

## Die Krise verstehen

In den Medien liest man aktuell oft von der "Staatschuldenkrise". Doch sind die Staatschulden das eigentliche Problem? Beschäftigt uns die globale Finanz- und Wirtschaftskrise nicht ohnehin schon seit mehreren Jahren? Was sind dann eigentlich die Ursachen dieser Krise?

Das Projekt [diekriseverstehen.net](http://diekriseverstehen.net) versucht Antworten auf diese Fragen zu liefern und systematisch die Ursachen der Finanz und Wirtschaftskrise darzustellen. Diese gedruckte Fassung der Homepageinhalte bietet die Möglichkeit, sich offline einen Überblick über alle Argumente und Zusammenhänge zu verschaffen.

Die Inhalte werden, analog zur Vorgehensweise auf der Homepage, ausgehend vom Befund „Staatschuldenkrise“ in drei inhaltlichen Strängen dargestellt. Die einzelnen Abschnitte führen jeweils zu einer zentralen Ursache der Wirtschafts- und Finanzkrise und umfassen damit jeweils einen argumentativen Zusammenhang. Die Querverbindungen sind im Überblicksbild vorne eingezeichnet. Viel Freude beim Lesen!

### Rückmeldungen und Kontakt

Wir sind an einem intensiven Diskurs über die Ursachen der Krise und mögliche Lösungsszenarien sehr interessiert. Deshalb freuen wir uns über inhaltliche Anmerkungen und stehen auch für Fragen und Diskussionen gerne zur Verfügung:

#### diekriseverstehen.net

inhaltliche Leitung: Dr. Georg Hubmann

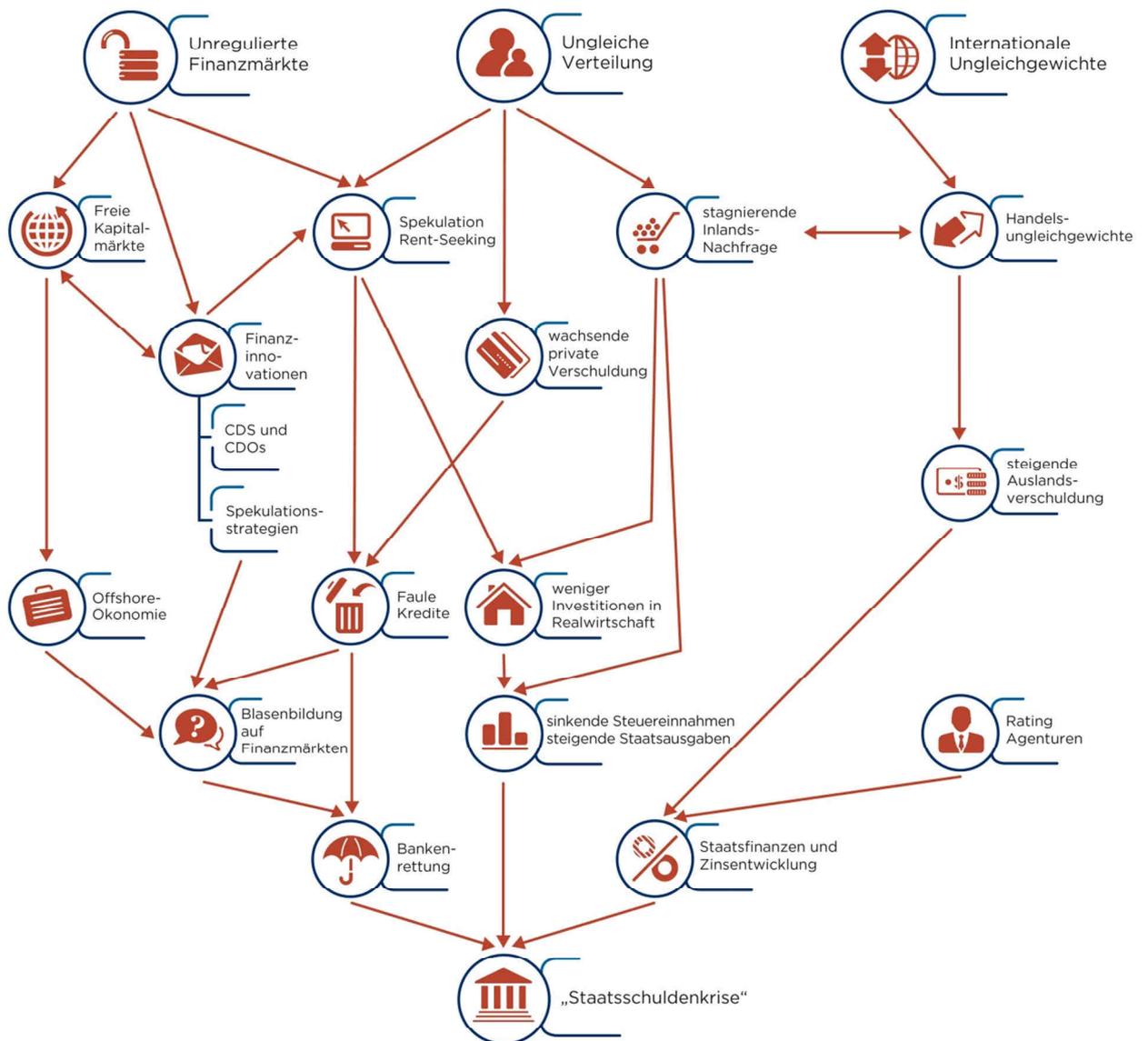
mail: [office@diekriseverstehen.net](mailto:office@diekriseverstehen.net)

## Inhaltsverzeichnis

1. Alles auf einen Blick	1
2. Wege zur Staatschuldenkrise	2
3. Das Finanzcasino als Motor	9
4. Ungleiche Verteilung als Ursache der Krise	20
5. Solidarität in der Währungsunion?	30

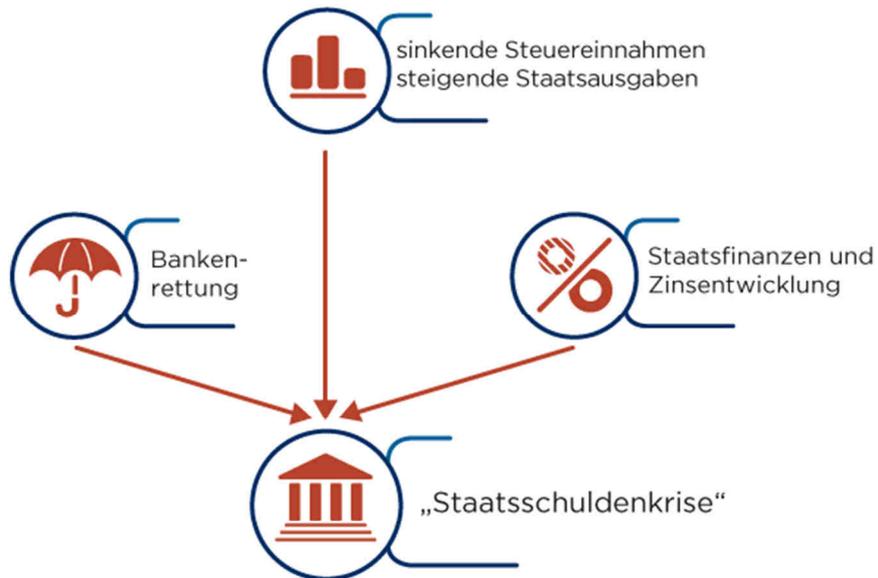
# 1. Alles auf einen Blick

Von den zentralen Ursachen bis hin zur aktuellen Wahrnehmung der Finanz- und Wirtschaftskrise als Problem der Staatsschulden. In diesem Schaubild finden sie alle Zusammenhänge auf einen Blick.



## 2. Wege zur Staatsschuldenkrise

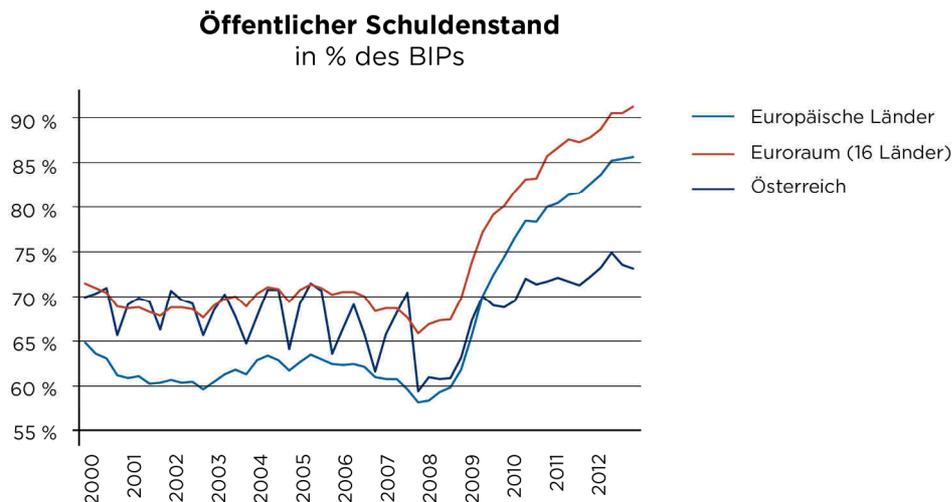
Als Staatsschuldenkrise wird aktuell meist über die Finanz- und Wirtschaftskrise berichtet. Das ist ein sehr eingeschränkter Blickwinkel, denn schon die Ursachen für die gestiegenen Staatsschulden werden selten im Zusammenhang dargestellt.





## „Staatsschuldenkrise“

Über die Finanzkrise wird heute in den Medien zumeist als "Staatsschuldenkrise" gesprochen, weil die Schulden der Staaten in Relation zu ihrer Wirtschaftsleistung (BIP) stark angestiegen sind. Wichtig ist in dem Fall allerdings genauer hinzusehen, warum die Staatsschulden gestiegen sind. Die Kombination aus sinkenden Einnahmen und den Ausgabenerhöhungen für die Abstützung der Konjunktur und die Einrichtung von **Bankenrettungspaketen** sind die wichtigsten Faktoren für die **Finanznot der Staaten** (Flassbeck 2012). Die Entwicklung der Staatsschulden in der unten stehenden Grafik zeigt den Anstieg der Staatsschulden seit Beginn der Krise.



*Staatsschulden in Prozent des Bruttoinlandsprodukts auf Basis von Quartilswerten (eigene Darstellung, Datenbasis: Eurostat 2013)*

Die Staatsschulden waren (in Relation zur Wirtschaftsleistung) bis zum Ausbruch der Krise in der ganzen Eurozone rückläufig. Erst die Krise und die damit verbundenen Steuerausfälle und Rettungspakete verursachten einen massiven Anstieg der Verschuldung der europäischen Staatshaushalte. Es wurde versucht, der Abwärtsspirale der Gesamtwirtschaft durch wirtschaftspolitische Impulse entgegenzuwirken. Die zusätzliche Verschuldung hatte in Kombination mit den schlechten Wirtschaftsdaten besonders in Südeuropa auch Auswirkungen auf die Bonitäts-Ratings der Staaten und damit auf den **Zinssatz zur Refinanzierung des Staatshaushaltes**.

Setzt sich die Rezession vor allem in Südeuropa fort, so verschlechtert sich der Staatshaushalt durch weiter zunehmende Steuerausfälle und Sozialausgaben. Wird in dieser Situation auch der Spielraum für Staatsausgaben eingeschränkt, wie durch den Fiskalpakt gefordert, so kann kein ausreichend großer Nachfrageimpuls gesetzt werden. Die Abwärtsdynamik beschleunigt sich dadurch zusätzlich und Staaten geraten tiefer in finanzielle Schwierigkeiten (Stiglitz 2012).

### Quellen

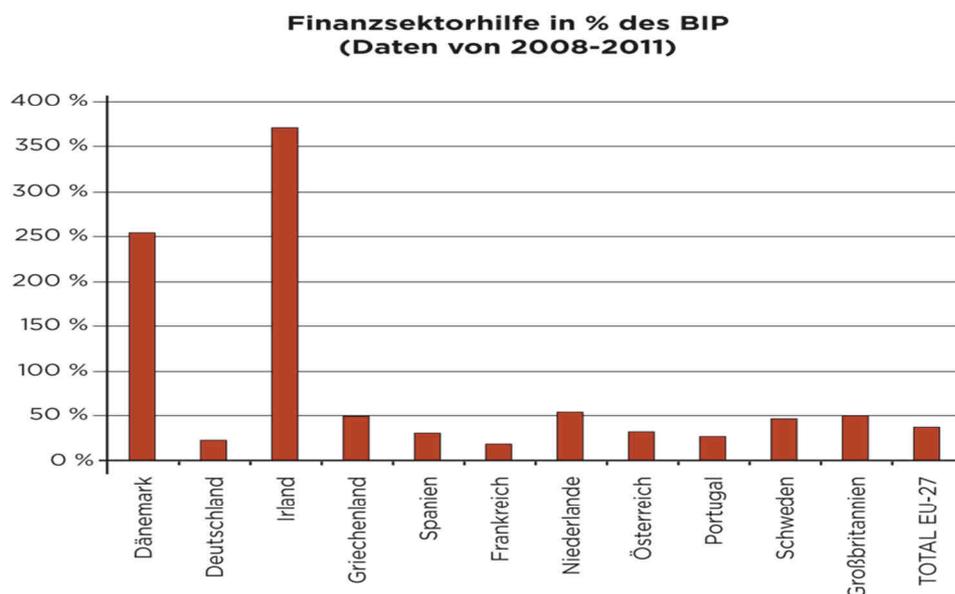
Eurostat Datenbank (2013): Vierteljährlicher öffentlicher Schuldenstand, , Abgerufen am 06. Juni 2013.

Flassbeck, H. (2012): Zehn Mythen der Krise, Berlin.

Stiglitz, J. (2012): The price of inequality - How today's divided society endangers our future. New York: Norton.

## Bankenrettung

Die Banken gerieten mit dem Platzen der Immobilienblase und dem Konjunkturunbruch in große Refinanzierungsschwierigkeiten. Viele der angeblich sicheren **Finanzprodukte (CDS, CDOs)** wurden uneinbringlich. Dadurch musste die Werte erheblich abgeschrieben werden und es entstanden riesige Verluste bei den speziellen **Zweckgesellschaften**, die diese Finanzgeschäfte durchgeführt haben. Durch deren enge Verbindung zu den Geschäftsbanken übertrug sich also das Risiko (Liebert et al. 2012). Ein zweiter Aspekt liegt in der Risikobewertung der Banken, da viele Kredite ohne ausreichende Sicherheiten vergeben wurden und nicht durch entsprechende Eigenkapitalreserven abgesichert waren. Mit Ausbruch der Krise fielen deshalb bei vielen Kreditgeschäften die Rückzahlungen aus, was zu dementsprechenden Verlusten bei den Banken führte. Die sinkende Liquidität und fehlendes Eigenkapital beschädigten das Vertrauen im Bankensektor. Daher mussten die Staaten in dieser Situation viel Geld zur Verfügung stellen, damit die Finanzwirtschaft nicht kollabierte und die Banken handlungsfähig blieben (Schulmeister 2009).



*Ausmaß der gesamten Finanzsektorhilfe in Prozent des BIP 2010 der EU-27: 4506,47 Mrd. Euro  
(eigene Darstellung, Datenbasis: EU-Kommission 2012).*

Die Notwendigkeit große Banken zu retten, liegt in der sogenannten Systemrelevanz dieser Kreditinstitute begründet. Systemrelevant sind Banken dann, wenn ihre nationalen und internationalen Verflechtungen mit der privaten Wirtschaft als auch am Interbanken Markt so intensiv sind, dass ein Ausfall dieser Banken unabschätzbare Folgen für das Wirtschaftssystem hätte. Denn durch steigenden Verschuldungsgrade der Unternehmen ist die Kreditvergabe der Kreditinstitute an die Wirtschaft über die letzten Jahre deutlich wichtiger geworden (Busch 2012).

### Wer trägt die Kosten?

In Österreich wurde ein verhältnismäßig großes Bankenrettungspaket aufgelegt, da das Finanzwesen überdurchschnittlich hoch zum Bruttoinlandsprodukt beiträgt und die österreichischen Institute stark in Osteuropa engagiert sind. Der Rahmen der österreichischen Bankenhilfe beträgt € 15 Milliarden, davon wurden bisher € 11.7 Milliarden in Anspruch genommen. Bislang mussten 3,4 Milliarden Euro Verlust durch die Bankenrettung verbucht werden (Standard, 22.7.2012). Die Bankenrettung erforderte eine erhöhte Schuldenaufnahme sowie größeren Zinsaufwand im laufenden Budget und

erhöhte dadurch den **Druck auf die Staaten**. Ein Instrument der Bankenrettung war die Bildung von Bad Banks durch die angeschlagenen Banken selbst oder auch durch den Staat. Bad Banks dienen der Einlagerung von notleidenden Krediten und Wertpapieren und stellen so eine Möglichkeit dar, die Bankbilanz zu bereinigen. Allein in der durch den deutschen Staat geführten Bad Bank der Hypo Real Estate schlummerten im April 2013 noch Vermögenswerte im Wert von rund 125 Milliarden Euro. Europaweite Schätzungen gehen davon aus, dass die Bad Banks ein Volumen von mehr als einer Billionen Euro beherbergen (Hesse 2013). Unklar ist weiterhin, welche Verluste durch die Bad Banks und die Sanierung der Banken in Zukunft noch entstehen. Die im Banksektor versteckten finanziellen Risiken für Staaten und SteuerzahlerInnen sind zentrale Argumente von Rating-Agenturen in der Bewertung der Kreditwürdigkeit von Staaten.

## Quellen

Busch, U. (2012): Zur Rolle der „Finanzindustrie“ in Wirtschaft und Gesellschaft, Sitzungsberichte der Leibniz-Sozietät der Wissenschaften zu Berlin, 113/2012, S.47-66.

Hesse, M. (2013): Auf der Kippe. Der SPIEGEL, 17/2013, 22.04.2013, S.74.

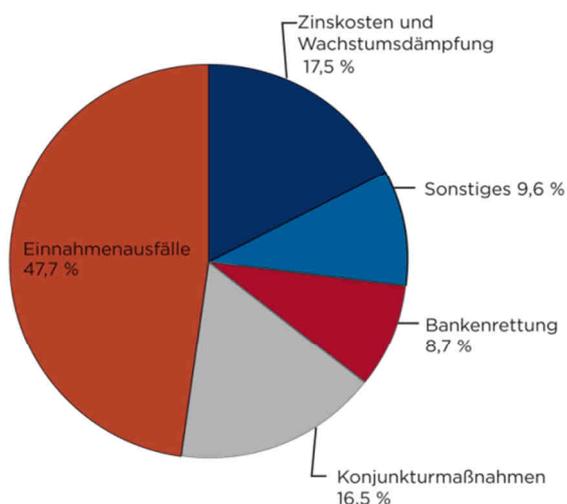
Liebert, N., Ötsch, R. und Troost, A. (2012): Der graue Markt der Schattenbanken. Blätter für deutsche und internationale Politik, 6/2012. S.83-90.

Schulmeister, S. (2009): Der "Aufbau" der großen Krise durch "business as usual" auf Finanzmärkten, Vortrag auf der Jahrestagung der Keynes-Gesellschaft, Wien, 16. und 17. Februar 2009.



## Finanznot der Staaten

Durch die stagnierende Inlandsnachfrage und geringere Investitionen in die Realwirtschaft sinken auch die Steuereinnahmen der Staaten, weil weniger Steuern und Sozialversicherungsbeiträge bezahlt werden. Das gilt für Lohn- und Gewinnsteuern genauso wie für Konsumsteuern. Mit der reduzierten Investitionsbereitschaft gibt es auch weniger Arbeitsplätze und dadurch fallen höhere Ausgaben für Sozialleistungen an, vor allem für Arbeitslosigkeit oder Kurzarbeit (Reiner 2011 bzw. Marterbauer 2012). Alleine der Einnahmenausfall macht dabei in den G-20 Ländern fast 50 % der zusätzlichen Krisenkosten und damit einen großen Teil der gestiegenen Staatsdefizite aus.



*Gründe für Anstieg der Staatsschulden in G-20 von 2008-2015, Gesamtumfang 39 % des BIP, IWF.  
(Schlager 2012)*

## Ungleiche Verteilung und ihre Folgen

Diese starken Auswirkungen auf das Staatsbudget sind auch eine unmittelbare Folge der ungleichen Vermögensverteilung, denn eine gleichere Verteilung brächte eine höhere Inlandsnachfrage. Würde der Anteil des reichsten Prozent der EinkommensbezieherInnen der USA, das etwa 20 % des Gesamteinkommens lukriert, auf 15 % gekürzt und zu den niedrigen und mittleren Einkommen umverteilt, würde das eine direkte Steigerung der Gesamtnachfrage um 1 % bewirken. Die geringere Sparneigung bei niedrigerem Einkommen bringt mehr Geld in den Konsum und damit für die Realwirtschaft. Das heißt, die Gesamtnachfrage würde um etwa 2 % steigen und dadurch gleichzeitig die Arbeitslosigkeit senken (Stiglitz 2012). Beide Effekte wirken positiv für den Staatshaushalt, denn es werden sowohl die Steuereinnahmen steigen und gleichzeitig die Sozialausgaben und Transferleistungen sinken (Crotty 2012).

Ein Wirtschaftsabschwung löst also eine Reihe von sich selbst verstärkenden Effekten aus und erhöht den **Druck auf Staaten** und deren Budgets zusätzlich. Durch die Konjunkturprogramme und Bankenrettungspakete sind die Staatsschulden gestiegen und so höhere jährliche Zinszahlungen erforderlich. Gleichzeitig wurde auch die der Bonität der Staaten gesenkt und so stieg der **Zinsaufwand** für neue Staatsschulden, was wiederum negativ auf die Budgetentwicklung wirkt (Bieling 2011).

## Quellen

Crotty, J. (2012): The great austerity war: what caused the US deficit crisis and who should pay to fix it? Cambridge Journal of Economics, 36. S.79–104.

Marterbauer, M. (2012): Keynesianische Budgetpolitik unter neuen Rahmenbedingungen. Offensive Antworten auf Finanzkrise und Staatsschuldenkrise, Kurswechsel, 1/2012. S.11-22.

Reiner, S. (2011): Gutes Leben und gute Arbeit weggespart. ProKla, Zeitschrift für kritische Sozialwissenschaft, 41(2). S.213-230.

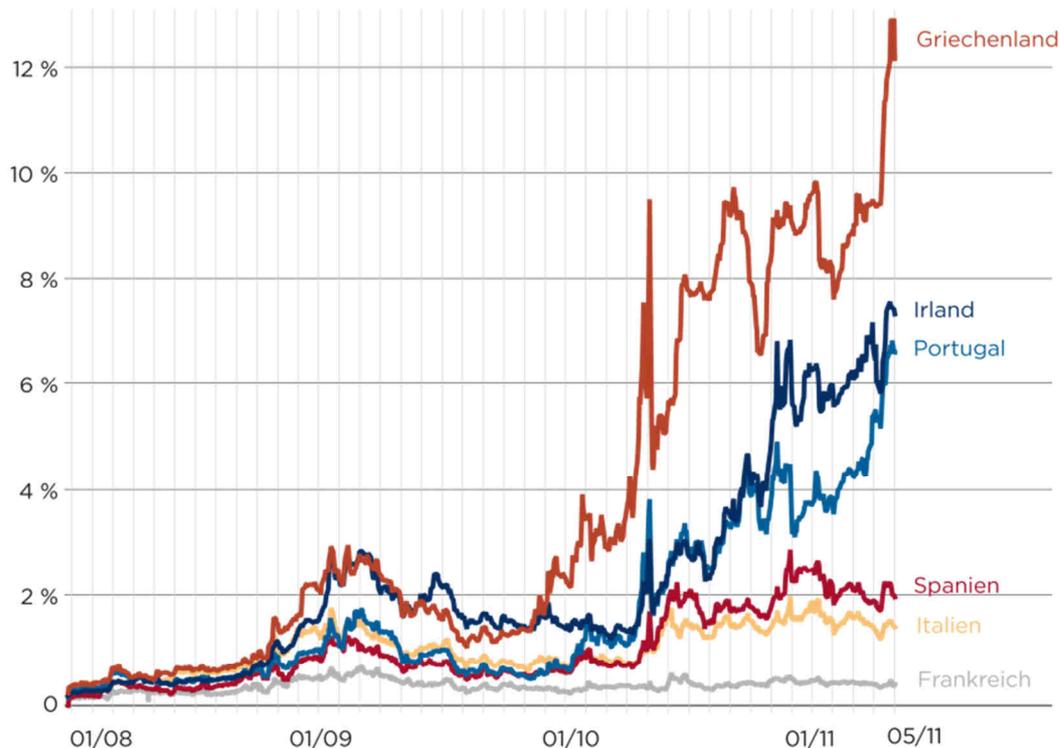
Schlager, C. (2012): Wer oder Was ist schuld an unseren Schulden und wer zahlt?, Präsentation Tagung Wege aus der Krise, Wien, 11. Mai 2012.

Stiglitz, J. (2012): The price of inequality. How today's divided society endangers our future. New York: Norton.



## Zinsen und die Finanzierung der Staaten

Die drückende Zinslast galt als einer der Hauptfaktoren der derzeitigen Krise. Dabei sind die Zinsen vor allem für jene Länder ein Problem, die ohnehin bereits verhältnismäßig stark **unter Druck** stehen. Vor der Krise lagen die Zinsen, die die einzelnen Euro - Staaten für ihre Schulden zahlen mussten, auf einem im gesamten Euro-Raum vergleichbaren Niveau. Griechenland hatte die gleichen Zinssätze wie Deutschland. Die Grafik zeigt, wie sehr sich die Zinsniveaus im Zuge der Krise auseinander bewegt haben, da sich mit dem Aufkommen der Finanzkrise Bewertungsroutinen drastisch änderten und höher im Ausland verschuldete Volkswirtschaften nun mit höheren Zinssätzen „bestraft“ wurden. Für den Schuldendruck an sich ist es dabei auch hier relativ gleichgültig, ob es sich um private oder öffentliche Schulden (Staatsschulden) handelt, da die FinanzmarktakteurInnen davon ausgehen, dass marode Banken ohnehin von den Staaten gerettet werden und private Schulden insofern auf die öffentliche Hand zurückfallen (Flassbeck und Spiecker 2012).



*Entwicklung der Zinssätze für Staatsanleihen vor und nach der Krise (Flassbeck, 2012).*

### Wer profitiert von der Krise?

Auch hier wird deutlich, dass Österreich und Deutschland auf Kosten der Krisenländer profitieren. Je stärker dort die Zinsen steigen, umso billiger werden die Kredite für Österreich und Deutschland, da Anleger, verunsichert durch die **Turbulenzen der Finanzmärkte**, ihr Sicherheitskalkül grundlegend modifizierten. Dies wird durch die hektischen und zugleich drastischen Abwertungen der **Rating-Agenturen** deutlich, die diesen Trend so weiter verstärkten (Gärnter und Griesbach 2012).

Die Grafik zeigt, dass sich in der Einschätzung der Krisenländer erst ab 2010 - also bereits über ein Jahr nach Beginn der Krise - etwas fundamental geändert hat. Die Folgen davon sind klar: wenn plötzlich mehr als doppelt so hohe Zinsen bezahlt werden müssen und gleichzeitig die Schulden aufgrund der Kosten der Bankenrettung und Konjunkturpakete sowie der gesunkenen Steuereinnahmen steigen, dann erst wird die Refinanzierung der Staaten schwierig (Neubäumer 2011). Im Zuge dieser Entwicklung geraten **Staat und Demokratie unter Druck** – die Staatsschulden werden damit auch zu einem medialen Thema. Eine nicht unwesentliche Rolle spielen dabei auch die **Rating-Agenturen**, die Bewertungen über die Kreditwürdigkeit der Staaten abgeben. Ihre Empfehlungen orientieren sich an politischen Entscheidungen und Wirtschaftsdaten wie dem Wirtschaftswachstum oder den im Bankensektor schlummernden Risiken. Anhand dieser und anderer Richtgrößen versuchen sie einzuschätzen, wie wahrscheinlich es ist, Geld wieder zurückzubekommen, das man dem jeweiligen Staat geborgt hat.

Ein Mittel den Druck auf die Staaten abzumildern, ist die Politik der Zentralbank. So kündigte Ende Juli 2012 der Präsident der EZB (Europäische Zentralbank) Mario Draghi an, den Euro mit allen Mitteln der EZB zu erhalten. Damit dämpfte Draghi die Spekulationen um den Euro-Austritt

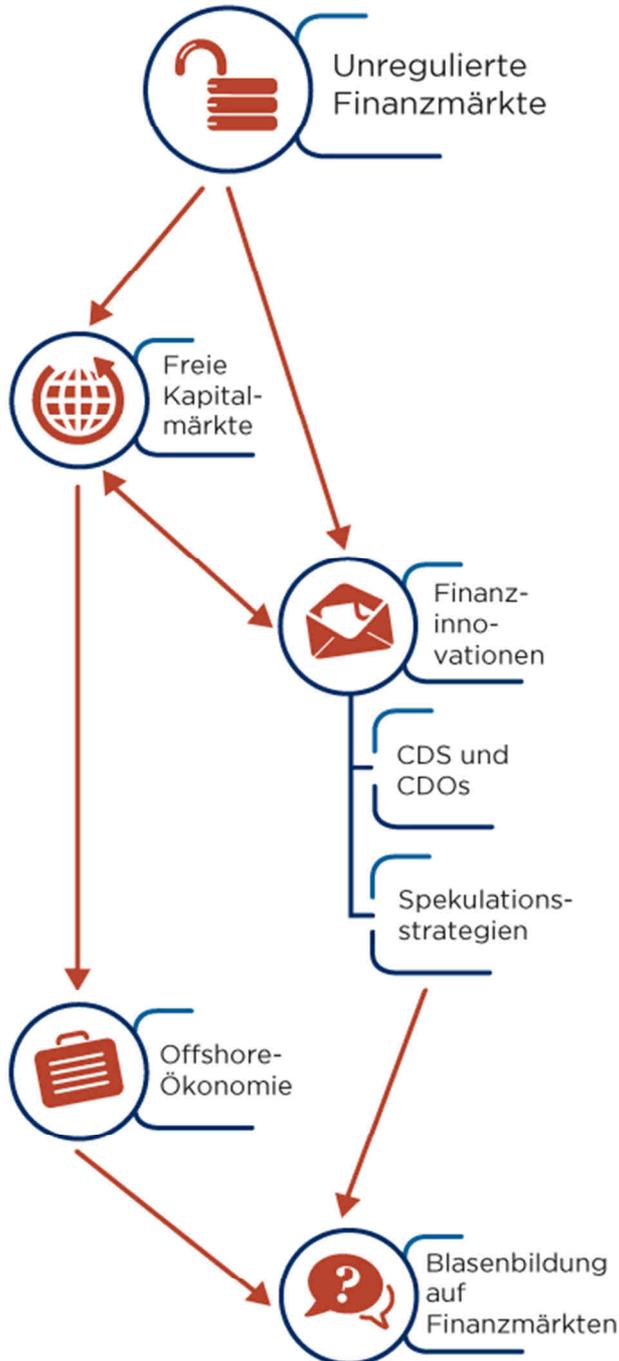
Griechenlands. Das spiegelt sich auch in der Entwicklung der Zinsen auf langfristige griechische Staatsanleihen wider. Diese sanken für Griechenland von 27,82 % im Juni 2012 auf 11,58 % im April 2013 (ECB und Europäische Kommission 2013). So können Staaten wie Griechenland durch die niedrigere Zinslast leichter ihren Haushalt konsolidieren und der Druck des Kapitalmarkts wird abgemindert.

## Quellen

- ECB Datenbank (2013): Harmonised long-term interest rates May 2013, Abgerufen am 05. Juni 2013.
- Flassbeck, H. (2012): Vortrag bei der Tagung des österreichischen Städtebund 30.5.2012, Dornbirn.
- Flassbeck, H. und Spiecker, F., (2012): Falsche Diagnose, falsche Therapie – wie die Politik in der Eurokrise dank falscher Theorie versagt. WISO, 35(2). S.15-26.
- Gärnter, M. und Griesbach, B. (2012): Rating agencies, self-fulfilling prophecy and multiple equilibria? An empirical model of the European sovereign debt crisis 2009-2011, Discussion Paper no. 2012-15, St. Gallen.
- Neubäumer, R. (2011): Eurokrise: Keine Staatsschuldenkrise, sondern Folge der Finanzkrise, Wirtschaftsdienst, 91(12). S.827-833.

## 2. Das Finanzcasino als Motor

Eine wesentliche Rolle für die Entwicklung hin zur weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise spielen die Entwicklungen auf den Finanzmärkten. Der Abbau von vielen Beschränkungen und die damit verbundene globale Ausbreitung des Finanzgeschäftes

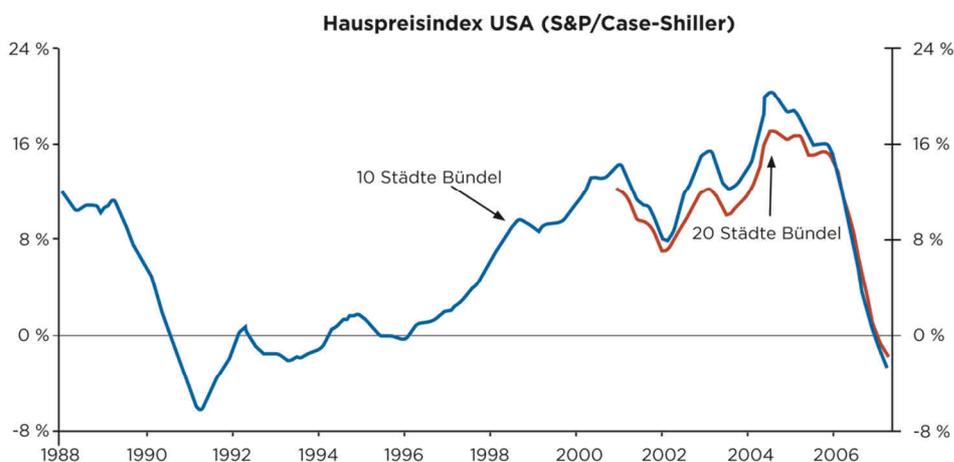


## Blasenbildung auf den Finanzmärkten

Die gestiegene Aktivität an den Finanzmärkten verstärkt die Suche nach neuen Anlageformen und immer höheren Renditen. Befördert wird diese Entwicklung durch **neue Finanzprodukte** und große Summen an Kapital, für die Anlagemöglichkeiten gesucht werden. Dabei ist es im Wesentlichen immer dasselbe Muster, das die Entstehung von Blasen befördert. Dabei entsteht ein so genanntes „Herdenverhalten“, wenn viele AnlegerInnen die gleiche Strategie verfolgen. Ein steigender Kurs etwa lockt tendenziell neue KäuferInnen an, was zu weiteren Preissteigerungen und positiven Erwartungen führt, die ihrerseits wiederum weitere KäuferInnen nach sich ziehen. Auf diesem Weg „überhitzen“ Märkte, das heißt die gehandelten Waren oder Anteilsscheine werden deutlich besser bewertet als es eigentlich der Realität entspricht. Ist eine gewisse Höhe erreicht, wird verkauft und der Kurs fällt sehr schnell – die Blase ist geplatzt (Kindleberger 197; Shiller 2006). Die einseitige Systematisierung und Technisierung der Verhaltensmuster in der Finanzwirtschaft wirkt diesem Trend nicht entgegen, sondern hat diesen vielmehr durch die Verwendung ähnlicher Strategien weitgehend automatisiert (Orrell 2012).

### Von der Spirale zur Blase

Die Immobilienblase in Amerika und Spanien entwickelte sich ähnlich. Die Anforderungen für die Kreditvergabe wurden unter der Erwartung, dass die Häuserpreise stets weiter steigen laufend herabgesetzt. Große Teile der Bevölkerung konnten Hypotheken aufnehmen, die sie unter normalen Bedingungen nie abbezahlen konnten, der einzige Garant war der stets steigende Wert des Hauses. Versteckt wurden die Risiken in **neuartigen Finanzprodukten** (CDS, CDOs) die durch eine Bündelung geringeres Risiko für die AnlegerInnen versprochen. Die Immobiliennachfrage nahm durch die leichte Finanzierungsmöglichkeit stark zu, dadurch stiegen auch die Häuserpreise immer weiter. So wurde eine Spirale in Gang gesetzt: Die aufgenommenen Kredite schienen durch die gestiegenen Preise noch leichter finanzierbar und weitere Kredite konnten mit der Aussicht auf weiter steigende Immobilienpreise unter erleichterten Bedingungen aufgenommen werden. Das führte zu einer völligen Überbewertung der Immobilien und damit zur Blase. Die Blase platzte als im Finanzsystem klar wurde, dass immer mehr ImmobilienbesitzerInnen die Raten nicht mehr zahlen konnten und sich beim notwendigen Verkauf herausstellte, dass der Hypothekenwert auf dem Markt gar nicht realisiert werden konnte (Marterbauer 2011).



*Preisentwicklung am amerikanischen Wohnhausmarkt (Standard & Poors: Amerikanischer Immobilienpreisindex. 8/2010; Shiller 2006, Standards & Poors 2010).*

Die dabei entstehenden Verluste einzelner Banken übertrugen sich sehr schnell auf andere Geldinstitute und damit auf das gesamte Bankensystem. Diese Kaskadeneffekte entstehen durch die gegenseitige Refinanzierung der Banken. Dadurch sind die Banken eng miteinander verbunden und es gibt große Unsicherheiten für einzelne Institute in wie weit sie von kriselnden Banken selbst betroffen sind (Caballero & Simsek, 2011). Durch das Platzen der Blase entstanden Zahlungsengpässe und einzelne Banken mussten ihre kurzfristigen Kredite liquidieren. So erhöhte sich der Druck auch auf andere Banken Vermögenswerte zu verkaufen. So die so in Gang gesetzte Kettenreaktion betraf vor allem den Markt verschiedener Wertpapiere wie der **CDOs** und führte zu dramatischen Kurseinbrüchen (Fire Sales), und zu zusätzlichen Verlusten in den Bankbilanzen.

Die Blase war fatal, weil sie nicht wie bei früheren Blasen einige Firmen und Investoren traf, sondern Millionen von Menschen, die plötzlich überschuldet und vor dem nichts standen und durch den folgenden Einbruch der Wirtschaft auch noch arbeits- und obdachlos wurden (Stiglitz 2012). Die vielen nun nicht mehr rückzahlbaren, faulen Kredite machten schließlich riesige **staatliche Bankenrettungspakete** notwendig.

## Quellen

Caballero, R. & Simsek, A. (2011): Fire Sales in a Model of Complexity. Working Paper, National Bureau of Economic Research, March 14 2011, 1-41.

Kindleberger, C.P. (1978): Manias, Panics and Crashes. London: Macmillan.

Marterbauer, M. (2011): Zahlen bitte! Die Kosten der Krise tragen wir alle. Wien.

Orrell, D. (2012): Economyths - how the science of complex systems transforms economic thought. London: Icon.

Shiller, R.J. (2006): Irrational Exuberance. Crown Business.

Stiglitz, J. (2012): The price of inequality- How today's divided society endangers our future. New York: Norton.

Standard & Poor's (2010): Case-Shiller Home Price Index, Amerikanischer Immobilienpreisindex.

---

## Offshore Ökonomie und Steueroasen

Unter „Offshore-Ökonomie“ versteht man einen verhältnismäßig rechtsfreien Raum, in dem Kapital und Vermögen keinerlei oder kaum gesetzlichen Vorschriften oder Steuerpflichten unterliegt. Zentral ist dabei, dass Vermögensbestände möglichst intransparent gehalten werden, um diese zu verschleiern mit dem Ziel, Steuerzahlungen oder bestimmte Regulierungen (etwa die Verpflichtung zu Unterhaltszahlungen) zu umgehen. Deshalb nennt man die Orte, wo dieses Geld dann landet, auch *Regulierungs- oder Steueroasen* (Rixen 2009).

## Wettlauf nach unten

Kennzeichen von Regulierungsoasen sind die Geheimhaltung von Eigentümerstrukturen, Möglichkeiten zur Umgehung von Eigenkapitalvorschriften und Mindestreservesätzen sowie mangelnder Zugriff der jeweiligen Behörden. In einer Wertung für den „Financial Secrecy Index“, herausgegeben vom unabhängigen Tax Justice Network führt die Schweiz vor den Cayman Islands und Luxemburg. Auch Österreich ist auf Platz 17 im Spitzenfeld vertreten. Zwischen diesen Ländern hat sich ein regelrechter Wettlauf im Abbau an Regulierungen entwickelt, um als attraktiver Standort für Finanz Anlegerinnen zu gelten. Ein österreichisches Beispiel für einen derartigen Sachverhalt

liefert die Diskussion rund um das Bankgeheimnis, die letztendlich ebenso ein gebräuchliches Mittel zu Vermögensverschleierung und Geldwäsche darstellt und Österreich in internationalen Debatten oft den Ruf einer Steueroase einbringt. Schließlich ist gerade die Offshore-Ökonomie – aufgrund ihrer um maximale Intransparenz bemühten Ausrichtung auch für Vermögen, die aus kriminellen Aktivitäten entspringen, von großer praktischer Relevanz (Schmidt 2012). Schätzungen gehen allein im Falle Deutschlands von einem Vermögen von 150 bis 300 Milliarden Euro aus, das in Steueroasen geparkt und damit nicht versteuert und im Land selbst konsumiert wird (Unger 2013).

### Große Geschäfte im Halbdunkel

In enger Beziehung zu den Regulierungsoasen steht das System der Schattenbanken, dazu gehören im Grunde alle Finanzierungsgesellschaften, die Kredite oder Kreditgarantien vergeben, ohne dabei den üblichen gesetzlichen Vorschriften für Bankgeschäfte zu unterliegen. Zum Teil wurden diese von herkömmlichen Banken als eigene Institute (Fonds, Handelsgesellschaften usw.) gegründet, um **neue Finanzprodukte** bestmöglich verkaufen zu können. Der Vorteil liegt darin, dass diese Schattenbanken eben nicht den Regeln für das Bankgeschäft unterliegen, sondern ohne Mindestreserven agieren können. Zudem haben die meisten Schattenbanken ihren Sitz in Regulierungsoasen und werden damit von der Kontrolle ihrer Muttergesellschaften nicht wahrgenommen, obwohl hinsichtlich der eingegangenen Risiken sehr wohl eine Verbindung besteht (Ötsch, 2012). Die Folge einer rasanten Entwicklung war, dass die Verbindlichkeiten des Schattenbankensystems schon 1995 über dem des gewöhnlichen Bankensystems lagen und sich zwischen 2002 und 2010 auf 46 Billionen Euro nochmals mehr als verdoppelt haben. Das zeigt der jährliche Report des Financial Stability Board (Financial Stability Board 2011) genauso wie eine aktuelle Studie des Tax Justice Network (Henry 2012). Die genannten Summen beruhen auf Schätzungen, da nicht alle Finanzströme klar nachvollziehbar sind. Klar ist jedoch, dass die Dunkelziffer der Gelder, die im Schattenbankensektor zirkulieren, noch bedeutend höher liegt.

Das riesige Volumen des Schattenbankensektors hat eine Reihe ökonomischer Folgen, die für die Entstehung der Krise von Relevanz sind: Erstens befördert der rechtsfreie Raum der Offshore-Ökonomie die Entwicklung von **Finanzinnovationen** und verstärkt damit durch das darin angesammelte riesige Kapitalvolumen die Tendenz zur **Blasenbildung** auf Finanzmärkten: Schließlich wurden auch im Schattenbankensystem gesammelte Guthaben gebündelt und steuerfrei auf die Finanzmärkte gepumpt, was – in Kombination mit anderen Faktoren (wie erhöhter **Spekulationsintensität** oder dem Einsatz **computerbasierter Spekulationsstrategien**) - zu einer systematischen Überhitzung der Finanzmärkte führte.

### Quellen

Financial Stability Board (2011): Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation, Recommendations of the Financial Stability Board.

Henry, J. S. (2012): The Price of Offshore Revisited, Tax Justice Network.

Ötsch, S. (2012): Die Normalität der Ausnahme: Finanzoasen als Parallelökonomie von Eliten und die ausbleibende Regulierung, Momentum Quarterly 1/2012. S.27-44.

Rixen, T. (2009): Paradiese in der Krise. Transparenz und neue Regeln für Steuer- und Regulierungsoasen. In: Heinrich Böll Stiftung (Hrsg.): Band 4 der Reihe Wirtschaft und Soziales, Berlin.

Unger, B. (2013): Wir sollten in Europa anfangen. Interview, Böckler Impuls 7/2013, Düsseldorf.

Schmidt, M. (2012): Regulierungsoasen und Schattenbanken, WISO 35(2), Linz. S.103-118.

## Freie Kapitalmärkte

Internationale Kapitalmobilität bedeutet, dass Geld ohne Beschränkungen über die Grenzen von einem Land ins andere gebracht oder verschoben werden kann. Das heißt, dass Vermögen stets dort investiert werden können, wo geringere Steuern oder höhere Renditen zu erwarten sind. Die Mobilität von Kapital wurde vor allem durch die Abschaffung der internationalen Kapitalverkehrskontrollen befördert. Diese wurden ursprünglich mit dem Ziel eingerichtet, die Mobilität von Kapital und Vermögen einzuschränken, um eine Destabilisierung der Wirtschaft zu vermeiden. Diese Schranken des Kapitalverkehrs wurden im europäischen Raum zwischen dem Ende der 70er und dem Beginn der 90er Jahre weitgehend abgebaut (Vernengo und Perez-Caldentey 2012). Heute ist die Kapitalverkehrsfreiheit eine der vier Grundfreiheiten der Europäischen Union.

### Globaler Wettbewerb

Die Globalisierung des Finanzsystems bringt einen Wettbewerb zwischen den Finanzplätzen und damit den Anreiz, die unterschiedlichen Regelungen für sich selbst bestmöglich auszunutzen. Im Zentrum der Aktivitäten stehen Anlagen in Finanzprodukte, die leicht und schnell verschiebbar sind. Denn immobilier Besitz wie Eigentumswohnungen, Häuser oder Firmen kann nicht so einfach von A nach B verschoben werden (Schulmeister 2009).

Wichtige Folgen der Liberalisierung des Kapitalverkehrs sind einerseits die Vereinfachung von **Spekulationsgeschäften** und die damit verbundene Tendenz Kapital in **Finanzprodukte** anzulegen anstelle **Investitionen in die Realwirtschaft** zu tätigen sowie andererseits die Entstehung der **Offshore-Ökonomie**, die es vermögenden Personen oder Unternehmen ermöglicht, ihr Kapital dem steuerlichen Zugriff durch Verlagerung in so genannte „Steuroasen“ zu entziehen.

### Quellen

Schulmeister, S. (2009): Eine generelle Finanztransaktionssteuer: Konzept, Begründung, Auswirkungen, WIFO Working Papers, 352/2009, Wien.

Vernengo, M. und Pérez-Caldentey, E. (2012): The euro imbalances and financial deregulation, Real world economics review Nr 59. S.83-104.



## Finanzinnovationen

Im Zuge der **Deregulierung der Finanzmärkte** kam es zu einer massiven Ausweitung des Handlungsspielraums des Finanzsektors. Gleichzeitig sorgte die **Liberalisierung des Kapitalverkehrs** für einen großen Kapitalzustrom, der durch institutionelle Faktoren wie der privaten Pensionsvorsorge verstärkt wurde. Um diese neuen Möglichkeiten bestmöglich zu nutzen, wurden neue, oft **undurchsichtige Produktklassen** und **Spekulationsstrategien** für die Aktivitäten an den Finanzmärkten entwickelt. Dies passierte vor allem mit dem Ziel einer (scheinbaren) Risikominimierung – die neuen Produkte wurden in der Branche als ertragreich und zugleich nahezu risikofrei angesehen und so auch den KundInnen verkauft. Im Grunde wurde damit jedoch nur das Risiko verschleiert und so die **Spekulationsintensität** verstärkt. Man meinte durch die Teilung und Versicherung des Risikos (**CDS**) sichere Profite erzeugen zu können. Jedoch wurde genau dadurch ein

neues ungleich größeres systemisches Risiko produziert, welches sämtliche vorhergegangenen Versuche, die Risiken CDS und anderen Mittel zu versichern, zunichtemachte.

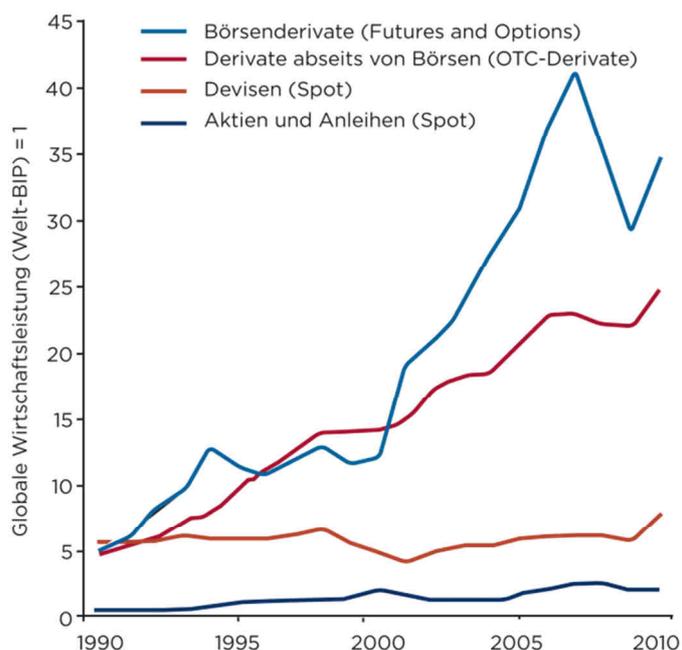
## Erhöhtes Risiko

In der Fachsprache ist dann von einer „Selbstüberschätzung“ („overconfidence“, vgl. Malmendier et al., 2011) die Rede, die zu einer „Kontrollillusion“ („illusion of control“, Friedman und Friedman 2009) führt, die Risikowahrnehmung reduziert und damit die Tendenz zu „rent-seeking“, höheren Risiken und **intensivierter Spekulation** weiter bestärkt. Diese verringerte Sensibilität für die mit Kreditgeschäften verbundenen Risiken führte schließlich auch zur Herausgabe so genannter „NINJA-Kredite“. Die Abkürzung NINJA (No Income, No Job, No Asset) steht hier dafür, dass die KreditnehmerInnen weder Vermögen besitzen noch Einkommen beziehen. Somit waren diese Kredite bereits bei ihrer Auszahlung als **faule Kredite** anzusehen (Stockhammer 2008).

Zentral ist in dieser Entwicklung, dass sich die Rolle der Banken änderte. Weg vom üblichen Geschäft, in dem die Bank Einlagen sammelt, diese als Kredite weitergibt und dabei an Zinsen und Gebühren verdient, hin zu lockerer Kreditvergabe sowie dem Weiterverkaufen und Versichern einmal vergebener Kredite. Dazu wurden auch eigene Fonds und Unternehmen - sogenannte **Schattenbanken** – gegründet, um die geltenden Vorschriften für das Bankwesen zu umgehen.

## Boom der Derivate

Ein wesentliches Instrument der **Spekulation** sind Finanztermingeschäfte im weiteren Sinne. Die gehandelten Produkte werden dabei als „Derivate“ bezeichnet, deren Wert von der zukünftigen Entwicklung von bestimmten Referenzgrößen (z.B.: Rohstoffe, Anleihen, Aktien, Währungen oder Zinssätze) abhängt oder in denen fixe Preise für in der Zukunft zu erbringende Leistungen festgesetzt werden. Der Markt für solche Derivate boomt und erreicht dabei eine ungeahnte Größenordnung. So machten 2007 alleine die an der Börse gehandelten Derivate mehr als das 40fache der globalen Wirtschaftsleistung aus (Schulmeister 2012).



Umsätze auf den Finanzmärkten (Schulmeister 2012)

Im Folgenden sollen drei für die Krise zentrale „Finanzinnovationen“ kurz vorgestellt und ihre Wirkung skizziert werden. Dazu zählen die so genannten **Kreditausfallsversicherungen** („*credit default swaps*“ oder kurz: CDS), **gebündelte Kredite** („*collateralized debt obligations*“ oder kurz: CDOs) und **computerbasierte Spekulationsalgorithmen**. Bei den beiden erstgenannten Instrumenten handelt es sich um Derivate, Letztere ist im Grunde eine Klasse neuer Spekulationsstrategien.

## Quellen

Friedman, H. und Friedman, L. (2009): The Global Financial Crisis of 2008: What Went Wrong?, Working paper, New York.

Malmendier, U., Tate, G. und Yan, J. (2011): Overconfidence and Early-life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies, Journal of Finance, Vol. 66(5). S.1687–1733.

Schulmeister, S. (2012): Präsentation am Transformationskongress, Berlin, 8. Juni 2012.

Stockhammer, E. (2008): Finanzkrise: Chronologie, Ursachen und wirtschaftspolitische Reaktionen. Kasinokapitalismus mit staatlichen Fremdheilungskräften, Grundrisse Nr. 28. S.13-22.

## CDS und CDOs

### Credit Default Swaps

Ein CDS (Credit Default Swap) ist eine Kreditausfallsversicherung, die es ermöglicht, gegen die Rückzahlung eines Kredites zu wetten. Wie bei Versicherungen üblich, ist dafür eine Prämie zu bezahlen. Im Gegenzug erhält man eine Ausgleichszahlung, sofern der Schuldner ausfällt. Diese Auszahlung erfolgt allerdings unabhängig davon, ob einem durch den Ausfall des Schuldners überhaupt ein Schaden entsteht. Mit der Entwicklung von *credit-default swaps* wurde das Grundprinzip der Versicherungsidee – die Absicherung gegen Risiken – in ein Spekulationsinstrument verkehrt, das es erlaubt, auf den Konkurs einzelner AkteurInnen zu wetten und so aus Kreditausfällen Profit zu ziehen ohne die damit verbundenen Risiken tragen zu müssen. Zu vergleichen ist das damit, dass man eine Feuerversicherung auch auf das Haus des Nachbarn abschließen kann, um im Falle eines Brandes die entsprechende Versicherungssumme zu kassieren (Rajan 2010).

Credit default swaps führten also nicht bloß zu einer Steigerung der **Spekulationsintensität**, sondern förderten auch eine erhöhte **Risikobereitschaft** im Finanzsektor, da riskante Investments routinemäßig mittels Kreditausfallsversicherungen abgesichert wurden. Die tendenzielle Vergabe von **faulen Krediten** mit hohen Ausfallsrisiken war so leichter zu rechtfertigen. Dies ist auch der Hauptgrund, warum auf dem ersten Höhepunkt der Krise der größte Versicherungskonzern der Welt – die American Insurance Group (AIG) – beinahe in die Knie gegangen wäre.

### Collateralized Debt Obligations

Mit CDOs (Collateral Debt Obligations oder Sammelschuldverschreibungen) werden gebündelte Wertpapierpakete bezeichnet, in denen Anlagen von unterschiedlicher Qualität gesammelt werden. Der Grundgedanke ist dabei, dass hochriskante Anlagen mit als sicher geltenden Aktien, Anleihen oder Hypothekendarlehen verschnürt werden, um die resultierenden Pakete an andere AkteurInnen des Finanzmarkts weiterzuverkaufen. Das angestrebte Ziel solcher Verfahren ist dabei die Streuung des Risikos. Jedoch wird durch den Prozess der Bündelung von Krediten auch die wahre Bonität der SchuldnerInnen verschleiert und damit der eigentlich Wert derartiger Kreditbündel oftmals unklar. Das liegt vor allem daran, dass die Bündelung der Kredite immer wieder neu von den

unterschiedlichen Kreditmarktteilnehmern vorgenommen wurde, bevor sie an die nächsten AbnehmerInnen weiterverkauft wurden. Bei manchen **CDOs** wurden bis zu vierzig aufeinanderfolgende Bündelungsvorgänge vorgenommen (Sinn 2012). Die Analyse dieser Kreditbündel ist sehr aufwändig und führt meist zu deren buchhalterischer Abwertung. Daher werden diese nur selten durchgeführt und die Kreditbündel bleiben mit ihrem Einkaufswert in der Bilanz. Dies führt in Folge zu einer systematischen Verschleierung hochriskanter und **fauler Kredite**, die in den Büchern der Banken stehen und systematisch falsch bewertet sind. Die Bewertung führen **Ratingagenturen** durch, die Neubündelungen als eine Diversifizierung von Risiko betrachten. Dementsprechend waren die neu strukturierten Produkte (**CDOs**) durchschnittlich mit deutlich besseren Ratings versehen, als die zugrunde liegenden. Dieses Verfahren aus Neubündelung und besserer Bewertung wurde deswegen auch als Alchemie beschrieben (Benmelech & Dlugosz 2009).

Dabei erhöhen diese Instrumente die **Risikobereitschaft** auf eine doppelte Weise: Zum einen führt die Intransparenz von CDOs zu einer systematischen Unterschätzung bereits eingegangener Risiken und zum anderen erlauben CDOs (ähnlich wie auch credit default swaps), sich bestimmter Risiken wieder zu entledigen (indem riskante Kredite in gebündelter Form weiterverkauft werden und dadurch die eigene Bilanz wieder verlassen) (Vorbach und Wixforth 2011).

## Quellen

Benmelech, E. & Dlugosz, J. (2009): The alchemy of CDO credit ratings. Journal of monetary economics. Amsterdam : Elsevier, Vol. 56(5). S.617-634.

Rajan, R. (2010): Fault Lines. How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy, Princeton University Press.

Sinn, H.-W. (2012): Finanzmärkte der Zukunft – Lehren aus der Finanzmarktkrise, in: Spitzley, K. (Hrsg.): Hochleistungsnetzwerk Deutschland – Wertschöpfung und Wohlstand für die Zukunft, Hamburg. S.229-250.

Vorbach, J. und Wixforth, S, (2011): Deregulierter Finanzmarkt – Mitverursacher der Krise in Europa, Paper zum Momentum Kongress, Hallstatt.

## Spekulationsstrategien

### Computerbasierte Spekulationsalgorithmen

Ein Blick in die Praxis der Finanzmärkte zeigt, dass menschliches Handeln immer mehr von automatisierten und computergesteuerten Routinen abgelöst wird. Dabei werden Modelle programmiert, die das investierte Geld nach einer vorgegebenen Strategie auf den Finanzmärkten verschieben. Derartige Modelle kamen in den späten 70er Jahren erstmals zum Einsatz (Ferraro et al. 2005) und galten bereits beim amerikanischen Börsencrash von 1987 als eine der Hauptauslöser des damaligen Kurssturzes. Heute gibt es eine Vielzahl computerbasierter Spekulationsstrategien – manche bauen auf eine statistische Projektion vergangener Daten auf oder versuchen Preistrends zu folgen, andere beruhen auf Konzepten aus der ökonomischen Theorie und manche schlicht auf Geschwindigkeit, indem sie versuchen, minimale Preisunterschiede durch mehrere Millionen Aufträge pro Sekunde optimal auszureizen (die so genannte „Häufigkeitspekulation“) (Schulmeister 2009).

Für all diese Modelle gilt, dass sie den handelnden AkteurInnen ein Gefühl der Kontrolle vermitteln, das im Wesentlichen auf dem Vertrauen in die technische Ausgereiftheit des verwendeten

Rechenalgorithmus beruht. Damit geht eine *Kontrollillusion* einher, denn die verwendeten mathematischen Modelle sind für das Gros der handelnden Personen zwar völlig unverständlich, vermitteln aber ein Gefühl professioneller Absicherung (Friedman und Friedman 2009). So erhöht sich die **Risikobereitschaft** der AkteurInnen weiter. Zugleich ist die Verwendung derartiger Modelle häufig mit der Systematisierung des Herdenverhaltens auf den Finanzmärkten verbunden. Verwenden etwa viele MarktteilnehmerInnen so genannte „Trendfolgemodelle“, die vergangene Preistrends in die Zukunft projizieren und diese dadurch weiter verstärken, ist die **Blasenbildung** auf Finanzmärkten kein außergewöhnliches Phänomen, sondern im Verhalten der einzelnen MarktteilnehmerInnen bzw. der von ihnen verwendeten Formeln bereits systematisch angelegt (De Long et al. 1990, Orrell 2012).

## Quellen

- de Long, J. B., Shleifer, A., Summers, L. H. und Waldmann, R. J. (1990): Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculation. *Journal of Finance*, 45(2). S.379–395.
- Ferraro, F., Pfeffer, J. und Sutton, R. I. (2005): Economics Language and Assumptions: How Theories can become Self-Fulfilling. *The Academy of Management Review*, 30(1). S.8–24.
- Friedman, H. und Friedman, L. (2009): The Global Financial Crisis of 2008: What Went Wrong?, Working paper, New York. DL.: <http://ssrn.com/abstract=1356193>
- Orrell, D. (2012): *Economyths - how the science of complex systems transforms economic thought*. London: Icon.
- Schulmeister, S. (2009): Der „Aufbau“ der großen Krise durch "business as usual" auf Finanzmärkten, Vortrag auf der Jahrestagung der Keynes-Gesellschaft, Wien, 16. und 17. Februar 2009.



## Unregulierte Finanzmärkte

Eine wesentliche Triebfeder der aktuellen Krise ist die so genannte „*Deregulierung der Finanzmärkte*“. Darunter wird die schrittweise Rücknahme der gesetzlichen Regelung der weltweiten Finanzmärkte - vor allem aber in den USA und Europa - verstanden. Diese Entwicklung führte zu einer signifikanten Ausweitung des Handlungsspielraums von FinanzakteurInnen wie Banken, Investment-Fonds, Hedge-Fonds, Versicherungen etc. und löste damit einen grundsätzlichen Wandel in der Funktionsweise unseres Wirtschaftssystems aus.

### Eine fatale Entwicklung

Standen etwa bis Anfang der 1980er Jahre realwirtschaftliche Projekte und Geschäftsideen im Mittelpunkt der Wirtschaftstätigkeit, kam es danach zu einer immer stärkeren Dominanz finanzwirtschaftlicher Motive und Überlegungen. Die klassischen Investitionen in Unternehmen, die Dienstleistungen oder Waren produzieren und diese am Markt absetzen, trat zu Gunsten moderner Investments in Finanzprodukte, die Rendite durch geschicktes Ausnutzen von Preisveränderungen für international gehandelte Assets (Aktien, Anleihen, Rohstoffe, Derivate etc.) versprechen, in den Hintergrund. Dieser Wandlungsprozess hängt auf entscheidende Weise mit der Deregulierung der Finanzmärkte zusammen. Die ökonomische Grundfunktion des Finanzsektors ist die Umwandlung von kurzfristigen Spareinlagen in langfristige Kredite zur Finanzierung von Unternehmungen. Die Finanzregulierung hatte die Aufgabe, die Finanzwirtschaft an diese Funktion zu binden. Mit dem Auflösen und dem Rückbau von gesetzlichen Vorgaben gewann der Finanzsektor neuen Handlungsspielraum – der die Casino-Mentalität auf den Finanzmärkten beförderte und zugleich

dazu führte, dass die Kernfunktion der langfristigen Unternehmensfinanzierung vernachlässigt wurde (Boyer 2000, van Treeck 2009, Schulmeister 2010).

Beispiele für die Deregulierung des Finanzsektors finden sich in vielerlei Bereichen und Kontexten. Darunter fallen jedenfalls die Lockerung der Vorgaben für Bankgeschäfte (in den USA insbesondere die Abschaffung des Glass-Steagall-Acts, der eine starke Trennung von Geschäfts- und Investmentbanken vorsah und so versuchte die Kernfunktion des Bankensektors von der Casino-Mentalität freier Finanzmärkte abzugrenzen), der (weltweite) Rückbau bzw. die Umgehung von Schutzbestimmungen im Rahmen der Kreditvergabe (etwa durch spezielle **Finanzinnovationen**), die Abschaffung von Kapitalverkehrskontrollen und die Ermöglichung eines **freien internationalen Kapitalverkehrs**. Auch die Liberalisierung des internationalen Währungssystems durch die Aufhebung der fixen Wechselkurse in den frühen 1970er Jahren lässt sich hierzu zählen. Diese Lockerungen führten zu Vorteilen für Vermögen und Kapital – etwa durch die gestiegenen Möglichkeiten, bestehendes Vermögen in Steueroasen (der Bereich der so genannten **Offshore-Ökonomie**) zu verschieben (Hein und van Treeck, 2008).

### Neue Voraussetzungen

Mit dieser neuen Perspektive änderten sich auch die vorherrschenden betriebs- und volkswirtschaftlichen Sichtweisen: War in früheren Zeiten etwa die Überlegung zentral, dass die Löhne entlang der Produktivität steigen müssen, damit die Beschäftigten die von ihnen produzierten Güter auch kaufen können, rückte die Maximierung des Unternehmensgewinns mit dem Ziel, entsprechend attraktiv für ausländische Investitionen zu sein, immer stärker in den Vordergrund. Die Wirtschaft orientierte sich daher zusehends an den Interessen von AktionärInnen und anderen AnteilseignerInnen, den *shareholdern*. Die „positive Rückkoppelung von Massenproduktion, Masseneinkommen und Massenkonsumtion“ (Busch und Land 2009) wurde damit unterbrochen und die Prioritäten umgekehrt: Sozialstaatliche Politik oder gerechte Entlohnung erscheinen im Kampf um international flexible Investitionen eher hinderlich, während der weitere Abbau von Hürden für Finanzgeschäfte und die Flexibilisierung von Arbeitsverhältnissen als taugliche Instrumente angesehen werden. Im Gegensatz zu realwirtschaftlichen Investitionen, die potenziell Wertschöpfung generieren und damit unseren Wohlstand erhöhen, sind Veranlagungen in der Finanzwirtschaft ein Nullsummenspiel, das nicht zu einer Erhöhung des Wohlstands führt, sondern bloß den bestehenden Wohlstand unter den SpielteilnehmerInnen neu verteilt, in dem unterschiedliche AnlegerInnen gegeneinander auf zukünftige Kursentwicklungen wetten.

### Massives Wachstum

Der Abbau von Schutzmechanismen im Bereich der Kreditvergabe führte zu einer systematischen Erhöhung der vom Finanzsektor getragenen Risiken. Dabei stieg auch das Volumen dieses Sektors massiv an. Das zeigt sich etwa an den auf den Finanzmärkten umgesetzten Geldmengen, die sich in den letzten 20 Jahren mehr als vervierfacht haben (Stockhammer 2008; siehe hierzu auch den Punkt **Spekulation**).

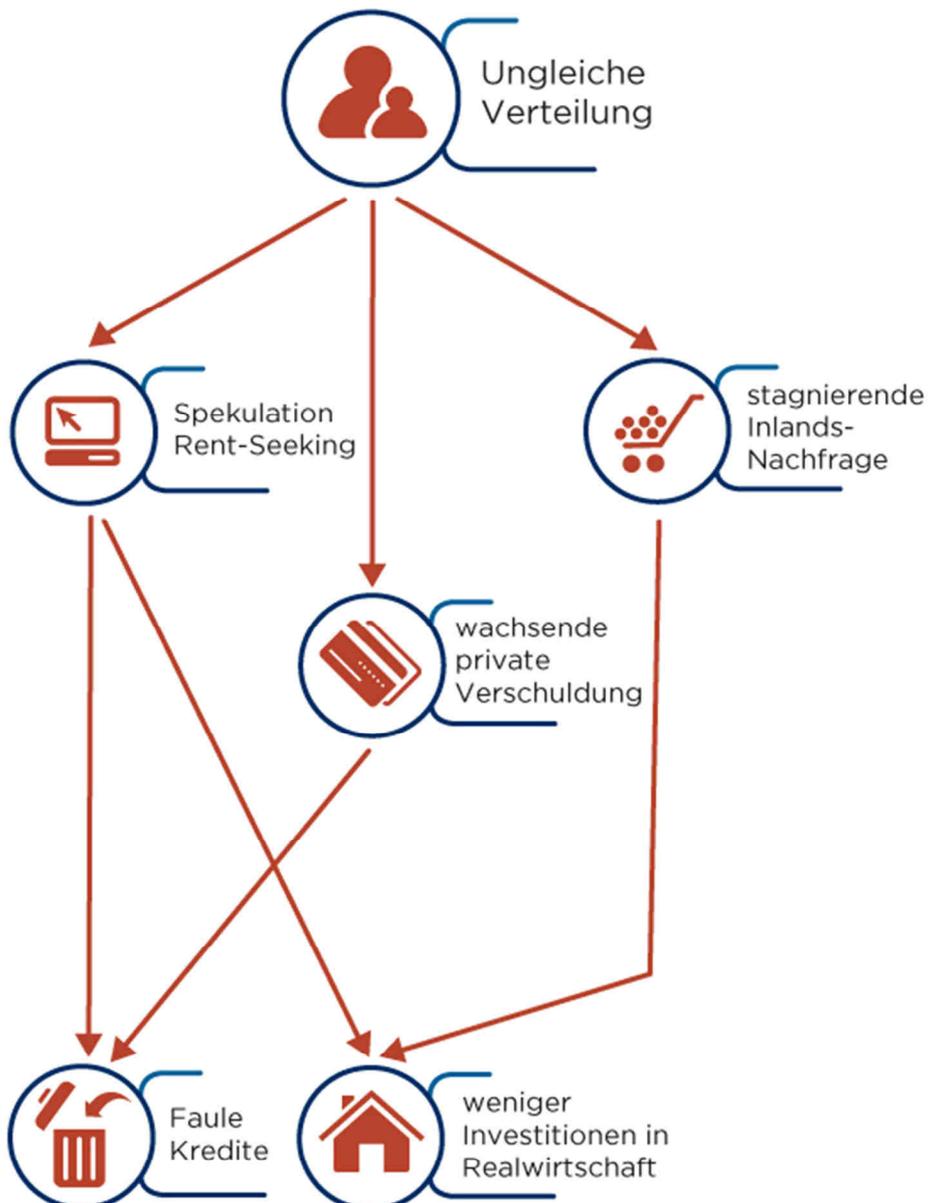
Zwar führte die Krise zu der Einsicht führender Politikeliten in die Notwendigkeit einer stärkeren Regulierung von Finanzmarktgeschäften, aber aufgrund der erforderlichen internationalen Koordinationsleistung und des großen politischen Einflusses der Finanzwirtschaft steht eine grundsätzliche Neuordnung des Finanzsystems und der relevanten Geschäftsbereiche jedoch noch aus.

## Quellen

- Boyer, R. (2000): Is a finance-led growth regime a viable alternative to fordism – a preliminary analysis. *Economy and Society*, 29(1). S.111-145.
- Busch, U. und Land, R. (2012): Teilhabekapitalismus, Fordistische Wirtschaftsentwicklung und Umbruch in Deutschland 1950 bis 2009. In: Forschungsverbund Sozioökonomische Berichterstattung (Hrsg.): Berichterstattung zur sozioökonomischen Entwicklung in Deutschland. Teilhabe im Umbruch. Zweiter Bericht, Kapitel 4, Wiesbaden. S.111-151.
- Hein, E. und van Treeck, T. (2008): Finanzmarktorientierung. Ein Investitions- und Wachstumshemmnis?, IMK-Report 26/2008, Düsseldorf.
- Schulmeister, S. (2010): Mitten in der großen Krise: Ein New Deal für Europa, Wien.
- Stockhammer, E. (2008): Some Stylized Facts on the Finance-dominated Accumulation Regime, *Competition & Change*, Vol. 12. S.189-207.
- van Treeck, T. (2009): The political economy debate of 'financialization' – a macroeconomic perspective. *Review of International Political Economy*, 16(5). S.907-944.

### 3. Ungleiche Verteilung als Ursache der Krise

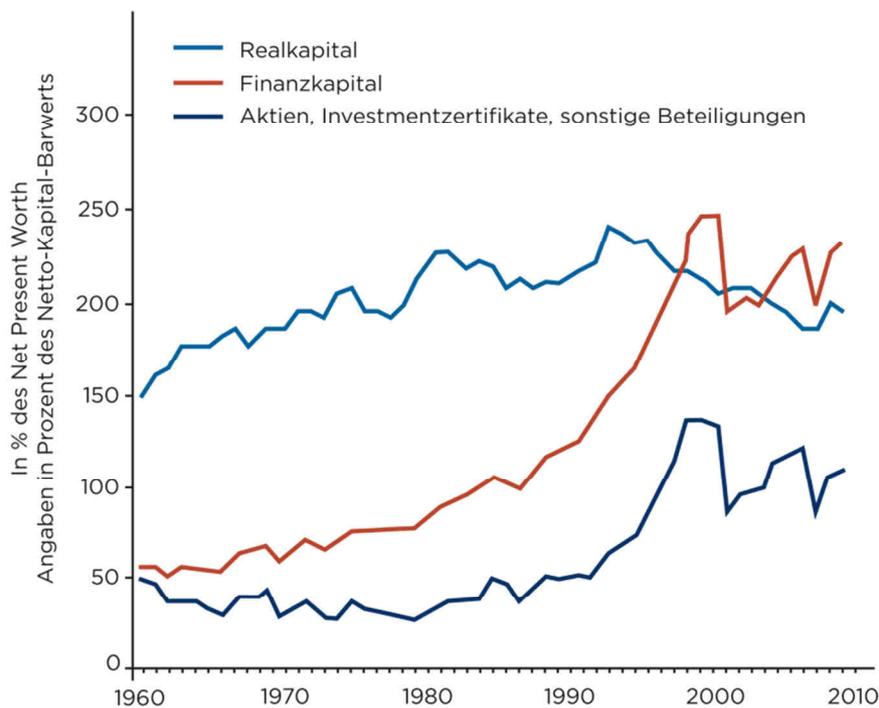
Die zunehmende Ungleichheit in der Verteilung von Einkommen, Kaufkraft oder Ressourcen ist ein wesentlicher Grund für die Finanz- und Wirtschaftskrise. Durch die wachsende Schere zwischen Arm und Reich gibt es zum einen viele Menschen, die über immer weniger Kaufkraft verfügen und zum anderen große Mengen an zu veranlagenden Spekulationskapital über das nur wenige Personen verfügen.





## Weniger Investitionen in Realwirtschaft

Eine florierende Wirtschaft braucht zahlungskräftige KonsumentInnen genauso wie investitionsfreudige UnternehmerInnen. Gerade in den mitteleuropäischen Staaten stagnierten die Löhne in den letzten Jahren und damit sank auch die Kaufkraft der Menschen. Der Ausweg der **privaten Verschuldung** hilft nur eine gewisse Zeit, die fehlende Kaufkraft zu ersetzen. Erhöhte Schuldenaufnahme zur Kompensation des Einkommensverlusts kann nur dann erfolgreich sein, wenn die Lohnneinkommen in absehbarer Zeit wieder stärker steigen und die zusätzliche Zinslast dadurch wieder finanzierbar wird. Nur dann kann die **Inlandsnachfrage** auch bei sinkenden Löhnen nachhaltig stabil gehalten werden (Flassbeck 2010).



*Real- und Finanzvermögen von Kapitalgesellschaften in Deutschland (Schulmeister 2012).*

### Unternehmen als Finanzjongleure

Wird weniger gekauft, sinkt auch die Investitionsbereitschaft der UnternehmerInnen. Als Konkurrenz zur realwirtschaftlichen Aktivität wurden **Spekulation** und neue **Finanzprodukte** als Anlagemöglichkeiten immer attraktiver, weil sie hohe Renditen versprachen und flexibler zu handhaben sind als reale Investitionen in Fabriksgebäude oder Maschinen. So kam es auf Unternehmensseite ebenfalls zu einer Verschiebung von Realproduktion hin zu Finanzveranlagung und Spekulation. Seit 1990 ist eine kontinuierliche Abnahme der Volumen in den realwirtschaftlichen Aktivitäten zu beobachten. Gleichzeitig haben sich Beteiligungen und Finanzkapital in den letzten 3 Jahrzehnten deutlich gesteigert (Cetkovic und Stockhammer 2010).

Reduziert nun der Staat, wie in den südeuropäischen Ländern von IWF, EZB und EU-Kommission gefordert, in dieser Situation zusätzlich die öffentlichen Investitionen in Bildung, Infrastruktur und Gesundheit, dann hat das die gleichen Effekte und reduziert auch Kaufkraft und Nachfrage bei steigender Arbeitslosigkeit. Die Negativspirale wird dadurch zusätzlich verstärkt und erhöhte

Arbeitslosigkeit führt zu weiteren **Einnahmenausfällen und Ausgabensteigerungen** in den Staatsbudgets (Krugman 2012).

## Quellen

Cetkovic, P. und Stockhammer, E. (2010): Finanzialisierung und Investitionsverhalten von Industrie-Aktiengesellschaften in Österreich. *Wirtschaft und Gesellschaft*, 36(4). S.453-479.

Flassbeck, H. (2010): *Die Marktwirtschaft des 21. Jahrhunderts*, Frankfurt/Main.

Krugman, P. (2012): *Vergesst die Krise. Warum wir jetzt Geld ausgeben müssen*, Frankfurt/Main.

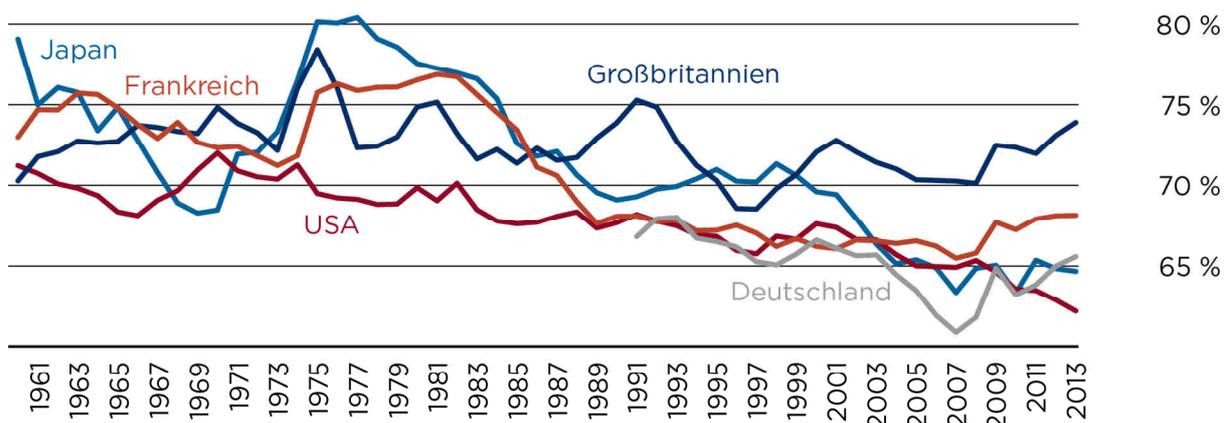
Schulmeister, S. (2012): *Die 2010er-Jahre – ein Jahrzehnt der Depression?*, Präsentation bei der Tagung von Kautsky-Kreis und Kocheler Kreis, Berlin, 29.Juni 2012.



## Stagnierende Nachfrage

Für die Mehrheit der Bevölkerung ist Arbeit die einzige Möglichkeit Einkommen zu erzielen und dadurch der maßgebliche Faktor dafür, wie viel Geld für Konsum zur Verfügung steht. Die Inlandsnachfrage nach Gütern und Dienstleistungen wird zu einem großen Teil von den verfügbaren Einkommen der Bevölkerung bestimmt. Sinkt die Lohnquote in einem Land, so stehen private Haushalte nur vor der Möglichkeit, entweder ihren Konsum einzuschränken oder das Niveau ihrer privaten Verschuldung zu erhöhen. Sinkende Lohnquoten sind in allen westlichen Industrieländern zu beobachten, das Niveau des privaten Konsums, ohne Berücksichtigung der zusätzlichen Schulden, geht daher folglich zurück. Ausnahmen bilden jene Länder, die eine stark kreditgetriebene Haushaltsnachfrage erlebten, wie USA, Großbritannien, Irland und Spanien (Bofinger 2006).

### Bereinigte Lohnquote nach Faktorpreisen



*Anteil der Löhne am gesamten Einkommen in Prozent (eigene Darstellung, Datenbasis: Ameco 2013)*

Die Folgen des sinkenden Inlandskonsums sind eine allgemein schwache Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen. Daraus folgt oft Überproduktion und in weiterer Folge ein Kapazitätsabbau bei Unternehmen mit folgender Kündigung von Personal und einer **Abnahme der Investitionen**. Die dadurch erhöhte Arbeitslosigkeit schwächt den privaten Konsum weiter und führt zu sinkenden Einnahmen und steigenden Ausgaben für die **Staatshaushalte**.

## Exporte als Ausweg?

Eine Möglichkeit dieser Negativspirale zu entkommen, ist die erzeugten Güter und Dienstleistungen ins Ausland zu verkaufen, also eine Exportorientierung der Volkswirtschaft anzustreben und daher **Handelsungleichgewichte** in Kauf zu nehmen. Dabei wird die fehlende Inlandsnachfrage durch höhere Auslandsnachfrage kompensiert. Die Problematik verschiebt sich dadurch allerdings in die Importländer, wo dann heimische Produkte vom Markt verdrängt werden und dadurch Inlandsarbeitsplätze an das Ausland verloren gehen. Wenn auf fehlende Inlandsnachfrage mit Exportorientierung reagiert wird, erfolgt also nichts anderes als eine Verschiebung der Arbeitslosigkeit in das Ausland (Stockhammer 2011).

## Quellen

Ameco (Annual macro-economic database) (2013): Adjusted wage share as percentage of GDP at current factor cost, Abgerufen am 04. Juni 2013.

Bofinger, P. (2006): Wir sind besser als wir glauben. Wohlstand für alle, Hamburg.

Stockhammer, E. (2011): Von der Verteilungs- zur Wirtschaftskrise: Die Rolle der zunehmenden Polarisierung als strukturelle Ursache der Finanz- und Wirtschaftskrise, Studie für die Arbeiterkammer Wien.



## Faule Kredite

Die Kreditvergabe richtet sich in der Regel nach der Zahlungsfähigkeit der KreditnehmerInnen. Ist das Risiko eines Zahlungsausfalls größer, so werden höhere Zinsen verlangt oder andere Werte wie Immobilien als Sicherheiten verlangt. Die Bewertung der Sicherheiten orientiert sich an deren Marktwert. Die Einschätzung, ob der Marktwert mit den zukünftig erzielbaren Erlösen übereinstimmt, ist eine Frage der Risikobewertung der jeweiligen Bank. Kredite werden dann als „*faul*“ bezeichnet, wenn keine Rückzahlungen mehr geleistet werden und die vorgesehene Besicherung des Kredites nicht ausreicht, um die Summe abzudecken bzw. gar keine Absicherung vorhanden ist (Altvater 2010).

## Falsches Vertrauen

Im Vorfeld der Finanzkrise waren es zwei Entwicklungen, die eine realistische Risikobewertung bei der Kreditvergabe systematisch unterliefen. Zum einen gelang es durch **Finanzinnovationen** Kredite zu versichern und zu bündeln und dadurch die wahren Risiken zu verbergen. Zum anderen fiel die Bewertung der zukünftigen Entwicklung der Marktpreise ständig positiv aus. Diese riskante Annahme führte dazu, dass sich die Kreditvergabe primär an der Erwartung steigender Preise orientierte. Es wurden in weiterer Folge auch keine Bonitätsprüfungen bei den KreditnehmerInnen mehr durchgeführt (Schulmeister 2009). Diese Form der Kreditvergabe („NINJA Kredite“) förderte zusammen mit den neuartigen Finanzprodukten die Entwicklung von **Blasen** auf den Immobilienmärkten in den USA und Spanien (Marcuse 2008 oder Friedman und Friedman 2009). Dieses falsche Vertrauen wurde nicht nur in der unmittelbaren Kreditvergabe geschürt, sondern vor allem auch in der Anwendung von Finanzproduktinnovationen wie **CDOs** und **CDS**. Denn FinanzmarktakteurInnen vertrauten darauf, dass durch diese Produkte das Risiko aus der Kreditvergabe komplett verteilt und dadurch wesentlich gesenkt würde. Der daraus folgende Aufbau

einer enormen Überschuldung machte schließlich mit dem Platzen der Blase die größte **Bankenrettung** aller Zeiten notwendig.

## Quellen

Altvater, E. (2010): Der große Krach. Oder die Jahrhundertkrise von Wirtschaft und Finanzen von Politik und Natur. Münster.

Friedman, H. und Friedman, L. (2009): The Global Financial Crisis of 2008: What Went Wrong?, Working paper, New York.

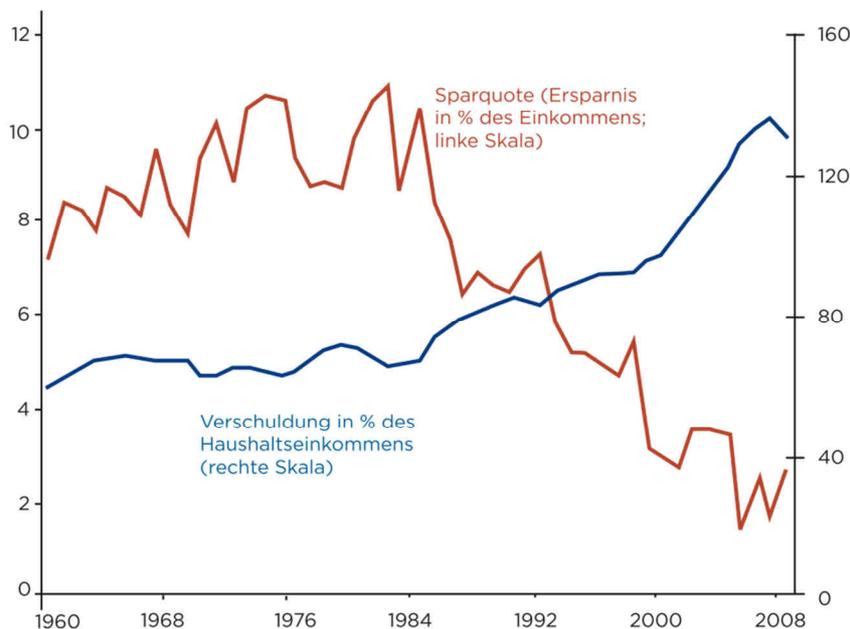
Marcuse, P. (2008): Ein anderer Blick auf die Subprime Krise. ProKla: Zeitschrift für kritische Sozialwissenschaft, 38(4). S.561-568.

Schulmeister, S. (2009): Der "Aufbau" der großen Krise durch "business as usual" auf Finanzmärkten, Vortrag auf der Jahrestagung der Keynes-Gesellschaft, Wien, 16. und 17. Februar 2009.



## Wachsende private Verschuldung

Durch die Polarisierung der Einkommensverteilung nimmt die Möglichkeit der Bildung von Ersparnissen für große Teile der Bevölkerung systematisch ab. Haushalte mit mittleren und niedrigen Einkommen verbrauchen einen Großteil ihres Einkommens zur Deckung ihrer laufenden Fixausgaben. Der Konsum von Gesundheitsversorgung, Bildungsdienstleistungen oder Wohnraum kann zu immer geringeren Anteilen aus dem Erspartem bewältigt werden und muss dann wie etwa in den USA kreditfinanziert werden (Hein und Truger 2010).



*Private Ersparnisse und Kreditfinanzierung der Haushaltseinkommen in den USA in Prozent zum verfügbaren Einkommen. (IMK 2009)*

## Alles auf Pump

Die Grafik zeigt die Entwicklung der US-amerikanischen Haushaltsverschuldung und ihrer Ersparnisse. Die Sparquote nahm von den 60er bis Mitte der 80er Jahre stetig zu (von etwa 8 % auf 10 %) und

schrumpfte ab diesem Zeitpunkt rapide auf heute nur mehr knapp über 2 % des Einkommens. Gegengleich entwickelte sich die Schuldenaufnahme, auch hier ist Mitte der 80er Jahre eine Trendwende eingetreten und die Verschuldung nahm von etwa 40 % des verfügbaren Einkommens sukzessive zu und gipfelte im Krisenjahr 2008 bei über 130 % des Einkommens (Marterbauer 2011). Die Grafik verdeutlicht, wie fehlendes Einkommen durch verstärkte Verschuldung kompensiert wird. Es wird versucht das bisherige Konsumniveau und damit den Lebensstandard durch die Kreditaufnahme zu halten. Das führt zu einer Überschuldung der privaten Haushalte und erhöht das Risiko **fauler Kredite**, die nicht mehr zurückgezahlt werden können. Besonders wahrscheinlich ist eine solche Entwicklung im Falle von Preisblasen auf Immobilienmärkten (wie etwa in Spanien oder den USA). Mit einer solchen Blase erhöht sich die Risikobereitschaft von KreditnehmerInnen wie KreditgeberInnen signifikant, da mit einer fortwährenden Wertsteigerung der entsprechenden Immobilien gerechnet wird.

## Quellen

Hein, E. und Truger, A. (2010): Krise des finanzdominierten Kapitalismus – Plädoyer für einen keynesianischen New Deal für Europa und die Weltwirtschaft. In: Wirtschaft und Gesellschaft, 36(4). S.481-517.

IMK (2009): Von der Finanzkrise zur Weltwirtschaftskrise (III), IMK-Report Nr.41, Düsseldorf.

Marterbauer, Markus (2011): Zahlen bitte! Die Kosten der Krise tragen wir alle, Wien.



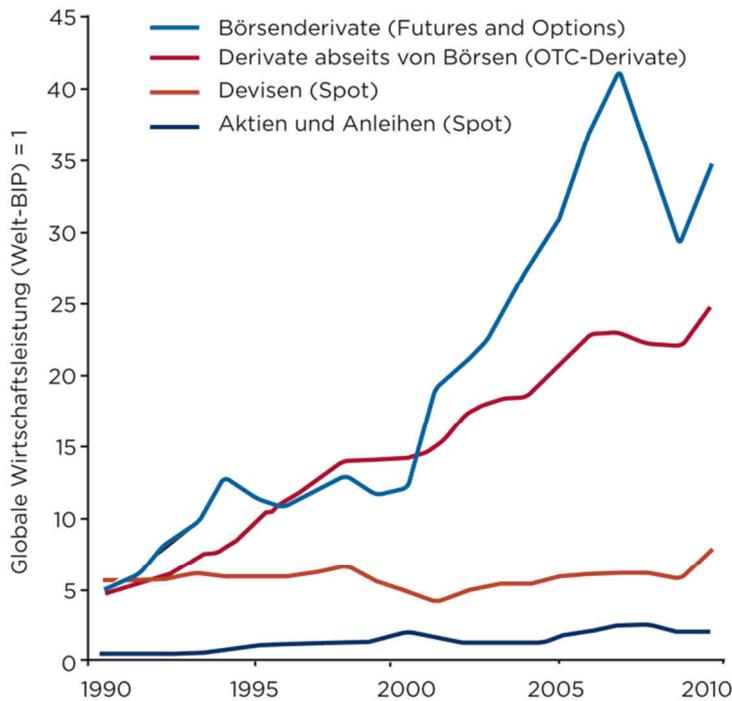
## Spekulation und Rent-Seeking

Durch die Konzentration von großen Vermögen bei einer Minderheit der Gesellschaft entsteht dort der Druck, diese Gelder auch zu veranlagen. Denn die üblichen Bedürfnisse der Vermögenden sind zu einem hohen Maße bereits befriedigt. Für den alltäglichen Konsum in Form von realen Gütern und Dienstleistungen wird nur ein geringer Teil des Einkommens benötigt. Der Großteil des Vermögens wird zur Kapitalvermehrung eingesetzt eine Tendenz, die durch **freie Kapitalmärkte** und **neue Finanzprodukte** weiter verstärkt wird.

Die wirtschaftliche Orientierung der Investitionsgeschäfte verschiebt sich dadurch von der realwirtschaftlichen Produktion hin zu spekulativen Finanzgeschäften (Boyer 2000). Die Möglichkeit höhere Renditen ohne Realinvestitionen zu erzielen, drängt die Geschäftsausrichtung und folglich die **Innovationskraft** in Richtung Finanzwirtschaft mit der Folge, dass in der Realwirtschaft nötige Investitionen nicht durchgeführt werden und diese deshalb geschwächt wird (Schulmeister 2010).

## Boom der Derivate

Die Abkehr von realwirtschaftlicher Produktion hin zu einer Finanzialisierung der Wirtschaft drückt sich besonders stark im Wachstum der internationalen Kapitalbewegungen aus. Alleine das Derivatgeschäft wuchs im letzten Jahrzehnt auf ein Vielfaches der Weltwirtschaftsleistung an. Im Moment belaufen sich die Werte der gehandelten Derivate auf das knapp 40-fache des Welt-BIPs (Schulmeister 2012a).



*Handelsvolumen von Finanztiteln im Verhältnis zum Welt-BIP (Schulmeister 2012b).*

Eine zentrale Handlungsroutine ist in diesem Kontext das so genannte „*Rent-Seeking*“. Dieser Begriff beschreibt das Sichern von ökonomischen Renten, d.h. leistungslosen Einkommen. Dabei handelt es sich um Formen der Geschäftstätigkeit, die eine Neuverteilung des bisherigen Wohlstands zum Ziel haben. Ursprünglich bezieht sich dieser Begriff auf Erträge aus Miete und Pacht, die nicht auf Arbeitsleistung beruhen. Dieser Begriff wird nun auf eine Vielzahl anderer ökonomischer Phänomene angewendet (Stiglitz 2012).

## Quellen

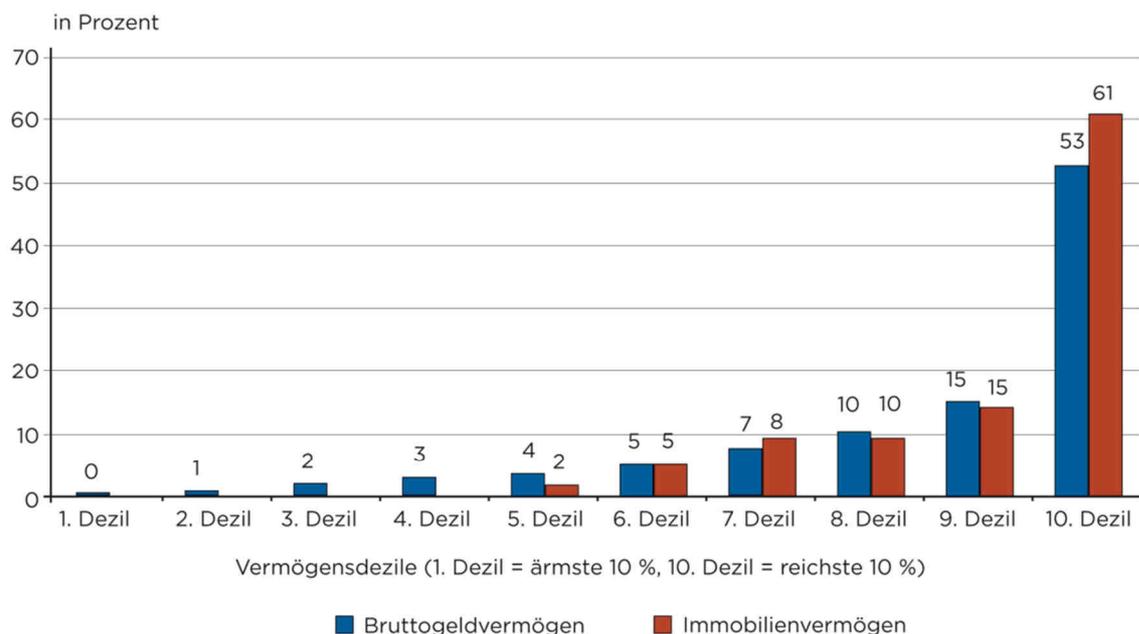
- Boyer, R. (2000): Is a finance-led growth regime a viable alternative to fordism – a preliminary analysis. *Economy and Society*, 29(1). S.111-145.
- Schulmeister, S. (2010): Mitten in der großen Krise – ein „New Deal“ für Europa. Picus-Verlag, Wien.
- Schulmeister, S. (2012a): Vorsorgende oder vor-sorgende Wirtschaft. In: Egner, H. und Schmid, M. (Hrsg.): *Wissenschaft in einer vorsorgenden Gesellschaft*, München.
- Schulmeister, S. (2012b): Präsentation am Transformationskongress, Berlin, 8. Juni 2012.
- Stiglitz, J. (2012): *The price of inequality- How today's divided society endangers our future*. New York: Norton.

## Ungleiche Verteilung

In den letzten 30 Jahren ist die Schere zwischen Arm und Reich immer weiter aufgegangen. Die Verteilung der Vermögen wird immer ungleicher, es sind wenige, die immer mehr besitzen und immer mehr, die gerade so über die Runden kommen.

### Wenige besitzen immer mehr

Diese Polarisierung ist auch ein zentraler Faktor in der Entstehung der Finanz und Wirtschaftskrise. Die Lohnquote und damit der Anteil, den die arbeitende Bevölkerung am Volkseinkommen bezieht, sank in den letzten 30 Jahren um durchschnittlich 10 % und das in fast allen westlichen Industrieländern. Gleichzeitig ist der Anteil an Kapital und Vermögensgewinnen um diesen Anteil gestiegen. Diese Entwicklung führte zu Konzentration von Vermögen in den Händen einer kleinen Bevölkerungsschicht. So besitzen in Österreich die reichsten 10 % der Bevölkerung mehr als 60 % des gesamten Vermögens (Csoka 2011). Ein ähnliches Bild zeigt sich für den gesamten Euro-Raum. Hier besitzen die reichsten 20 % der Bevölkerung 67,6 % des Bruttovermögens, während die ärmsten 60 % nur über 12 % des Netto-Vermögens verfügen (ECB 2013).



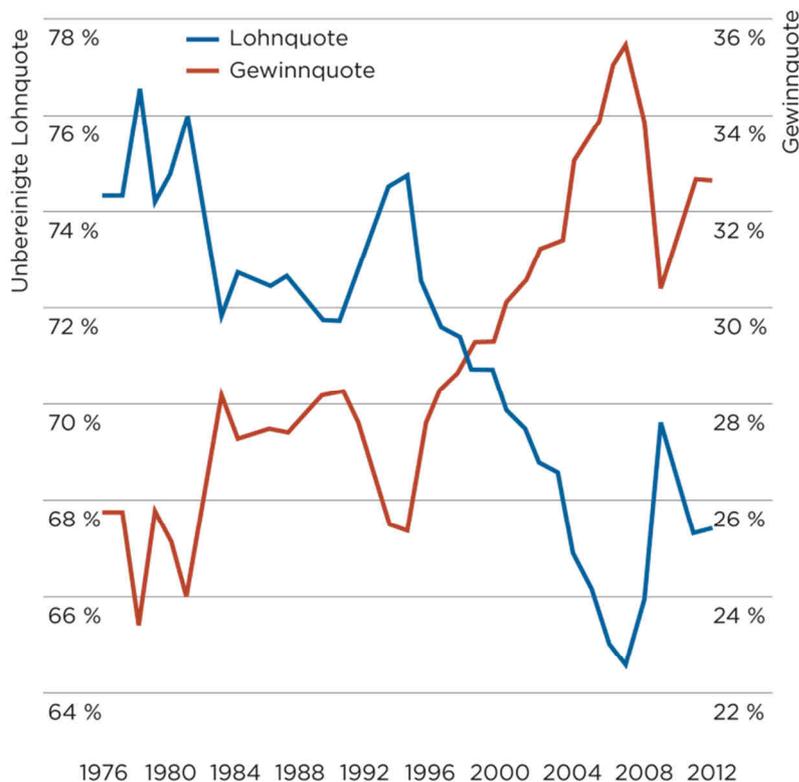
*Verteilung des Vermögens in Österreich in Vermögensdezilen (Gesamt: 1400 Mrd. €); Schlager (2012)  
auf Basis von Daten aus der Geldvermögensbefragung der OeNB 2004 und der  
Immobilienvermögensbefragung der OeNB 2008.*

Der Verlauf von Lohn- und Gewinnquote zeigt die Umverteilung von unten nach oben, die seit 30 Jahren stattfindet. Das erarbeitete Volkseinkommen geht zu immer geringeren Teilen an jene Menschen, die mit ihrer Tätigkeit auch erst die Grundlagen für das Wirtschaftswachstum herstellen.

### Die breite Basis geht verloren

Eine sinkende Lohnquote sorgt nicht nur für wachsende Ungleichverteilung des Vermögens, sondern wirkt auch negativ auf den Konsum. Denn es sind die BezieherInnen von niedrigeren und mittleren Einkommen, die den Großteil ihres Einkommens zur Deckung ihres Unterhalts verwenden, nur wenig

Geld sparen und sich deshalb bei stagnierenden Einkommen **verschulden** müssen. Der Mehrkonsum der Vermögenden in Luxusgüter kann die Breite, die an der Basis der EinkommensbezieherInnen verloren geht, nicht ersetzen. Vielmehr verwenden Vermögende größere Teile ihres Vermögen zur **Spekulation**. So wirkt die Ungleichverteilung in den Vermögen und Einkommen negativ auf die **Inlandsnachfrage**, wenn sich die privaten Haushalte nicht zusätzlich verschulden (Marterbauer 2011).



*Lohn- und Gewinnquoten in Österreich auf Basis von Daten der EU-Kommission, Ameco-DB, AK-Wien, (Schlager 2012).*

### Wer verdient mehr?

Doch auch innerhalb jener, die Arbeitseinkommen beziehen, nimmt die Ungleichheit sukzessive zu. So erhält etwa das oberste Prozent der EinkommensbezieherInnen in den USA über 20 % der gesamten Einkommen (Atkinson et al. 2009). In den 70er Jahren etwa betrug der entsprechende Wert noch unter 10 %. Auch in Europa lassen sich vergleichbare Tendenzen beobachten. Die Anteile der obersten EinkommensbezieherInnen nehmen sukzessive zu, während die Einkommen am unteren Ende bzw. in der Mitte der Verteilungsskala fallen oder bestenfalls stagnieren (Altzinger et al. 2011, 2012, Atkinson 2007).

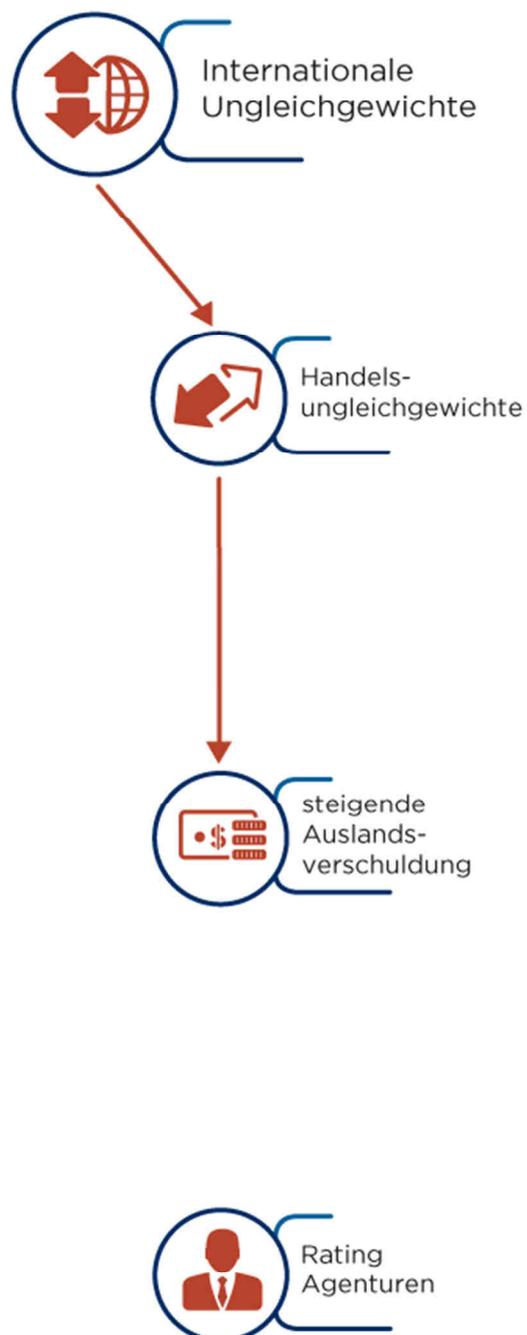
Ein weiterer Grund für die ungleiche Verteilung liegt in der Steuerpolitik. Hohe Einkommen, sowie Kapital- und Vermögenswerte wurden in mehreren Wellen der letzten Jahrzehnte von Steuerzahlungen befreit. Auch die **Deregulierung der Finanzmärkte** mit der erleichterten **internationalen Kapitalmobilität** und den Steuer- und Regulierungssoasen förderten den globalen Steuerwettbewerb. Als Folge dieser Entwicklung stammt nun ein hoher Teil des Steueraufkommens aus den Abgaben auf Löhne und Konsum, während Einkommen aus Vermögen, Finanzgeschäften oder andere arbeitslose Einkommen weniger zur Gemeinschaft beitragen (Eder 2012).

## Quellen

- Altzinger, W., Berka, C., Humer, S. und Moser, M. (2011): Die langfristige Entwicklung der Einkommenskonzentration in Österreich, 1957-2008 – Teil I. *Wirtschaft und Gesellschaft*, 37(4). S.513-530.
- Altzinger, W., Berka, C., Humer, S. und Moser, M. (2012): Die langfristige Entwicklung der Einkommenskonzentration in Österreich, 1957-2008 - Teil II. *Wirtschaft und Gesellschaft*, 38(1). S.77-102.
- Atkinson, A. (2007): The distribution of earnings in OECD countries. *International Labour Review*, 146(1). S.41-60.
- Atkinson, A., Piketty, T. und Saez, E. (2009): Top incomes in the long run of history. *Journal of Economic Literature*, 49(1). S.3–71.
- Csoka, B. (2011): Verteilung der privaten Vermögen in Österreich. *WISO*, 34(4). S.77-94.
- ECB (2013): The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey: Results From the First Wave. *Statistics Paper Series*, Nr. 2, April 2013.
- Eder, M. (2012): Vermögensbezogene Steuern: Sozial gerechte Steuerreform oder Klassenkampf und Enteignung? *WISO* 35(2). S.81-102.
- Marterbauer, M. (2011): Zahlen bitte! Die Kosten der Krise tragen wir alle, Wien.
- Schlager, C. (2012): Wer oder Was ist schuld an unseren Schulden und wer zahlt?, Präsentation Tagung Wege aus der Krise, Wien, 11.Mai 2012.

#### 4. Solidarität in der Währungsunion

In einem gemeinsamen Währungsraum wie der Euro-Zone braucht es klare Regeln, damit alle von den Vorteilen profitieren können. Im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise wurden in Europa verschiedene Schwachpunkte in den Regelungen für die gemeinsame Währung sichtbar. Die dadurch entstandenen Internationalen Ungleichgewichte sind ein wesentlicher Grund für die Krise.





## Ratingagenturen

Ratingagenturen sind Einrichtungen, die Staaten und Institutionen wie Banken mit einem Vertrauensindex (Rating) versehen, das angibt, wie wahrscheinlich es ist, dass Schulden auch zurückgezahlt werden können. Ist das angenommene Risiko höher, gibt es ein schlechtes Rating und daraus folgt oft, dass auch höhere Zinsen für Kredite bezahlt werden müssen (Bösch 2011).

### Gerechtfertigter Einfluss?

Mit dieser Orientierungsfunktion haben Ratingagenturen großen Einfluss (Prager 2012). Denn erfolgt eine Herabstufung des Ratings, werden sich viele AnlegerInnen überlegen, ob sie ihr Geld nicht anderswo unterbringen. Auf diesem Wege kann eine kleine Veränderung im Rating eine starke Dynamik auslösen, die weit über das Ziel hinausschießt. So geraten ganze **Staaten in einen Abwärtsstrudel**, der bis in den Bankrott führen kann, wenn nicht gezeigt werden kann, dass es eine sichere Haftung für die Kredite gibt oder dass das Wachstum der Volkswirtschaft ausreicht, um den Schuldendienst zu bedienen. In der angespannten Situation der Krise stehen die Ratingagenturen plötzlich im Mittelpunkt des medialen und öffentlichen Interesses. Damit kann selbst eine unbegründete oder falsche Herabstufung schwerwiegende Folgen haben. Diese Machtposition bringt Ratingagenturen eine entscheidende Rolle im Rahmen der Krise ein, die funktional betrachtet durchaus mit jener eines Brandbeschleunigers vergleichbar ist (Gärtner und Griesbach 2012).

### Quellen

Bösch, V. (2011): Ratings in der Krise, Materialien zu Wirtschaft und Gesellschaft Nr. 110, Wien.

Gärnter, M. und Griesbach, B. (2012): Rating agencies, self-fulfilling prophecy and multiple equilibria? An empirical model of the European sovereign debt crisis 2009-2011, Discussion Paper no. 2012-15, St. Gallen.

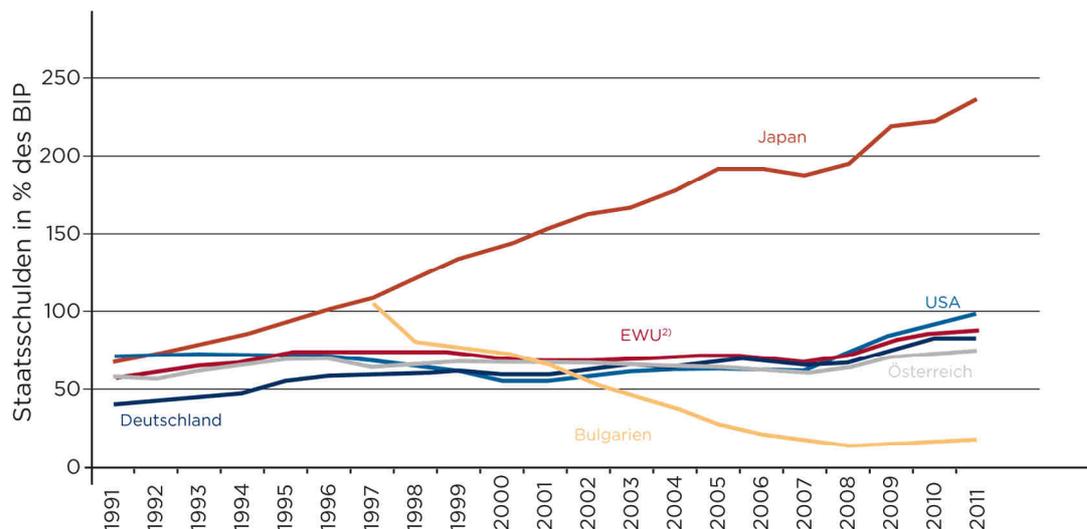
Prager, C. (2012): Ratingagenturen. Funktionsweisen eines neuen politischen Herrschaftsinstrument, Wien.



---

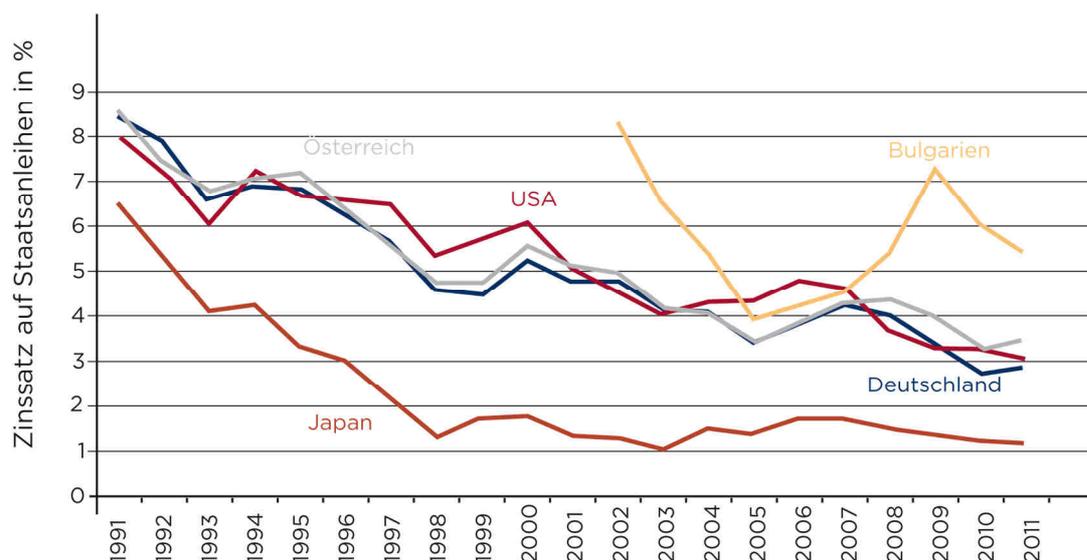
## Auslandsverschuldung

In der öffentlichen Diskussion werden Staatsschulden zumeist undifferenziert als problematisch dargestellt: Staaten mit hohem Schuldenstand seien anfällig für Spekulationsangriffe und müssten höhere Zinsen für ihren Schuldendienst leisten. Dabei ist die Sachlage allerdings nicht ganz so einfach. Zum einen zahlen Länder wie etwa Japan trotz einer exorbitant hohen Staatsschuldenquote von knapp 250 % nur sehr geringe Zinssätze. Der Hauptgrund hierfür ist, dass solche Staaten primär bei ihrer eigenen Bevölkerung verschuldet sind und sich der spekulative Zinsdruck aber erst aus international gehandelten Auslandsschulden ergibt.



<sup>1)</sup> Schuldenstand in vH des Bruttoinlandsprodukts  
<sup>2)</sup> 12 Länder: Belgien, Deutschland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Luxemburg, Niederland, Österreich, Portugal, Spanien

Entwicklung der Staatsschulden (Flassbeck 2012).



Entwicklung der Zinssätze (Flassbeck 2012).

**Auch private Schulden zählen**

Zum anderen muss der Saldo des Staates bei einer Betrachtung der gesamten Schuldenlast eines Landes auch den privaten Schulden und Guthaben gegenübergestellt werden – schließlich kommen vor allem jene Volkswirtschaften unter einen starken Schuldendruck, bei denen dieser Nettosaldo – die Summe der öffentlichen und privaten Schulden gegenüber deren Guthaben – besonders negativ ausfällt. All dies geht leider in der öffentlichen Debatte, die in ökonomisch völlig unzulässigerweise auf die Frage der Staatsschulden verkürzt wird, verloren (Marterbauer 2011). Dabei zeigt gerade der Fall Spaniens, wie entscheidend der Faktor der privaten Verschuldung ist: Wer etwa die Begründungen der **Ratingagenturen** zu den Abwertungen Spaniens genau liest, wird schnell feststellen, dass deren zentrales Argument in der großen Zahl **fauler Kredite** liegt, die im spanischen Bankensystem schlummern. Es handelt sich also um ein Problem der privaten Verschuldung, nicht

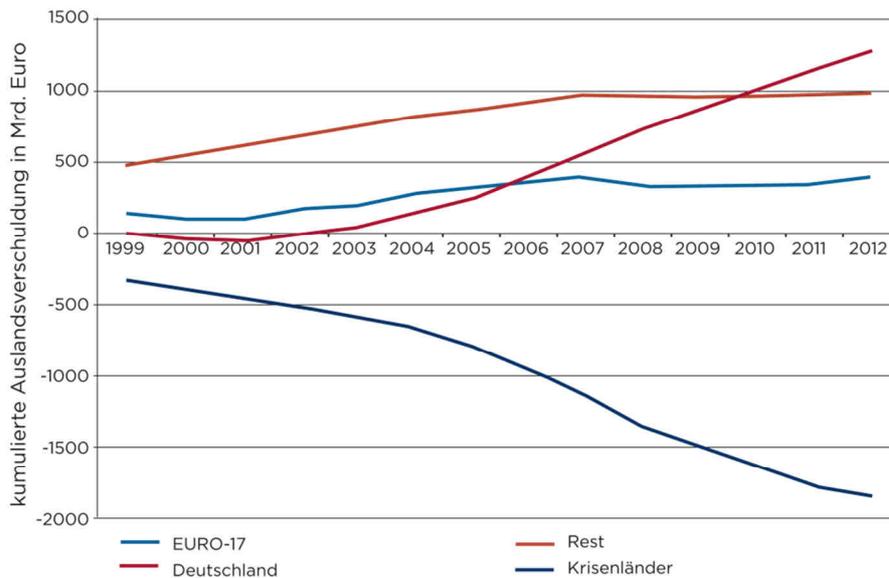
der Staatsverschuldung, die in Spanien sogar unter dem Niveau Österreichs liegt. Dennoch könnte sich dieses Problem umkehren, wenn in Spanien weitere **Bankenrettungen** auf Kosten des Steuerzahlers fällig werden sollten. Dieses Geld müssten sich die Spanier dann nämlich vom Ausland ausborgen (Becker und Jäger 2009).

### **Ungleichgewicht als Systemfehler**

Dabei führen systematische Handelsungleichgewichte, also Ungleichgewichte im Außenhandel, innerhalb einer Währungsunion automatisch zu einer höheren Auslandsverschuldung, die den Schuldendruck auf das entsprechende Land erhöht. Es macht also Sinn, zusammenfassend von den Auslandsschulden als der zentralen Quelle eines ökonomischen Schuldendrucks zu sprechen. Die Staatsschulden sind darin nur ein Faktor von vielen. Auf welchem Wege aber führen nun derartige **Handelsungleichgewichte** zu einem automatischen Anstieg der Verschuldung?

Der dahinterstehende Mechanismus ist sehr einfach: Importiert ein Land mehr als es exportiert, muss es sich das Geld für die überschüssigen Importe im Ausland ausborgen. In einem Fall ohne Währungsunion hat ein solches Land die Möglichkeit seine Währung abzuwerten, wodurch eigene Produkte im Ausland billiger und Importprodukte im Inland teurer werden, um so Im- und Exporte relativ auszubalancieren. Innerhalb einer Währungsunion besteht diese Möglichkeit jedoch nicht. Solange also **Handelsungleichgewichten** innerhalb Europas vorherrschen, steigen die Schulden der Nettoimporteure ebenso ungehemmt an wie die Guthaben der Exportländer (Flassbeck 2010) und bringen damit unser gesamtes Wirtschaftssystem ins Wanken.

Die so entstehenden Schulden und Guthaben sind dabei auch für die „besseren Exporteure“ problematisch: Die eigenen Gewinne werden über den Umweg des Bankensektors oft im Ausland angelegt – und damit ist es kein Zufall mehr, dass vor allem deutsche und französische Banken griechische Staatsanleihen halten. Schließlich waren die exportorientierten Länder über Jahre bereit, die (mit Ausnahme von Griechenland hauptsächlich private) Verschuldung Südeuropas aus Exportgewinnen zu finanzieren. Daraus ergibt sich eine gegengleiche Entwicklung in der Buchhaltung der Staaten innerhalb der Währungsunion. Länder wie Deutschland, Österreich, Finnland oder Niederlande sammeln immer mehr Guthaben, während die Schulden von Spanien, Italien, Griechenland oder auch Frankreich und Portugal wachsen. Die untenstehende Grafik fasst die Entwicklung der Leistungsbilanzsalden zusammen und zeigt, wie stark sich die unter Druck geratenen Länder bei Deutschland verschuldet haben (Dullien 2010). Deutschland hingegen erzielte im vierten Quartal 2012 einen „Zahlungsbilanzüberschuss“ von fast 52.9 Mrd. Euro auf (Eurostat 2013).

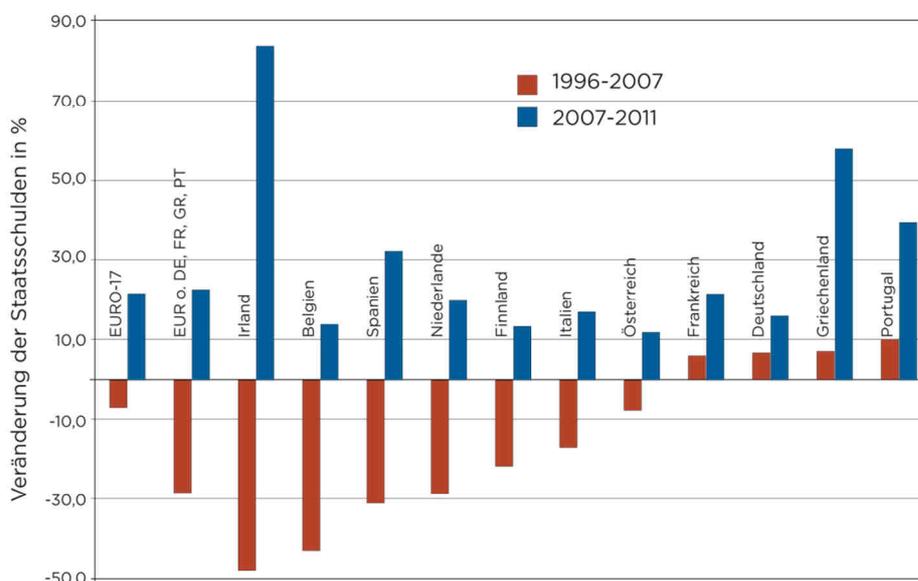


Kumulierte Auslandsverschuldung von Deutschland und den Krisenländern im Vergleich (Datenbasis: AMECO).

### Im gleichen Boot

**Handelsungleichgewichte** führen also innerhalb einer Währungsunion automatisch zu immer stärker steigenden Auslandsschulden (und -guthaben), die ihrerseits wiederum direkt und indirekt (etwa über den Einfluss von **Ratingagenturen**) für zukünftige Zinssätze entscheidend sind. Damit steigt nicht nur der **Druck auf die Staaten**, die in Folge höhere Zinszahlungen leisten müssen, sondern jener auf den **privaten Sektor** (Banken, Haushalte und Unternehmen), deren Kredite sich ebenso erheblich verteuern.

Übrigens: Wirklich stark sind die Staatschulden erst im Zuge der Wirtschaftskrise mit den Ausgaben für Konjunkturpakete und die **Bankenrettung** gestiegen. Nur das wird oft in der öffentlichen Diskussion ausgeblendet. Die unten stehende Grafik verdeutlicht, dass gerade Länder wie Spanien und Italien vor der Krise ihre Verschuldung reduziert haben.



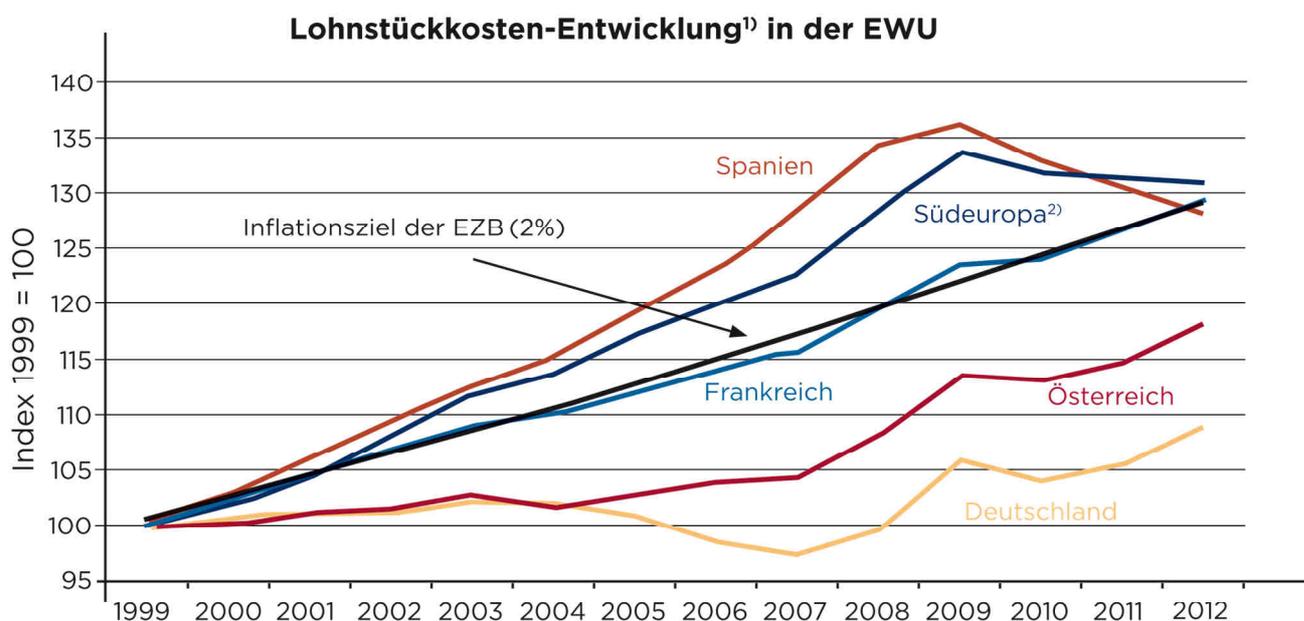
Entwicklung der Staatsschulden vor und nach der Krise (Schlager 2012).

### Quellen

Becker, J. und Jäger, J. (2009): Die EU und die große Krise. Prokla, Zeitschrift für kritische Sozialwissenschaft 39(4). S.541-558.  
 Dullien, Sebastian (2010): Ungleichgewichte im Euro-Raum: Akuter Handlungsbedarf auch für Deutschland, Friedrich-Ebert-Stiftung, Bonn.  
 Eurostat Datenbank (2013). Zahlungsbilanz, Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen, vierteljährliche Daten, Abgerufen am 04. Juni 2013.  
 Flassbeck (2010): Die Marktwirtschaft des 21. Jahrhunderts, Frankfurt/Main.  
 Flassbeck, H. (2012): Zehn Mythen der Krise, Berlin.  
 Marterbauer, M. (2011): Zahlen bitte. Die Kosten der Krise tragen wir alle, Wien.  
 Schlager, C. (2012): Wer oder Was ist schuld an unseren Schulden und wer zahlt?, Präsentation Tagung Wege aus der Krise, Wien, 11.Mai 2012.

### Handelsungleichgewichte in der Europäischen Union

Im Zuge der Gründung des Europäischen Währungsraums wurde ein gemeinsames Inflationsziel von unter 2 % pro Jahr und für den gesamten Euro-Raum vereinbart. Jedoch haben sich die einzelnen europäischen Volkswirtschaften davon systematisch und in unterschiedliche Richtungen entfernt. Das 2 % Inflationsziel, das dieses Auseinanderdriften verhindern hätte sollen, wurde nur im EU-Schnitt erreicht. Während die südlichen Länder Lohnstückkostensteigerungen über der 2 %-Grenze verzeichneten, waren es vor allem exportorientierte Länder wie Deutschland oder Österreich, die diese Grenze massiv unterboten (Spiecker 2012).

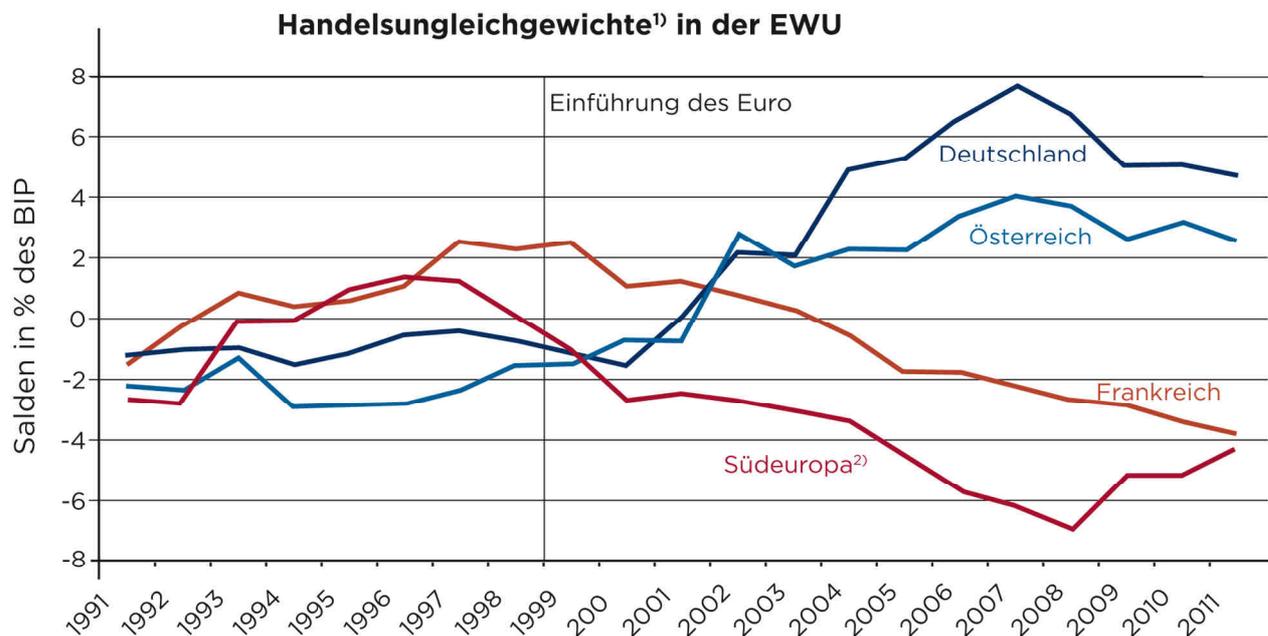


<sup>1)</sup> Index der gesamtwirtschaftlichen Lohnstückkosten 1999 = 100

<sup>2)</sup> Griechenland, Italien, Portugal, Spanien

Entwicklung der Lohnstückkosten in der EWU (Spiecker 2012).

Wenn die Lohnstückkostenänderungen unter dem Inflationsziel liegen, dann sagt dies aus, dass die Nominallöhne geringer gestiegen sind als die die Summe des Produktivitätswachstums und der Zielinflationsraten. Das führt das dazu, dass auch die tatsächliche Inflationsrate die Zielmarke unterbietet, denn die Löhne bestimmen maßgeblich die Inflationsrate. Die Folge davon sind massive volkswirtschaftliche Ungleichgewichte im Euroraum, da jene Länder, die die 2 %-Marke unterschritten haben, ihre Exporte auf Kosten der anderen Länder steigern konnten und zugleich die ArbeitnehmerInnen in diesen Ländern nicht mehr von den durch sie erzielten Produktivitätszuwächsen profitierten. Über diese unterschiedlichen Lohnentwicklungen kam es also zu Ungleichgewichten im Handel und damit zu einer **einseitigen Verschuldung** innerhalb der Euro-Zone. Das ständige Anwachsen dieser Ungleichgewichte lässt sich dabei auch graphisch darstellen (Horn et al. 2009).



<sup>1)</sup> Saldo der Leistungsbilanz in Prozent des Bruttoinlandsprodukts; negative Werte: Defizit.

<sup>2)</sup> Griechenland, Italien, Portugal, Spanien

#### *Handelsungleichgewichte in der EWU (Spiecker 2012).*

Die unterschiedliche Lohnentwicklung innerhalb der Europäischen Union wirkte sich natürlich auch auf die Handelsbeziehungen aus. So wurden Produkte aus Deutschland und Österreich relativ gesehen immer billiger und konnten dadurch leichter in den anderen EU-Ländern verkauft werden. Da die niedrigeren Preise über die geringeren Löhne zu Stande kamen, konnten die Menschen in Deutschland und Österreich auch nicht mehr die von ihnen erzeugten Produkte selbst konsumieren und die **Binnennachfrage stagnierte**. Dafür hatten Menschen in Südeuropa größere Einkommenszuwächse und dadurch auch zusätzliche Kaufkraft zur Verfügung. Damit fand sich für die zu relativ günstigeren Preisen erzeugten Produkte auch ein Absatzmarkt – unsere Exportgewinne basieren also zu einem Gutteil auf der zusätzlichen Kaufkraft durch die verhältnismäßig großzügige Lohnentwicklung in den südlichen Euro-Ländern (Becker 2010).

## Das Dilemma der Konkurrenz

Diese Konkurrenz zwischen den Staaten ist keine gute Strategie innerhalb einer Währungsunion. Im konkreten Fall wird in der Öffentlichkeit Deutschlands als Exportweltmeister und oberster Musterschüler präsentiert. Exportzuwächse sind jedoch kein Selbstzweck. Sie machen aber innerhalb einer Währungsunion volkswirtschaftlich nur dann Sinn, wenn im Gegenzug und im gleichen Maße Importe ermöglicht werden, die auf die Bedürfnisse der heimischen Bevölkerung abzielen (Bofinger 2006). Würden alle Länder in der EU einer derartigen Strategie verfolgen, ergäbe sich ein Dilemma, da aufgrund rückläufiger Kaufkraft die Rahmenbedingungen für Exportzuwächse gar nicht vorhanden wären.

Die Entwicklung der Handelsbilanzungleichgewichte zeigt im Zeitverlauf sehr deutlich, wie die Einführung der Währungsunion den exportorientierten Ländern Deutschland und Österreich über den Lohnverzicht zu positiven Salden in der Handelsbilanz verholfen hat. Auf der anderen Seite konsumierten die Länder im Süden als eine Folge der positiven Lohnentwicklung laufend mehr. Dies führte in Folge zu einem automatischen Anstieg der **Auslandsverschuldung**, da die entsprechenden Importe nur durch Kredite exportorientierter Länder wie Deutschland finanziert werden konnten (Hein und Truger 2011).

## Quellen

Becker, J. (2010): EU in der Krise: Bruchlinien zwischen Zentrum und Peripherie, Kurswechsel 1/2010. S.6-23.

Hein, E. und Truger, A. (2011): Finance-dominated capitalism in crisis – the case for a Keynesian New Deal at the European and the global level. In: Arestis, P.; Sawyer, M. (Hrsg.): New Economics as Mainstream Economics, Basingstoke.

Horn, G., Joebges H. und Zwiener, R. (2009): Von der Finanzkrise zur Weltwirtschaftskrise (II) Globale Ungleichgewichte: Ursache der Krise und Auswegstrategien für Deutschland, IMK Report Nr.40, Düsseldorf.

IMK (2012): Böckler Impuls 16/2012, Düsseldorf.

Spiecker, F. (2012): Vortrag im Bruno Kreisky Forum, Wien. 21. Juni 2012.



## Internationale Ungleichgewichte

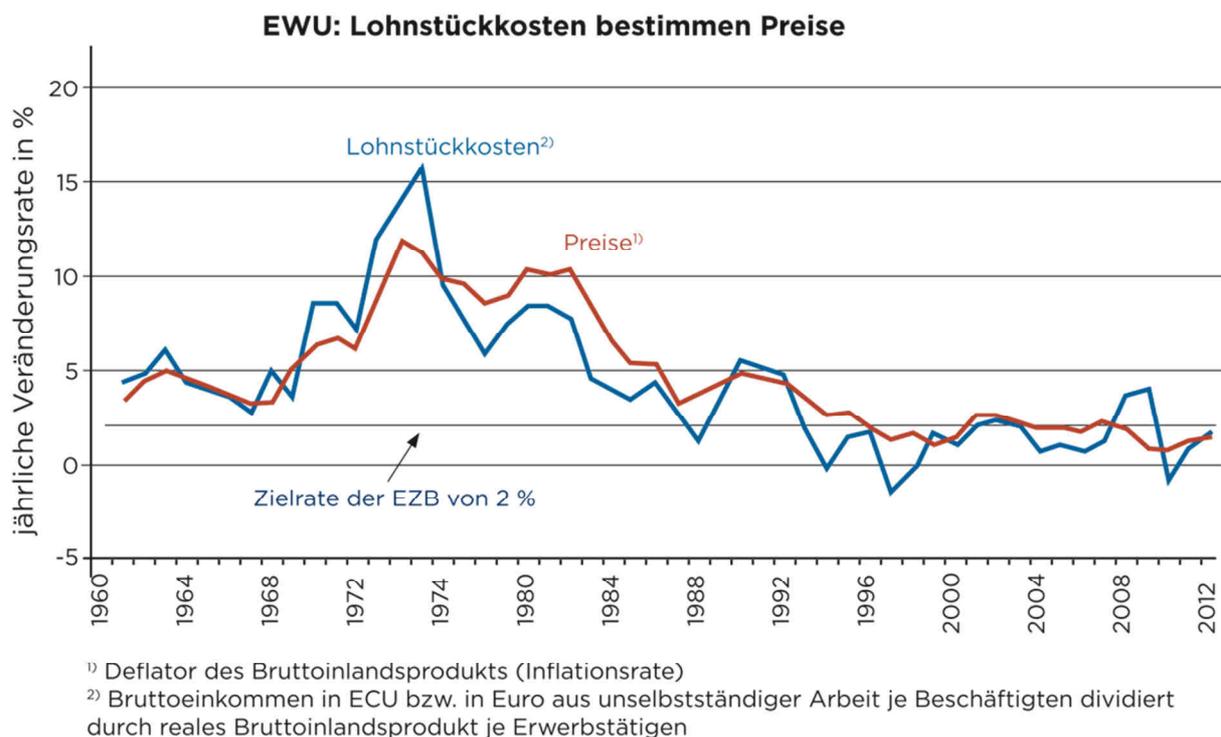
Die Einführung der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion war ursprünglich mit der Hoffnung verbunden, dass eine vertiefte ökonomische Integration auch das politische Zusammenwachsen des europäischen Kontinents befördern würde. Heute erleben wir allerdings ein umgekehrtes Bild, in dem ökonomische Aspekte oft dazu genutzt werden, die Legitimität und Sinnhaftigkeit der europäischen Integration zu hinterfragen oder gewisse Mitgliedsländer gezielt anzugreifen. Es scheint so, als hätte das Ausmaß wirtschaftlicher Integration innerhalb der Europäischen Union, zumindest im Kontext der Krise, eher zu einem Auseinanderdriften Europas geführt (Fisahn 2012). Doch wie konnte sich eine solche Entwicklung einstellen?

## Schwerwiegende Konstruktionsfehler

Eine Antwort auf diese Frage liegt in der Konstruktion der Europäischen Währungsunion. Eine gemeinsame Währung verlangt nämlich von den einzelnen Mitgliedsstaaten eine gewisse wirtschaftliche Abstimmung, um gut funktionieren zu können. Dies wurde auch bei der Einführung

der Währungsunion bereits teilweise berücksichtigt; schließlich sollte der so genannte „Stabilitäts- und Wachstumspakt“ die Staatsausgaben der beteiligten Länder gemeinsamen Regeln zur Haushaltsdisziplin unterwerfen. Dass dabei auch Länder wie Spanien oder Portugal, die heute auf dem öffentlich-medialen Schuldenpranger stehen, stets Musterschüler bei der Einhaltung des Stabilitäts- und Wachstumspakts waren (während Länder wie Deutschland, Frankreich oder Großbritannien immer wieder gegen diesen verstoßen haben) wird heute nicht nur gerne zur Seite geschoben, sondern gibt auch einen Hinweis darauf, welche Aspekte bei der Einführung dieses Arrangements vergessen und übersehen wurden. Einer dieser blinden Flecken ist die Frage internationaler Handelsungleichgewichte, die aktuell die Europäische Union bis zum Zerreißen belasten. Der Grund hierfür ist, dass derartige **Handelsungleichgewichte** in einer Währungsunion automatisch die **Auslandsschulden** erhöhen (Horn et al. 2009). Werden die Ungleichgewichte also nicht gezielt abgebaut, entsteht ein nicht nachhaltiger Berg an privaten und öffentlichen Schulden – ohne dass die politischen AkteurInnen die Möglichkeit hätten, einer solchen Entwicklung entgegenzusteuern.

Eine Währungsunion kann also nur dann funktionieren, wenn sich alle beteiligten Länder an gemeinsame Regeln halten. Viel wichtiger als strenge Defizitregeln, wie sie der Stabilitäts- und Wachstumspakt vorsieht, ist dabei die Koordination der gemeinsamen Preisentwicklung. Denn durch die gemeinsame Währung bestehen fixe Wechselkurse zwischen den Ländern. So gibt es keine Möglichkeiten mehr, unterschiedliche Preisentwicklungen durch Auf- oder Abwertung der Währungen zu korrigieren (Mentel und Schäfer 2012). Steigen aber die Preise in einem Land schneller als in einem anderen, so steigen die Importe dieses Landes (Importe werden relativ günstiger) und die Exporte sinken (Exporte werden relativ teurer), Handelsungleichgewichte entstehen und die Auslandsschulden wachsen, da der Zuwachs an Nettoimporten durch Auslandskredite finanziert werden muss.



*Zusammenhang zwischen Lohn- und Preisentwicklung (Flassbeck 2012).*

Der entscheidende Punkt für eine koordinierte Entwicklung der Preise sind dabei die Löhne. Das zeigt die Entwicklung der Lohnstückkosten, also der Bruttoeinkommen je unselbstständig Beschäftigten geteilt durch das BIP je Erwerbstätigen, im Verhältnis zu den Preisen. Beide Faktoren sind in der folgenden Abbildung gegenübergestellt (Flassbeck 2012). Europa fehlt es also, unter anderem, an einer koordinierten Lohnpolitik.

## Quellen

Fisahn, A. (2012): Den Stier das Tanzen lehren? Europa vor neuen Herausforderungen, ProKla, Zeitschrift für kritische Sozialwissenschaft, 42(3). S.357-376.

Flassbeck, H. (2012): Zehn Mythen der Krise, Berlin.

Horn, G., Joebges H. und Zwiener, R.(2009): Von der Finanzkrise zur Weltwirtschaftskrise (II) Globale Ungleichgewichte: Ursache der Krise und Auswegstrategien für Deutschland, IMK Report Nr.40, Düsseldorf.

Mentel, L. und Schäfer, A. (2012): Die Währungsunion in der Krise. Wieso wir nur gemeinsam wieder herauskommen, Friedrich Ebert Stiftung, Berlin.