ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Walterskirchen, Ewald

Article

Die Bedeutung realwirtschaftlicher Ungleichgewichte für die Finanzkrise

Wirtschaft und Gesellschaft (WuG)

Provided in Cooperation with:
Kammer für Arbeiter und Angestellte für Wien

Suggested Citation: Walterskirchen, Ewald (2013) : Die Bedeutung realwirtschaftlicher Ungleichgewichte für die Finanzkrise, Wirtschaft und Gesellschaft (WuG), ISSN 0378-5130, Kammer für Arbeiter und Angestellte für Wien, Wien, Vol. 39, Iss. 2, pp. 153-165

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/332901

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.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Die Bedeutung realwirtschaftlicher Ungleichgewichte für die Finanzkrise

Ewald Walterskirchen

1. Ungleichheit macht krisenanfällig

Realwirtschaftliche Ungleichgewichte trugen zur Entstehung der Finanzkrise bei. Sie beschleunigten das Tempo des Schuldenaufbaus und führten zu den hohen Schuldenquoten der privaten Haushalte, die als wichtiger Auslöser der Finanzkrise anzusehen sind.

Je höher die Ungleichgewichte, umso mehr wird der Finanzsektor aufgebläht, der zwischen Gläubigern und Schuldnern vermittelt. Gleichzeitig wird das Finanzsystem umso instabiler, je stärker es von Schulden und Fremdkapital abhängt.

Drei Arten von Ungleichgewichten spielen dabei eine besondere Rolle:

– Zunehmende Ungleichheit der Einkommen, besonders in den USA: Die Reichen suchten nach lukrativen Anlagen, und die Banken entdeckten nahezu mittellose US-Haushalte als potenzielle Kreditnehmer.
– Internationale Ungleichgewichte: Einige Länder streben mit Hilfe „merkantilistischer" Politik Überschüsse in der Leistungsbilanz an (China, Deutschland). Diese Gelder müssen angelegt werden und tragen zur Hypertrophie des Finanzsektors bei.
– Entwicklung der Vermögenspreise: Die Immobilienpreise und Aktienkurse schießen im Boom spekulativ weit über die Verbraucherpreise hinaus. Es öffnet sich die Schere zwischen Vermögen und Leistungseinkommen. Nach dem unausweichlichen Crash kehren die Vermögenspreise wieder zu den alten Relationen zurück, und die Immobilien stellen keine adäquate Sicherheit mehr für Kredite dar.

Die zunehmende Konzentration der Einkommen auf eine kleine Oberschicht und die riesigen Leistungsbilanzüberschüsse einiger Staaten haben die Finanzvermögen seit der Liberalisierung der Kapitalmärkte massiv in die Höhe getrieben. Die Kreditbereitschaft der Wirtschaftsunternehmen reichte weltweit nicht aus, das viele Geld aufzunehmen. In den Achtziger- und Neunzigerjahren floss es vor allem in vielversprechende Schwellenländer – so lange, bis dort Grenzwerte der Verschuldung erreicht wurden, die Kreditblasen platzten und nationale Finanzkrisen ausbrachen. Danach

strömte das Geld primär in riskante Hypothekarkredite, die auf undurchsichtige Weise in Wertpapiere verwandelt wurden – bis die Immobilienpreisblase platzte und die weltweite Finanzkrise auslöste.

Die aktuelle Krise wird manchmal ausschließlich auf zu riskante Spekulationen des Finanzsektors zurückgeführt. Ohne diese Spekulationsabenteuer wäre nach dieser Argumentation die Wirtschaft der Industrieländer auf ihrem stabilen Wachstumspfad geblieben. Ich stimme dieser These nicht zu und möchte in diesem Artikel die realwirtschaftlichen Hintergründe beleuchten, die zur Entstehung der Finanzkrise beitrugen: Wegen der zunehmenden Ungleichgewichte der Realwirtschaft „schwammen die Banken im Geld" und ließen sich auf immer riskantere Spekulationen ein.

Die Finanzkrise wurde somit aus zwei Quellen gespeist:

– der unverantwortlichen Kreditvergabe des Finanzsektors, die durch Deregulierung und Liberalisierung ermöglicht wurde, und
– zunehmenden Ungleichgewichten der Einkommensverteilung, der Leistungsbilanzen und der Vermögenspreisentwicklung.

2. Überschuldung der privaten Haushalte und Finanzinstitutionen

Es besteht heute weitgehend Konsens, dass die Überschuldung der privaten Haushalte in den USA eine der zentralen Ursachen der Finanzkrise war. Irving Fisher hatte schon in den Dreißigerjahren erkannt, dass das Platzen von Kredit- und Vermögenspreisblasen Finanzkrisen auslöst. Einige Jahrzehnte später zeigte Hyman Minsky, wie bei blühender Wirtschaft stufenweise immer höhere Kreditrisiken eingegangen werden.

In den USA, dem Ursprungsland der weltweiten Finanzkrise, ist der Schuldenstand aller volkswirtschaftlichen Sektoren zwischen 1981 und 2008 exorbitant gestiegen: von 164% auf 369% des BIP (siehe Tabelle). Am stärksten fiel dieser Zuwachs bei den Finanzinstitutionen und den privaten Haushalten aus.[1] Die Finanzinstitutionen nehmen typischerweise kurzfristiges Geld auf und gewähren langfristige Kredite. Wenn Unsicherheit und Panik entstehen, dann werden die kurzfristigen Kredite nicht verlängert.[2]

Die Schulden des (nicht-finanziellen) Unternehmenssektors stiegen nur mäßig. Die Industrie- und Handelsunternehmen konnten ihre Investitionen weitgehend aus dem Cash-Flow finanzieren. Auch die Schulden des Staates nahmen bis zur Finanzkrise nicht dramatisch zu. Die Staatsschuldenquote erreichte 2007 in den USA 67% des BIP. Erst infolge der Krise stiegen die Staatsschulden stark an.

Tabelle 1: Schuldenstand in % des BIP

USA	**1981**	**2008**
Unternehmen	53	76
Finanzinstitutionen	22	117
Private Haushalte	48	100
Privater Sektor	123	293
Staat	41	76
Insgesamt	**164**	**369**

Quellen: privater Sektor: Roubini (2010) 118f, Staat: IMF.

Der Anstieg des gesamtwirtschaftlichen Schuldenstands[3] hat seit Reagans Deregulierungspolitik eine neue Dimension erreicht. Die Ersparnisse, die dieser Kreditausweitung zugrunde liegen, stammen jedoch weitgehend aus Ländern mit Leistungsbilanzüberschüssen.

Im Allgemeinen wirken sich Kredite positiv auf die Wirtschaftsentwicklung aus, und zwar dann, wenn sie gut abgesichert sind und die Schuldenquote unter einer kritischen Grenze bleibt.[4] Beides war in den USA nicht der Fall. Die Schuldenquote der Banken und Privathaushalte übertraf die magische 100%-Marke, und das Platzen der Immobilienpreisblase brachte die Kreditsicherheiten ins Wanken. Es kam zu Nachschussforderungen und Notverkäufen.

2.1 Sparneigung geht weltweit über Investitionschancen hinaus

Die Finanzkrise war im Kern die Folge einer langfristig überzogenen Akkumulation von Finanzvermögen,[5] die eine Überschuldung durch riskante Kredite nach sich zog. Die Banken versuchten, mit allen erdenklichen und dubiosen Finanzinnovationen potenzielle Kreditnehmer in der ganzen Welt für die überschüssigen Ersparnisse zu finden. In den USA wurden privaten Hauskäufern Kredite durch spezielle Konditionen förmlich aufgedrängt. Die Kumulierung von Finanzierungsüberschüssen über Jahrzehnte bildete somit das Ausgangsmaterial für die Finanzkrise.

Bereits im Jahr 1943 sah Keynes voraus, dass es in einigen Jahrzehnten eine Phase der wirtschaftlichen Entwicklung geben werde, in welcher die profitablen Investitionsprojekte nicht mehr an die hohen Ersparnisse der privaten Haushalte heranreichen würden.[6] Genau das konstatierte Bernanke, als er über eine weltweite Sparschwemme schrieb. Diese *„savings glut“* ist heute auf Länder mit Leistungsbilanzüberschüssen konzentriert (China, erdölproduzierende Länder, Deutschland).

Infolge der hohen Sparneigung in den Überschussländern und der relativ mäßigen Investitionsbereitschaft der Unternehmen in den Industrieländ-

dern sinken die langfristigen Zinssätze seit den Achtzigerjahren nahezu dramatisch. Der langfristige Rückgang der Zinssätze hängt weniger mit der expansiven Geldpolitik der USA als vielmehr mit dem weltweiten Sparüberschuss zusammen. Wenn „überzogene Staatsausgaben" im Vorfeld der Finanzkrise dominiert hätten, dann hätte dies einen Anstieg der Zinssätze zur Folge haben müssen.

Der Rückgang der Zinssätze verringerte zwar die Last der Kreditrückzahlungen beträchtlich. Der steigende Schuldenstand erhöhte jedoch die Unsicherheit bei konjunkturell anziehenden Zinssätzen enorm.

3. Zunehmende Ungleichheit der Einkommen fördert Finanzkrisen

Die Einkommensungleichheit hat vor allem in den USA seit den Siebzigerjahren dramatisch zugenommen. Dazu trug die Explosion der Managergehälter und Bonuszahlungen entscheidend bei. Vorstandsdirektoren und Aufsichtsratspräsidenten schoben sich wechselseitig Millionen zu – ein Auswuchs des wirtschaftlichen Liberalismus seit der Reagan-Thatcher-Ära.

In den USA verfügte das oberste Prozent der Haushalte 1976 über 8,9% der Einkommen. Dieser Anteil stieg bis 2007 fast auf das Dreifache: 23,7%.[7] Diese Bezieher von Spitzeneinkommen suchen riskante Anlagen, weil sie die Gier treibt und sie das Geld nicht zum Leben brauchen. Für die mittleren und unteren Einkommen ist das Netto-Realeinkommen seit Jahrzehnten nicht mehr gestiegen. Sie versuchen, ihren Lebensstandard durch Kredite zu halten bzw. zu verbessern. Rajan wies darauf hin, dass vor der Großen Depression billige Kredite an Landwirte, die von sozialem Abstieg bedroht waren, eine ähnliche Rolle spielten. *„Excessive rural credits was one of the important causes of bank failures during the Great Depression."*[8]

Die dramatische Zunahme der Einkommensunterschiede in den USA trug wesentlich zum rasanten Tempo des Schuldenaufbaus der privaten Haushalte und damit zum Ausbruch der Finanzkrise bei. Kumhof und Rancière konnten zeigen, dass nicht nur 1983-2008, sondern auch im Jahrzehnt vor der Großen Depression (1920-1929) die Einkommensungleichheit und Verschuldung der Privathaushalte stark angestiegen sind.[9]

In den zwei Jahrzehnten nach der Weltwirtschaftskrise kam es dann zu einer starken Verringerung der Spitzeneinkommen. Ein solcher Rückgang sollte auch jetzt wieder erreicht werden, um einen Neustart der Kredite zu ermöglichen.

Eine exzessive Haushaltsverschuldung kann durch Umverteilungspolitik zur Sicherung des Lebensunterhalts in unteren Einkommenskategorien sowie durch sozialen Wohnungsbau verhindert werden.

Ein erster Schritt zur Begrenzung der Spitzeneinkommen ist jetzt in der EU gelungen: Die Bonuszahlungen werden auf maximal das Doppelte der Jahresgehälter begrenzt. Der Widerstand der liberalen Briten gegen eine Begrenzung der Bonuszahlungen konnte gebrochen werden.

4. Dauerhafte Ungleichgewichte der Leistungsbilanzen

Seit einigen Jahrzehnten gibt es hohe und anhaltende Ungleichgewichte der Leistungsbilanzen, d. h. eine dauerhafte Aufteilung in Gläubiger- und Schuldnerstaaten. China, Deutschland und die erdölproduzierenden Länder weisen hohe Überschüsse auf. Die USA, Großbritannien und Südeuropa haben hohe Defizite. Es gibt keinen Ausgleichsmechanismus, keine Tendenz zu einem Gleichgewicht: Die Wechselkurse gleichen den Handel zwischen USA und China nicht aus, der Euro verhindert eine Aufwertung in Deutschland, und der langfristig steigende Rohölpreis beschert den erdölproduzierenden Ländern anhaltende Überschüsse. Es fehlt seit dem Ende des Bretton-Woods-Systems eine internationale monetäre Ordnung.

Die Ungleichgewichte der Leistungsbilanzen waren zwar nicht der unmittelbare Auslöser der Finanzkrise, sie trugen aber zur Hypertrophie des Finanzsektors bei. Obstfeld und Rogoff argumentieren, dass die globalen Ungleichgewichte der Leistungsbilanzen seit 2000 und die weltweite Finanzkrise eng zusammenhängen.[10] Die Überschussländer weisen sehr hohe Ersparnisse auf, für die Anlagemöglichkeiten in der ganzen Welt gesucht werden.

Wohlhabende Länder haben „normalerweise“ Leistungsbilanz- bzw. Sparüberschüsse, die sie in Schwellenländern anlegen. Heute streben jedoch die Schwellenländer in Südostasien Überschüsse an, weil sie nach den Erfahrungen der südostasiatischen Finanzkrise nie wieder vom IMF abhängig werden wollen. Wenn Staaten auf Kredite des IMF (oder der Troika) angewiesen sind, dann verlieren sie ihre nationale Souveränität. Eine solche Schmach und soziale Not im Gefolge der erzwungenen Austeritätspolitik zu verhindern, muss das oberste Ziel der Wirtschaftspolitik sein.

China ist politisch nicht bereit, den Wechselkurs gegenüber dem Dollar stärker anzuheben, und Deutschland ist durch den Euro vor einer (nationalen) Aufwertung geschützt. Die Leistungsbilanzüberschüsse und -defizite erhalten damit einen dauerhaften Charakter.

In ökonomischer Diktion können die anhaltenden Leistungsbilanz-Ungleichgewichte als „Ungleichheit zwischen den Nationen“ interpretiert werden, die nicht durch einen Preismechanismus (Wechselkurse) ausgeglichen wird.

Tabelle 2: Leistungsbilanzen in Mrd. Dollar

	2007	2012
USA	–710	–470
Spanien	–145	–27
Deutschland	+250	+217
China	+353	+238
Ölproduzenten[1]	+354	+425

[1] ohne Russland. Quelle: OECD-Prognose Herbst 2012.

Im Jahr 2007 war das Leistungsbilanzdefizit der USA mit 710 Mrd. Dollar etwa so hoch wie der Überschuss Chinas und der erdölproduzierenden Länder. Der Überschuss Deutschlands war mit 250 Mrd. Dollar etwa so hoch wie das Defizit der südeuropäischen Länder. In den letzten fünf Jahren wurden die Unterschiede kleiner, weil die Importnachfrage in den Defizitländern nachließ. Nur die Überschüsse der Ölproduzenten wurden noch größer.

Die Budgetdefizite der Staaten hängen eng mit der Leistungsbilanzentwicklung zusammen.[11] Länder mit hohen Leistungsbilanzdefiziten haben außerordentlich hohe Budgetdefizite *(„twin deficits").* Die Kausalrichtung bleibt im Einzelfall zu klären.

5. Vermögenspreise destabilisieren die Wirtschaft

Die Preise für Anlagegüter schwanken im Zeitverlauf extrem stark. Die Immobilienpreise und Aktienkurse steigen in einem spekulativen Boom weit rascher als die Verbraucherpreise. Nach dem Platzen der Blase brechen sie plötzlich stark ein. Besonders gravierend ist der Zusammenbruch der Immobilenpreise, weil Grundstücke oft als Sicherheit für Kredite dienen.

Blasen auf spekulativen Märkten (Immobilien, Aktien) entstehen wegen „verkehrter" Reaktionen auf Preissteigerungen. Wenn Waren teurer werden, kaufen wir in der Regel weniger. Auf „normalen" Märkten sinkt die Nachfrage, wenn die Preise steigen. Auf spekulativen Märkten ist es gerade umgekehrt. Wenn die Preise von Anlagegütern steigen, dann wird mehr gekauft, weil noch höhere Preise in der Zukunft erwartet werden. Das geht bis zu dem Punkt, an dem die spekulative Blase platzt. Der Preismechanismus funktioniert also auf spekulativen Märkten nicht. Deshalb ist eine Regulierung von Finanz- und Immobilienmärkten unbedingt notwendig.

Das Auseinanderklaffen von Immobilienpreisen und Verbraucherpreisen im Boom, welcher der Krise vorausgeht, kann als Ungleichheit inter-

pretiert werden: als zunehmende Ungleichheit zwischen Vermögensbesitzern und arbeitenden Menschen.

Der spekulative Anstieg der Haus- und Wohnungspreise führt zu einem Wohnbauboom, der das Wachstum mittelfristig ankurbelt – wie es etwa in den USA, Großbritannien und Spanien der Fall war. Der Preisverfall nach dem Platzen der Blase bringt jedoch den Wohnbau für viele Jahre zum Erliegen. Der Verfall der Haus- und Wohnungspreise trifft dann in besonderem Maß jene Menschen, die ihr Haus auf Kredit gekauft haben. Das Darlehen kann dann höher sein als der Wert ihres Hauses.

Abbildung 1: Haus- und Wohnungspreise in den USA

6. Wie unterscheiden sich Finanzkrisen von normalen Rezessionen?

Ehe ich auf die wirtschaftspolitischen Folgen der bisherigen Analyse eingehe, möchte ich die Unterschiede zwischen Finanzkrisen und „normalen Rezessionen“ herausarbeiten.

Große Krisen und Depressionen sind immer Finanzkrisen, die dann einen Einbruch der Realwirtschaft nach sich ziehen. Der massive Rückgang der realen Investitionen und des Außenhandels sind die Folge, nicht die Ursache. Die aktuelle Krise hat die finanzorientierten Erklärungen der Großen Depression bestätigt. Irving Fisher erkannte, dass Überschuldung zu einer Vertrauenskrise und panikartiger Verringerung der Schuldenstän-

de der privaten Akteure führt. Keynes hat die Große Depression als „Magnetoproblem“ (Elektronik) – nicht als Motorproblem – interpretiert: Die geheimnisvolle Koordinationsfähigkeit der Finanzmärkte ging verloren.[12]

Große weltweite Finanzkrisen gab es 1837, 1873, 1929 und 2008. Ein bis zwei Finanzkrisen in einem Jahrhundert scheinen somit ganz „natürlich“ zu sein – ebenso wie Rezessionen alle 7-10 Jahre. Die Finanzkrisen finden meist in so großen Abständen statt, dass die Katastrophen von damals längst vergessen sind.

Vor der Finanzkrise gibt es nicht ein allmählich langsameres Wachstum der Wirtschaft, sondern einen kreditfinanzierten Boom, der schlagartig abreißt *(„sudden stop“).* Finanzkrisen münden dann meist in eine längere Stagnationsphase („verlorenes Jahrzehnt“), weil die Schulden und Vermögen auf irgendeine Weise abgebaut werden müssen, ehe die wirtschaftlichen Akteure zu neuen Krediten bereit sind.

Nach einer längeren Stagnationsphase bauen sich dann über mehrere Konjunkturzyklen immer höhere Vermögen und Schulden auf. Die Vermögensbesitzer machen zunehmend politischen Druck auf weitreichende Liberalisierung, um ihre Gelder gewinnbringender anlegen zu können. Dabei werden sie von den *Mainstream*-Ökonomen tatkräftig ideologisch unterstützt. Vor Ausbruch der nächsten Finanzkrise kommt es infolge der Liberalisierung der Finanzmärkte zu einer Kreditblase, die schließlich platzt und zu einer großen Krise führt. Die zunehmende Abhängigkeit von Fremdkapital, insbesondere durch Hebelung, steht im Zentrum der Finanzkrise.[13]

Das immer wiederkehrende Muster einer Finanzkrise sieht also etwa so aus: Liberalisierung der Kapitalmärkte – exzessiver Kreditboom – Unsicherheit und Panik – *„Sudden Stop“* – massiver Wertverlust von Wertpapieren und Immobilien – Nachforderungen und Notverkäufe – Vertrauensverlust in andere Banken – Sturm auf Banken bzw. Schattenbanken – Bankenkrise.

Diese historischen Fakten sind bekannt, aber sie werden auf die leichte Schulter genommen. Mit dem Titel ihres Buches „This time is different“ karikieren Reinhart und Rogoff die Illusion der Finanzinstitutionen, diesmal alles im Griff zu haben.

Entscheidend für den Ausbruch einer Krise ist das Entstehen von Panik. In der jüngsten Krise war diese mit den Aktivitäten der Schattenbanken verbunden. *„The central cause for the financial panic was that banks themselves held low quality securities.“*[14] Die meisten dieser Papiere wurden außerhalb der Bankbilanzen gehalten. Deshalb kam es zu einem Sturm auf die Schattenbanken (nicht auf normale Banken).

Die Liberalisierung der Kapitalmärkte ist ein besonders charakteristisches Merkmal im Vorfeld von Finanzkrisen. Wir finden die Deregulierung vor der Großen Depression der 30er-Jahre, vor der Finanzkrise der 90er-

Jahre in Japan und Skandinavien sowie vor der aktuellen weltweiten Krise. Nationale Finanzkrisen traten seit der Liberalisierung und Globalisierung der Kapitalmärkte in den Achtziger- und Neunzigerjahren ausgesprochen häufig auf (Lateinamerika, Südostasien usw.).

Reagan schwärmte von seinem großen Programm zur Deregulierung der Finanzmärkte.[15] Ohne diese Liberalisierung wäre das Auftürmen und Hebeln von Fremdkapital nicht möglich gewesen.

Die neoklassische Theorie, welche die Freiheit des Marktes auf ihre Fahnen heftet, ist deshalb von großen Krisen jedes Mal völlig überrascht. Die unzureichende Anpassung der Löhne nach unten hätte das segensreiche Wirken des Marktes behindert, behaupteten Hayek und Mises in den Dreißigerjahren. Heute klingen solche Erklärungen ebenso realitätsfern wie der gegenwärtige Versuch, dem Staat die Schuld an der aktuellen Krise zuzuschieben und ihn gleichzeitig als Retter herbeizurufen. Staatliche Hilfen und stabile Löhne sind heute ein Bollwerk gegen Deflation, welche die Finanzkrise nur noch zuspitzen würde.

7. Wirtschaftspolitik nach einer Finanzkrise

Finanzkrisen sind dadurch gekennzeichnet, dass Schulden und Vermögen ein unhaltbares Maß erreicht haben. In dieser Situation ist die traditionelle antizyklische Konjunkturpolitik zwar notwendig, um eine Deflation verhindern. Sie wird aber im Regelfall – im Gegensatz zu einer normalen Rezession – nicht ausreichen, weil sie die hohen Schulden aller volkswirtschaftlichen Sektoren nicht verringert. Die bisherige Politik der Sicherung hoher Vermögen durch zusätzliche Belastung der Bevölkerung ist zweifellos der falsche Weg. Auch ein „Herauswachsen“ aus den Schulden durch steigende Einkommen ist in dieser Situation eine trügerische Hoffnung.

Die Austeritätspolitik, die von IMF und EU verordnet wird, macht die Situation nur noch schlimmer. Das Sozialprodukt der betroffenen Länder sinkt, die Jugendarbeitslosigkeit nimmt dramatisch zu, und die Schulden steigen weiter. Die Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage in Südeuropa infolge der überzogenen Sparpolitik hat selbst den Internationalen Währungsfonds überrascht und eine Diskussion über Multiplikatoren, d. h. über die negativen Auswirkungen von Budgeteinsparungen, ausgelöst.[16]

Die notwendige Verringerung der Schulden- und Vermögensquote sollte auf soziale verträgliche Art erreicht werden: Vermögens- und Erbschaftssteuern, höhere Spitzensteuersätze, negative Realzinssätze sowie Schuldenschnitt. Sarah Wagenknecht (2011, S. 352f) und Markus Marterbauer (2007, S. 144f) weisen besonders auf die notwendige Belastung der Vermögensbesitzer hin.

Niedrige Zinssätze und anzustrebende höhere Inflationsraten – d. h. ne-

gative Realzinsen – sind ein erster wichtiger Schritt, der die Probleme der Schuldner mildert. Dieser Schritt reicht jedoch bei Weitem nicht. Es dauert viel zu lange, bis die niedrigen Zinssätze voll wirken.

Die Gläubiger müssen ihren Teil mittragen, wie etwa in Griechenland und Zypern. Ein teilweiser Schuldenerlass[17] ist notwendig, um einen Neustart der Wirtschaft zu ermöglichen. Auch die Privathaushalte sollten von (Hypothekar-)Schulden entlastet werden. Paul Davidson (2011, S. 34ff) führt entsprechende Beispiele aus den Dreißigerjahren an: Umschuldung sowie Umwandlung von Wohnungseigentum in Miete.

Selbst ein Schuldenabbau bzw. -erlass reicht aber in dieser Situation oft nicht aus. Es müssen auch die Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen und der Einkommensverteilung, die zu Sparüberschüssen führen, verringert werden. Das Sparen sollte an das geringere Investitions- und Wirtschaftswachstum angeglichen werden. Einkommensumverteilung und kürzere Arbeitszeiten sind dabei zentrale Strategien.

8. Wirtschaftspolitik für Europa: Mehr Solidarität statt Disziplinierung

Die besonderen Schwächen des Euroraums liegen nicht bei den Staatsschulden, sondern in der mangelnden Koordinierung der Wirtschaftspolitik. Die USA, Großbritannien und Japan haben weit höhere Staatsschulden, dennoch sind sie nicht ins Visier der Finanzmärkte geraten.

Deutschland will Wettbewerbsvorteile aus dem gemeinsamen Währungsgebiet ziehen, ist aber nicht bereit, Verantwortung für den gesamten Euroraum zu übernehmen. Wenn jedes Euroland für seine maroden Banken selbst aufkommen muss – wie das die deutsche Bundesregierung zunächst wiederholt betonte –, dann heißt das nicht anderes, als dass Eurostaaten in Konkurs gehen können. Durch den Euro-Rettungsschirm und die Bereitschaft der Europäischen Zentralbank, unbegrenzt Staatsanleihen zu kaufen, ist dies im letzten Moment verhindert worden.

Die Europäische Union hat in den Maastricht-Verträgen der Budgetkonsolidierung absoluten Vorrang eingeräumt. Diese Politik schlug fehl, weil sie den engen Zusammenhang zwischen Leistungsbilanz- und Budgetdefiziten vernachlässigte. Länder mit hohen Leistungsbilanzdefiziten haben immer auch hohe Budgetdefizite.

Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion zerfällt heute in Gläubiger- und Schuldnerländer. Die Gläubigerländer im Euroraum ziehen einen großen Vorteil aus der Währungsunion: Sie sind vor einer starken Aufwertung geschützt. Die massive Aufwertung des Schweizer Franken zeigt, wie es Deutschland ohne Euro ergehen würde. Die Gläubigerländer müssen deshalb auch ihren gebührenden Beitrag leisten. Die Wirtschafts-

politik darf nicht nur auf eine von der Troika diktierte Verringerung der Defizite ausgerichtet sein, sondern sie muss auch aktiv einen Abbau der Leistungsbilanzüberschüsse anstreben.

In den Ländern mit Leistungsbilanzüberschüssen sollte die Förderung der Nachfrage Vorrang haben: Investitionen in Bildung, Gesundheit, Umwelt und Infrastruktur. In den Defizitländern muss die Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit durch Technologiepolitik und Förderung von Exporten sowie Direktinvestitionen im Vordergrund stehen.

Europa braucht mehr Solidarität („Transferunion"), nicht mehr Disziplin und Überwachung. Die von der Troika erzwungene Sparpolitik hat die Wirtschaft Südeuropas in die Tiefe gerissen und die dortige Bevölkerung in Armut und Arbeitslosigkeit gestürzt.

9. Zusammenfassung

Finanzkrisen resultieren aus der Liberalisierung der Finanzmärkte und darauf folgenden Kreditblasen. Die Verschuldung steigt bis zu einem gewissen Schwellenwert, an dem der Optimismus plötzlich in Panik umschlägt.

In den USA nahm die gesamtwirtschaftliche Schuldenquote zwischen 1981 und 2008 von 164% auf 369% des BIP zu. Extrem war die Verschuldung der privaten Haushalte und Finanzinstitutionen. Der Staat war bis zur Krise mäßig verschuldet.

Die Anhäufung von Schulden und Vermögen geht Hand in Hand. Überhöhte Schulden sind immer auch überzogene Vermögen: Was sich einer ausborgt, muss ihm einer anderer leihen.

Die zunehmende Ungleichheit zwischen Arm und Reich („unequal = indebted") trug zum raschen Anstieg von Vermögen bzw. Schulden bei und erhöhte damit die Krisenanfälligkeit. Sie gab der Finanzbranche und der Spekulation Nahrung.

Vor allem drei Arten von Ungleichheiten trugen zur Kreditblase vor dem Ausbruch der Finanzkrise bei:

– die zunehmende soziale Ungleichheit zwischen Arm und Reich, die Hypothekarkredite an mittellose Haushalte und Spekulationsexzesse nach sich zog,
– die anhaltenden Leistungsbilanzüberschüsse und -defizite, die nicht durch Wechselkurse ausgeglichen wurden und zu einem Auftürmen von Ersparnissen bzw. Auslandsschulden führten, sowie
– die Destabilisierung der Wirtschaft durch stark schwankende Vermögenspreise (Immobilienpreisblasen), d. h. durch zunehmende Ungleichheit zwischen Vermögensbesitz und Leistungseinkommen.

In all diesen Fällen muss die Wirtschaftspolitik zu mehr Gerechtigkeit bei-

tragen. Außergewöhnliche wirtschaftspolitische Maßnahmen sind notwendig, um die gesamtwirtschaftliche Schuldenquote zu verringern. Wesentlich ist, dass die Gläubiger ihren gebührenden Anteil daran tragen. Eine Verteilung der Bankenprobleme auf alle Steuerzahler ist der falsche Weg.

Schulden und Vermögen müssen parallel verringert werden, damit neue Kredit- und Investitionsbereitschaft entstehen kann. Das sollte auf sozial verträgliche Weise erfolgen: durch sehr niedrige Zinssätze, höhere Inflationsraten, Vermögenssteuern und gegebenenfalls Schuldennachlass (z. B. Griechenland). Umverteilungspolitik ist nicht nur aus sozialen, sondern auch aus ökonomischen Gründen notwendig, um neue Wachstumsimpulse zu setzen.

Anmerkungen

1 Roubini, Mihm (2011) 118f.
2 Für die EU wies Tichy (2013) die zentrale Bedeutung der Brutto-Finanzierungsströme der Banken für die Finanzkrise nach.
3 Zur Bedeutung des Niveaus der Schulden und Vermögen (Überforderung) siehe Dietz (2011).
4 Wenn die Schuldenquote eines volkswirtschaftlichen Sektors 90% oder 100% des BIP erreicht, dann steigt das Risiko der Zahlungsunfähigkeit rapid.
5 Bernanke (2005) 1f prägte dafür den Begriff *„savings glut“.*
6 Siehe dazu Walterskirchen (2012a) 132f.
7 Rajan (2010) 8.
8 Ebendort 9.
9 Kumhof, Rancière (2010) 6.
10 Obstfeld, Rogoff (2009) 1.
11 Walterskirchen (2012b) 288.
12 Keynes (Hamburg 2008) 74.
13 Roubini, Mihm (2011) 117.
14 Rajan (2010) 17.
15 Krugman (2012) 67.
16 Blanchard, Leigh (2013) 4f.
17 Graeber (2011) 13ff.

Literatur

Bernanke, Ben, The Global Savings Glut and the U.S. Current Account Deficit (Richmond 2005).
Blanchard, Olivier; Leigh, Daniel, Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers (= IMF Working Papers 13/1, Washington D. C. 2013).
Davidson, Paul, Was würde Keynes heute tun? (Kulmbach 2011).
Dietz, Raimund, Geld und Schuld (Marburg 2011).
Graeber, David, Debt: The first 5000 years (New York 2011).
Keynes, John Maynard, On Air: Der Weltökonom am Mikrofon des BBC (Hamburg 2008).
Kumhof, Michael; Rancière, Romain, Inequality, Leverage and Crises (= IMF Working Paper 10/268, Washington D. C. 2010).
Krugman, Paul, End this depression now (New York 2012).

Marterbauer, Markus, Wem gehört der Wohlstand? (Wien 2007).
Obstfeld, Maurice; Rogoff, Kenneth, Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes (=Conference Paper, Berkeley 2009).
Rajan, Raghuram, Fault Lines (Princeton 2010).
Reinhart, Carmen; Rogoff, Kenneth, This Time is Different (Princeton 2011).
Roubini, Nouriel; Mihm, Stephen, Das Ende der Weltwirtschaft und ihre Zukunft (München 2011)
Tichy, Gunther, What can sector accounts tell us about the financial crisis?, in: Intereconomics 48/2 (2013).
Wagenknecht, Sarah, Freiheit statt Kapitalismus (Frankfurt/Main 2012).
Walterskirchen, Ewald, Langfristige Perspektiven von Keynes und die aktuelle Wirtschaftsentwicklung, in: Chaloupek, Günther; Marterbauer, Markus, 75 Jahre General Theory of Employment, Interest and Money (= Reihe Wirtschaftwissenschaftliche Tagungen der AK Wien, Band 17, Wien 2012a) 131-148.
Walterskirchen, Ewald, Eurokrise ohne Ende, in: Wirtschaft und Gesellschaft 38/2 (2012b) 285-290.

Zusammenfassung

Finanzkrisen resultieren aus der Liberalisierung der Finanzmärkte und darauf folgenden Kreditblasen. Die Verschuldung steigt bis zu einem gewissen Schwellenwert, an dem der Optimismus plötzlich in Panik umschlägt. Die Anhäufung von Schulden und Vermögen geht Hand in Hand. Überhöhte Schulden sind immer auch überzogene Vermögen: Was sich einer ausborgt, muss ihm einer anderer leihen.

Vor allem drei Arten von Ungleichheiten trugen zur Kreditblase vor dem Ausbruch der Finanzkrise bei:

- die zunehmende soziale Ungleichheit zwischen Arm und Reich, die Hypothekarkredite an mittellose Haushalte und Spekulationsexzesse nach sich zog,
- die anhaltenden Leistungsbilanzüberschüsse und -defizite, die nicht durch Wechselkurse ausgeglichen wurden und zu einem Auftürmen von Ersparnissen bzw. Auslandsschulden führten, sowie
- die Destabilisierung der Wirtschaft durch stark schwankende Vermögenspreise (Immobilienpreisblasen), d. h. durch zunehmende Ungleichheit zwischen Vermögensbesitz und Leistungseinkommen.

In allen diesen Fällen muss die Wirtschaftspolitik zu mehr Gerechtigkeit beitragen. Außergewöhnliche wirtschaftspolitische Maßnahmen sind notwendig, um die gesamtwirtschaftliche Schuldenquote zu verringern. Wesentlich ist, dass die Gläubiger ihren gebührenden Anteil daran tragen. Eine Verteilung der Bankenprobleme auf alle Steuerzahler ist der falsche Weg.

Schulden und Vermögen müssen parallel verringert werden, damit neue Kredit- und Investitionsbereitschaft entstehen kann. Das sollte auf sozial verträgliche Weise erfolgen: durch sehr niedrige Zinssätze, höhere Inflationsraten, Vermögenssteuern und gegebenenfalls Schuldennachlass (z. B. Griechenland). Umverteilungspolitik ist nicht nur aus sozialen, sondern auch aus ökonomischen Gründen notwendig, um neue Wachstumsimpulse zu setzen.