

Ralf Pauly

# Ökonomische Instabilität und staatliche Stabilisierung

Auf dem Weg der Krisen zum  
Staatskapitalismus

*2. Auflage*



Springer Gabler

---

# Ökonomische Instabilität und staatliche Stabilisierung

---

Ralf Pauly

# Ökonomische Instabilität und staatliche Stabilisierung

Auf dem Weg der Krisen zum  
Staatskapitalismus

2., Überarbeitete und erweiterte Auflage

Ralf Pauly  
Institut für Empirische Wirtschaftsforschung  
Universität Osnabrück  
Osnabrück, Deutschland

ISBN 978-3-658-24508-5      ISBN 978-3-658-24509-2 (eBook)  
<https://doi.org/10.1007/978-3-658-24509-2>

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Springer Gabler

© Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH, ein Teil von Springer Nature 2015, 2019

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Der Verlag, die Autoren und die Herausgeber gehen davon aus, dass die Angaben und Informationen in diesem Werk zum Zeitpunkt der Veröffentlichung vollständig und korrekt sind. Weder der Verlag, noch die Autoren oder die Herausgeber übernehmen, ausdrücklich oder implizit, Gewähr für den Inhalt des Werkes, etwaige Fehler oder Äußerungen. Der Verlag bleibt im Hinblick auf geografische Zuordnungen und Gebietsbezeichnungen in veröffentlichten Karten und Institutionsadressen neutral.

Springer Gabler ist ein Imprint der eingetragenen Gesellschaft Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH und ist ein Teil von Springer Nature

Die Anschrift der Gesellschaft ist: Abraham-Lincoln-Str. 46, 65189 Wiesbaden, Germany

*Für Catherine*

---

## Vorwort zur ersten Auflage

In den letzten Jahren habe ich mich damit beschäftigt, die jüngste Wirtschaftskrise zu verstehen. Ich habe noch einmal Keynes gründlich studiert und habe mit viel Gewinn Minsky gelesen. Neuere Literatur wie Rajan (2010), Krugman (2012), Admati und Hellwig (2013) sowie Piketty (2013) und Koo (2015) haben mein ökonomisches Verständnis erweitert. Zudem haben mich zahlreiche Artikel der britischen Wochenzeitschrift „The Economist“ auf dem Laufenden gehalten.

Mittlerweile habe ich meine eigenen Gedanken zu Papier gebracht. Von Beginn an hat Jens Fricke die Entstehung des Manuskripts durch zahlreiche Diskussionen und vielfältige Anregungen unterstützt. Dafür möchte ich ihm herzlich danken.

Köln  
im April 2015

Ralf Pauly

---

## Vorwort zur zweiten Auflage

Nach der Veröffentlichung meines Buches in 2015 ist mir klar geworden, dass die ökonomischen Konzepte von Adam Smith (1723–1790) und von Joseph Schumpeter (1883–1950) nach wie vor aktuell sind ebenso wie die Vorstellungen des Wirtschaftshistorikers Karl Polanyi (1886–1964). Ihre Ansätze stellt in Grundzügen das neue 2. Kapitel „Rückblick auf die Geschichte der Wirtschaft und ihrer Konzepte: Der Wandel ist eine Konstante“ vor. Die Lektüre von Scheidel (2017) zeigt, dass die Ausbeutung eine uralte menschliche Geschichte ist. Seine Darlegungen lassen Pikettys historische Analyse zur Ungleichheit im kapitalistischen System in einem anderen Licht erscheinen. Zurzeit wird die Globalisierung von einem wieder hoch kommenden nationalen Merkantilismus bedroht. Er beeinträchtigt die weltweite Kooperation. Sie ist, wie das neue 2. Kapitel ausführt, die Basis für die Arbeitsteilung im Produktionsprozess und letztlich die Basis des wirtschaftlichen Fortschritts und diese Basis gilt es weiter zu stärken. Ausführungen zu Scheidels Studie und zur Globalisierung sowie weitere Ergänzungen sind im alten 3., nun neuen 4. Kapitel eingefügt.

Das neue 2. Kapitel macht deutlich, dass die Wirtschaft sich ständig transformiert: von der landwirtschaftlichen zur industriellen Revolution, von der Bodennutzung zur Kapitalakkumulation, von der Tauschwirtschaft zur Marktwirtschaft mit Krediterschöpfung. Heutzutage dominiert die Finanzwirtschaft mit ihrer sich ständig ausweitenden Fremdfinanzierung die Wirtschaft und macht diese instabil. Um die instabile Wirtschaft zu stabilisieren, müssen Zentralbanken profitable Rahmenbedingungen schaffen. Dazu senken sie die Finanzierungskosten und übernehmen massiv Marktrisiken. Ihre Stabilisierungsmaßnahmen verbessern die Gewinnsituation für Unternehmen und vergrößern die soziale Ungleichheit, die zu enormen Spannungen zwischen Gesellschaft und Markt führen kann.

Für eine kritische Durchsicht der 1. Auflage möchte ich Günter Bamberg danken.

Köln  
im September 2018

Ralf Pauly

---

# Inhaltsverzeichnis

<b>1 Prolog: Sichtweisen auf die aktuelle Wirtschaftslage</b> .....	1
1.1 Sichtweisen auf die aktuelle Wirtschaftskrise .....	1
1.2 Wirtschaftsentwicklung in den USA – Wettbewerbsvorteile durch Innovation .....	5
1.3 Wandel in der Wirtschaft .....	7
1.4 Die Krise in den Euro-Ländern .....	11
1.5 Wirtschaftskrise und ihre Stabilisierung .....	15
1.6 Keynes' und Minskys ökonomischer Ansatz .....	17
1.7 Kernthesen .....	20
Literatur .....	23
<b>2 Rückblick auf die Geschichte der Wirtschaft und ihrer Konzepte:</b>	
<b>Der Wandel ist eine Konstante</b> .....	25
2.1 Landwirtschaftliche Revolution .....	25
2.2 Kapitalakkumulation, Wirtschaftswachstum und industrielle Revolution (Smith) .....	29
2.3 Globalisierung versus nationalem Merkantilismus .....	33
2.4 Markt und Marktgesellschaft (Polanyi) .....	34
2.5 Grundelemente der Mikroökonomie (Walras und Debreu) .....	35
2.5.1 Gleichgewicht, Preismechanismus, Wettbewerb und Gewinne .....	35
2.5.2 Konstitutive Elemente der Mikroökonomik und ihre kritische Würdigung .....	39
2.6 Wirtschaftskrise und staatliche Stabilisierung der Kreislaufwirtschaft (Keynes) .....	42
2.7 Wirtschaftliche Entwicklung durch Innovation und durch Kreditschöpfung (Schumpeter) .....	45
2.8 Ökonomische Instabilität durch dominanten Finanzmarkt (Minsky) . . . .	49
2.9 Wachstumsschwäche und soziale Ungleichheit .....	50

2.10	Stabilisierungspolitik der Zentralbanken bei Wachstumsschwäche, Instabilität und Ungleichheit .....	52
2.11	Der Mensch und die Wirtschaft .....	53
2.12	Zusammenfassung .....	55
	Literatur .....	55
<b>3</b>	<b>Keynes' und Minskys Makroökonomik .....</b>	<b>57</b>
3.1	Grundzüge der Keynesianischen Makroökonomik .....	58
3.1.1	Grundkonzeption .....	58
3.1.2	Gütermarkt und Gleichgewichtskurve IS im ISLM-Modell ....	60
3.1.3	Geldmarkt, Gleichgewichtskurve LM und Unterbeschäftigungsgleichgewicht im ISLM-Modell .....	65
3.1.4	Staatsintervention zur Stabilisierung des Güter- und Arbeitsmarktes: Fiskal- und Geldpolitik .....	69
3.1.5	Kritische Würdigung des ISLM-Modells und der staatlichen Stabilisierungspolitik .....	73
3.1.6	Das ISLM-Modell und die Macht der Vereinfachung .....	75
3.1.7	Dynamik auf mikroökonomischer Ebene, Fremdfinanzierung, Gewinne und Erwartungen .....	77
3.1.8	Keynes-Minsky-Momentum .....	80
3.2	Grundzüge der Minskyschen Makroökonomie .....	83
3.2.1	Grundelemente .....	83
3.2.2	Interdependenz zwischen Gewinn und Investition .....	86
3.2.3	Der Mark-up-Ansatz und das Preisniveau .....	91
3.2.4	Würdigung des formalen Minsky Ansatzes .....	93
3.2.5	Finanzmarkt: Privatbanken, Fremdfinanzierung und Instabilität .....	94
3.2.6	Minskys Ansatz und der Wandel der Zeit .....	97
3.3	Zusammenfassung .....	102
	Literatur .....	103
<b>4</b>	<b>Ausblick auf den Wandel der Marktwirtschaft und ihrer Stabilisierung .....</b>	<b>105</b>
4.1	Zinsen Z: Ihr Effekt auf die $\Pi$ -I-Dynamik, auf Ungleichheit und auf die künftige Zentralbankpolitik .....	106
4.2	Ungleichheit im Einkommen und im Vermögen .....	109
4.3	Piketty zur Ungleichheit im Einkommen und im Vermögen .....	114
4.4	Scheidel zur Ungleichheit .....	117
4.5	Privatbanken: Eigenkapitalquote, Geschäfte, Risiken und Regulierung .....	119
4.5.1	Eigenkapitalquote .....	119
4.5.2	Bankdienstleistungen und –geschäfte .....	124

---

4.5.3	Risiken und Risikohandel . . . . .	126
4.5.4	Basel-Bankenregulierung und EU-Bankenunion. . . . .	130
4.6	Fremdfinanzierung und Risiken: Gute Zeiten und schlechte Zeiten . . . . .	131
4.7	Inflation und Deflation: Gute Zeiten und schlechte Zeiten . . . . .	137
4.8	Kapital, Wachstum und Wachstumsschwäche . . . . .	139
4.9	Globalisierung: Gute Seiten und schlechte Seiten. . . . .	141
4.10	Wirtschaftsabläufe und ihre Analyse . . . . .	144
4.10.1	Ebenen wirtschaftlicher Abläufe . . . . .	144
4.10.2	Quantitativ numerische Analyse . . . . .	147
4.10.3	Verstehen mit Partialmodellen. . . . .	153
4.10.4	Formal quantitative, qualitative Analyse . . . . .	154
4.11	Stabilisierungspolitik in der Post-Keynes Ära . . . . .	155
4.11.1	Zentralbankpolitik . . . . .	155
4.11.2	Geld- und Fiskalpolitik im Euro-Raum. . . . .	160
4.12	Folgen des Wandels und der Stabilisierung: Instabilität und Ungleichheit . . . . .	164
4.13	Zusammenfassung . . . . .	167
	Literatur. . . . .	168
<b>5</b>	<b>Epilog: Stabilisierung durch ordnungspolitische Institutionen und eine wieder wirksam werdende Fiskalpolitik sowie innovative kooperative Staaten . . . . .</b>	<b>171</b>
5.1	Instabilität und deren Stabilisierung . . . . .	172
5.2	Auf dem Weg der Krisen zum Staatskapitalismus. . . . .	176
5.3	Von kompensatorischen keynesianischen zu innovativen kooperativen Staaten . . . . .	179
	Literatur. . . . .	181

---

# Abkürzungsliste und Symbolverzeichnis

---

## Abkürzungsliste

ABS	Asset Backed Securities
ARM	Adjustable Rate Mortgage
BRICS-Staaten	Brasilien, Russland, Indien, China und Südafrika
CAE	Conseil d'analyse économique
CDS	Credit Default Swaps
CDO	Collateralized Debt Obligations
DB	Deutsche Bank
EFSF	Europäische Finanzstabilisierungsfazilität
EKQ	Eigenkapitalquote
ESM	Europäischer Stabilitätsmechanismus
EZB	Europäische Zentralbank
Fed	Federal Reserve System
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
IMF	International Monetary Fund
OMT	Outright Monetary Transaction Program
QE	Quantitative Easing
SKS	Vertrag über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion (Fiskalvertrag)
VaR	Value at Risk
VGR	Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung
ZB	Zentralbank

## Symbolverzeichnis

$A_p$	Arbeitsproduktivität
$C$	Konsumnachfrage der Privaten Haushalte
$c$	Konsumneigung
$D$	Schuldenstand
$D_f$	Staatsdefizit
$D_g$	Schuldenstand des Staates
$de$	Durchschnittseinkommen
$Exü$	Exportüberschuss
$F(N,K,TF)$	Produktionsfunktion
$G$	Staatsverbrauch
$G_k$	Ginikoeffizient
$G_k^* = (\alpha - 1)/\alpha$	Maximaler Ginikoeffizient
$g$	Wachstumsrate der volkswirtschaftlichen Produktion, des volkswirtschaftlichen Einkommens $Y$
$I$	Investitionsnachfrage der Unternehmen
$IER = G_k/G_k^*$	Inequality extraction ratio
$i$	Marktzinssatz
$K$	Volkswirtschaftliches Produktionskapital
$L_1(Y)$	Geldnachfrage für Transaktionskasse
$L_2(i)$	Geldnachfrage für Liquidität bzw. für Spekulation
$M$	Geldangebot der Zentralbank
$M^d = L(Y,i) = L_1(Y) + L_2(i)$	Geldnachfrage der Privaten Haushalte
$m$	Gewinnaufschlag
$\min$	Existenzminimum
$N$	Arbeitskräfte
$P$	Preisniveau
$p_\Sigma$	Wertzuwachs des Volkswirtschaftlichen Vermögens $\Sigma$
$Q$	Produktionsmenge
$r$	Volkswirtschaftliche Rendite
$r_p$	Projektrendite
$r_e$	Eigenkapitalrendite
$rz$	Risikozuschlag
$S$	Ersparnis der Privaten Haushalte
$s$	Sparneigung
$T$	Steuereinnahmen des Staates
$TF$	Technischer Fortschritt
$Tr$	Transferzahlungen des Staates
$W$	Lohnsatz
$W_s$	Lohnsumme

---

$v$	Fremdfinanzierungsgrad
$Y$	Volkswirtschaftliches Einkommen, Volkswirtschaftliche Produktion
$Y_v$	Verfügbares Einkommen der Privaten Haushalte
$Z$	Zinszahlungen
$Z_g$	Zinszahlungen des Staates
$\Delta$	absolute Änderung
$\Pi$	Gewinn
$\Sigma$	Volkswirtschaftliches Vermögen
$\alpha = de/min$	Überschusskennziffer

# Prolog: Sichtweisen auf die aktuelle Wirtschaftslage

# 1

## Zusammenfassung

Die Wirtschaftsprozesse wandeln sich im Laufe der Zeit, und damit ändern sich auch die theoretischen Konzepte zu ihrer Erklärung. Die Innovation ist nach Schumpeter der entscheidende Faktor für den Wandel in ökonomischen Prozessen. Innovationen erbringen auf dem internationalen Markt Wettbewerbsvorteile und Wachstum. Innovationen sind unter den konkurrierenden Ländern nicht gleichverteilt. Dennoch wollen alle am Wachstum teilhaben. Politiker vieler Länder sehen in der keynesianischen Defizitpolitik eine Möglichkeit, das Wachstum ihres Landes zu fördern. Ihre permanent angewandte Defizitpolitik lässt die Staatsschulden ansteigen, erhöht die Fremdfinanzierung und schwächt die Wirkung der Fiskalpolitik. Und in der mittlerweile stark fremdfinanzierten Ökonomie sieht Minsky die Quelle wachsender ökonomischer Instabilität. Die geschwächte Fiskalpolitik muss in zunehmendem Maße der Geldpolitik das Feld der Stabilisierung überlassen. Die Zentralbanken treffen Maßnahmen, um den Gewinnfluss zu stärken und die Vermögensbestände zu stützen. Dadurch begünstigen sie die ökonomische Ungleichheit. Instabilität und Ungleichheit rufen verstärkt nach staatlichem Eingriff ins Wirtschaftsgeschehen. Und die Interaktion zwischen Markt und Staat führt letztendlich zum Staatskapitalismus. Denn zur Stabilisierung muss der Staat in der instabilen Wirtschaft profitable Rahmenbedingungen für Unternehmen schaffen.

## 1.1 Sichtweisen auf die aktuelle Wirtschaftskrise

Die jüngste Weltwirtschaftskrise beginnt 2006 in den USA. Ein längerer Anstieg in Immobilienpreisen endet mit einem Preiseinbruch. Insolvenzen von Hausbesitzern lassen Kreditausfallrisiken steigen und Kurse hypothekengesicherter Anleihen einbrechen.

Wertberichtigungen von Finanzvermögen in Bilanzen von Banken folgen und lassen ihre Eigenkapitalquote schrumpfen und damit ihr Risikopuffer. Die Immobilienkrise schwappt auf den amerikanischen Finanzmarkt über und findet 2008 ihren Höhepunkt in der Insolvenz der Lehman Brothers Bank. Das gesamte Finanzsystem steht vor dem Zusammenbruch. Verhindert haben ihn massive geldpolitische Maßnahmen der amerikanischen Zentralbank Fed und erhebliche fiskalpolitische Interventionen der US-Regierung. Mit den zunehmenden Kreditausfallrisiken steigen auch die Risikoaufschläge für Staatsanleihen von weniger wettbewerbsfähigen Ländern der Euro-Zone und sorgen so für ansteigende Kurse von Kreditausfallversicherungen, von Credit Default Swaps (CDS-Papieren), und für fallende Anleihekurse. Die amerikanische Immobilien- und Finanzkrise mündet in Europa in eine Staatsschulden- und Euro-Krise und bedroht den Zusammenhalt der Euro-Länder und schließlich die gesamte Weltwirtschaft.

Die Weltwirtschaftskrise beendet eine lang andauernde globale Prosperität, gekennzeichnet durch eine Deregulierung in den 80er und 90er Jahren und durch eine Phase fallender Marktzinssätze. Die Krise dauert länger als bisherige Krisen nach dem zweiten Weltkrieg, und trotz drastischer staatlicher Intervention zeichnet sich auch nach einer langjährigen Krise noch keine rasche und dauerhafte Erholung ab, vor allen Dingen ist keine deutliche Wende auf Arbeitsmärkten erkennbar, insbesondere nicht in Europa. Und hier ist eine besonders hohe Jugendarbeitslosigkeit zu beklagen.

Zu Wirtschaftskrisen haben sich zahlreiche Ökonomen zu Wort gemeldet. Sie beschreiben die Entstehung der Krisen meist unterschiedlich und sind sich auch oft in ihren Ratschlägen zur ihrer Überwindung uneinig. Das liegt zum einen an der Komplexität des wirtschaftlichen Geschehens – Interdependenz, Dynamik, Wandel, Instabilität, Unsicherheit und Ungleichheit kennzeichnen es – und zum anderen an den verschiedenen Blickwinkeln darauf.

Der indisch-amerikanische Ökonom R. Rajan geht in seinem viel beachteten Buch (Rajan 2010) „Fault lines“ zur jüngsten Wirtschaftskrise von der sozialen Ungleichheit in den USA aus. Er verweist mit dem Untertitel „How hidden fractures still threaten the world economy“ auf drohende Brüche in der Weltwirtschaft, die er durch internationale Kooperation verhindert sehen will.

Die Ursache für die wachsende Einkommensungleichheit der USA in den letzten 25 Jahren sieht Rajan im amerikanischen Ausbildungssystem. Der Zugang zur teuren Ausbildung für hoch qualifizierte Tätigkeiten in Industrie, im Handel, bei Banken und beim Staat wird für einen großen Teil der Bevölkerung, der in der Einkommensentwicklung zunehmend zurückfällt, immer weniger erschwinglich. Der soziale Aufstieg ist erschwert, und die Chancengleichheit eingeschränkt.

Erhöhter Konsum kann den Nachteil in der Einkommensentwicklung mildern: Private US-Haushalte sorgen weniger vor und können somit einen größeren Anteil von ihrem Einkommen ausgeben. Das gilt nicht nur für die unteren Einkommensgruppen. Die Zinsen sind niedrig – die langfristigen Zinssätze fallen seit 1981 von fast 14 auf 2 % im Jahr 2014, und somit ist der Anreiz zum Sparen, zur Vorsorge, geringer. Zudem lassen hohe Wachstumsraten die Einkommen sowie auch die Aktienkurse steigen und damit

auch das Vermögen. Niedrige Zinsen und höherer Wohlstand – die Ökonomen sprechen vom „Wealth-Effekt“ – lassen allgemein die Konsumneigung der US-Haushalte größer werden, und so wird der Konsum zu einer immer wichtigeren Größe im US-Wirtschaftskreislauf.

Niedrige Zinssätze, insbesondere niedrige Anfangszinssätze für Hypotheken (*adjustable rate mortgage*, ARM) machen auch den Kauf eines Hauses erschwinglich, für das man weniger ansparen muss. Wichtige Barrieren wie die Eigenkapitalquote und die Belastungsquote halten nicht mehr vom Hauskauf ab, und zwar die 10 % Eigenkapitalquote am Kaufpreis und die 45 % Belastungsquote der monatlichen Schuldentilgung am laufenden Einkommen. Der Kauf eines Hauses mindert erheblich den Zwang, für eine unsichere Zukunft vorzusorgen, und lässt den Wunsch nach Eigentum, nach Vermögen, wahr werden. Die steigende Einkommensungleichheit wird in ihrer Wahrnehmung dadurch gemildert, dass sich Haushalte der unteren Schicht trotz relativ niedrigem Einkommen mehr leisten können, und vor allen Dingen einen Hauskauf, ein viel gehegter Wunsch.

Die amerikanische Politik hat nicht nur durch Deregulierungen den Hauserwerb begünstigt. Diesen Erwerb haben zudem die beiden staatlichen Finanzinstitute Fannie Mae und Freddie Mac erleichtert. Mit dieser Politik soll eine breite Bevölkerungsschicht, die in der Einkommensentwicklung zurückfällt, dennoch an der allgemeinen Wohlstandsentwicklung teilhaben können. Das klappt anfangs sehr gut. Haushalte erfreuen sich nach dem Hauskauf an steigenden Hauspreisen, die wiederum weitere Haushalte zum Kauf anregen. Die mit dem Kauf verbundenen Hypothekendarlehen werden weiter verkauft an andere Banken. Diese kreieren neue Finanzpapiere, indem sie Hypotheken mit unterschiedlichem Risiko zu sogenannten abgesicherten Schuldverschreibungen (*asset backed securities*, ABS, allgemeiner: *Collateralized Debt Obligations*, CDOs) bündeln, die dann auf einem neuen Markt für diese Papiere weltweit vermarktet werden, besonders bekannt sind die sogenannten Subprime-Papiere. Diese gebündelten Schuldverschreibungen, in denen Hypotheken mit hohen Risiken stecken, sind trotzdem mit der Bestnote AAA bewertet. Die Bewertung fußt auf der Einschätzung, dass trotz einzelner sehr hoch riskanter Schuldverschreibungen die Bündelung zu einer deutlichen Risikominderung für das neukreierte Finanzpapier führen wird – nach dem Grundsatz, dass Streuung das Risiko erheblich vermindern kann, allerdings nur, wenn die Ausfallrisiken der gebündelten Schuldbriefe voneinander wenig abhängen; statistisch ausgedrückt, wenn sie nicht hoch positiv korreliert sind.

Diese amerikanische Politik, die darauf abzielt, die Ungleichheit in den USA zu reduzieren, fußt auf einer Allianz von Staat, Banken, Bauindustrie und Hauskäufern. Das Ergebnis kann sich anfangs sehen lassen: der Immobilien- und der Subprimemarkt boomen. Bis beginnend mit 2006 die Immobilienpreise sinken und die Zinsen steigen. Die Zinsen sind variabel, und das ist das Verhängnis. Wie aus der Immobilienkrise 2006–2008 bekannt, lässt ein Zinsanstieg beide Märkte zusammenbrechen mit verheerenden Folgen für die Hauskäufer der unteren amerikanischen Einkommensschicht, die man an sich besser stellen wollte, und auch für Finanzinvestoren weltweit. Die Immobilienkrise

mündet 2008 schnell in eine Finanzkrise mit erheblichen Rückwirkungen auf die Weltwirtschaft. Denn über hohe Fremdfinanzierungen ist die reale Wirtschaft weltweit mit dem globalen Finanzmarkt verzahnt.

In den USA hat man weniger versucht, über eine staatliche Ausbildungspolitik der wachsenden Einkommensungleichheit, die zu sozialer Unzufriedenheit führen kann, entgegen zu wirken, als vielmehr versucht, über die Ausgabenseite die Erwerbsmöglichkeiten der Haushalte zu verbessern. Und hierbei hat man insbesondere für eine breite in der Einkommensentwicklung zurückgebliebene Schicht die Bedingungen günstiger gestaltet, ein Haus zu erwerben. Diese Art der Sozialpolitik ist kläglich gescheitert. Auch die mit dem Häuserkauf eng verbundene Innovation der Subprime-Papiere hat sich als Fehlkonstruktion erwiesen und hat auch andere Finanzinnovationen in Misskredit gebracht. Der Ruf der Ratingagenturen, die offensichtlich leichtfertig Subprime-Papiere mit AAA bewertet haben, hat ebenfalls gelitten. Möglicherweise haben sie in ihrer Bewertung die Korrelation viel zu niedrig angesetzt.

Der amerikanische Wirtschaftsnobelpreisträger P. Krugman erzählt die Geschichte anders. Er nimmt in seinem Buch „End this depression now!“ Krugman (2012) die staatlichen Finanzagenturen eher in Schutz und weist vielmehr darauf hin, dass das kaum regulierte „Shadow banking“ in erster Linie die Geschäfte mit den Subprime-Papieren betrieben hat. Wie immer es sei, die Allianz von Staat, Banken, Bauindustrie und Hauskäufern hat sich in den USA als fatal erwiesen. Anfangs funktioniert sie, später dann nicht mehr, sehr auf Kosten von Haushalten mit erheblicher Fremdfinanzierung, aber ebenfalls zum Leidwesen der Finanzinvestoren, auch aus dem Ausland, zum Beispiel aus China und aus Deutschland, wo beispielsweise die IKB Bank durch den Kauf von Subprime-Papieren in die Zahlungsunfähigkeit abgeglitten ist.

Das Finanzwesen hat mit den „*asset backed securities*“, den ABS-Papieren, eine geniale Finanzinnovation kreiert. Zum einen entledigen sich Banken der Risiken, die in den stark fremdfinanzierten Hauskäufen stecken, und auch der kostspieligen Kreditüberwachung vor Ort und zum anderen profitieren sie an den weltweit verkauften Papieren mit dem AAA-Gütesiegel der Ratingagenturen: ein Schelm, der Böses dabei denkt.

Der *Economist* weist in seinen Mitte September 2013 beginnenden fünf Übersichtsartikeln zur aktuellen Wirtschaftskrise darauf hin, dass die vor der Krise lange Phase der Prosperität mit stabilen Preisen und niedrigen Marktzinssätzen die Übernahme riskanter Bankgeschäfte begünstigt hat. Die Niedrigzinssätze veranlassen Privatbanken auf der Suche nach höheren Renditen ihr Geld in riskanteren Papieren mit höherer Verzinsung anzulegen und diese Finanzinvestitionen in zunehmendem Maße fremd und damit riskanter zu finanzieren. Die Banken können so ihre Eigenkapitalrendite und ihren Marktwert steigern, wesentliche Zielgrößen für das Bankenmanagement. Fremdfinanzierte riskante Geschäfte verstärken die Anfälligkeit von Banken in Krisen. Die dann auftretenden Verluste erfordern Wertberichtigungen im Anlagevermögen der Bankbilanzen. Dadurch schrumpft die Eigenkapitalquote und somit der Puffer, um weitere Verluste auffangen zu können. Diese Risikoanfälligkeit bedroht wegen der starken Verflechtung der Finanzmarktakteure untereinander die Stabilität des Finanzsystems und auch die

Stabilität der realen Wirtschaft. Denn diese ist über die Fremdfinanzierung eng verbunden mit der Finanzwirtschaft.

Der *Economist* weist zudem daraufhin, dass Zentralbanken zur Stabilisierung der Wirtschaft zum einen in traditioneller Weise über den Refinanzierungszinssatz und zum anderen in unkonventioneller Weise ins Marktgeschehen eingreifen, und zwar, indem sie Anleihen aufkaufen und indem sie den Marktakteuren über Zielvorgaben zur angestrebten Arbeitslosenquote und zu akzeptablen Inflationsraten Signale für ihre künftige Erwartungswertbildung senden. Zentralbanken stützen durch den Kauf von Anleihen ihren Kurs. Sie bewahren mit der Übernahme von Marktrisiken Anleger vor Kursverlust und damit vor Vermögensverlust. Sie begünstigen dadurch die Vermögenden und die Entstehung von Ungleichheit. Die Übersichtsserie des *Economist* beginnt mit dem Artikel „The origins of the financial crisis“ und endet mit dem Artikel „Making banks safe“, vgl. The Economist (2013a–e).

---

## 1.2 Wirtschaftsentwicklung in den USA – Wettbewerbsvorteile durch Innovation

Die internationale makroökonomische Lage hat ebenfalls die zunehmende Ausgabenneigung der Privaten Haushalte in den USA begünstigt. In dem Vierteljahrhundert vor der Finanzkrise haben die hohen amerikanischen Wachstumsraten die Renditen in den USA im internationalen Vergleich steigen lassen. Die hohen Renditen haben Geld aus aller Welt angezogen, insbesondere aus asiatischen Ländern wie China und Japan. Dieses Geld ist eine wichtige Finanzquelle für amerikanische Investitionen und hat die durch die abnehmende amerikanische Spartätigkeit geringer sprudelnden inländischen Finanzquellen ausgeglichen. Die amerikanische Deregulierungspolitik hat zusammen mit der amerikanischen Innovationskraft im realen wie im finanziellen Wirtschaftssektor zu hohen Wachstumsraten in den USA und zu niedriger Arbeitslosigkeit geführt. Hohes Wachstum stabilisiert die kapitalistische Wirtschaftsentwicklung, die bei Stagnation zur Instabilität neigt.

Über einen längeren Zeitraum ist die wirtschaftliche Lage in den USA gekennzeichnet durch hohe Wachstumsraten und Renditen sowie niedrige Arbeitslosigkeit, ferner durch hohen Konsum und, was die Kehrseite davon ist, niedriges Sparen. Die relativ hohen Renditen haben, wie wir wissen, ausländisches Geld angezogen, und der Kauf von amerikanischen Finanztiteln sind für China und Japan lohnende Finanzanlagen. Diese Anlagen ermöglichen es den USA, wie gesagt, ihre heimischen Investitionen durch das Ausland finanzieren zu lassen und, wie wir gesehen haben, über die Subprime-Papiere auch den politisch gewollten Häuserkauf. Fehlendes Geld aus inländischem Sparen ist ersetzt durch ausländische Geldanlagen, und der erhöhten Nachfrage nach Gütern im Inland steht ein vermehrtes Angebot ausländischer Güter gegenüber.

Die geschilderte ökonomische Konstellation ist aus amerikanischer Sicht günstig. Denn über einen langen Zeitraum hat sie den Amerikanern ermöglicht, mehr Güter zu konsumieren als sie in ihrem Land produzieren und ihre Investitionen durch das Ausland

finanzieren zu lassen. Verkürzt gesprochen, hat das Ausland über den Export Güter für den hohen amerikanischen Konsum bereitgestellt und die amerikanischen Investitionen über den Kauf von amerikanischen Finanztiteln finanziert, und zwar beides in erheblichem Ausmaß. Diese Konstellation ist aus amerikanischer und auch aus ausländischer Sicht vorteilhaft gewesen, sonst wäre sie in der Welt des Handelns mit Angebot und Nachfrage nicht zustande gekommen.

Was ist nun die Grundlage für diese günstige Konstellation? Ein wesentlicher Bestandteil darin ist in der amerikanischen *Innovationskraft*, in der *Dynamik* ihrer Wirtschaft, zu sehen. Sie hat die wirtschaftliche Entwicklung im Schumpeterschen Sinne durch neue Produkte und neue Produktionsprozesse vorangetrieben und für die hohen Wachstumsraten und die niedrige Arbeitslosigkeit gesorgt. Zu denken ist hier etwa an neue Produkte und neue Prozesse im Bereich der Informatik und der Telekommunikation, aber auch im Finanzbereich. Beispiele sind die High-Tech-Unternehmen Apple, Microsoft, Google, Yahoo oder Facebook und im Finanzbereich Optionspapiere, abgesicherte Schuldverschreibungen (CDO-Papiere) und Kreditausfallversicherungen (CDS-Papiere). Die IT-Technik lässt neue Marktstrukturen entstehen, zu nennen ist der Online-Handel und hier Amazon als E-Handelsplattform. Dank ihrer Innovationskraft streichen die USA somit eine Rendite ein, die darin besteht, dass das Ausland freiwillig Güter für den amerikanischen Markt produziert und so den amerikanischen Wohlstand vermehrt. Auf der anderen Seite sorgt die weltweite Prosperität auch für den Aufstieg der sogenannten BRICS-Staaten, vor allen Dingen von China.

Ähnlich wie Banken mit den CDO-Papieren ihre Risiken aus dem amerikanischen Immobiliengeschäft veräußern, so können sie mit den CDS-Papieren ganz allgemein ihr Kreditausfallrisiko an Dritte abgeben. Der Markt für die CDS-Innovationen verzeichnet von 2000 an einen rasanten Anstieg, und mit den CDS-Papieren für Staatsanleihen verschärft diese Innovation die Euro-Krise. Die Innovation ist ein Versicherungspapier. Mit zunehmendem Risiko steigt sein Preis, wohingegen der Kurs der Anleihe fällt. Wegen dieser gegenläufigen Entwicklung dient das CDS-Papier zur Absicherung eines Kursverlustes, zum Hedgen. Dazu kauft die Privatbank beim Zeichnen einer Anleihe gleichzeitig ein CDS-Papier auf diese Anleihe. Erhöht sich der Credit-Spread, der Risikozuschlag, dann fällt der Anleihekurs. Den Verlust kann der Preisanstieg des CDS-Papiers ausgleichen. Die Bank entledigt sich mit dem Kauf eines CDS-Papiers des Marktrisikos und letztlich auch des Kreditausfallrisikos. Mit der Absicherung kann die Privatbank weitere Risiken eingehen. Das Absicherungsgeschäft begünstigt ein Moral-Hazard-Verhalten.

Auch wenn sich die einzelne Privatbank ihres Risikos entledigen kann, so steckt das Risiko im gesamten CDS-Markt. Dieser Markt führt schnell ein Eigenleben mit Angebot und Nachfrage wie jeder andere Markt. Spekulieren Marktteilnehmer auf künftig steigende CDS-Preise, so kaufen sie CDS-Papiere, gegebenenfalls fremdfinanziert mit hohem Leverage. Die CDS-Innovation ist sehr erfolgreich. Das Marktvolumen wächst beträchtlich und damit das in ihm steckende Risiko, das nur noch gesamtwirtschaftlich getragen werden kann. Zwar kann man statistisch untersuchen, wie es beispielsweise die Deutsche Bundesbank macht, ob die CDS-Preise den Credit-Spreads zeitlich vorlaufen

und ob der Anstieg dieser Risikogrößen fundamental in der realen Wirtschaft begründet ist oder nicht (siehe Deutsche Bundesbank 2011). Entscheidend ist aber die Frage, ob diese Risikogrößen nicht fundamentale Ungleichgewichte überzeichnen. Dafür spricht das Keynes-Minsky-Momentum, das wir noch ausführlich behandeln werden. Kommt es zum Tragen, dann ist das Funktionieren der Wirtschaft gefährdet. Die Politik muss eingreifen und die Kosten muss gegebenenfalls die Gesellschaft tragen.

Ein anderer wesentlicher Bestandteil für die günstige US-amerikanische Konstellation ist in der *Verflechtungsstruktur* der USA mit dem Ausland zu sehen. Was die Güter angeht, so steht der amerikanischen „Übernachfrage“ (*excess demand*) ein „Überangebot“ (*excess supply*) aus dem Ausland gegenüber, und was die Finanztitel betrifft, so steht dem „Überangebot“ aus den USA eine ausländische „Übernachfrage“ gegenüber. Rajan spricht hier von „Ungleichgewicht“ (*imbalance*), wir sprechen lieber von internationaler Verflechtung, von internationaler Arbeitsteilung, die zu gegenseitigen ökonomischen Abhängigkeiten auf dem Weltmarkt führt. Für die Entwicklung eines störungsfreien Weltmarkts ist es wichtig, dass sich die „Ungleichgewichte“ bei den Gütern und den Finanztiteln ausgleichen und sie sich im Laufe der Zeit nicht abrupt ändern.

Für die wirtschaftliche Symbiose zwischen den USA und China hat der amerikanische Historiker N. Ferguson zusammen mit dem deutschen Ökonom M. Schularick in Anlehnung an die Chimäre das Wort „Chimerica“ geprägt, einem „Mischwesen“, dem möglicherweise kein langes Leben gegönnt ist. Der *Economist* sieht, dass sich das Zweierverhältnis zwischen USA und China zu einem Dreiecksverhältnis mit Europa wandelt, vgl. *The Economist* (2014a).

Neuerdings zeigt sich, dass die Symbiose zwischen den USA und China gefährdet ist. China ist auf dem Weg von einem Entwicklungsland zu einer technologischen Supermacht und bedroht die Dominanz der USA. Der globale Wettbewerb um die Macht lässt dann aus Kooperation Konfrontation entstehen. Der *Economist* weist auf das Misstrauen zwischen den USA und China hin und auf die Gefahr, dass diese Symbiose, die eine Stärke für die geopolitische Stabilität ist, zerbrechen kann, und dass die Kräfte zurück zum nationalen Merkantilismus stärker werden können, vgl. *The Economist* (2018): „Relations between America and China are built on mutual suspicion“, „It might also shove the world economy back towards mercantilism and competing spheres of economic influence“, und „A world of mutually beneficial trade could turn into one in which there are no winners without losers, and no victory without conflicts“. Wir gehen auf die Globalisierung und die Rückkehr zum nationalen Merkantilismus in Abschn. 4.9 „Globalisierung: Gute Seiten und schlechte Seiten“ näher ein.

---

### 1.3 Wandel in der Wirtschaft

Die Allianzen unterliegen einem Wandel, mitunter einem abrupten Wandel, einem Umbruch. Nach dem *Economist* vom November 2012 hat China den bevorzugten Platz als US-Handelspartner von Japan und Kanada übernommen und wird ihn nach einer