn diese Übertragungsmechanismen im einzelnen nicht immer klar durchschaubar sind, hat die Geldpolitik mit Sicherheit einen entscheidenden Einfluss auf die Konjunktur.

In dieser diffusen Undurchschaubarkeit liegt doch genau der springende Punkt. Beunruhigt es Sie nicht, wenn Notenbankpräsident Allan Greenspan öffentlich verkündet, das Fed habe die Kontrolle über die Geldmenge verloren?

Das ist doch ein alter Hut. Sein Vorgänger Paul Volcker hat bereits 1983 entschieden, dass die monetären Aggregate M1, M2, M-was-auch-immer als Richtschnur für die Geldpolitik nutzlos geworden sind. Greenspan hat letztes Jahr nur dieselbe Erkenntnis laut ausgesprochen. Auch wenn das Fed bis

heute irgendwelche Geldmengenziele veröffentlicht, wird diesen Zahlen seit 1983 keine Beachtung mehr geschenkt.

Woran hat sich die US-Notenbank dann in den letzten elf Jahren orientiert?



Die kurzfristigen Zinssätze (Federal Funds Rate, Red.) sind das operative Instrument.

Die direkte Beziehung zwischen dem Geldangebot und dem Preisniveau ist also zusammengebrochen?

So ist es. Diese Beziehung war allerdings nie besonders gut. Der Grund liegt darin, dass die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes nicht stabil ist.

Die Relation zwischen der Entwicklung der Geldmenge und der Inflationsrate bildet immerhin den Kern der monetaristischen Theorie. Ist diese obsolet geworden?

Man muss verschiedene Arten von Monetarismus unterscheiden. Da gibt es einmal die ziemlich mechanische Auffassung, wonach sich durch die Kontrolle eines bestimmten monetären Aggregats – zum Beispiel M1 – die gesamte Wirtschaft steuern lässt. Keine Zentralbank auf dieser Welt glaubt heute noch ernsthaft an diesen direkten Zusammenhang, nicht einmal die Deutsche Bundesbank.

Warum spielen die Märkte dann jedesmal

verrückt, wenn die Bundesbank ihr offizielles Ziel für M3 wieder einmal überschritten hat?

Dann, würde ich sagen, sind die Akteure auf diesen Märkten eben nicht besonders clever. Eine zweite, eher philosophische Definition von Monetarismus besagt, dass eine Notenbank ihr Augenmerk einzig und allein auf die Preisentwicklung zu richten hat. Diese Auffassung impliziert, dass sich mit der Geldpolitik kurzfristig weder das Wirtschaftswachstum noch die Höhe der Arbeitslosigkeit beeinflussen lassen ...

... womit die Zentralbanken diesen Größen auch keine weitere Beachtung schenken müssen?

So jedenfalls sieht es die orthodoxe europäische Wirtschaftspolitik. Die Höhe der Arbeitslosenrate wird allein den Kräften des Marktes überlassen. Dieser breitere Ansatz, der auch als neoklassische Makroökonomie bezeichnet wird, geht davon aus, dass sich der Output und die Beschäftigung einer Volkswirtschaft stets automatisch auf ein Gleichgewicht zubewegen – ohne äusseres Zutun.

In weiten Teilen der EU scheinen die Märkte dieses Gleichgewicht bislang noch nicht gefunden zu haben.

Daher rühren auch meine grossen Vorbehalte gegenüber einer Politik, wie sie von Margaret Thatcher und anderen europäischen Regierungen in den letzten 15 Jahren verfolgt wurde.

Sie bezeichnen die Wirtschaftspolitik der Europäer als «orthodox». Ist man in Amerika in dieser Beziehung freier?

Das Fed richtet seine Geldpolitik seit Jahren nicht nur an den Preisen, sondern auch an realen Werten wie Beschäftigung, Output und Wachstum aus. Dies hat es der US-Wirtschaft ermöglicht, sich im Gegensatz zu Europa von der letzten tiefen Rezession 1979–82 zu erholen.

Würden Sie den Europäern dasselbe raten, um die Arbeitslosigkeit effizienter zu bekämpfen?

Die gängige Erklärung, wonach Europa unter einer strukturellen Arbeitslosigkeit leidet, überzeugt mich nicht. Ich glaube eher, dass die europäischen Regierungen seit langer Zeit eine viel zu restriktive Wirtschaftspolitik betreiben und dass man sich mittlerweile an die chronische Unterbeschäftigung gewöhnt hat.

Keynesianer

Im zarten Alter von 17 Jahren fuhr James Tobin (1918 geboren) mit einem Stipendium in der Tasche nach Harvard. Dort wollte er eigentlich Rechtswissenschaften studieren, doch ein Buch veränderte sein Leben. Ein Dozent empfahl ihm ein neues Werk eines gewissen Engländers namens John Maynard Keynes. Nach der Lektüre der «Allgemeinen Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes» waren für Tobin die Würfel gefallen: Er wurde Wirtschaftswissenschaftler. Zu seinen Lehrmeistern in Harvard zählten Joseph Schumpeter und Alvin Hansen. Nach dem Krieg beendete Tobin seine Ausbildung und wurde anschliessend nach Yale berufen, wo er heute noch lehrt.

1981 erhielt Tobin für seine «Analyse finanzieller Märkte und deren Zusammenhang mit Beschäftigung, Produktion und Preisentwicklung» den Nobelpreis. Bekannt geworden ist er jedoch vor allem durch seine Beiträge zur Portfolio-Theorie, welche die Qualität des Geldes ins Zentrum rückt. Monetäre Impulse gehen demnach nicht nur von der eigentlichen Geldmenge, sondern auch von anderen Anlageformen wie staatlichen Wertpapieren, Aktien oder Immobilien aus.

Für internationales Aufsehen sorgte sein Vorschlag, sämtliche Devisengeschäfte einer Steuer zu unterwerfen, um Sand ins Getriebe der internationalen Spekulation zu streuen. Im Gegensatz zu neoklassischen Ökonomen glaubt Tobin nicht an natürliche Anpassungsprozesse, die automatisch Vollbeschäftigung garantieren: «Wenn man das Misstrauen in die Selbstregulierungskräfte des Marktes als «keynesianisch» bezeichnet», sagt er, «dann trifft diese Bezeichnung auf mich zu.»

**Sie meinen eine Art permanente Nachfrage-
lücke?**

Bis in die frühen siebziger Jahre betragen die Arbeitslosenraten in Europa zwischen zwei und vier Prozent. Heute liegen diese bei acht, zehn oder zwölf Prozent. Was ist in der Zwi-

Zinsforum 95

Vom 1. bis 3. November 1994 findet im Casino in Luzern ein «Bilanz»-Forum statt, bei dem unser Gesprächspartner James Tobin Stargast sein wird. Der Nobelpreisträger wird zusammen mit 14 weiteren Topreferenten aus den USA, aus Deutschland, England und der Schweiz ein hochinteressantes Programm präsentieren: «Wie weiter in der Geld- und Fiskalpolitik?» mit Professor Tobin, «Zinsprognosen 95» mit Professor Rudiger Dornbusch und «Derivative Finanzinstrumente – Möglichkeiten und Risiken» mit J. Carter Beese jr. Die Ausschreibung und Anmeldung finden Sie rechts nebenan.

schenzeit passiert? Es gab zwei Rezessionen, Mitte der siebziger und Anfang der achtziger Jahre. Mir scheint, als hätten sich die europäischen Volkswirtschaften bezüglich Arbeitslosigkeit von keiner dieser beiden Rezessionen wirklich erholt.

Im gleichen Zeitraum hat sich auch in Amerika die Definition der sogenannt natürlichen Arbeitslosigkeit nach oben verschoben. Betrug diese Anfang der achtziger Jahre noch drei bis vier Prozent, so sind es heute sechs bis sieben Prozent.

Immerhin fixieren wir diese Quote nicht einfach dort, wo sich die Arbeitslosenrate gerade befindet. Wenn etwa in Italien die Arbeitslosigkeit über Jahre hinweg bei elf Prozent gelegen hat, so sprechen die Ökonomen von einer «natürlichen» Arbeitslosigkeit in dieser Höhe. 1982 hatten wir in den USA ebenfalls eine Arbeitslosenrate von elf Prozent. Niemand kam damals auf die Idee, dass diese Quote natürlich sei.

Sind letztlich die europäischen Notenbanken schuld an der hohen Arbeitslosigkeit,

weil sie die Zinsen in die Höhe getrieben haben, um die Inflation zu bekämpfen?

Dass die Zentralbanken die Zinsen erhöhen mussten, ist verständlich. Unverständlich ist jedoch die Tatsache, dass sie – als die Inflationsgefahr gebannt war – ihre Geldpolitik nicht wieder genügend gelockert haben, damit sich die Arbeitslosigkeit ebenfalls zurückbilden konnte. Wenn man jahrelang mit dieser restriktiven Politik fortfährt, anstatt das Problem mit einer Belebung der Nachfrage zu kurieren, dann wird aus einer vorübergehenden Unterbeschäftigungssituation ein strukturelles Arbeitslosenproblem.

Könnte es daran liegen, dass die Europäer unter übertriebenen Inflationsängsten leiden?

Vielleicht. Nach offizieller Sicht der Europäer gibt es jedenfalls kein einziges Problem, welches sich durch eine gezielte Nachfragestimulierung lösen liesse – weder mit den Instrumenten der Geldpolitik noch mit solchen der Fiskalpolitik.

In den USA mag die Expansionspolitik ja erfolgreich gewesen sein. Dafür werden noch die kommenden Generationen die gigantischen Schuldenberge abtragen müssen, welche unter den Republikanern Reagan und Bush angehäuft wurden.

Die europäische Doktrin, welche übrigens auch den Vertrag von Maastricht prägt, verleiht einem ausgeglichenen Budget oberste Priorität. Mit dem Resultat, dass die Fiskalpolitik als makroökonomisches Stabilisierungselement praktisch ausfällt. Genausowenig wird in Europa die Geldpolitik für irgend etwas anderes eingesetzt als zur Kontrolle des Preisniveaus.

Sie glauben also, dass die europäischen Regierungs- und Notenbankchefs stärker auf die Angebotsseite fixiert sind, als dies in den Vereinigten Staaten der Fall ist?

Auf jeden Fall. Sie betreiben eine ausgesprochen angebotsorientierte, monetaristische Politik. Wobei unter angebotsorientiert hier keine Steuererleichterungen im Sinne der Reaganomics zu verstehen sind, weil die Europäer wie gesagt ihr Budget jederzeit im Gleichgewicht behalten wollen.

Als Reaktion auf die Zinserhöhungen in den USA haben die europäischen Notenbanken kürzlich damit begonnen, ihrerseits eine restriktivere Gangart einzuschlagen. Glauben Sie, dass die Arbeitslo-

senraten aufgrund dieser Politik in Zukunft noch höher ausfallen werden?

Wenn die Europäer jetzt nicht aufpassen und den Aufschwung abwürgen, kann dies durchaus passieren. Dabei müssten sie sich langsam fragen, warum selbst der Boom der achtziger Jahre nicht ausgereicht hat, um die Arbeitslosigkeit nachhaltig zu reduzieren.

Was könnte die US-Zentralbank zur Erhöhung der Zinssätze veranlasst haben?

Möglicherweise versucht das Fed nicht nur eine Erhöhung der aktuellen Teuerungsrate zu verhindern, sondern möchte den langfristigen Inflationstrend, der heute bei ungefähr drei Prozent liegt, noch weiter nach unten drücken.

Bringt dies der Wirtschaft überhaupt noch etwas, wenn man die Kosten einer solchen Politik in Form zusätzlicher Arbeitslosigkeit in Betracht zieht?

Innerhalb des Fed gibt es tatsächlich Leute, welche die Kernrate der Inflation auf null Prozent hinunterdrücken möchten. Für mich macht das keinen Sinn, zumal zweieinhalb bis drei Prozent im Grunde bereits Preisstabilität signalisieren. Die ausgewiesene Inflationsrate überzeichnet doch das wirkliche Problem, weil Qualitätsverbesserungen darin keinen Niederschlag finden.

Europa hinkt im Konjunkturzyklus hinter den Vereinigten Staaten her, und die Inflationsraten notieren historische Tiefstände. Wenn Sie bereits die Zinserhöhungen in den USA für übertrieben halten, wie beurteilen Sie dann jene auf der anderen Seite des Atlantiks?

Ich sehe dafür überhaupt keinen Grund.

Was halten Sie von den Bemühungen um eine Einheitswährung?

Wenn etwa die Franzosen versuchen, ihre Inflationsrate tief zu halten, indem sie ihre Währung an die D-Mark binden, so mögen sie zwar eine geringe Teuerungsrate haben. Gleichzeitig haben sie aber auch eine geringe Beschäftigung.

Sie scheinen es als Fehler anzusehen, wenn ein Land versucht, seine Wirtschaft auf einem bestimmten Wechselkurs auszurichten.

Diese Doktrin hat sich schon so oft als falsch erwiesen, dass es mich ausserordentlich verblüfft, wenn man sie in Europa weiterhin für die einzig richtige hält. ■