

# Wer ist schuld an der Finanzkrise?

Brigitte Unger

Dass der Auslöser der Finanzkrise 2008 der Zusammenbruch des US Immobilienmarktes war, ist eine Tatsache, auf die sich Wirtschaftspolitiker und Ökonomen weitgehend einigen können.

Aber wer ist schuld an der Krise? Hier haben wir in den letzten Monaten eine Fülle von Erklärungen geliefert bekommen, von denen, denke ich, keine als Krisenerklärung ausreicht. Ich werde im folgenden zuerst in Kapitel 1 die meist genannten Ursachen der Finanzkrise darstellen, und danach in Kapitel 2 auf die Rolle der Ökonomen und ökonomischen mainstream Theorie eingehen, die mitverantworten haben, dass die mir am wichtigsten scheinende Krisenerklärung, die ungleiche Einkommensverteilung (Kapitel 3) bis heute zu wenig diskutiert wird. Dies bedeutet auch, dass Sanierungsmassnahmen, die die Einkommensverteilung nicht deutlich verbessern, keinen langfristigen Erfolg haben werden.

## 1. Die meist genannten Ursachen der Finanzkrise

Falsche wirtschaftspolitische Maßnahmen der US Geldpolitik werden als Krisenursache am häufigsten zitiert. Dem Präsidenten der US Notenbank Alan Greenspan sei eine »Tragödie der Irrtümer« (Buitter 2008) passiert. Diese Irrtümer reichen von Zinssenkungen des US Leitzinssatzes, die nicht zu mehr Investitionen sondern zu einer Überliquidität der Banken geführt haben, die dann gezwungen waren riskantere Kredite zu vergeben, bis hin zu einer Fehlinterpretation der US Inflationsrate. Das fallende Preisniveau, das Greenspan mit seiner Politik des billigen Zinses und An-kurbelns von Investitionen stoppen wollte, hätte es aufgrund der Rohstoffspekulation und gestiegenen Rohstoffpreise gar nicht gegeben. Er habe sich an der falschen Inflationsrate orientiert, der Kerninflationsrate, die die Rohstoffpreise nicht beinhaltet. Auch habe er die Liquiditätszufuhr an die US Wirtschaft durch Dollaranlagen der Asiaten unterschätzt. Willem Buitter listet insgesamt 8 solcher Irrtümer Greenspans auf, die zur Finanzkrise geführt haben.

Nicht Greenspan, sondern die noch nie da gewesene Profitgier der Banken sei schuld an der Krise. George Soros vertritt unter anderem diese Auffassung: »The salient feature of the current financial crisis is that it was not caused by some external shock like OPEC raising the price of oil. ... The crisis was generated by the financial system itself.« (Soros zitiert in Skidelsky 2008). Banken hätten nachlässig Hypothek-kredite vergeben, wissend dass der arbeitslose Schuldner diese Hypothek, die oft 2 bis 3 Jahre zins- und rückzahlungsfrei gewährt wurde, auch später nie zurückzahlen könne. Da Banken aber auf weiterhin steigenden Häuserpreise spekulierten, konnten sie im Falle der Nichtrückzahlung der Hypothek durch den Schuldner aus dem Zwangsverkauf des Hauses Profit schlagen, meist noch mehr als durch die verlehnte Hypothek. Banken hätten wissentlich Kredite an Schuldner vergeben, die nicht zahlungsfähig waren. Huffs Schmid geht sogar so weit, dass er statt eines Bail Outs, einen

Schutz der Gläubiger im Falle von Zahlungsunfähigkeit, ein Bail In fordert, einen Schutz der Schuldner vor den Gläubigern, die sie falsch beraten und damit in den Konkurs führen (Huffs Schmid 2007).

Andere wiederum machen die Rating Gesellschaften verantwortlich für die Krise. Sie hätten Produkte mit hoher Bonität ausgezeichnet, obwohl diese höchst riskant waren. Bereits 2004 habe das FBI die damalige Regierung auf Betrugsfälle am US-amerikanischen Hypothekenmarkt aufmerksam, ohne dass diese mit der Anordnung einer Untersuchung reagiert. Die Ratingagenturen hätten wider besseres Wissen die oft von ihnen gemeinsam mit den Banken entwickelten strukturierten Produkte mit den höchsten Bonitätsnoten ausgezeichnet, ohne jemals die Bonität der KreditnehmerInnen geprüft zu haben. Die Folgen sind bekannt: die strukturierten Produkte, besser bekannt als toxische Wertpapiere wurden weltweit und insbesondere von europäischen Banken und Zweckgesellschaften in großem Umfang gekauft (Mozart 2009).

Neben Greenspan, der Profitgier der Banken und kriminellen oder inkompetenten Rating Agenturen werden auch noch dreiste Hypotheknehmer und unfähige oder überforderte Aufsichtsbehörden genannt. Auch falsche Anreize (vgl z. B. Theewes 2009), insbesondere falsche Belohnungsanreize für Bankmanager, oder zu große Banken (vgl. van Witteloostuijn 2009) werden genannt.

Die Schuldfrage ist aus zweierlei Hinsicht relevant. Einerseits, um eine klare Ursache benennen zu können und die Schuldigen zur Verantwortung ziehen zu können und andererseits um adäquate wirtschaftspolitische Maßnahmen setzen zu können, um das Problem der Krise bei seinen Wurzeln anzupacken.

Obgleich alle oben genannten Personen und Gruppen mitverantwortlich für das Entstehen der Finanzkrise sind, so sind sie doch jeder nur ein kleines Rad im Getriebe des Ganzen. Jeder von ihnen hat eigentlich nur probiert so gut wie möglich in einem System zu überleben, das immer riskantere Maßnahmen verlangte. Greenspan wollte die Wirtschaft mit niedrigen Zinsen ankurbeln, weil er eine drohende Deflation und Krise verhindern wollte. Banken wollten ihre Profite weiterhin realisieren, Rating Gesellschaften und Bankmanager wollten ebenfalls Einkommen maximieren. Jeder einzelne hat sich in diesem System eigentlich sehr rational verhalten. Genau so, wie es ihm die ökonomische Theorie unterstellt.

Die Krise ist daher nicht aus einer plötzlichen Hysterie der Märkte entstanden, sondern aus der Tatsache, dass die Summe von (rationalen) Einzelentscheidungen zu makroökonomischen Auswirkungen führen kann, die letztendlich auch die Finanzmärkte selbst getroffen hat (und leider auch viele andere).

## 2. Der Beitrag der Ökonomen zur Krisenerklärung

Wie kann es, wenn Wirtschaftssubjekte sich rational, gemäß den Annahmen der ökonomischen Theorie verhalten, zu einer Krise kommen, obwohl die ökonomische Theorie mathematisch beweist, dass es keine Krise geben kann? Eine Erklärung für die Krise gibt Ökonomen die schuld: Sie haben die Wirtschaftspolitik falsch beraten, teils weil sie Lobbyisten für die Finanzmärkte sind und von diesen bezahlt werden, teils weil sie ihre Beratungen in den letzten 30 Jahren auf völlig verkehrte Modelle basiert haben. Lehrstühle für Finanzen an Universitäten würden oft vom Finanzsektor gesponsert und dort würden Modelle entworfen, die den realen Sektor ausblenden, so die Schuldzuweisung.

*»Das Wissen über Finanzmärkte ist in den staatlichen Bürokratien teilweise verloren gegangen, da Aufsicht an die Finanzindustrie und an teilweise unabhängigen Aufsichtsinstitutionen delegiert wurde. Dort hat die herrschende Ökonomie, wie sonst in keinem anderen wirtschaftspolitischen Bereich einen ungeheuren Einfluss; diese Institutionen sind vom marktliberalen bis marktradikalen Gedankengut infiziert. Finanzmarktregulierung und Ökonomie sind eine unheilvolle Allianz eingegangen. Die mainstream Ökonomie hat einen wesentlichen Anteil an der Krise« (Mozart 2009).*

Vor allem die Geld- und Makroökonomie der letzten 30 Jahre sei eine verheerende Sackgasse gewesen. Ökonomen beraten Wirtschaftspolitiker, die die komplizierten Modelle und haarsträubenden Annahmen dahinter nicht durchschauen. Buiter (2009) kritisiert, dass weder die Neue klassische Makroökonomie (z. B. Lucas 1975, Barro 1977 und 1989) mit ihrer »efficient market hypothesis«, noch die New Keynesian Economics (z. B. Mankiw 1985, Mankiw und Romer 1991, Woodford 2003) mit ihren dynamischen allgemeinen Gleichgewichtsmodellen in der Lage sind, Krisen oder Liquiditätsprobleme zu analysieren.

Um die heilige Kuh der Ökonomen der letzten 30 Jahre, die dynamische Optimierung, einmal zu entmystifizieren: Stellen Sie sich ein Auto vor, das über Hügel so effizient möglich fahren soll. Das Ergebnis hängt von 3 Dingen ab. Dem Zustand des Autos (alt, neu, Porsche oder Trabi, den PS), den Kontrollvariablen (Beschleunigung, sie können mehr oder weniger Gas geben), und der Transversalitätsbedingung. Diese garantiert, dass sie unbehellig fahren können, dass also solange sie mit dem Auto fahren, sich nichts an den Umständen ändert, also kein Erdbeben stattfindet, sodass sie dem optimalen Pfad folgen können. Da die aus der Mathematik stammenden und dort durchaus brauchbaren Modelle der dynamischen Optimierung einen langen, oft unendlich langen Zeithorizont haben, sind sie in der Ökonomie völlig unbrauchbar. Eine Krise ist ein Erdbeben. Niemanden interessiert, was mit dem Wirtschaftswachstum passiert, wenn sich 500 Jahre lang nichts an den Umständen ändert, und was die optimalen politischen Eingriffe für so ein Szenarium sind (sofern überhaupt Raum für solche ist). Genau auf solchen Annahmen und Modellen basierten aber die wirtschaftspolitischen Empfehlungen der letzten 30 Jahre.

Beide Ansätze gehen von rationalen Erwartungen aus, d. h. dass Wirtschaftssubjekte sich langfristig und im Durchschnitt nicht irren, die einen bei flexiblen Preisen, die anderen bei starren Preisen. Die Annahme von vollständigen Märkten (complete markets), dass also zu jedem Zeitpunkt, für jeden Zustand der Welt, auf jedem Ort ein Markt besteht (und es daher immer eine Möglichkeit gibt ein Asset gegen ein anderes einzutauschen, Illiquidität also gar nicht vorkommen kann) sei unlogisch, so Buiter (2009). Auch wenn nur ein Milligramm von Ressourcen pro Markt benötigt würde, würde bei complete markets das Rohstoffvorkommen der Erde überschritten. Es sei sinnvoller eine Theorie zu entwerfen die von Autarkie ausgeht und die begründet, warum es überhaupt einen Markt gibt, statt unendlich viele, vollkommene Märkte anzunehmen. In einer Welt, in der mehr als 50% des Welthandels nicht über Märkte stattfindet (z. B. intra Firmenhandel) und in der Liquiditätsengpässe offensichtlich bestehen, scheint Buiter's Forderung nach einer realistischeren Ökonomie nicht unbegründet.

Die mainstream Makroökonomie und die Geldtheorie sind in den letzten 30 Jahren in eine Sackgasse gelaufen. Führende Ökonomen haben vor dieser Entwicklung gewarnt, darunter die drei Nobelpreisträger Ronald Coase, Milton Friedman und Wassily Leontief. Sie hatten Sorge darüber geäußert, dass in den letzten Jahren die Ökonomie zu einem Teilgebiet der angewandten Mathematik degradiert sei, und sich von der realen Welt und den realen Institutionen und Ereignissen verabschiedet habe (Hodgson 2009).

Schon 1988 hat die *American Economic Association* eine Kommission eingesetzt, die den Zustand und die Qualität der Graduate Ausbildung (Ausbildung zum Magister der Ökonomie) untersuchen sollte. In einem vernichtenden Urteil, das im *Journal of Economic Literature* 1991 veröffentlicht ist, drückte die Kommission ihre Sorge aus, dass die Ausbildungsprogramme eine Generation von »wissenden Depen« (»idiot savants«) heranbilden, die technisch geschult aber bezüglich realwirtschaftlicher Gegebenheiten völlig naiv und unbedarft sind.

November 2008 besuchte Ihre Majestät, die Queen die *London School of Economics* und fragte warum Ökonomen die Krise nicht vorhergesehen haben. Die Professoren Tim Besley and Peter Hennessy antworteten, dass es vor allem daran lag, dass viele brillante Leute allesamt einfach nicht die Vorstellungskraft hatten, um die Risiken des Systems als Ganzes zu begreifen. Daraufhin schrieben 10 führende britische Ökonomen, angeführt von Geoffrey Hodgson, einen Protestbrief an die Queen.<sup>1</sup> Sie machten darin deutlich, dass Ökonomen Verantwortung übernehmen müssen und dazu stehen müssen, dass die Mathematisierung der Ökonomie und das Abheben von der Realität eine Sackgasse gewesen sei.

Die Mainstream hat sich in die falsche Richtung entwickelt, während die heterodoxen Ökonomen an den Rand gedrängt wurden. Das Marginalisieren von heterodoxen Ökonomen wie Hyman Minsky, der eine Konjunktur- und Krisentheorie die durch Banken verursacht ist, entworfen hat, oder von John M. Keynes 1936, der die Börse und Finanzspekulationen für Krisen verantwortlich machte, räche sich jetzt (Kregel 2009, Unger 2009).

Laut Minsky (1982) ist eine fundamentale Eigenschaft unserer Wirtschaft, dass das Finanzsystem zwischen Robustheit und Fragilität hin und her schwingt. Dies sieht er als Ursache für den Konjunkturzyklus. Im Aufschwung, wenn Einnahmen und cash flow steigen, entwickelt sich eine spekulative Euphorie, Schulden übersteigen was Schuldner von ihrem Einkommen bezahlen können, Blasen (bubbles) entstehen. Die Unsicherheit ob Schuldner zurückzahlen können steigt zunehmend, wodurch Banken vorsichtiger bei der Kreditvergabe werden. Sie verlangen höhere Sicherheiten und nehmen strengere Bonitätsprüfungen vor. Viele Unternehmen, die Kredite für weitere Investitionen nachfragen, bekommen keine Kredite mehr. Diese Kreditrationierungen leiten den Abschwung ein. Die Investitionsgüternachfrage geht aufgrund von Kreditmangel zurück, Arbeiter in der Investitionsgüterindustrie werden entlassen. Durch die steigende Arbeitslosigkeit sinkt auch die Konsumgüternachfrage. Viele privaten Schuldner können nun aufgrund der geänderten wirtschaftlichen Bedingungen ihre Schulden nicht mehr zurückzahlen, Notverkäufe und Privatkonkurse folgen. Minsky hat dies als endogenen Prozess gesehen, wo die erfolgreiche Abwicklung von finanziellen Transaktionen zu steigender Unsicherheit über den Erfolg weiterer finanzieller Transaktionen führt, was wiederum reale Konsequenzen hat. Ökonomische Stabilität kreiert ihre eigene Zerstörung durch zu-

nehmende finanzielle Fragilität. Jan Kregel (2009) zeigt dass die heutige Finanzkrise sehr ähnlich der Krise der 30er Jahren ist. Banken die viel hergeborgt hatten im 1927 Florida *real estate boom*, crashten, gefolgt von Börsencrash, und letztlich führte dies zu den *bank holidays* 1933 gefolgt von einer Depression. Auch diese Krise kam aus den US, und ging vom Wohnungsmarkt aus.

Minsky unterscheidet drei verschiedene Formen von Schuldnern. In normalen Zeiten dominiert der »*hedge borrower*«. Er kann sowohl die Zinsen als auch das ausgeborgte Kapital aus dem cash flow seiner Investition finanzieren. Im Aufschwung versuchen die Banken, durch Erfinden von riskanteren Finanztransaktionen und Investitionen ein Absinken ihrer Profite zu verhindern. Immer mehr *speculative borrowers* befinden sich unter ihren Schuldnern, das sind Schuldner, die noch die Zinsen auf die Schulden aus dem cash flow finanzieren können, aber nicht mehr das ausgeborgte Kapital. Im Laufe des weiteren Booms dominieren die »*Ponzi borrower*«, Sie spekulieren nur noch auf eine Wertsteigerung von Assets, und können weder Zinsen noch ausgeborgtes Kapital aus dem cash flow ihrer Investition finanzieren. Bis die Unsicherheit für die Banken zu groß wird, und sie zu riskante und schlechte Kredite auslagert und die Kreditvergabebedingungen wieder verschärfen, was den Abschwung einleitet.

Minsky hat vor allem eine Konjunkturtheorie und keine Krisentheorie entwickelt. In seiner Essay-Sammlung aus den 1980er-Jahren »*Can it happen again?*« wie auch in seinem letzten großen Werk »*Stabilizing an Unstable Economy*« geht er der Frage nach, ob sich die Depression der 1930er Jahre wiederholen könne, deren Ausmaß durch verheerende wirtschaftspolitische Fehler – von einer kontraktiven Geldpolitik, über restriktive Fiskalpolitik bis hin zu einer *Beggar-thy-Neighbour-Politik* in Form von Protektionismus im Handel und eines Abwertungswettlaufs – verstärkt wurde. Die Antwort war ein eindeutiges Nein. Die Wirtschaftspolitik habe, so Minsky, aus den Fehlern gelernt.

Weniger optimistisch sieht Colin Crouch (2008 und 2009) in England die Krise.

Er spricht vom Tod eines »*privatized Keynesianism*«, durch die Finanzkrise. »*Under the original Keynesianism it was governments that took on debt to stimulate the economy. Under the privatized form individuals, particularly poor ones, took on that role by incurring debt on the market*« (Crouch 2008). Man habe im privatisierten Keynesianismus die Nachfrage über Kredite künstlich aufrechterhalten. Den Konsum durch Verschuldung aufrecht zu erhalten gelang durch Vergabe von allerlei Arten von Hypotheken, Krediten und vielerlei Kreditkarten an ärmere Leute. Es akkumulierten sich ungesicherte Schulden (»*unsecured debts*«) statt wie im ursprünglichen Keynesianismus sichere Staatsschulden (»*government debts*«). Die Fähigkeit der Schuldrückzahlung der Privaten ist deutlich geringer, das Risiko für die Kreditgeber deutlich höher als im traditionellen Keynesianismus. Deshalb entwickelten sich Märkte für Risiko und Risikoteilung (»*risk sharing*«). Ein flotter Handel mit Schulden entstand, weil jeder glaubte, er könne das Schuldenpaket neu bündeln (»*securitization*« (Verbriefung) war das Zauberwort) und gewinnbringend weiterverkaufen, in einem immer weiter sich ausbauenden Pyramidenspiel. Das Problem war, dass der Zusammenhang mit der wahren Schuld, mit dem realen Sektor, irgendwann verloren ging. Die Finanzmärkte »hoben ab« Der Sekundärmarkt hatte mit den Entwicklungen am Primärmarkt nichts mehr zu tun, bis alles zusammenfiel wie ein Kartenhaus. Betrachtet man die Entwicklung von Realwirtschaft und Finanzwirt-

schaft, so lässt sich in der Tat ein noch nie da gewesenes Auseinanderklaffen von realem Sektor und finanziellem Sektor feststellen. Huffschmid (2007) zeigt, dass der finanzielle Sektor in den letzten Jahren rund 4-mal so groß war wie der reale Sektor (Abbildung 1). Das Weltbruttoinlandsprodukt beträgt in der Grafik im Jahr 2010 63.3 Billionen US Dollar, während der Wert des weltweiten Finanzvermögens 214 Billionen US Dollar beträgt. Um Güter mit finanziellen Mitteln zu kaufen, ist ein Verhältnis von rund 1:1 zwischen realem und finanziellem Sektor nötig, was bis in die 1980er Jahre der Fall war. Will man Güter im Wert von 100 Euro kaufen, so hat man 100 Euro dafür nötig und nicht 400. Seit der Liberalisierung der Finanzmärkte ist dieses Verhältnis jedoch immer weniger gegeben. Kregel (2009) kritisiert, dass Banken ihre eigentliche Aufgabe, nämlich Fristen und Riskentransformation vorzunehmen, und die Liquiditätsversorgung zu garantieren, immer weniger wahrnehmen. Sie haben immer weniger direkt mit Unternehmungen und Haushalten zu tun, sondern sind immer mehr zu Organisatoren, zu Arrangeuren geworden. Sie schaffen neue Finanzprodukte, die sie dann an eine andere oft bankeigene Gesellschaft verkaufen, die diese dann weiterverkauft. Aus der Sicht des realen Sektors gesehen wird zunehmend was die Holländer »gebakken lucht« nennen (heisse Luft) verkauft. Die Gefahr, dass die »Blase« platzt, dass die Nachfrage nach »gebakken lucht« schlagartig zurückgeht, dass das Vertrauen in eine vom realen Sektor abgekoppelte »Finanz«-Wirtschaft deren Innovationen und Produkte man nicht real anfassen kann, nicht essen und benützen kann, irgendwann verloren geht, stieg seit Mitte der 1990er Jahre kontinuierlich.

Schulmeister (2008) spricht vom Finanzkapitalismus, der den Industriekapitalismus abgelöst hat. Betrachtet man die Entwicklung von Finanz- zu Realkapital innerhalb von Kapitalgesellschaften (Abbildung 2), so fällt auf, dass auch innerhalb der Unternehmungen immer mehr Finanzkapital anstatt Realkapital gehalten wird. Abbildung 2 zeigt die Entwicklung für die USA, aber auch für europäische Länder lässt sich diese Tendenz in den Kapitalgesellschaften feststellen. Es lohnt sich nicht mehr, so scheint es, für Unternehmungen in den realen Sektor zu investieren. Stattdessen wurden zunehmend Finanzanlagen gehalten. Der Finanzsektor wurde oft auch als realer Sektor interpretiert: er beschäftige Menschen, sogar solche mit hoher Ausbildung, er produziere Output in Form von Umsätzen der Branche, er mache Gewinne wie andere Branchen auch. Er sei hoch innovativ durch »Finanzinnovationen«, aber der Finanzsektor produziert nichts was Menschen zum Leben brauchen. Wenn die Investoren lieber in Finanzanlagen als in Realanlagen investieren, und wenn zusätzlich noch der Konsum nur künstlich mit riskanten Krediten an arme, zahlungsunfähige Schuldner aufrecht erhalten wird, dann besteht die Gefahr einer Nachfragerücke sowohl am Investitions- als auch am Konsumgütermarkt.

### 3. Die ungleiche Einkommens- und Vermögensverteilung ist schuld

Dies führt uns zu der Krisenursache, die bis dato m. E. zu wenig Beachtung findet, und die ich als die wichtigste erachte: nämlich die drastisch veränderte Einkommens- und Vermögensverteilung. Investoren werden nicht in die Realwirtschaft investieren wenn anders höhere Profite zu erzielen sind. Aber warum sind in der Realwirtschaft die Profite und Absatzerwartungen gesunken? Weil ein Teil der Bevölkerung zu wenig verdient, um das Ausmaß von Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen, das für

Vollbeschäftigung notwendig ist, zu gewährleisten. Während ein anderer (kleinerer) Teil der Bevölkerung so viel verdient, dass er das Einkommen beim besten Willen nicht mehr im realen Sektor ausgeben kann. Es entsteht eine Kaufkraftlücke. Diese Kaufkraftlücke konnte im privatized Keynesianism (künstlich) durch private Schulden gefüllt werden. Aber langfristig lässt sich bei einer stark auseinanderklaffenden Einkommens- und Vermögensverteilung eine Unterkonsumtion nicht vermeiden.

Das Auseinanderklaffen der Einkommensverteilung lässt sich zuallererst weltweit feststellen. Die Einkommensunterschiede zwischen erster und dritter Welt hat ein bis dato noch nie erreichtes Ausmaß erlangt (OECD 2008). Wie Atkinson 2009 treffend feststellte, haben nicht alle Länder von den hohen Wachstumsraten profitiert: »A rising tide does not necessarily raise all boats«.

Seit Mitte der 1980er Jahre ist das reale Pro Kopf Einkommen der reichen Länder (zu konstanten Preisen von 2000) kontinuierlich auf durchschnittlich rund 30.000 US Dollar gestiegen, während das Einkommen der armen Länder bei durchschnittlich rund 500 US Dollar liegt. Die Schere zwischen erster und dritter Welt geht auf (Abbildung 3). Ein großes Potential an Nachfrage geht dem Weltmarkt und vor allem den reichen Ländern dadurch verloren, dass arme Länder zu wenig Einkommen haben, um die Güter der reichen Länder zu kaufen. Oft haben sie sogar so wenig Einkommen, dass sie die Güter, die sie selbst produzieren, nicht kaufen können.

Eine Krise – egal ob Finanzkrise oder eine andere Form der Wirtschaftskrise – entsteht, wenn diejenigen, die das Einkommen und Vermögen haben, so viel besitzen, dass sie es beim besten Willen nicht mehr ausgeben können, und diejenigen, die konsumieren könnten, das Einkommen dazu fehlt. Auch die heutige Krise ist eine Unterkonsumtionskrise, behaupte ich, die auf eine zu große Ungleichverteilung der Einkommen und Vermögen zurückzuführen ist. Aber auch innerhalb der reicheren Länder klafft die Schere auseinander. Die funktionelle Einkommensverteilung in den USA, Japan und den EU-15 Ländern zeigt seit 1975 auch einen klar fallenden Trend der Lohnquote. Waren die Löhne 1975 noch beinahe 75% des Bruttoinlandsprodukts, so sind es 2005 nur noch 67% (Abbildung 4). Da Arbeitnehmer die kaufkräftigste Gruppe sind, hat die Lohnzurückhaltung der letzten 30 Jahre einen Nachfragemangel am Gütermarkt bewirkt. Solange die Wachstumsraten positiv waren, stieg zwar die Nachfrage nach Produkten, aber nicht stark genug um die Nachfrangelücke, zu schließen. Die Profite der Unternehmungen wurden größtenteils nicht nachfragewirksam ausgegeben, sondern gespart. Dieser einkommensbedingte Nachfragemangel wurde zunächst künstlich mit Krediten an Arbeitnehmer kompensiert, aber auf lange Sicht muss der Anteil der Lohneinkommen am Volkseinkommen wieder steigen, um genügend Nachfrage sicher zu stellen. Aber auch die personelle Einkommensverteilung hat sich in den meisten Ländern verschlechtert. Da Arme ihr Einkommen voll ausgeben, während Reiche einen Teil ihres Einkommens sparen, bewirkt eine ungleichere Einkommensverteilung eine weitere Gefahr für Kaufkraft und Nachfrage. Die Gefahr einer Krise ist gegeben, wenn Ungleichheiten so groß werden, dass der eine Bevölkerungsteil so viel hat, dass er das Einkommen nicht mehr ausgeben kann und der andere Bevölkerungsteil, der ausgeben könnte, das Einkommen dazu nicht hat. Eine jüngste Studie der OECD (2008) vergleicht die Gini Koeffizienten als Maß für Ungleichheit der personellen Einkommensverteilung über die Zeit (Tabelle 1). Seit Mitte der 1980er Jahre weisen fast alle OECD Länder (mit Ausnahme von Belgien, Frankreich, Griechenland und Irland, deren Gini Koeffizient

sinkt) eine ungleichere Einkommensverteilung auf. Die Vermögensverteilung ist noch deutlich ungleicher als die Einkommensverteilung.

Die Finanzkrise hat die Einkommensverteilung noch zusätzlich belastet. Atkinson (2008) stellt fest, dass auch historisch eine Finanzkrise zu einer weiteren Ungleichverteilung der Einkommen führte. Die Gewinner der aktuellen Finanzkrise sind Investoren, die das Platzen der Immobilienblase frühzeitig vorhergesehen hatten. Topverdiener ist der Hedgefonds-Manager John Paulson. Im Juli 2006 gründete er einen Hedgefonds mit der alleinigen Strategie, auf den Zusammenbruch des Immobilienmarktes zu wetten. Obwohl er die damalige Meinung der Ratingagenturen ignorierte, legte sein Fonds in 2007 um 590% zu. John verdiente in diesem Jahr 3,7 Milliarden Dollar. Viele andere haben hingegen Einkommen und Vermögen verloren.

Axel Leijonhufvud (1968) sprach einst von einem »Korridor« innerhalb dessen ökonomische Variable sich bewegen müssen. Wird dieser »Korridor«, diese Bandbreite innerhalb derer Variablen wie Lohnquoten, Staatsschulden, Inflationsraten, sich bewegen, verlassen, dann explodiert das System und es kann zu keinem stabilen Vollbeschäftigungspfad mehr zurück finden. Denn außerhalb des Korridors haben Akteure nicht mehr die adäquaten Normen und Erwartungen die gegenseitig konsistent sind, um das System zu stabilisieren.

#### 4. Schlußfolgerungen

Der Auslöser dieser Finanzkrise waren die USA. Aber die Ungleichgewichte, die sich zwischen realem und finanziellem Sektor, zwischen Löhnen und Profiten, und zwischen persönlichen Einkommen und Vermögen aufgetan haben, haben das neoliberale Wirtschaftssystem der letzten 25 Jahre krisenanfällig gemacht. Leijonhufvuds Korridor, innerhalb dessen sich ökonomische Variable entwickeln müssen um Krisen zu vermeiden, wurde damit überschritten. Wäre die Blase nicht in den USA geplatzt, dann hätte der systeminhärente Nachfragemangel woanders zu einer Krise geführt.

Ist es möglich wieder innerhalb Leijonhufvuds Korridor zu gelangen?

Leijonhufvud selbst denkt nicht, dass eine Rückkehr zum traditionellen Keynesianismus bei einer »Balance Sheet Rezession« wie er sie nennt, hilft (Leijonhufvud 2009), weil nicht nur die Einkommens- sondern auch die Vermögenspositionen berücksichtigt werden müssen. »A balance sheet recession requires that policy address the problems in the private sector's capital as well as its income accounts«. Von Keynes sollten wir vor allem die Rolle der sozialen Verantwortung, und eine kritische Überprüfung der herrschenden Theorie übernehmen.

Die derzeitigen Maßnahmen der öffentlichen Hand versuchen kurzfristig Stabilisierungshilfe zu gewähren. So etwa haben die EU Länder Bankenpakete geschnürt. Wie Abbildung 5 zeigt, nehmen die Niederlande hierbei eine führende Rolle (nach Schweden) ein. Mehr als 30% des Bruttoinlandprodukts wurde für Bankenstabilisierung durch teils Kreditvergabe, teils Übernahmen und teils Haftungen vom öffentlichen Sektor bereitgestellt.

Konjunkturpakete wurden in vielen Ländern geschnürt, um fiskalische Nachfrageimpulse zu setzen. Verstaatlichung der Banken (wie etwa in Schweden die Norbank see Richardson and Roubini 2009, oder auch ABN Amro in den Niederlanden) oder schärfere Aufsicht des Bankensektors, die Gründung von bad banks<sup>2</sup>, die die abzuschreibenden Verlustpapiere auffangen sollen wird erwogen, oder auch

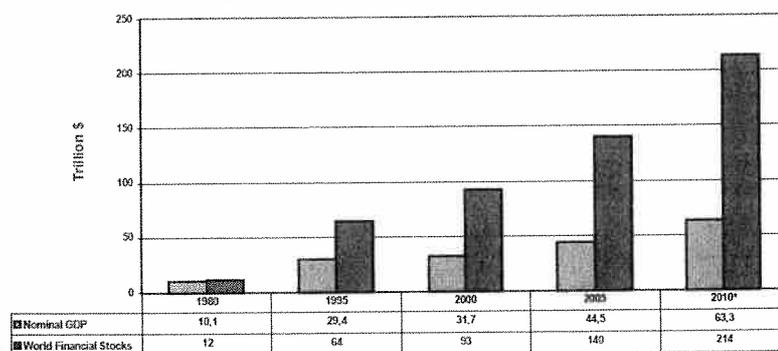
die Gründung von good banks (Butter 2009). Mit der Einrichtung von staatlichen »Good Banks«, an der sich auch Private beteiligen können, sollen nicht die Steuerzahler, die ohnehin von Krise und Arbeitslosigkeit betroffen sind, sondern die shareholder und die Eigner von nicht besicherten Schuldtiteln die Hauptkosten der Sanierung des Bankensystems tragen (»Save Banking, not Bankers and Banks«), jene also, die exzessives Risikoverhalten zu verantworten hätten

Staatliche Garantien, zwangsweise Umtausch von Schulden in Aktien (debt equity swaps), sodass Verursacher an Sanierung mitbezahlen, sind weitere diskutierte Optionen. In den USA setzt die Geldpolitik auf unkonventionelle Maßnahmen. Im Unterschied zur konventionellen Geldpolitik, wo Notenbanken den Banken temporär gegen Wertpapiere als Sicherheit Geld leihen, erwerben sie nun Wertpapiere auf direktem Weg (Bernanke 2009), um spezifische, von Illiquidität betroffene Finanzmarktsegmente zu unterstützen. Unkonventionelle Mitteln der Geldpolitik wie eine direkte Liquiditätszufuhr an die Wirtschaft, sind auch durch die Europäische Zentralbank erfolgt und werden weiter erwogen, denn mit konventionellen Instrumenten die derzeit negative Zinsen erfordern würden, d. h. die Sparer müssten noch etwas dazu zahlen, dass die Bank überhaupt ihr Geld nimmt, ist derzeit keine expansive Geldpolitik zu betreiben. Der Taylor-Zins gibt einen groben Anhaltspunkt für jenen Zinssatz, der die Produktions- und Inflationslücke schließt. Für die USA wird er auf -5% geschätzt.

So sehr all die Bemühungen auch zu loben sind, so greifen sie doch zu kurz, denn die ungleiche Einkommens- und Vermögensverteilung ist dabei jedenfalls kein Thema. Gerade die hohen Beträge die die öffentliche Hand zügig für die Rettung der Banken aufbringen konnte, hat Erwartungen in der Öffentlichkeit geweckt, dass es auch möglich ist, die Wirtschaft zu stabilisieren Mittel für Bildung, Mindesteinkommen, Gesundheit und Arbeitsplatzsicherung aufzubringen (Atkinson 2008). Eine Verringerung der Einkommensungleichheit ist auch unter dem Aspekt der politischen Legitimität von Regierungen derzeit nötig.

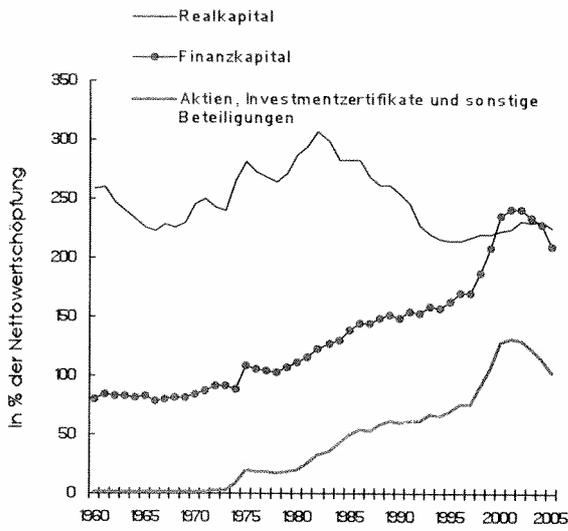
## Abbildungen

Abbildung 1: Entwicklung des nominellen BIP und die Entwicklung des finanziellen Sektors weltweit, 1980–2010



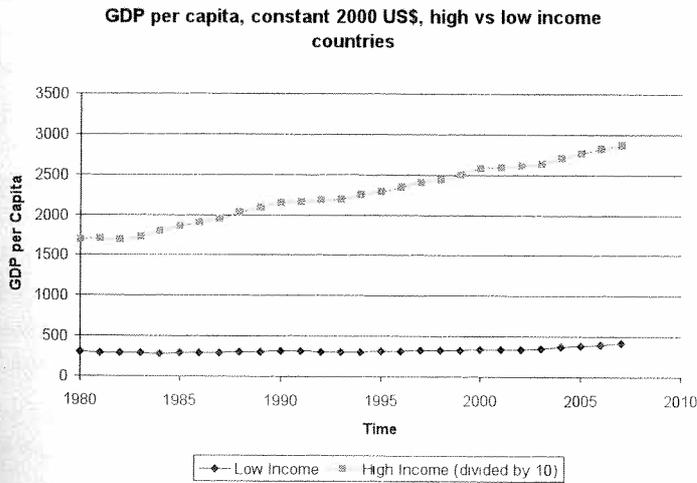
Quelle: Hufschmid (2007) und [http://www.mckinsey.com/mgi/publications/Mapping\\_Global/index.asp](http://www.mckinsey.com/mgi/publications/Mapping_Global/index.asp)

Abbildung 2: Die ungleiche Entwicklung von Real- und Finanzkapital in Kapitalgesellschaften USA, 1960 – 2005



Quelle: Schulmeister (2008)

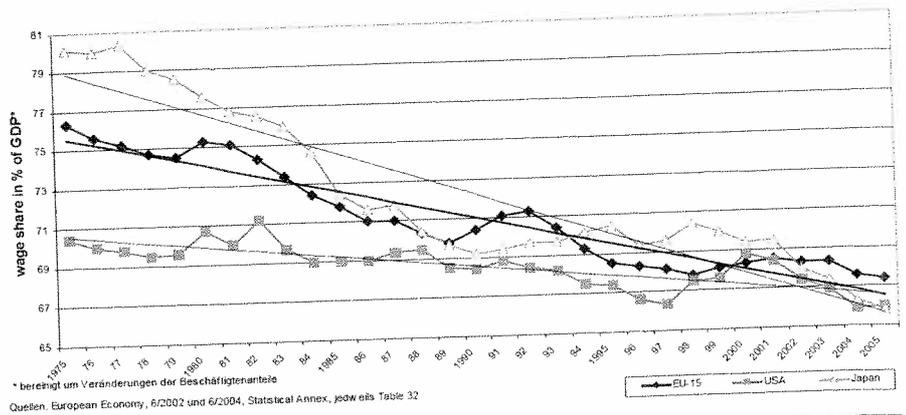
Abbildung 3: BIP pro Kopf in Hoch- und Niedrigeinkommensländern



Quelle: World Development Indicators, 2009

Zur Niedrigeinkommensgruppe zählen in der Graphik alle Länder, deren Pro Kopf BNP 2007 unter 935 \$ lag. Zur Hocheinkommensgruppe zählen alle Länder, deren Pro Kopf BNP 2007 11.456 \$ oder mehr betrug.

Abbildung 4: Lohnquote in den USA, Japan und EU-15, 1975 – 2005

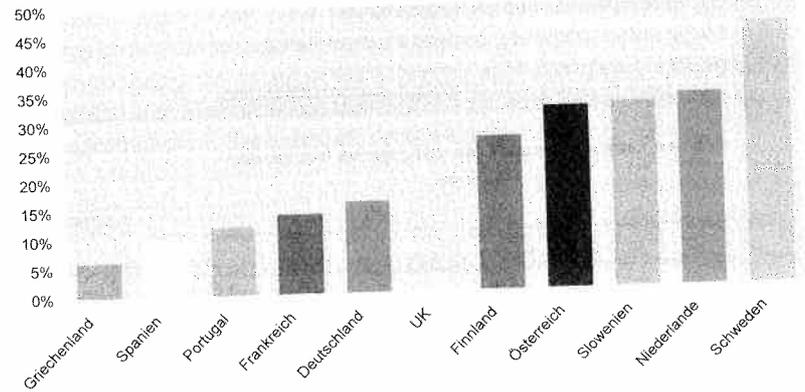


Quelle: Hufschmid 2007

Abbildung 5: Bankenstabilisierung im europäischen Vergleich

**Bankenpakete in Europa**

in % des BIP



Quelle: OeNB

Tabelle 1: Entwicklung des GINI Koeffizienten im internationalen Vergleich

	Mid-1970s	Mid-1980s	1990	Mid-1990s	2000	Mid-2000s	Change over last 20 years
Australia				0,309	0,317	0,301	..
Austria		0,236		0,238	0,252	0,265	0,029
Belgium		0,274		0,287	0,289	0,271	-0,003
Canada	0,295	0,287		0,283	0,301	0,317	0,030
Czech Republic		0,232	0,232	0,257	0,260	0,268	0,036
Denmark		0,221		0,215	0,226	0,232	0,012
Finland	0,235	0,207		0,228	0,261	0,269	0,062
France		0,300	0,290	0,270	0,270	0,270	-0,030
Germany		0,257	0,258	0,272	0,270	0,298	0,041
Greece	0,413	0,336		0,336	0,345	0,321	-0,015
Hungary		0,273	0,273	0,294	0,293	0,291	0,018
Iceland						0,280	..
Ireland		0,331		0,324	0,304	0,328	-0,002
Italy		0,309	0,297	0,348	0,343	0,352	0,043
Japan		0,304		0,323	0,337	0,321	0,016
Korea						0,312	..
Luxembourg		0,247		0,259	0,261	0,258	0,011
Mexico		0,452		0,519	0,507	0,474	0,021
Netherlands	0,251	0,259	0,278	0,282	0,278	0,271	0,012
New Zealand		0,271	0,318	0,335	0,339	0,335	0,064
Norway		0,234		0,256	0,261	0,276	0,042
Poland					0,316	0,372	..
Portugal	0,354	0,329	0,329	0,359	0,385	0,385	0,056
Slovakia						0,268	..
Spain		0,371	0,337	0,343	0,342	0,319	-0,052
Sweden	0,212	0,198	0,209	0,211	0,243	0,234	0,037
Switzerland					0,279	0,276	..
Turkey		0,434		0,490		0,430	-0,004
United Kingdom	0,282	0,325	0,373	0,354	0,370	0,335	0,010
United States	0,316	0,338	0,349	0,361	0,357	0,381	0,044
OECD-24		0,293		0,310		0,313	0,020
OECD-22		0,279		0,293		0,300	0,021

Quelle: OECD 2008 und 2009 <http://statlinks.oecdcode.org/812009011PIG031.XLS>

### Literaturverzeichnis

- Atkinson, Sir Anthony (2009) Special Topic, Global Economy Lecture at the Austrian National Bank, 7<sup>th</sup> of May 2009.
- Barro, Robert J. (1977) Unanticipated Money Growth and Unemployment in the United States, in: *American Economic Review*, 67: 101-115.
- Barro, Robert J. (1989) New Classical and Keynesians, or the Good Guys and the Bad Guys, in: *Swiss Journal of Economics and Statistics* 125 (3): 263-273, <http://www.sjes.ch/papers/1989-III-7.pdf>.
- Blankenberg, Stephanie and José Gabriel Palma (2009) Introduction: the global financial crisis, Special Issue on the Financial Crisis, *Cambridge Journal of Economics* 2009 33 (4):531-538; doi:10.1093/cje/bep038.
- Buiter, Willem (2008) The Greenspan Fed: a tragedy of errors, *Financial Times*, April 8, 2008, <http://blogs.ft.com/maverecon/2008/04/the-greenspan-fed-a-tragedy-of-errors>
- Buiter, Willem (2009) The unfortunate uselessness of most »state of the art« academic monetary economics, March 3, 2009.
- Commissie Maas (2009) Naar herstel van vertrouwen, Adviescommissie toekomst banken, Cees Maas, Voorzitter, Sylvester Eijffinger, Wim van den Goorbergh, Tom de Swaan, Johanneke Weitjens, Secretaris. <http://www.nvb.nl/scrivo/asset.php?id=290349>
- CPB (2009) Hoe scheef is de vermogensverdeling <http://www.cpb.nl/nl/pub/cepmev/mev/2009/kaders/kader09.pdf>.
- Crouch, Colin (2009) The Death of privatized Keynesianism, 29. 4. 2009 <http://www.wbs.ac.uk/news/podcasts/2009/04/29/The/death/of>.
- Crouch Colin (2008), After privatized Keynesianism, Think Pieces No 41, Compass, November 2008 <http://clients.squareeye.com/uploads/compass/documents/CTP41KeynesianisamCrouch.pdf>.
- Hodgson, G. (2009) Letter to her Majesty, the Queen of England, signed by 10 leading economists, 15<sup>th</sup> of August 2009.
- Huffschmid, Joerg (2007) Hedge Funds and Private Equity: Beneficial or Dangerous? Paper for the conference on »The Political Economy of Financial Markets« 16. November 2007, Utrecht University School of Economics.
- IMF (2009a) Global Financial Stability Report. Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risk, April Washington, DC: IMF.
- IMF (2009b) World Economic Outlook. Crisis and Recovery, *World Economic and Financial Surveys* Washington DC. April.
- Keizer, Piet (2008) »Pleidooi voor een poldermodel in de financiële wereld« *Me Judice*, jaargang 1, 19 november 2008.
- Keizer, Piet (2009) Exorbitante beloningen en het belang van het goede voorbeeld, in: *Me Judice*, jaargang 2, 6 januari 2009.
- Keizer, Piet (2009) Economen praten langs elkaar heen over oplossingen crisis, in: *Me Judice*, jaargang 2, 12 maart 2009.
- Keynes, John M. (1936) *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. London: Macmillan.
- Kregel, Jan (2009) The Natural Instability of Financial Markets, in: Piet Keizer, Hans Schenk (eds) *The Political Economy of Financial Markets, A methodological account of a multi-disciplinary approach*, Edward Elgar 2009.
- Leijonhufvud, Axel (1968) *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes, A study in monetary theory*, New York: Oxford University Press.
- Leijonhufvud, Axel (2009) Out of the corridor: Keynes and the crisis. *Cambridge Journal of Economics* (2009) 33 (4):741-57, <http://cje.oxfordjournals.org/cgi/content/abstract/33/4/741>
- Lucas, Robert (1995) Monetary Neutrality, Prize Lecture – 1995, Nobel Prize in economics, December 7, 1995 [http://nobelprize.org/nobel\\_prizes/economics/laureates/1995/lucas-lecture.pdf](http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/1995/lucas-lecture.pdf).
- Mankiw, Gregory N. and David Romer, eds. (1991) *New Keynesian Economics*. Vol. 1: Imperfect competition and sticky prices, MIT Press, Vol. 2: Coordination Failures and Real Rigidities. MIT Press.

- Mankiw, N. Gregory (1985) Small menu costs and large business cycles: a macroeconomic model of monopoly, in: Quarterly Journal of Economics 100, pp. 529-39. Reprinted as Ch. 1 of Mankiw and Romer.
- Minsky, Hyman P. (1982) Can »IT« Happen Again: Essays on Instability and Finance. Armonk, NY: M.E. Sharpe.
- Minsky, Hyman P. (1986) Stabilizing an Unstable Economy. New Haven, CT: Yale University Press.
- OECD (2008) Growing Unequal? Income Distribution and Poverty in OECD Countries.
- OECD (2009) Society at a Glance 2009: OECD Social Indicators.
- Richardson, Matthew und Nouriel Roubini (2009) Nationalize the Banks. We're all Swedes Now!, Washington Post, 15. Februar 2009.
- Soros, George (1987) The Alchemy of Finance. New York: Simon and Schuster.
- Schulmeister, Stephan (2008) Cash, Crash, Crisis: Die Finanzkrise und die Rolle der Politik, Vortrag beim Europakongress der Grünen in Graz am 15. Oktober 2008.
- Skidelsky, Robert (2008) The Remedist, New York Times | Sunday, December 14, 2008
- Theeuwes, Jules (2008) Is hebzucht het hele verhaal achter de kredietcrisis?, in: Me Judice, jaargang 1, 31 december 2008.
- Unger, B. (2008) Die Ursachen und Auswirkungen der Finanzkrise, Keynote Lecture am Europakongress der Grünen, Von Europa Lernen, am 21. 11. 2008 in Graz. Downloadable in German language in youtube.
- Unger, B. (2009) Comment to Jan Kregel, The Natural Instability of Financial Markets. by Brigitte Unger, Conference on Financial Markets Utrecht University on 18. 7. 2008, in: Piet Keizer, Hans Schenk (eds), The Political Economy of Financial Markets, A methodological account of a multi-disciplinary approach, Edward Elgar 2009.
- Unger, B. (2009) Zur Finanzkrise, Gast bei Elisa Vass im Sommergespräch Journal-Panorama, Oe1, Österreichisches Radio 29. 7. 2009, 18.30 – 19.00 Wien.
- Van Witteloostuijn, Arjen (2008) Na de kredietcrisis: tijd voor echt liberalisme, in: Me Judice, jaargang 1, 24 september 2008.
- Woodford, Michael (2003) Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy. Princeton University Press.
- World Bank (2009) World Economic Indicators, DC: World Bank.

### Anmerkungen

- 1 Die zehn britischen und australischen Ökonomen waren Sheila C. Dow, Peter E. Earl, John Foster, Geoffrey C. Harcourt, Geoffrey M. Hodgson, J. Stanley Metcalfe, Paul Ormerod, Bridget Rosewell, Malcolm C. Sawyer, Andrew Tylecote. Brief vom 15.8.2009
- 2 Bad-bank-Vorschläge blieben nicht ohne Kritik. »I'm still waiting for some explanation of why this is supposed to be more than rearranging the deck chairs on the Titanic« (Ich warte noch stets auf eine Erklärung warum bad banks mehr ist als dass man die Liegestühle am Deck der Titanic umstellt): Paul Krugman über die Idee einer Bad Bank, New York Times, 17. Jänner 2009