

Einleitender Überblick

Fritz Helmedag / Jürgen Kromphardt

Die vier Referate des I. Teils beschäftigen sich mit den Ursachen der aktuellen Finanz- und Wirtschaftskrise. Die ersten beiden Beiträge nehmen eine weltwirtschaftliche Perspektive ein, während der dritte und vierte Aufsatz bestimmte (Fehl-)Entwicklungen in jeweils einem Staat aufgreifen.

Horn / van Treeck gehen in ihrer Ausarbeitung über die Finanzkrise hinaus und rücken die tieferen strukturellen Ursachen für die Schwere und Dauer der Finanz- und Wirtschaftskrise in den Blickpunkt. Diese strukturellen Ursachen sehen sie in der Unterregulierung der Finanzmärkte, den Ungleichgewichten im internationalen Handel und in der gestiegenen Ungleichverteilung von Einkommen und Vermögen.

Horn / van Treeck konzentrieren sich auf den zweiten und dritten der Ursachenkomplexe, die nicht unabhängig voneinander sind. *Fitoussi / Stiglitz* folgend legen sie dar, dass aufgrund der zunehmenden Ungleichheit der Einkommen die benachteiligten Schichten in den USA (darunter weite Teile der Arbeitnehmerschaft, deren Realeinkommen trotz steigender Produktivität gesunken sind) ihren Lebensstandard dadurch sicherten, dass sie sich in erheblichem Umfang verschuldeten (insbesondere für Immobilienkäufe). Der durch die ebenfalls hohen Budgetdefizite angeheizte Boom führte zu hohen Importen, denen niedrige Exporte gegenüberstanden, sodass die amerikanischen Auslandsverbindlichkeiten in die Höhe schnellten. Bei wichtigen Handelspartnern entstanden wegen der auch dort sehr ungleichen Einkommensverteilung hohe Ersparnisse, die direkt oder indirekt in US-amerikanischen Papieren angelegt wurden. Eine Dollarabwertung, die zu einem Ausgleich der US-amerikanischen Leistungsbilanz hätte beitragen können, wurde so unterbunden.

Horn / van Treeck schildern im Detail diese gegensätzliche Auswirkung der steigenden Ungleichverteilung auf die gesamtwirtschaftliche Ersparnis für die USA und für Deutschland. Sie heben hervor, dass in

Deutschland die Lohnzurückhaltung über Jahrzehnte hinweg zur Ungleichverteilung der Einkommen genauso entscheidend beigetragen hat wie zu den ständigen Exportüberschüssen. Diese Ausrichtung der Lohnentwicklung droht, die Ungleichgewichte in den Außenhandelsbeziehungen, insbesondere innerhalb des Euroraums, immer weiter zu verschärfen.

Im letzten Abschnitt verweisen die Autoren darauf, dass die Schlussbetrachtungen von Keynes im letzten Kapitel seiner „General Theory“ einen strategischen Orientierungsrahmen liefern, um die aufgezeigten Ungleichgewichte zu bekämpfen. Keynes' Überlegungen betreffen eine gleichmäßigere Einkommensverteilung, u. a. durch sinkende Vermögenseinkommen wegen abnehmender Zinssätze, eine stärkere Regulierung der Finanzmärkte, eine gesellschaftliche Steuerung des Gesamtvolumens der Sachinvestitionen sowie internationale Kooperation statt Merkantilismus und Krieg.

An der Problematik permanenter weltwirtschaftlicher Ungleichgewichte setzt auch Moser in seinem Beitrag an. Er beginnt mit der Präsentation und Explikation der logisch zwingenden Zusammenhänge zwischen den Finanzierungssalden der Sektoren. In einer Volkswirtschaft ohne Staat und Außenhandel entspricht der Finanzierungsüberschuss der privaten Haushalte, also deren Ersparnisse, immer und notwendigerweise dem Finanzierungsdefizit des Unternehmenssektors, mithin dessen kreditfinanzierten Nettoinvestitionen. Dieser saldenmechanische Ansatz wird anschließend um den Staat und das Ausland erweitert.

Moser beschreibt dann die Anpassungsprozesse, die wirksam werden, wenn die geplanten Investitionen und Ersparnisse voneinander abweichen. Diese Mechanismen laufen entweder über Volkseinkommenschwankungen, über variierende öffentliche Defizite oder eine Änderung der Verschuldung des Auslands. Moser konfrontiert diese Saldenmechanik mit der Situation Deutschlands, wo die inländischen Sektoren insgesamt einen Finanzierungsüberschuss aufweisen (2008: 165 Mrd. Euro), was notwendigerweise einen deutschen Leistungsbilanzüberschuss und eine Nettoverschuldung des Auslands in gleicher Höhe bedeutet.

In Abschnitt 3 hinterfragt (und widerlegt) Moser die wohlfahrtstheoretischen Argumente, die zugunsten der Leistungsbilanzüberschüsse vorgebracht werden, und unterstreicht die erheblichen Risiken der fortwährenden Anhäufung von Auslandsforderungen. Als Alternative zum kaum durchsetzbaren Keynes-Plan, der Strafzahlungen auf Defizite und Über-

schüsse vorsieht, präsentiert der Verfasser Strategien, um die inländischen Ersparnisüberschüsse zu reduzieren, sodass der Zwang zu Leistungsbilanzüberschüssen verringert wird.

Um den gesamtwirtschaftlich bedeutsamen Aspekt der Ungleichverteilung der Einkommen drehen sich die Ausführungen von *Rietzler / Zwiener*; im Zentrum stehen die Strukturveränderungen in der Gesetzlichen Rentenversicherung in Deutschland. Die verschiedenen Reformen in diesem Bereich haben dazu geführt, dass die Renteneinkommen bei kaum veränderten Beitragssätzen fast gar nicht gestiegen und hinter der – schon kümmerlichen – Entwicklung der Arbeitnehmereinkommen zurückgeblieben sind. Daher konnten die Rentenbezieher wenig bis gar nichts zum Anstieg der Konsumgüternachfrage beitragen (durch höhere Beitragssätze wären allerdings die verfügbaren Arbeitnehmereinkommen reduziert worden). Vor allem aber führte die gleichzeitige Schaffung einer kapitalgedeckten ergänzenden Vorsorge (Riester-Rente) dazu, dass die abhängig Beschäftigten angehalten wurden, für diese Aufbesserung ihrer Altersbezüge bereits in der Erwerbsphase Geldvermögen zu akkumulieren. Soweit diese Ersparnisse zusätzlich gebildet werden, verringern sie den Konsum aus Lohneinkommen, beeinträchtigen also die Binnennachfrage. *Rietzler / Zwiener* konstatieren eine zunehmende Sparquote der privaten Haushalte in Deutschland, was diese Vermutung stützt, und sie plädieren aus diesem (und aus anderen Gründen) für eine Rückkehr zum reinen Umlagesystem.

Zu den Ursprüngen der Finanzkrise, nämlich der Immobilienpreisblase in den USA, führt uns *Lindner* im vierten Referat des ersten Teils zurück. Der Autor stellt sich die Aufgabe, die relative Bedeutung von fehlender Finanzmarktregulierung und expansiver Geldpolitik für das Entstehen und Platzen der dortigen Immobilienpreisblase aufzudecken. Zentral für seinen Ansatz ist die Wirkung beider Faktoren auf den Anstieg der Hauspreise, der selbst wiederum ein entscheidendes verstärkendes Element darstellt. Irreführend seien dagegen Versuche, die Geldpolitik oder einen anderen Einflussfaktor allein für die Immobilienblase des ersten Jahrzehnts dieses Jahrhunderts verantwortlich zu machen.

Die Immobilienpreisblase konnte sich entwickeln, da die Banken für die Hypothekenkredite den aktuellen Marktwert des Hauses als Sicherheit akzeptierten. Das war für die Kreditinstitute unproblematisch, weil sie ihre Forderungen zu Paketen schnürten, um diese verbrieften Vermögenstitel (Asset Backed Securities) auf den Finanzmärkten zu ver-

äußern. Damit wurde das Risiko eines Kreditausfalls an die Käufer dieser Papiere weitergeleitet. Deshalb hatten die Banken keine Bedenken, Hypothekarkredite an Personen zu vergeben, deren Einkommen zu niedrig war, um dauerhaft Zins und Tilgung aufzubringen. Die Immobilienbesitzer ihrerseits setzten vielfach darauf, dank steigender Hauspreise und der dadurch möglichen Aufstockung ihrer Hypothek den Schuldendienst zu finanzieren. Aufgrund dieser Konstellation stieg die Nachfrage nach Häusern ständig an und infolgedessen auch deren Werte. Daraus ergab sich eine Spirale nach oben. Dieser Prozess wurde durch eine expansive Geldpolitik auf dreierlei Weise beschleunigt: Wegen der niedrigen Hypothekenzinsen war die Belastung der Immobilienkäufer relativ gering, die Banken konnten sich günstig mit Liquidität versorgen und die Anleger wurden angeregt, die neuen Finanzprodukte zu erwerben, die eine höhere Rendite als traditionelle Alternativen versprachen.

Diese theoretischen Überlegungen werden von Lindner empirisch mittels einer VAR-Analyse überprüft, in der er die Auswirkungen verschiedener Schocks während der Immobilienblasen 1973-1981 und 1985-2008 in den USA ermittelt und vergleicht. In beiden Intervallen führte eine Zunahme der vergebenen Hypotheken zu einem Anstieg der Häuserpreise, aber die Rückwirkung dieser Teuerung auf die Hypothekenvergabe ist entgegengesetzt: Von 1973 bis 1981 schrumpfte das Hypothekenvolumen bei einem Anstieg der Häuserpreise, weil sich weniger Haushalte einen fremdfinanzierten Immobilienerwerb leisten konnten. In der zweiten Phase wuchs die Darlehenssumme dagegen an. Dies passt zu den theoretischen Überlegungen über die Folgen der Nichtregulierung der Finanzinnovationen, die den zentralen Unterschied zwischen den beiden Zeiträumen ausmachen. Auch die Reaktion des Hypothekenvolumens auf Zinserhöhungen entspricht diesen Erwägungen: In der ersten Phase, in der die Haushalte und die Banken den resultierenden Mehraufwand voll in ihr Kalkül einbeziehen mussten, sank die Kreditausreichung stärker als in der zweiten Periode.

Die vier Beiträge im II. Teil loten den Handlungsbedarf nach der Krise aus. Die ersten beiden Aufsätze rücken dabei die Finanzmärkte ins Zentrum, während die anschließenden Ausarbeitungen eher realwirtschaftlich orientiert sind.

Peukert beleuchtet die jüngste Finanzkrise aus dezidiert heterodoxer Sicht. Er beginnt seine Betrachtungen mit dem Blick auf zwei bedeu-

tende Wissenschaftler, die um die Wende zum und in der ersten Hälfte des letzten Jahrhunderts bleibende Einsichten zum Thema lieferten.

Nach Thorstein Bunde Veblen wirkt in den Kapitalmarktakteuren ein ‚barbarisches Erbe‘ aus früheren Zeiten fort, das kriegsähnliche Gewohnheiten heraufbeschwört. Dieses Treiben sowie seine Ergebnisse harmonieren deshalb keineswegs mit den Wunschvorstellungen eines friedvoll erreichten optimalen Gleichgewichts via Spekulation und Arbitrage.

John Maynard Keynes argumentiert ähnlich: Er formuliert eine Alternative zu den später dominierenden Erklärungsmustern der ‚behavioral finance‘ bzw. der ‚efficient market hypothesis‘. Mit überzeugenden Erklärungen und treffenden Beispielen weist der Brite nach, dass sich ‚echte‘ Unwissenheit gerade nicht mit formalen Methoden ausräumen lasse. Deswegen stützen sich die Menschen auf Konventionen und geben bekannten Tatsachen ein überproportionales Gewicht.

Peukert präsentiert im Anschluss an die analytisch ergiebige lehrgeschichtliche Rückschau drei ‚Welten‘, die idealisierte Funktionstypen des Marktgeschehens widerspiegeln. Je nach dem, in welchem Umfeld man sich verortet, sind divergierende wirtschaftspolitische Eingriffe geboten. Peukert erörtert, welche Finanzreformen im Gefolge der Erkenntnisse von Veblen und Keynes angezeigt erscheinen. Dies geschieht vor dem Hintergrund, dass die monetäre Sphäre mit hoher Volatilität und Instabilität aufwartet, womit ein Risikopotenzial geschaffen wird, das große Gefahren für die Realwirtschaft birgt.

Im Konkreten nennt der Autor elf Elemente zur Re-Regulierung monetärer Transaktionen. Allerdings dürfte die Umsetzung der Empfehlungen auf Widerstände etablierter Kreise stoßen, zu deren Überwindung es einer ‚Theorie der spekulativen Klasse‘ bedürfe. Mit seinen Ausführungen steuert Peukert freilich schon mehr als nur einen ersten Baustein zu diesem geplanten Theoriegebäude bei.

In der Ausarbeitung von *Bibow* wird anfangs die Frage aufgeworfen, ob die Finanzglobalisierung der letzten Dekaden überhaupt sinnvoll gewesen ist. Mit dem Schlagwort ‚Washington Consensus‘ wurde die Liberalisierung der Kapitalströme vorangetrieben, um nachhinkenden Nationen ungehinderten Zugriff auf das weltweite Geldvermögen zu ermöglichen. Diese Mittel würden die Wirtschaften der Entwicklungsländer voranbringen und somit die Wohlfahrt fördern. Hinter solchen Rezepten steht die Vorstellung, dass die Ersparnisse einen ‚loanable funds‘ bilden, aus dem Investitionen gespeist werden. Ein sinkender Zins dank global

vagabundierender Kaufkraft leiste dabei seinen Beitrag zur Prosperität. Letztlich diszipliniere die ‚Weisheit der Märkte‘ die Wirtschaftspolitik.

Diese Meinung kritisiert Bibow aus liquiditätspräferenztheoretischer sowie aus empirischer Sicht. Wenn Kapitalzuflüsse eine Aufwertung der Währung nach sich ziehen, kann ein Leistungsbilanzdefizit die Folge sein, das auf eine verringerte Konkurrenzfähigkeit verweist. Solche Erfahrungen deuten auf Mängel der propagierten Position, die es erforderlich machen, Möglichkeiten eines systematischen Kapitalverkehrsmanagements zu eruieren. Ein gewisses Umdenken erfolgte schon nach der Asienkrise der 90er Jahre. Entwicklungsländer, die einen Leistungsbilanzüberschuss anstrebten, haben sich um einen konstanten Wechselkurs bemüht. Von der Warte der etablierten Ökonomik betrachtet, mündet dies in einem ‚paradoxen‘ Resultat, denn es wird nunmehr Kapital exportiert, was mit der herrschenden Kausalitätsvermutung des Verhältnisses zwischen Sparen und Investieren, wenn überhaupt, nur schwer in Einklang zu bringen ist.

Ehe Bibow eine Alternative zur ‚loanable funds‘-Theorie skizziert, gerät die europäische Finanzintegration ins Visier des Autors. Dabei erwähnt er großzügige Auslandskredite deutscher Banken, welche den Status des (einstigen) Exportweltmeisters erst ermöglicht haben. Permanente Handelsüberschüsse korrespondieren jedoch mit wachsenden Forderungen ans Ausland. Wenn die Darlehensvergabe dorthin an Grenzen stößt, hat das Gläubigerland die Qual der Wahl: Entweder werden die Schuldnationen alimentiert oder heimische Banken müssen rote Zahlen schreiben. Außerdem ist es nicht ohne ein gerüttelt Maß an Ironie, wie Bibow mit Recht feststellt, dass es gerade Deutschland mit seinem langjährigen Lohndumping ist, das Europa eine Fiskalunion quasi aufzwingt.

Betrachtungen zur US-Geldpolitik runden die Darlegungen ab. Der Exportdrang und die Dollarhortung im Rest der Welt bedeutet für Nordamerika Deflationsdruck, dem die Federal Reserve mit einer monetären Expansion zu begegnen sucht. Dies kommt schließlich in einem Anstieg öffentlicher und privater Schulden zum Ausdruck. Damit gibt es einen recht engen Zusammenhang zwischen der Krise 2007-2009 und der Rolle des US-Dollar im Gefüge der internationalen Wirtschaftsbeziehungen. Abschließend plädiert der Verfasser für eine Ordnung des internationalen Kapitalverkehrs, welche die aktuelle ‚Dschungelordnung‘ ersetzt.

Hollweg verspricht mit seinem Beitrag einen Weg zu weisen, wie die Finanzkrise und die von ihm konstatierte Bildungsmisere erfolgreich bekämpft werden können. Seines Erachtens drohe in Zukunft ein eklatanter Fachkräftemangel, der den Übergang zur Wissensgesellschaft erschwere. In *Hollwegs* Augen hat es in der jüngeren Vergangenheit keineswegs an Ausgabenprogrammen gemangelt, auch vom Kaufkraftargument ist er nicht überzeugt. Der Autor bekundet zudem Skepsis gegenüber einer als ‚neomerkantilistisch‘ eingestuften Exportfixierung. Insgesamt sieht er die Wurzel des Übels somit nicht in einer unzureichenden Endnachfrage, sondern in zu bescheidenen Investitionen in ‚Humankapital‘. Eine bessere Qualifikation schaffe mehr Beschäftigung und Wohlstand.

Als Finanzierungsquelle intensiverer Bildungsanstrengungen fordert *Hollweg* ‚Strafzahlungen‘, die fällig werden, sobald das außenwirtschaftliche Gleichgewicht eines Landes verletzt ist. Dabei werden sowohl die Defizit- als auch die Überschussnationen zur Abgabe verpflichtet. Der Ansatz erinnert an den während der Bretton-Woods-Konferenz 1944 unterbreiteten Vorschlag von Keynes. Das Konzept war allerdings seinerzeit mit einer eigens aus der Taufe gehobenen Währung, dem ‚Bancor‘ verbunden. *Hollwegs* Modell verzichtet auf eine solche künstliche Zähl-einheit. Vielmehr werden fällige Bußen in nationalem Geld beglichen. Diese Mittel sollen an eine internationale Institution fließen, die sie zu je 50 % zur Förderung der Binnenwirtschaft in Überschussländern und zur Stärkung der Exportindustrien in Defizitländern verwendet. Beide Male werden die Ausgaben für Humankapital erhöht und mehr Fachkräfte geschult.

Hollweg erkennt freilich durchaus, dass hoch entwickelte Volkswirtschaften mit großen Ungleichgewichten durch den Ausbau des Bildungssektors überproportional profitieren könnten. Damit werde der Abstand zwischen armen und reichen Gesellschaften ausgedehnt. Um dies zu verhindern, sollte ein festzusetzender Teil der Einnahmen Regionen mit geringem Pro-Kopf-Einkommen zugute kommen. Insgesamt, so die Botschaft des Beitrags, werden mit den umrissenen Regelungen und Institutionen zwei Fliegen mit einer Klatsche geschlagen: Einerseits nehmen außenwirtschaftliche Ungleichgewichte ab, andererseits bekämpft man den hinter der Finanzkrise vermuteten Qualifizierungsnotstand.

Den Abschluss des Tagungsbandes bilden die Ausführungen von *Kromphardt / Logeay*. Die Verfasser gehen davon aus, dass nach dem Abflauen der aktuellen Wirtschaftskrise vermehrt Stimmen laut werden,

die vor einer drohenden Inflation warnen. Zwei Erklärungsmuster dieser Vorhersage werden nach kurzer Diskussion verworfen: Weder überzeugen die quantitativtheoretisch geführte Argumentation noch der Verweis auf die sog. NAIRU, eine strukturell determinierte Arbeitslosenquote, bei deren Unterschreitung das Preisniveau beschleunigt zunehme. Den Ansatzpunkt der Untersuchungen von Kromphardt / Logeay bildet stattdessen die zeitliche Veränderung des Zusammenhangs zwischen Arbeitslosenquote und Inflation in sechs wichtigen Industriestaaten. Diese deuten darauf hin, dass sich der Einfluss der Arbeitslosenquote auf die Inflationsrate in den letzten Jahrzehnten deutlich verringert hat. Es werden für die betrachteten Länder die entsprechenden Diagramme vorgelegt. Bis auf die Werte für Deutschland sprechen sämtliche Zeitreihen dafür, dass ab der Mitte der 1990er Jahre Strukturbrüche vorliegen. Die Schätzung von langfristigen Phillipskurven für variable Schätzperioden bestätigt diese Vermutung. Die Berechnungen weisen für alle untersuchten Volkswirtschaften Verhaltensbrüche auf. In den meisten Staaten verläuft die Phillips-Kurve danach flacher. Für diesen Tatbestand werden mehrere Gründe vorgebracht.

Anschließend zeigen Kromphardt / Logeay Schwachpunkte der konkurrierenden Hypothese auf, die Phillips-Kurve sei senkrecht und wandere mit einer seit Mitte der 90er Jahre schrumpfenden NAIRU nach links. Danach wird die Eignung des Hysterese-Phänomens zur Erklärung von Arbeitsmarktprozessen geprüft. Diesmal schneidet das Gedankengut besser ab. Im Ergebnis ist die These einer von der tatsächlichen Arbeitslosigkeit abhängigen, also zeitvariablen NAIRU mit einer fallenden langfristigen Phillips-Kurve vereinbar.

Aus ihren Forschungsergebnissen ziehen Kromphardt / Logeay wirtschaftspolitisch wichtige Konsequenzen. Wenn die NAIRU einer sinkenden Arbeitslosigkeit nachweislich folgt, dann beschwört ein Beschäftigungszuwachs infolge einer Erhöhung der effektiven Nachfrage keineswegs eine akzelerierende Inflation herauf. Vielmehr ist nach Überwindung der Krise mit einem stabilen Preisniveaustieg zu rechnen. Den vor anschwellenden Kaufkraftverlusten des Geldes mahnenden Stimmen sollte daher widersprochen werden. Im Übrigen hat auch der Blick auf die Angebotsseite seine Berechtigung: So begrenzt eine wirksame Wettbewerbspolitik den Spielraum der Anbieter, Preise nach oben zu treiben.