

Ralf Pauly

Ökonomische Instabilität und staatliche Stabilisierung

Auf dem Weg der Krisen
zum Staatskapitalismus

Ökonomische Instabilität und staatliche Stabilisierung

Ralf Pauly

Ökonomische Instabilität und staatliche Stabilisierung

Auf dem Weg der Krisen zum
Staatskapitalismus



Springer Gabler

Ralf Pauly
Institut für Empirische Wirtschaftsforschung
Universität Osnabrück
Osnabrück, Deutschland

ISBN 978-3-658-09448-5
DOI 10.1007/978-3-658-09449-2

ISBN 978-3-658-09449-2 (eBook)

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 2015

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.

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier.

Springer Fachmedien Wiesbaden ist Teil der Fachverlagsgruppe Springer Science+Business Media (www.springer.com)

Für Catherine

Vorwort

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

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
$Exü$	Exportüberschuss
$F(N,K,TF)$	Produktionsfunktion
G	Staatsverbrauch
g	Wachstumsrate der volkswirtschaftlichen Produktion, des volkswirtschaftlichen Einkommens Y
I	Investitionsnachfrage der Unternehmen
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
N	Arbeitskräfte
P	Preisniveau
p_Σ	Wertzuwachs des Volkswirtschaftlichen Vermögens Σ
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
Δ	absolute Änderung
Π	Gewinn
Σ	Volkswirtschaftliches Vermögen

Inhaltsverzeichnis

1	Prolog	1
1.1	Sichtweisen auf die aktuelle Wirtschaftskrise	1
1.2	Wirtschaftsentwicklung in den USA – Wettbewerbsvorteile durch Innovation	4
1.3	Wandel in der Wirtschaft	7
1.4	Die Krise in den Euro-Ländern	10
1.5	Wirtschaftskrise und ihre Stabilisierung	14
1.6	Keynes' und Minskys ökonomischer Ansatz	16
1.7	Kernthesen	19
	Literatur	22
2	Mikroökonomik, Keynes' und Minskys Makroökonomik	25
2.1	Grundelemente der Mikroökonomie	25
2.1.1	Gleichgewicht, Preismechanismus, Wettbewerb und Gewinne	25
2.1.2	Konstitutive Elemente der Mikroökonomik und ihre kritische Würdigung	29
2.2	Grundzüge der Keynesianischen Makroökonomik	30
2.2.1	Grundkonzeption	30
2.2.2	Gütermarkt und Gleichgewichtskurve IS im ISLM-Modell	33
2.2.3	Geldmarkt, Gleichgewichtskurve LM und Unterbeschäftigungs- gleichgewicht im ISLM-Modell	37
2.2.4	Staatsintervention zur Stabilisierung des Güter- und Arbeitsmarktes: Fiskal- und Geldpolitik	42
2.2.5	Kritische Würdigung des ISLM-Modells und der staatlichen Stabilisierungspolitik	45
2.2.6	Das ISLM-Modell und die Macht der Vereinfachung	47
2.2.7	Dynamik auf mikroökonomischer Ebene, Fremdfinanzierung, Gewinne und Erwartungen	49
2.2.8	Keynes-Minsky-Momentum	53

2.3	Grundzüge der Minskyschen Makroökonomie	55
2.3.1	Grundelemente	55
2.3.2	Interdependenz zwischen Gewinn und Investition	58
2.3.3	Der Mark-up-Ansatz und das Preisniveau	63
2.3.4	Würdigung des formalen Minsky Ansatzes	65
2.3.5	Finanzmarkt: Privatbanken, Fremdfinanzierung und Instabilität	67
2.3.6	Minskys Ansatz und der Wandel der Zeit	69
2.4	Zusammenfassung	75
	Literatur	75
3	Ausblick auf den Wandel der Marktwirtschaft und ihrer Stabilisierung	77
3.1	Zinsen Z: Ihr Effekt auf die Π -I-Dynamik, auf Ungleichheit und auf die künftige Zentralbankpolitik	77
3.2	Ungleichheit im Einkommen und im Vermögen	80
3.3	Piketty zur Ungleichheit im Einkommen und im Vermögen	85
3.4	Privatbanken: Eigenkapitalquote, Geschäfte, Risiken und Regulierung	86
3.4.1	Eigenkapitalquote	86
3.4.2	Bankdienstleistungen und -geschäfte	91
3.4.3	Risiken und Risikohandel	93
3.4.4	Basel-Bankenregulierung und EU-Bankenunion	97
3.5	Fremdfinanzierung und Risiken: Gute Zeiten und schlechte Zeiten	98
3.6	Inflation und Deflation: Gute Zeiten und schlechte Zeiten	104
3.7	Wirtschaftsabläufe und Analyse staatlicher Interventionen	105
3.7.1	Ebenen wirtschaftlicher Abläufe	105
3.7.2	Quantitativ numerische Analyse	108
3.7.3	Formal quantitative, qualitative Analyse	113
3.8	Stabilisierungspolitik in der Post-Keynes Ära	114
3.8.1	Zentralbankpolitik	114
3.8.2	Geld- und Fiskalpolitik im Euro-Raum	119
3.9	Folgen des Wandels und der Stabilisierung: Instabilität und Ungleichheit	123
3.10	Zusammenfassung	126
	Literatur	126
4	Epilog	129
4.1	Instabilität und deren Stabilisierung	129
4.2	Auf dem Weg der Krisen zum Staatskapitalismus	132
	Literatur	135

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, Un-

sicherheit 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 hochqualifizierte 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 risikanter 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“.

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 Finanz-