

tes Haushaltsdefizit innerhalb eines Jahres um 7,5 %-Punkte zu reduzieren. Die Neuverschuldung Griechenlands blieb aber wegen der schwachen Wirtschaftsentwicklung bei gleichzeitig steigender Zinslast hoch.

Damit die Peripherieländer eine Chance zur Überwindung ihrer Probleme haben, müssen ihre Zinskosten sinken *und gleichzeitig* ihre Wachstumsaussichten steigen. Für letzteres müssten den Ländern Investitionen in Wachstum steigernde Maßnahmen ermöglicht werden. Für ersteres ist entscheidend, dass die gesamte Zinslast sinkt, nicht nur die für Kredite aus den Rettungspaketen. Ohne realistische Bedingungen zur Schuldenreduktion werden die Risikoaufschläge auf Staatsanleihen dieser Länder letztendlich eine volle Rückzahlung unmöglich machen. Dass im Fall Griechenlands die Anreize für private Investoren zur Umschuldung in ausreichendem Maße dazu beitragen werden, ist ohne bessere Wachstumsaussichten unwahrscheinlich.

Um die Finanzierungskosten dauerhaft und umfassender zu senken, wäre die Einführung von Eurobonds sinnvoll gewesen.

Bedauerlich ist, dass die Durchsetzung dieser Idee mit dem EU-Sondergipfel weniger wahrscheinlich geworden ist, denn die beschlossene Flexibilisierung der bestehenden Rettungsschirme kann teilweise als Substitut dazu angesehen werden.

Selbst wenn Eurobonds eine leichte Erhöhung der Refinanzierungskosten des deutschen Staates mit sich brächten (was nicht zwangsläufig der Fall ist), wäre das für Deutschland immer noch deutlich kostengünstiger als jede Rettungs-Alternative mit hohen Ausfallrisiken: Denn die stetige Ausweitung der Rettungspakete ohne realistische Rückzahlungsbedingungen für die betroffenen Länder macht es sehr wahrscheinlich, dass am Ende ein Großteil des staatlichen Engagements verloren und gleichzeitig die Wirtschaft in den Problemländern auf Jahre hinaus belastet sein wird. Deutschland hätte dann nicht nur wichtige Abnehmerländer für seine Exporte verloren, sondern müsste enorme Transfers für den Wiederaufbau dieser Länder leisten. Der politische Schaden ist dabei noch gar nicht mitberücksichtigt.

*Dierk Hirschel*

## Wissenschaftliche Literatur zur Finanzmarktkrise

*Der freie Fall der Weltwirtschaft liegt hinter uns. Die schwersten Folgen der globalen Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise scheinen überwunden. Mit Konjunkturpaketen und einer Politik des billigen Geldes gelang es Regierungen und Zentralbanken bislang, die Katastrophe zu verhindern. Insoweit hat sich diesmal die Geschichte nicht wiederholt. Der freie Fall endete nicht, wie noch vor 80 Jahren, in einer schweren Depression – noch nicht! Aber was wird noch folgen?*

**Dierk Hirschel**

(\* 1970) ist Bereichsleiter Wirtschaftspolitik, Europa, Internationales bei ver.di.

dierk.hirschel@verdi.de



In einigen Ländern – insbesondere in Deutschland – geht es mit der Wirtschaft wieder steil bergauf. Doch der Schein ist trügerisch. Die Krise ist noch lange nicht vorbei. Sie hat jetzt lediglich ein anderes Gesicht. Aus der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise wurde eine Staatsschuldenkrise. Das Euroland liegt auf der Intensiv-

station. Die Vereinigten Staaten stoßen mit ihrem schuldengetriebenen Wachstumsmodell an politische Grenzen. Dies hat negative Folgen für die Weltwirtschaft. Wenn die bisherige Konjunkturlokomotive der Weltwirtschaft – die USA – stottert, dann verkaufen China, Brasilien und Indien weniger Waren. Die Weltwirtschaft steht an einem Scheideweg. Ein »Weiter so« verschärft nur die Krise.

Da ist guter Rat teuer. Früher trug die ökonomische Zunft sehr viel zum Verständnis von Krisen bei. Doch damit nicht genug: Die wissenschaftliche Politikberatung leistete wichtige Beiträge, um Krisen zu überwinden. Die Wirtschaftswissenschaften spielten eine konstruktive Rolle.

Heute ist die Situation eine andere. Die Mehrheit der Ökonomen hat die Krise nicht vorhergesehen. In der Krise war der ökonomische Mainstream sprachlos. Nach der Krise verordnet die Mehrheit der Ökonomen dieselben wirtschaftspolitischen Rezepte wie vor der Krise. Kein Wunder, dass den Ökonomen heute keiner mehr zuhört. Besonders dramatisch ist die Lage in Deutschland. Dort ist die Wirtschaftswissenschaft in den letzten Jahrzehnten zu einer neoliberalen Glaubensgemeinschaft mutiert. Folgerichtig führt die wissenschaftliche Politikberatung – Sachverständigenrat, Institute, etc. – hierzulande nur noch ein Schattendasein.

Aber noch ist nicht aller Tage Abend. Wer aus der großen Krise lernen will, der kann der geistigen Enge der deutschen ökonomischen Zunft entfliehen. Hilfreich ist ein Blick über den großen Teich. Die beiden US-Nobelpreisträger Paul Krugman und Joseph Stiglitz analysieren in ihren neuen Büchern *Die neue Weltwirtschaftskrise* (Frankfurt/Main 2009) und *Im freien Fall* (München 2010) messerscharf die Entstehung der Krise. Darüber hinaus zeigen die keynesianischen Starökonomien, was sich zukünftig ändern muss, wenn sich die Geschichte nicht wiederholen soll. Aber auch unter den deut-

schen Ökonomen gibt es noch eine Handvoll Ketzer, die Sinnvolles zu Papier bringen. Zu ihnen gehört der Leiter des Instituts für Makroökonomie und Konjunkturforschung Gustav Horn. In seinem aktuellen Buch *Des Reichtums fette Beute* (Frankfurt/Main 2011) untersucht Horn die Ursachen der Krise und zieht wirtschaftspolitische Lehren. Wem so viel Ketzerei auf den Magen schlägt, der kann bei Lektüre des aktuellen Buches von Hans-Werner Sinn mit dem Titel *Kasino-Kapitalismus* (Berlin 2009) erfahren, wie sein kann – die Krise –, was eigentlich nicht sein darf.

### Ursachen der Krise

Wie konnte es überhaupt so weit kommen? Diese Frage beschäftigt seit Ausbruch der großen Finanzmarkt- und Weltwirtschaftskrise die Öffentlichkeit. Die keynesianische Gemeinde – Stiglitz, Krugman, Horn – gibt darauf eine klare Antwort. Die Krise ist aus ihrer Sicht das Ergebnis entfesselter Finanzmärkte und einer zunehmenden ökonomischen Ungleichheit, die sich auf globaler Ebene in wachsenden Ungleichgewichten niederschlug. (Die Ungleichgewichte beziehen sich auf die Handels- und Kapitalströme.) Der wirtschaftsliberale Ökonom Hans Werner Sinn sieht hingegen in deregulierten Finanzmärkten die alleinige Krisenursache. Die ökonomische Ungleichheit spielt für Sinn erwartungsgemäß keine Rolle, wenn es um die Erklärung der Krise geht. Schließlich schafft eine größere Kluft zwischen Arm und Reich aus wirtschaftsliberaler Sicht lediglich mehr Anreize, sich zukünftig mehr anzustrengen.

Was alle vier Ökonomen eint, ist ihre Kritik am schlechten Regelwerk der Kapitalmärkte. Horn, Stiglitz und Krugman verweisen auf die chronische Instabilität der Märkte. Märkte sind aus ihrer Sicht von Natur aus ineffizient. Immer wieder kommt es zu Marktversagen, ausgelöst durch un-

vollständige Informationen, Unsicherheit und Herdenverhalten. Diese Argumentation ist auch der ordoliberalen Schule, einer deutschen Spielart des Neoliberalismus vertraut. Hans Werner Sinn betont, dass Finanzmärkte nicht in der Lage sind, sich selbst zu regulieren. Hierfür bedarf es aus seiner Sicht klarer staatlicher Regeln, die konsequent überwacht und durchgesetzt werden müssen. Folglich problematisieren alle Autoren u.a. die laxe Regulierung des US-Hypothekenmarktes, das Verbriefungsgeschäft, das Schattenbankensystem und das Geschäftsmodell der Rating-Agenturen.

Der Konsens endet jedoch, wenn es darum geht, wer die Misere auf den Finanzmärkten zu verantworten hat. Hans Werner Sinn stellt den Staat und die Politik an den Pranger. Die privaten Finanzinstitute wurden Opfer staatlichen Missmanagements und politischer Fehlsteuerung. Kostprobe gefällig? Die Blase auf dem US-Hypothekenmarkt wurde nach Auffassung Sinns maßgeblich durch die US-amerikanische Sozial- und Wohnungspolitik verursacht. Erst der politische Anspruch der Regierung Clinton (gemeint ist die Novelisierung des Community Reinvestment Acts von 1977), auch einkommensschwachen Haushalten den Traum vom Eigenheim zu ermöglichen, zwang private Hypothekenfinanzierer angeblich zur laxen Kreditvergabe.

Die Botschaft ist klar: Wenn der Staat sich vom Immobilienmarkt ferngehalten hätte, dann hätte der Markt auch funktioniert. Diese Behauptung hält jedoch keiner ernsthaften Überprüfung stand. Paul Krugman zeigt, dass die politischen Auflagen lediglich eine kleine Bankengruppe betrafen, die nur einen Bruchteil der Hypotheken ausreichte.

Aus der Sicht von Krugman, Stiglitz und Horn wurde die Deregulierung der Kapitalmärkte von einer finanzstarken Finanzmarktlobby vorangetrieben. Die Finanzindustrie strebte nach höheren Renditen.

Ein striktes staatliches Regelwerk war da nur hinderlich. Maßgebliche politische Entscheidungsträger und Aufseher wurden Teil eines von Wall Street, Londoner und Frankfurter City gespannten Netzwerkes. Die Einen beteiligten sich aus ideologischer Überzeugung, die Anderen aufgrund materieller Vorteile. Dort hießen sie Paulson, Rubin, Geithner oder Summers, bei uns Issing, Bury, Asmussen oder Koch-Weser.

Für die keynesianische Gemeinde sind die entfesselten Finanzmärkte jedoch nicht die alleinige Krisenursache. Gustav Horn stellt in seinem Buch die ökonomische Ungleichheit in den Mittelpunkt. Die steigenden Einkommens- und Vermögensunterschiede in fast allen führenden Industrieländern trugen maßgeblich zur Entstehung der Krise bei. Die Einkommens- und Vermögenskonzentration erhöhte die Einsätze im internationalen Kasino. Die Vermögensverwalter konkurrierten um das anlage-suchende Kapital mit hohen Renditeversprechen. Letztere gingen aber immer einher mit höheren Risiken.

Gleichzeitig schwächten die rückläufigen bzw. stagnierenden Realeinkommen der unteren und mittleren Einkommensgruppen die Konsumnachfrage. Die gesamtwirtschaftlichen Folgen sind niedriges Wachstum und eine schlechte Beschäftigungsentwicklung. Joseph Stiglitz weist in diesem Zusammenhang darauf hin, dass die in den USA drohende Unterkonsumption mit Krediten bekämpft wurde. Der Konsum auf Pump war die Antwort auf eine immer ungleichere Einkommens- und Vermögensverteilung. Anders in Deutschland. Hier stiegen infolge der einkommensbedingten Binnenmarktschwäche die Exporte. Die wachsende ökonomische Ungleichheit ist somit eine zentrale Quelle der globalen Ungleichgewichte.

Ähnlich wie im Fall entfesselter Finanzmärkte stellt sich auch bei steigender Ungleichheit die Frage nach den Verantwortlichkeiten. Horn benennt diese für die Berliner Republik: Die steigende Ungleich-

heit wurzelt in veränderten Kräfteverhältnissen auf dem Arbeitsmarkt. Die so genannten rot-grünen Arbeitsmarkt- und Sozialreformen und die Tariffucht der Arbeitgeber haben Arbeit billiger gemacht und gewerkschaftliche Handlungsfähigkeit geschwächt. Da ist es kein Wunder, dass die Reallöhne seit Beginn des Jahrtausends gesunken sind. Darüber hinaus hat die Shareholder-Value-Orientierung der Unternehmen den Renditedruck massiv erhöht. Steigende Dividenden und sinkende Löhne sind zwei Seiten der gleichen Medaille. Üppige Steuergeschenke für Reiche und Unternehmen haben dafür gesorgt, dass auch die Kluft bei den Nettoeinkommen immer weiter zunahm.

### Welche Therapie?

Nach der Diagnose des kranken Patienten folgt die Therapie. Einig sind sich alle Autoren, dass die Kapitalmärkte zukünftig strikter reguliert werden sollen. Aber was heißt das konkret? Alle Autoren fordern ein Ende des Schattenbankensystems. Alles muss zukünftig bilanziert werden. Regulierungsfreie Zonen darf es nicht mehr geben. Einig ist man sich auch, dass Banken zukünftig mehr Eigenkapital brauchen. Übereinstimmung gibt es auch hinsichtlich neuer Vergütungssysteme, neuer Regeln für Ratingagenturen und der Notwendigkeit einer stärkeren Aufsicht. Horn und Stiglitz fordern darüber hinaus, dass der Derivatehandel zukünftig nur noch über Börsen und Clearingstellen abgewickelt wird.

Wie zukünftig mit systemrelevanten Banken umgegangen werden soll, die zu groß zum Sterben sind, bleibt umstritten. Gustav Horn und Joseph Stiglitz plädieren für kleinere Einheiten. Hans Werner Sinn nimmt es diesmal mit der Ordnungspolitik nicht so eng. Er will lieber alles so lassen wie es ist. Wer die Zeche der Krise zahlt, interessiert Hans Werner Sinn auch nicht. Hierzu unterbreitet er keine Vorschläge.

Horn hingegen fordert eine Finanztransaktionssteuer.

Doch damit nicht genug. Für die keynesianische Gemeinde braucht es nach der Krise eine Neudefinition des Staates. Während aktuell mit Hilfe des Schuldenknüppels der Staat klein gemacht wird, fordern Stiglitz, Krugman und Horn eine aktivere Rolle des Staates. Die Keynesianer fordern die Politik auf, die Schieflage auf dem Arbeitsmarkt zu beseitigen. Hierzulande braucht es hierfür u.a. einen gesetzlichen Mindestlohn. In der Steuerpolitik müssen hohe Einkommen, aber insbesondere Vermögen höher belastet werden. Der Sozialstaat muss ausgebaut werden. Darüber hinaus fordern die Keynesianer eine aktive Konjunkturpolitik, um zukünftig einen höheren Wachstums- und Beschäftigungspfad zu erreichen. Hans Werner Sinn schlagen solche Forderungen nur auf den wirtschaftsliberalen Magen. Aus seiner Sicht sollte aktive Konjunkturpolitik nur in Ausnahmefällen angewendet werden.

Der wirtschaftspolitisch gemeinsame Nenner aller Autoren beschränkt sich somit lediglich auf einzelne Bereiche der Kapitalmarktregulierung. Ein in Anbetracht der unterschiedlichen Krisendiagnosen nicht verwunderliches Ergebnis. Ein grundlegender Politikwechsel ist aus ordnungspolitischer Sicht schlicht nicht notwendig. Wer diese Auffassung nicht teilt, der findet bei Stiglitz, Krugman und Horn hinreichend Material für eine progressive Reformpolitik. Schon allein deswegen lohnt die Lektüre.

Wie eine solche Reformagenda Realpolitik werden kann, darüber schweigen – mit Ausnahme von Gustav Horn – allerdings die Autoren. Wer sind die Träger einer solchen Reformpolitik? Wie kann der Widerstand der mächtigen Finanzlobby und ihres politischen Netzwerkes gebrochen werden? Wie kann eine andere Verteilung des gesellschaftlichen Reichtums durchgesetzt werden? Alles Fragen, auf die es diesmal Antworten braucht, bevor die politische Macht in Griffweite ist.