
Krise des finanzdominierten Kapitalismus – Plädoyer für einen keynesianischen *New Deal* für Europa und die Weltwirtschaft*

Eckhard Hein, Achim Truger

1. Einleitung

Größere Teile der Weltwirtschaft haben weiterhin erhebliche Schwierigkeiten, die schwerste Finanz- und Wirtschaftskrise seit der Großen Depression vom Ende der 1920er- bis Mitte der 1930er-Jahre zu überwinden und auf den Wachstumspfad vor der Krise zurückzukehren. Einerseits handelt es sich bei der seit 2007 anhaltenden Krise um eine Finanzkrise, die mit dem Kollaps des Marktes für zweitklassige Immobilienkredite (*Subprime Mortgages*) in den USA im Sommer 2007 ihren Anfang nahm, sich mit dem Zusammenbruch von Lehman Brothers im September 2008 dramatisch beschleunigte und mit der Eurokrise des Jahres 2010 einen weiteren Höhepunkt erlebte. Unter den Bedingungen der deregulierten und liberalisierten Finanzmärkte hat sich diese Finanzkrise rapide über die ganze Welt ausgebreitet. Andererseits handelt es sich bei der Krise aber auch um eine Krise der Realwirtschaft, die bereits deutlich vor der Finanzkrise mit einem wirtschaftlichen Abschwung in den USA einsetzte. Die Finanzkrise und die Krise der Realwirtschaft haben sich gegenseitig verstärkt, wodurch im Jahr 2009 das globale reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) erstmals seit Generationen wieder schrumpfte und die Erholung insbesondere im Euroraum, im Vereinigten Königreich und in Japan nur sehr schleppend verläuft.¹ Obwohl sich in fast allen Ländern im Jahr 2010 wieder positive BIP-Wachstumsraten einstellen werden und die Konjunkturbeobachtung von einer konjunkturellen Erholung und damit von einem Ende der Krise spricht, verwenden wir im Folgenden den Begriff der Krise auch für das Jahr 2010, da in keinem der von der Krise betroffenen entwickelten Industrieländer in diesem Jahr eine Rückkehr zum Wachstumspfad vor der Krise erfolgen wird und diese Länder daher weiterhin durch eine erhebliche Unterauslastung der Produktionskapazitäten gekennzeichnet sind.

Der Zusammenbruch der Weltwirtschaft konnte durch geldpolitische Interventionen, die dem Geldmarkt massiv Liquidität zuführten, wodurch

eine Kernschmelze im Finanzsektor verhindert wurde, und darüber hinaus durch massive fiskalpolitische Programme aufgehalten werden. Die anhaltende globale Krise – mit ernsthaften deflationären Risiken in der Zukunft – stellt u. E. jedoch einen Strukturbruch in der langfristigen Entwicklung dar. Seit Beginn der 1980er-Jahre wurde diese Entwicklung durch das neoliberale Modell der deregulierten Arbeitsmärkte, der Zurückdrängung von staatlichen (sozialpolitischen) Interventionen, der Umverteilung des Einkommens von den (niedrigen) Arbeitseinkommen zu den Gewinnen und den hohen Managementgehältern und der deregulierten internationalen Finanzmärkte dominiert. In den USA und dem Vereinigten Königreich war dieses Modell, in Kombination mit expansiver Geld- und zum Teil auch Fiskalpolitik, in der Lage, längere Phasen hohen Wirtschaftswachstums und geringer Arbeitslosigkeit zu generieren; diese Volkswirtschaften zeigten eine deutlich bessere Entwicklung als der Euroraum und insbesondere Deutschland als größte europäische Volkswirtschaft.² Das neoliberale Modell war bis vor Kurzem auch durch eine lange Phase hohen Wachstums der Weltwirtschaft, mit den USA als Nachfragelokomotive, gekennzeichnet. Wie die Krise jedoch offenlegte, fußte dieses Modell auf beachtlichen Ungleichgewichten, sowohl auf nationaler wie auch auf internationaler Ebene.

Im Abschnitt 2 dieses Beitrags werden wir die mit dem neoliberalen Modell des finanzdominierten Kapitalismus verbundenen langfristigen Ungleichgewichte skizzieren, die der Krise zugrunde liegen. Wir werden uns hierbei auf die Entwicklungen in den USA, in Deutschland und im Euroraum konzentrieren. Als Ergebnis dieser Analyse argumentieren wir, dass sowohl kurz- als auch langfristig die USA nicht mehr länger in der Lage sein werden, als Motor der globalen Nachfrage zu fungieren. Das wirtschaftspolitische Regime des Euroraums wird zudem verhindern, dass dieser die Rolle der Weltkonjunkturlokomotive übernimmt. Stattdessen generiert es vielmehr ein erhebliches Stagnations- und Deflationsrisiko für diese Region. Diese Analyse hat weitreichende Implikationen für die Wirtschaftspolitik, die über die unmittelbaren Reaktionen auf die Krise hinausreichen, insbesondere für die Länder, die von der starken US-Nachfrage in der Vergangenheit profitierten – d. h. die Länder mit hohen Leistungsbilanzüberschüssen, insbesondere China, Japan und Deutschland. Vor diesem Hintergrund liefert Abschnitt 3 eine kurze Rückschau auf die kurzfristigen wirtschaftspolitischen Reaktionen auf die Krise und skizziert die Perspektiven für zukünftige Entwicklungen. In Abschnitt 4 werden dann die langfristigen Anforderungen an die Wirtschaftspolitik beschrieben, mit dem Ziel, die drohende anhaltende deflationäre Stagnation in wesentlichen Regionen der Weltwirtschaft zu verhindern, insbesondere im Euroraum, aber auch in den USA. Wir argumentieren, dass ein keynesianischer *New Deal* für Europa und die Weltwirtschaft die drei

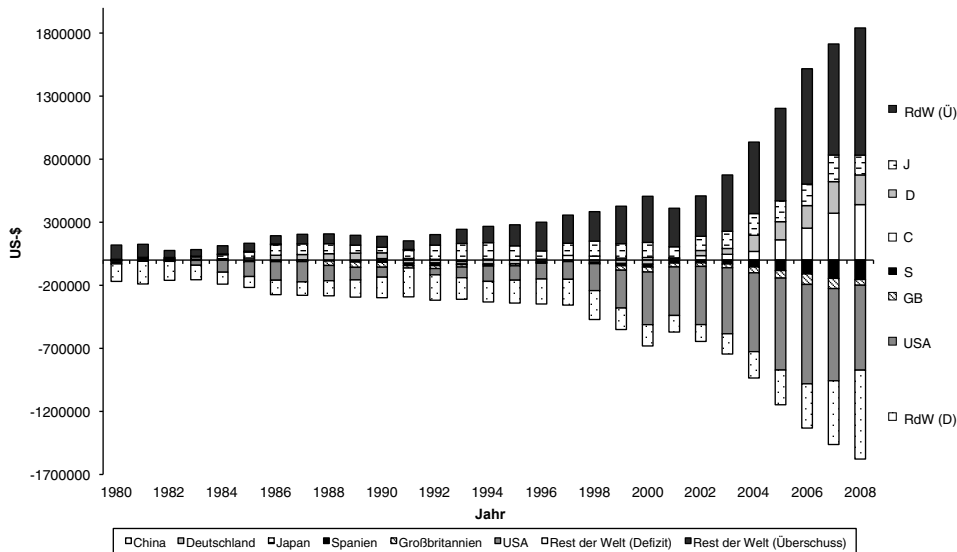
Hauptursachen der gegenwärtigen Krise überwinden muss: die ineffiziente Regulierung der Finanzmärkte, die zunehmende Ungleichheit in der Einkommensverteilung und die Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen, auf europäischer und globaler Ebene. Abschnitt 5 gibt eine kurze Zusammenfassung.

2. Langfristige Ungleichheiten und Ungleichgewichte des finanzdominierten Kapitalismus und die gegenwärtige Krise

Die gegenwärtige Krise wird oft als Folge von liberalisierten Finanzmärkten, falschen Anreizen, Habgier, bewusster Täuschung, Herdenverhalten der wirtschaftlichen Akteure etc. interpretiert.³ Dies ist kaum zu leugnen: Es ist sicherlich wahr, dass die ineffiziente Regulierung der Finanzmärkte eine wichtige Ursache der aktuellen Krise darstellt. Es gibt jedoch mindestens zwei weitere zentrale Ursachen, die insbesondere die Tiefe und die rasche weltweite Verbreitung der Krise erklären: die zunehmende Ungleichheit der Einkommensverteilung und die globalen Leistungsbilanzungleichgewichte, die sich mit der zunehmenden Finanzmarktorientierung herausbildeten.⁴ Wir werden uns auf diese Ursachen konzentrieren, die von den USA ausgingen, wo eine steigende Finanzmarktorientierung bereits in den frühen 1980er-Jahren begann.⁵ Obwohl der in diesem Kontext oft verwendete Begriff der Finanzialisierung viele Facetten aufweist,⁶ bevorzugen wir eine makroökonomische Perspektive und betrachten Finanzmarktorientierung und Finanzialisierung in erster Linie im Hinblick auf ihre Wirkungen auf Einkommensverteilung, Konsum und Investitionen.⁷ Aus dieser Perspektive werden wir kurz die langfristige Entwicklung bis hin zur aktuellen Krise einerseits in den USA sowie andererseits in Deutschland und im Euroraum umreißen.⁸ Die USA und Deutschland können als zwei Hauptrepräsentanten der globalen Leistungsbilanzungleichgewichte betrachtet werden, die USA als das Haupt-Defizitland und Deutschland – zusammen mit China, Japan und den Öl produzierenden Ländern – als eines der Haupt-Überschussländer.⁹ Wie in Abbildung 1 zu sehen ist, sind die Ungleichgewichte insbesondere seit den frühen 2000er-Jahren explodiert, als die Erholung nach der *New Economy*-Krise begann.

2.1 Finanzialisierung und der nicht nachhaltige, schuldengetriebene Konsumboom in den USA

Die zunehmende Finanzmarktorientierung seit den frühen 1980er-Jahren in den USA war mit einer beachtlichen Einkommensumverteilung verbunden. Einerseits erhöhten hohe Arbeitslosigkeit, die Schwächung der Gewerkschaften und die steigende *Shareholder Value*-Orientierung des Managements den Druck auf die Lohnforderungen von abhängig Beschäf-

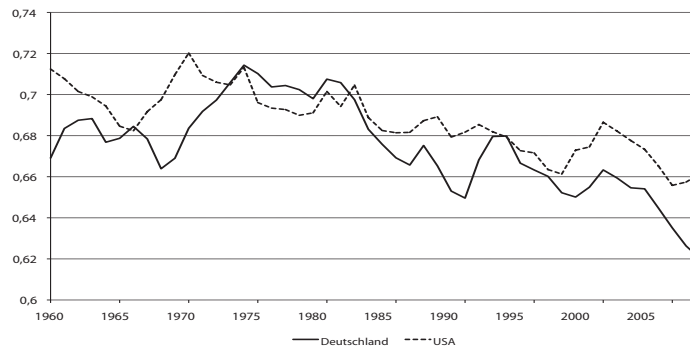
Abbildung 1: Leistungsbilanzsalden 1980-2008 (in Mio. US-\$)

Quelle: IWF, World Economic Outlook-Datenbank, eigene Berechnungen.

tigten und Gewerkschaften und trugen zum Fall der Arbeitseinkommensquote bei, der bereits in den 1970er-Jahren begonnen hatte (Abbildung 2).¹⁰ Die *Shareholder Value*-Orientierung des Managements wurde dabei insbesondere durch aktienmarktorientierte Vergütungssysteme und einen Markt für *Corporate Control* getrieben, wodurch eine Politik des *Downsize and Distribute* gegenüber einer fordistischen Politik des *Retain and Invest* begünstigt wurde, um die Aktienpreise hoch zu halten.¹¹ Andererseits ist die personelle Einkommensungleichheit wieder auf ein Niveau gestiegen, wie es seit den 1920er-Jahren nicht mehr zu beobachten war, hauptsächlich aufgrund des Anstiegs der Gehälter des Top-Managements (Abbildung 3).¹²

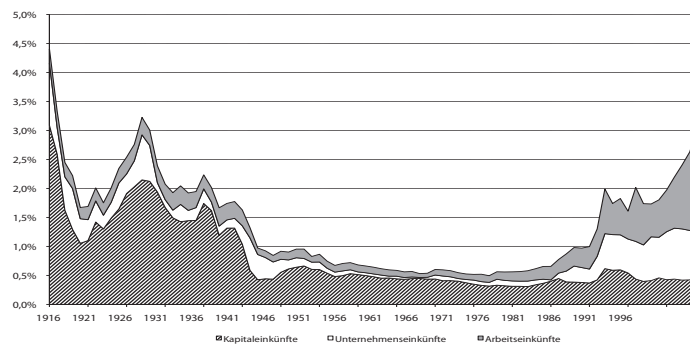
Vor dem Hintergrund dieser Trends in der Einkommensverteilung haben sich die realen Investitionen in den USA seit Beginn der 1980er-Jahre nur schwach entwickelt, mit der Ausnahme des *New Economy*-Booms in der zweiten Hälfte der 1990er-Jahre. Seit den frühen 1980er-Jahren war eine Entkopplung der Entwicklung von Investitionen und Gewinnen zu beobachten, begleitet durch einen äußerst dynamischen Anstieg der Aktienkurse bis zum Platzen der *New Economy*-Blase im Jahr 2000 (Abbildung 4). Zwei Eigenschaften der Finanzialisierung haben zu der schwachen Tendenz der Realinvestitionen beigetragen: Erstens hat die steigende Dominanz der Aktionäre gegenüber dem Management die Präferenzen der Unternehmen als Ganzes geändert: Die kurzfristige Maximierung des *Shareholder Value* durch Gewinnausschüttungen und Aktienrückkäufe wurde im Vergleich zu realen Investitionsprojekten bevorzugt, welche

Abbildung 2: Arbeitseinkommensquote (in % des BIP zu Faktorkosten) in den USA und Deutschland 1960-2007



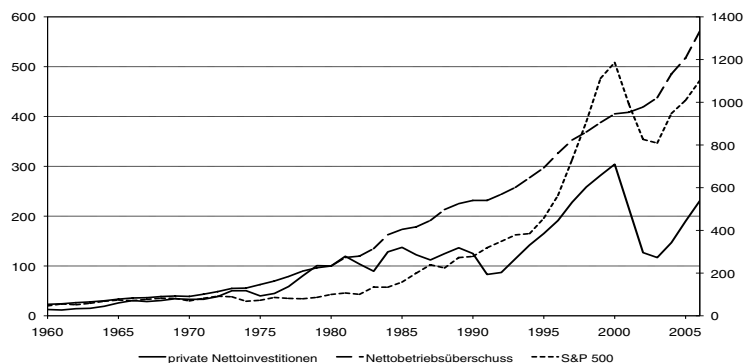
Quelle: AMECO-Datenbank der Europäischen Kommission.

Abbildung 3: Anteil und Zusammensetzung der obersten 0,01 Prozent der Einkommen in den USA (in % des Gesamteinkommens) 1916-2000



Quelle: Piketty, Saez (2006).

Abbildung 4: Anlageinvestitionen, Gewinne und Aktienkurse, USA 1960-2006 (1980 = 100)



Quelle: van Treeck (2009a).

möglicherweise nur langfristige Gewinne versprochen. Zweitens haben steigende Dividendenausschüttungen und Aktienrückkäufe zur Steigerung der Aktienkurse – und um feindliche Übernahmen zu verhindern – die internen Mittel zur Finanzierung für realwirtschaftliche Investitionsprojekte reduziert.¹³

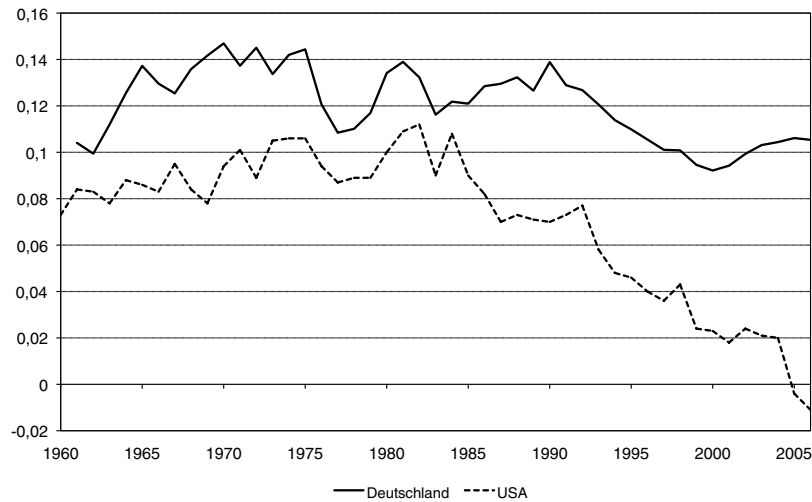
Makroökonomisch kann eine Konstellation der Profite ohne Investitionen,¹⁴ wie in den USA seit den frühen 1980er-Jahren, nur entstehen, wenn die schwache Investitionsnachfrage durch einen hohen Konsum aus Gewinnen oder Löhnen, durch ein hohes Budgetdefizit der öffentlichen Haushalte oder durch einen hohen Leistungsbilanzüberschuss kompensiert wird.¹⁵ In den USA wurden steigende Gewinne angesichts schwacher Investitionen insbesondere durch einen Anstieg des privaten Konsums ermöglicht; seit den frühen 1980er Jahren wurde das im internationalen Vergleich relativ hohe Wachstum hauptsächlich durch die privaten Konsumausgaben getragen. Der Wachstumsbeitrag der privaten Investitionen ging zurück – ausgenommen die Phase des *New Economy*-Booms – und der Wachstumsbeitrag der Nettoexporte war seit Mitte der 1990er-Jahre negativ.¹⁶ In Rezessionen stabilisierten zudem öffentliche Haushaltsdefizite in einer Größenordnung von bis zu 6 Prozent des BIP das Wachstum und somit die Gewinne.¹⁷

Auf der Grundlage stagnierender Reallöhne und der o. g. Umverteilungsprozesse war die dynamische Konsumnachfrage gleichbedeutend mit einer sinkenden Sparneigung aus laufendem Einkommen und damit einer steigenden Schuldenlast von größeren Teilen des Sektors der privaten Haushalte (Abbildung 5).¹⁸ Der Aktienmarktboom in der zweiten Hälfte der 1990er-Jahre, gefolgt vom Hauspreisboom bis zur aktuellen Krise, generierte (scheinbar) Sicherheiten, gegen die die Haushalte Kredite aufnehmen konnten. Liberalisierte Kreditstandards und der Trend zu Verbriefungen (*originate and distribute*) ließen die Kreditwürdigkeitsstandards sinken und ermöglichten eine steigende Verschuldung der privaten Haushalte.¹⁹ Als die Hauspreise angesichts steigender Zinsen aufhörten zu steigen, löste der Zusammenbruch des Marktes für zweitklassige Immobilienkredite, d. h. für Kredite an eigentlich nicht kreditwürdige Haushalte, die Finanzkrise aus.

Fasst man zusammen, so wurden unter der Oberfläche einer anscheinend robusten und dynamischen Entwicklung in den USA seit den frühen 1980er-Jahren bedeutende Ungleichgewichte erzeugt, die wesentlich für die Tiefe der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise und die Geschwindigkeit ihrer Ausbreitung waren. Abbildung 6 zeigt diese Ungleichgewichte, indem die sektoralen Finanzierungssalden, die sich per Definition zu null summieren müssen, als Anteil am nominalen BIP dargestellt werden. Trotz schwacher privater Investitionen nach dem Kollaps des *New Economy*-Booms wurde der Saldo des privaten Sektors negativ, was auf den

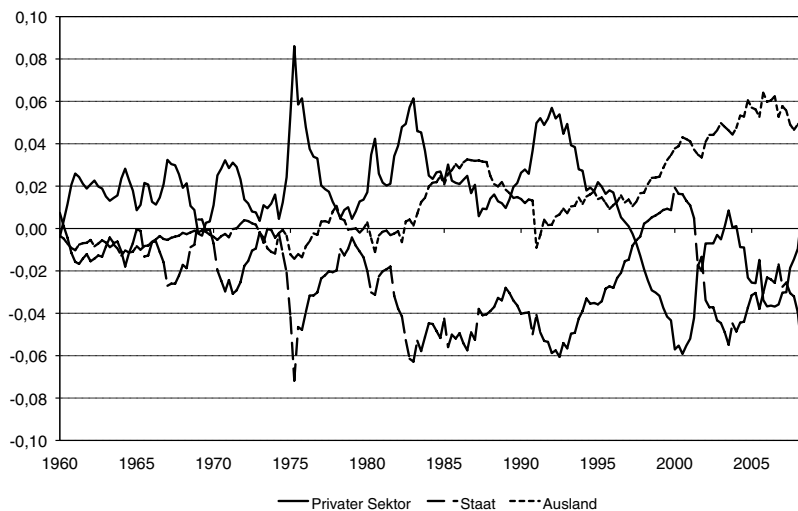
verschuldungsbasierten Konsumboom zurückzuführen ist. Der Saldo des Staates wurde – auch aufgrund bewusst antizyklischer Fiskalpolitik – negativ. Folglich musste der Saldo des Auslands positiv sein: Hohe und steigende Leistungsbilanzdefizite bedeuteten steigende Kapitalimporte, welche den US-Konsumboom und die staatlichen Defizite finanzierten.

Abbildung 5: Sparquote der privaten Haushalte in Deutschland und den USA 1960-2006



Quelle: OECD Economic Outlook-Datenbank; NIPA; eigene Berechnungen.

Abbildung 6: Sektorale Finanzierungssalden als Anteil am nominalen BIP, USA 1960-2008



Quelle: NIPA; eigene Berechnungen.

Eine solche Konstellation ist äußerst fragil, weil sie sich binnenwirtschaftlich auf ständig steigende Vermögenspreise verlassen muss, um mittels steigender Verschuldung der privaten Haushalte den Anstieg der Konsumnachfrage unter den Bedingungen einer geringen Lohnquote und hoher Ungleichheit der Haushaltseinkommen zu erlauben. Außenwirtschaftlich muss eine einschneidende Abwertung des US-Dollars verhindert werden, die eigentlich erforderlich gewesen wäre, um die internationale preisliche Wettbewerbsfähigkeit der US-Produzenten und somit die Leistungsbilanz zu verbessern. Nur so sind stetige Kapitalimporte gewährleistet, ohne die heimischen Zinsen deutlich erhöhen zu müssen, was wiederum die Gefahr des Kollapses der heimischen Nachfrage nach sich gezogen hätte. Wenn eine solche Konstellation schließlich zusammenbricht, sind nicht nur die USA betroffen, sondern auch die übrige Welt. Vor allem die Überschussländer müssen dann zweifach leiden. Erstens werden ihre mit den Leistungsbilanzüberschüssen verbundenen Kapitalexporte in den hoch spekulativen US-Markt durch die Finanzkrise entwertet, weshalb die Finanzkrise diese Überschussländer schnell ansteckt. Zweitens brechen ihre Exportmärkte ein, wodurch sie auch schnell von der realwirtschaftlichen Krise betroffen werden.²⁰

2.2 Dysfunktionaler Merkantilismus in Deutschland

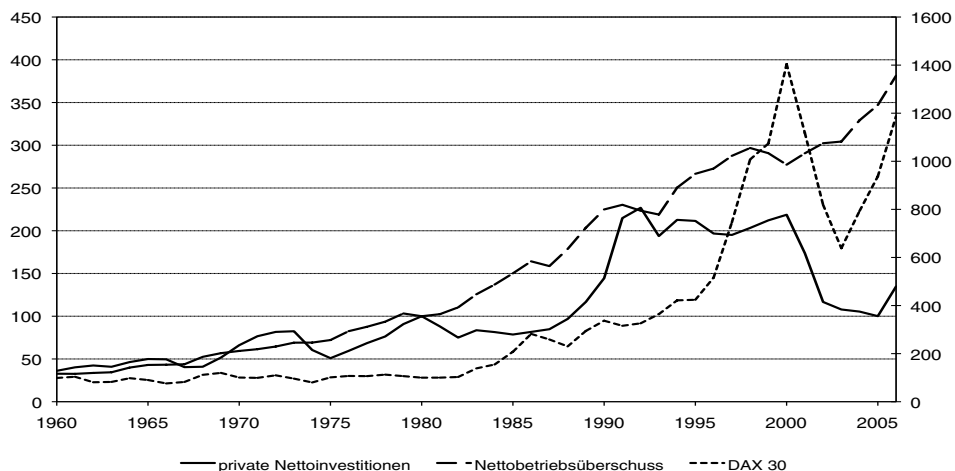
2.2.1 Neomerkantilismus in Deutschland als Gegenstück zur US-Entwicklung

Vor dem Hintergrund einer fallenden Lohnquote seit Mitte der 1970er-Jahre (Abbildung 2) und steigender Ungleichheit der Haushaltseinkommen während der 1990er-Jahre²¹ wurde auch die wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland seit den frühen 1980er-Jahren durch eine Entkopplung der Gewinne von den Realinvestitionen dominiert, die nur durch den Wiedervereinigungsboom Anfang der 1990er-Jahre unterbrochen wurde (Abbildung 6). Eine steigende Finanzmarktorientierung kann für diese Entwicklung erst seit den 1990er-Jahren verantwortlich gemacht werden, weil die wesentlichen Schritte der Liberalisierung und Deregulierung der Finanzmärkte erst in diesem Zeitraum erfolgten:²² 1991 kam es zur Aufhebung der Börsenumsatzsteuer, 1998 zur Legalisierung von Aktienrückkäufen, 2002 zur Befreiung der Gewinne aus der Veräußerung von Anteilen aus Kapitalgesellschaften von der Körperschaftsteuer und 2004 zur Legalisierung von *Hedge-Fonds*.

Wie wir an anderer Stelle detaillierter analysiert haben, haben eine restriktive makroökonomische Wirtschaftspolitik und eine schwache Binnen-nachfrage zu den schwachen Investitionen signifikant beigetragen – und damit auch zur schwachen Wachstums- und Beschäftigungsentwicklung

in Deutschland seit Mitte der 1990er-Jahre und vor allem nach der Rezession 2000/01.²³ Steigende Unsicherheit, verursacht durch eine Politik der strukturellen Reformen und der Deregulierung auf dem Arbeitsmarkt (Agenda 2010 und Hartz-Gesetze), die Subventionierung der kapitalbasierten Riester- und Rürup-Renten sowie die Umverteilung zu Lasten von (niedrigen) Arbeitseinkommen und zugunsten von Gewinnen und hohen Einkommensbeziehern haben zu einem Anstieg der durchschnittlichen Sparquote der privaten Haushalte seit 2001 und damit zu einer schwachen Konsumnachfrage beigetragen (Abbildung 5). Der Druck auf die Gewerkschaften führte zu extrem moderaten Lohnsteigerungen, trug zu einer unter dem Euroraum-Durchschnitt liegenden Inflationsrate bei und führte damit zu überdurchschnittlich hohen Realzinsen. Dies machte Deutschland besonders empfindlich für die restriktive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB). Versuche der Fiskalpolitik, die öffentlichen Haushalte über Ausgabenkürzungen in Zeiten schwacher privater Nachfrage auszugleichen, führten zu einer weiteren Schwächung der Binnen-nachfrage, ohne dabei das Konsolidierungsziel zu erreichen.²⁴

Abbildung 7: Realinvestitionen, Gewinne und Aktienkurse, Deutschland 1960-2006 (1980 = 100)



Quelle: van Treeck (2009a).

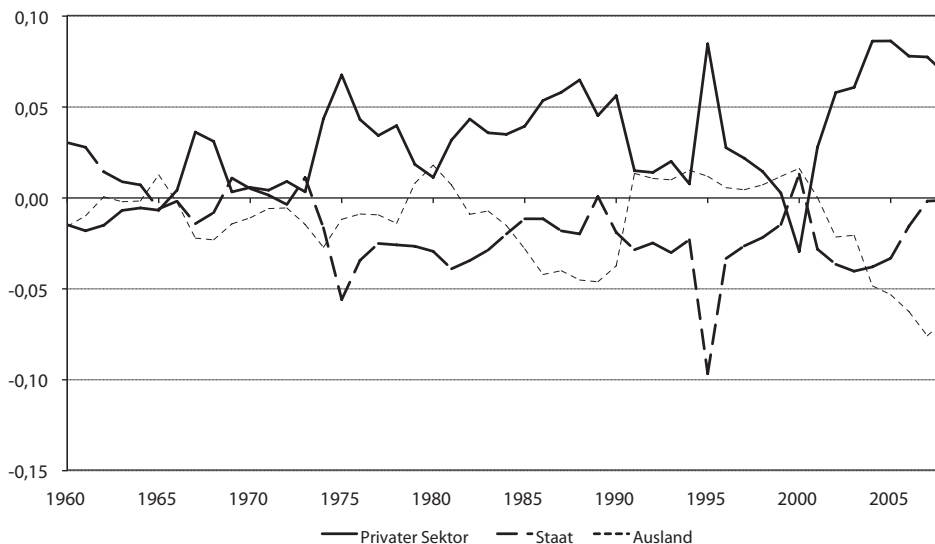
Der hohe und ständig steigende Exportüberschuss blieb daher die einzige Triebkraft des schwachen Wachstums. Der Offenheitsgrad der deutschen Wirtschaft stieg signifikant: 1995 hatte der Anteil der nominalen Exporte am nominalen BIP noch 24 Prozent betragen; bis 2008 stieg er auf 47,3 Prozent. Der Leistungsbilanzüberschuss erreichte nach der Rezession 2000/2001 schnell Werte von mehr als 4 Prozent des BIP; auf dem Höhepunkt im Jahr 2007 betrug er 7,9 Prozent des BIP. Die Gründe

für die steigenden Export- und Leistungsbilanzüberschüsse waren einerseits die geringe Binnennachfrage, welche die Importe im Vergleich zu den Exporten dämpfte, und andererseits die extreme Lohnzurückhaltung, die die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Produzenten deutlich verbesserte.

Wie an den sektoralen Finanzierungssalden – in Relation zum nominalen BIP – in Abbildung 8 zu sehen ist, stellte Deutschland ein Gegenstück zur US-Entwicklung dar, insbesondere seit der Rezession 2000/01. Die schwachen Investitionen wurden nicht durch einen starken privaten Konsum kompensiert; der private Finanzierungssaldo war daher stark positiv. Stattdessen stabilisierten die hohen und steigenden deutschen Leistungsbilanzüberschüsse und damit ein negativer Finanzierungssaldo des Auslandes die schwache heimische wirtschaftliche Aktivität und die Gewinne. Der Finanzierungssaldo des Staates blieb seit den frühen 1990er-Jahren negativ. Im Unterschied zu den USA waren die staatlichen Budgetdefizite jedoch nicht Ergebnis aktiver und expansiver Fiskalpolitik, sondern das makroökonomische Ergebnis prozyklisch restriktiver Fiskalpolitik in Zeiten einer stagnativen Entwicklung.²⁵

Während das dynamische konsumgetriebene Modell der USA auf den Willen und die Möglichkeit der privaten Haushalte, sich zu verschulden, sowie des Auslandes, Kredite zu vergeben, angewiesen war, beruhte das stagnierende neomerkantilistische Modell Deutschlands auf dem Willen und der Möglichkeit des Auslandes, sich zu verschulden. Im Gegensatz

Abbildung 8: Sektoriale Finanzierungssalden als Anteil am nominalen BIP, Deutschland 1960-2008



Quelle: Statistisches Bundesamt (VGR); eigene Berechnungen.

zur öffentlichen Meinung vor der Krise war dieses deutsche Modell damit ebenso fragil wie das amerikanische: Einerseits mussten die lediglich mäßigen Wachstumsraten sich auf dynamische Exportmärkte und somit die Expansion der Weltwirtschaft verlassen. Andererseits brachten steigende Kapitalexporte in dynamischere Volkswirtschaften die Gefahr der Ansteckung im Fall von Finanzkrisen auf diesen Märkten mit sich. Während der globalen Wirtschafts- und Finanzkrise wurden die beiden Abhängigkeiten und die mit ihnen verbundenen Übertragungskanäle der Krise dann auf dramatische Weise sichtbar.

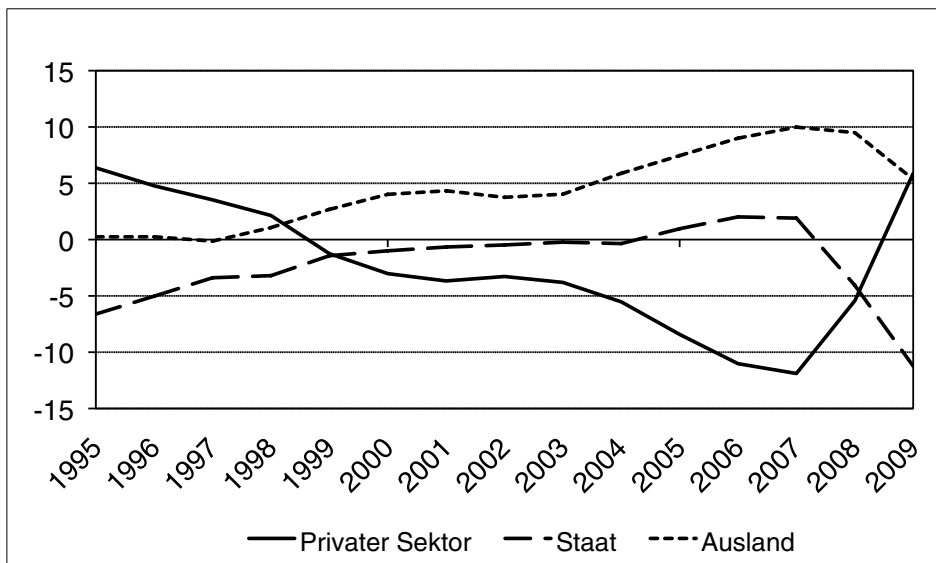
2.2.2 Neomerkantilismus in Deutschland als wesentlicher Beitrag zur Eurokrise

Das deutsche neomerkantilistische Regime geringen Wachstums hat nicht nur zu den weltwirtschaftlichen Ungleichgewichten beigetragen; es ist auch zu einem erheblichen Teil verantwortlich für die Ungleichgewichte im Euroraum, die im Rahmen der Eurokrise ins öffentliche Bewusstsein rückten. Diese Krise begann mit den Problemen der öffentlichen Verschuldung in Griechenland zu Beginn des Jahres 2010 und den dramatischen Notfallmaßnahmen der Euroländer und des IWF, die erforderlich waren, um einen griechischen Staatsbankrott – möglicherweise auch nachfolgende Probleme anderer Mitgliedsländer des Euroraums (Portugal, Spanien, Irland) und somit einen Kollaps der Währungsunion – zu verhindern.

Die vorherrschende Interpretation der Krise durch den *Mainstream* der Wirtschaftswissenschaften und der Politik sieht die hohe und steigende Staatsverschuldung sowie das Scheitern des Stabilitäts- und Wachstumspaktes (SWP) bei der Beschränkung der öffentlichen Haushaltsdefizite als wesentliche Ursachen für die Krise, die daher in der Zukunft behoben werden müssen. Aus dieser Sicht stellen fiskalpolitisch unverantwortliche Regierungen, die zu hohe öffentliche Defizite in Kauf genommen haben, die eigentliche Bedrohung für die Existenz des Euroraums dar.

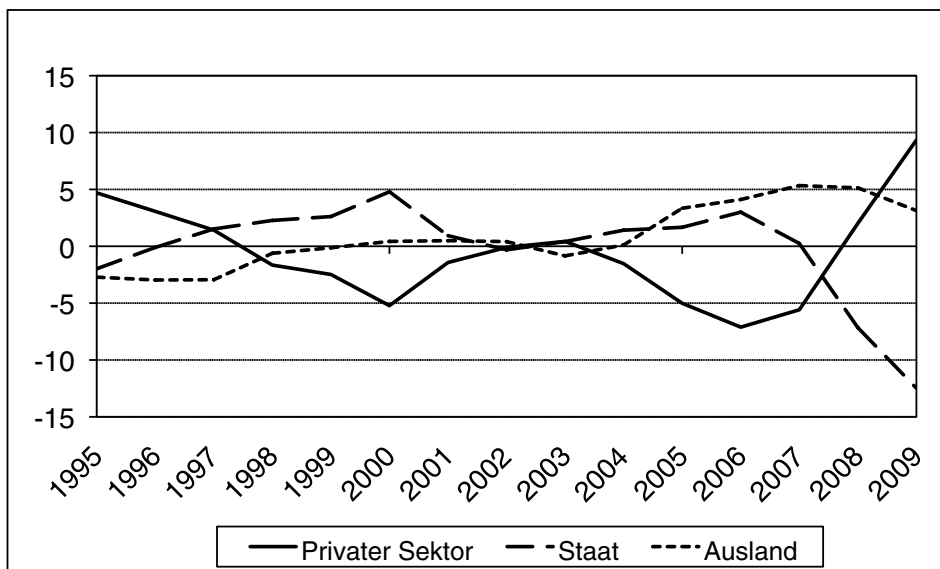
Ein kurzer Blick auf die Daten lässt jedoch sofort Zweifel an dieser Sichtweise aufkommen.²⁶ Irland und Spanien hatten z. B. vor der Krise keinerlei Probleme mit dem SWP. Irland wies im Jahr 2006 einen Überschuss im gesamtstaatlichen Haushalt von 3 Prozent des BIP auf, und Spanien hatte 2007 einen gesamtstaatlichen Überschuss von 1,9 Prozent des BIP zu verzeichnen. Im Jahr 2007 betrug die öffentliche Schuldenstandsquote 25 Prozent in Irland und 36 Prozent in Spanien – beide Länder lagen also deutlich unterhalb eines Anteils der öffentlichen Verschuldung am BIP von 60 Prozent! Anhand der Kriterien des SWP war also weder in Irland noch in Spanien das Risiko eines Staatsbankrotts zu vermuten. Dass diese Länder trotzdem in Schwierigkeiten geraten sind, hat vielmehr mit einem anderen Ungleichgewicht zu tun: Ähnlich wie in den USA hatte sich in der

Abbildung 9: Sektorale Finanzierungssalden als Anteil am nominalen BIP, Spanien 1995-2009



Quelle: AMECO-Datenbank der Europäischen Kommission, eigene Berechnungen.

Abbildung 10: Sektorale Finanzierungssalden als Anteil am nominalen BIP, Irland 1995-2009



Quelle: AMECO-Datenbank der Europäischen Kommission, eigene Berechnungen.

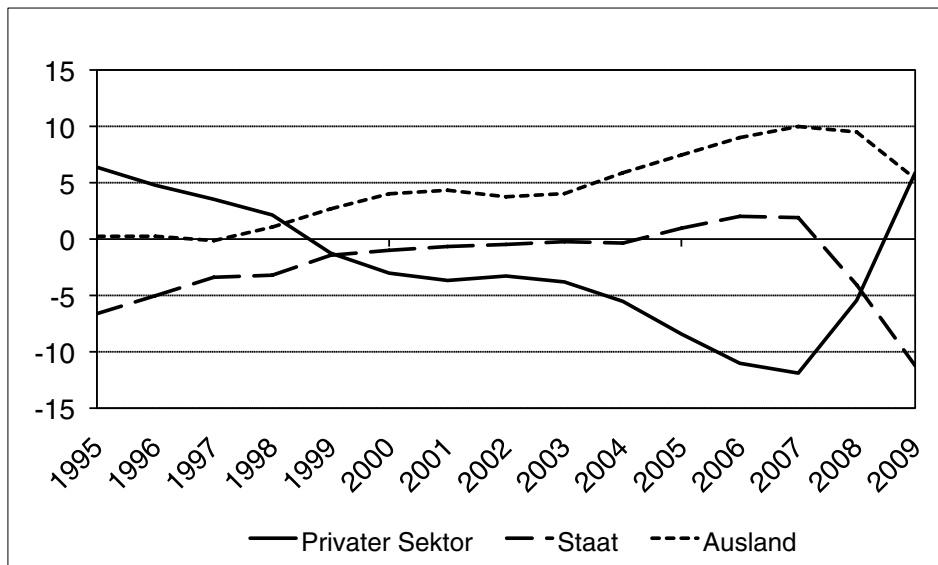
Prosperitätsphase vor der Krise eine übermäßige Verschuldung des Privatsektors aufgebaut, teilweise wegen des Immobilienpreisbooms.

Die Abbildungen 9 und 10 zeigen die Finanzierungssalden des Privatsektors, des öffentlichen Sektors und des Auslandes jeweils für Spanien und Irland. In beiden Ländern, besonders ausgeprägt in Spanien, zeigen sich vor der Krise hohe Finanzierungsdefizite des Privatsektors (mehr als 5 Prozent des BIP in Irland und mehr als 10 Prozent des BIP in Spanien), die von Überschüssen des öffentlichen Sektors und in einem hohen Maße von Leistungsbilanzdefiziten, d. h. Finanzierungsüberschüssen des Auslandes, begleitet wurden. In der Krise bildete der private Sektor dann rasch Überschüsse, und der öffentliche Finanzierungssaldo wurde als Folge der passiven und aktiven Stabilisierung der Volkswirtschaften durch den Staat deutlich negativ. Nicht nachhaltige Staatsfinanzen sind also in beiden Fällen das Resultat von nicht nachhaltigen privaten Finanzierungssalden und damit verbundenen nicht nachhaltigen Leistungsbilanzdefiziten.

Wirft man einen Blick auf die beiden anderen sogenannten PIGS-Länder, so ergibt sich ein ähnliches Muster. In Portugal und Griechenland wiesen die inländischen Sektoren, privater Sektor und Staat, seit Beginn der Währungsunion erhebliche Defizite auf (Abbildungen 11 und 12). Diese Defizite wurden durch Kapitalzuflüsse aus dem Ausland und daher durch Leistungsbilanzdefizite in Höhe von etwa 10 Prozent des BIP in Portugal und von etwa 12 Prozent des BIP in Griechenland finanziert. In der Krise erhöhte der Staat seine Defizite, um einen Kollaps der Volkswirtschaft abzuwenden, und der private Sektor reduzierte seine Defizite (Portugal) oder erzielte sogar wieder Überschüsse (Griechenland). Dieses sind die Hintergründe des Problems der öffentlichen Verschuldung in diesen Ländern.

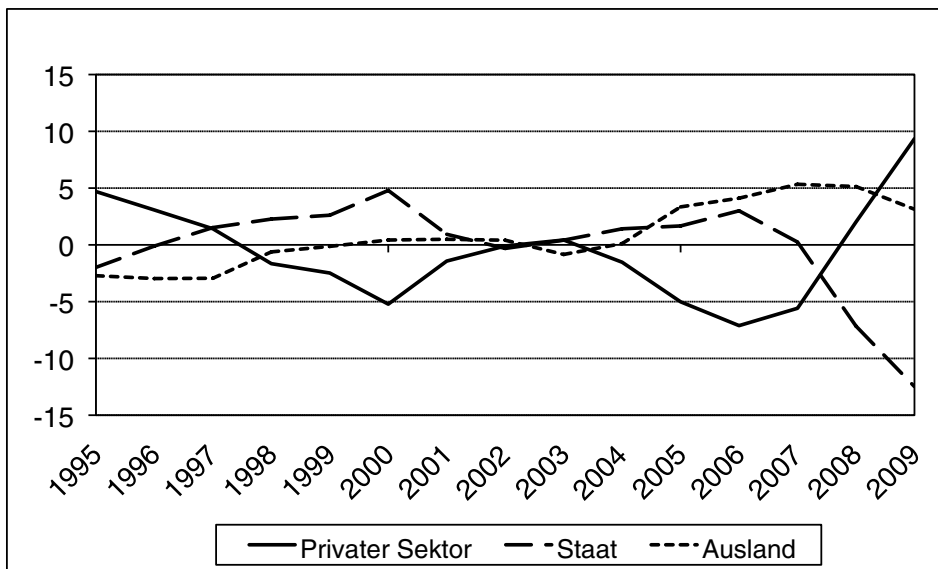
Die Eurokrise sollte daher mehr als Ergebnis der vorhergehenden übermäßigen Finanzierungsdefizite des privaten Sektors und der damit einhergehenden Leistungsbilanzdefizite in den betroffenen Ländern interpretiert werden und nicht als das Ergebnis exzessiver öffentlicher Haushaltsdefizite. In den vier hier angesprochenen Ländern hat der private Sektor in der Phase vor der Krise mehr ausgegeben, als er eingenommen hat. Dies ging entweder mit Überschüssen des öffentlichen Sektors einher (Spanien, Irland) oder wurde durch Defizite des öffentlichen Sektors verstärkt (Portugal, Griechenland), wodurch sich letztlich hohe und nicht aufrechtzuerhaltende Leistungsbilanzdefizite ergaben. Den Leistungsbilanzdefiziten in diesen Ländern müssen Leistungsbilanzüberschüsse in anderen Ländern gegenüberstehen. Und da die Leistungsbilanz des Euroraums in etwa ausgeglichen ist, sind die Überschussländer innerhalb der Währungsunion zu suchen. In diesen Ländern weist der private Sektor Finanzierungsüberschüsse auf, die durch Defizite des öffentlichen Sektors nicht aufgenommen und daher nicht im Land verwendet werden – entweder

Abbildung 11: Sektorale Finanzierungssalden als Anteil am nominalen BIP, Portugal 1995-2009



Quelle: AMECO-Datenbank der Europäischen Kommission, eigene Berechnungen.

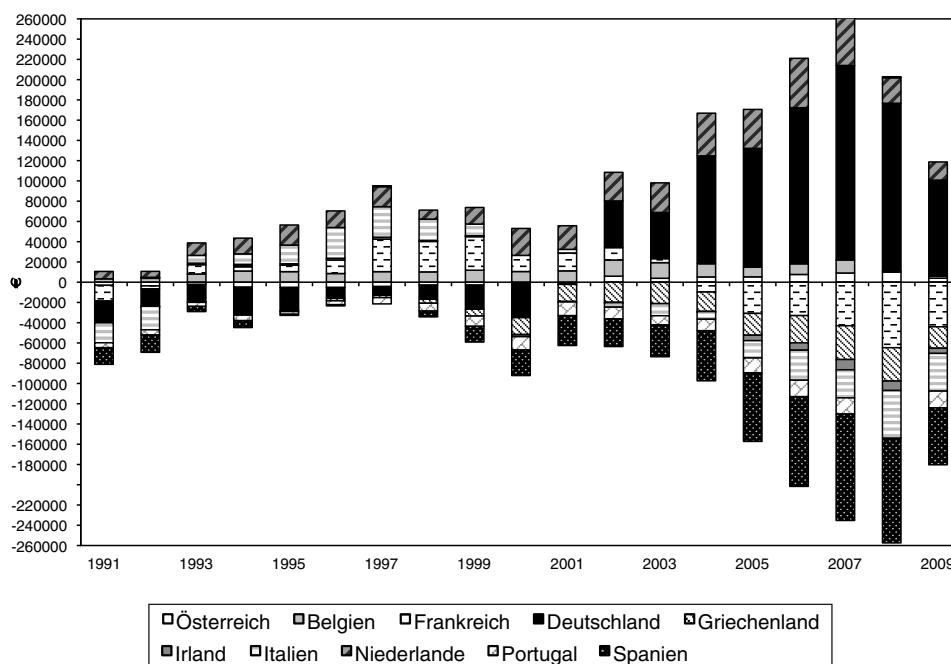
Abbildung 12: Sektorale Finanzierungssalden als Anteil am nominalen BIP, Griechenland 1995-2009



Quelle: AMECO-Datenbank der Europäischen Kommission, eigene Berechnungen.

mangels politischen Willens oder auf Grund der Beschränkungen durch den SWP. Die inländischen Finanzierungsüberschüsse erzwingen daher Finanzierungsdefizite des Auslandes, d. h. Leistungsbilanzüberschüsse des Inlandes und entsprechende Defizite des Auslandes. Innerhalb des Euroraums gibt es vier Länder, für die diese Beschreibung zutrifft: Deutschland, die Niederlande, Österreich und Belgien, wobei Deutschland als größte Volkswirtschaft des Währungsraum das bedeutendste ist.

Abbildung 13: Leistungsbilanzüberschüsse und -defizite in Mio. ECU/Euro für ausgewählte Länder des Euroraums 1991-2009



Quelle: AMECO-Datenbank der Europäischen Kommission, eigene Berechnungen.

Abbildung 13 stellt die Ungleichgewichte im Euroraum anhand der Leistungsbilanzüberschüsse und -defizite ausgewählter Mitgliedsländer dar. Diese Ungleichgewichte haben sich seit Einführung des Euros im Jahr 1999 bis zum Beginn der Krise im Jahr 2007 deutlich verstärkt. Für die meisten Länder, mit der Ausnahme von Irland, wird die Entwicklung der Leistungsbilanz durch die Handels- und Dienstleistungsbilanz bestimmt, d. h. durch die Nettoexporte von Waren und Dienstleistungen. Tabelle 1 zeigt, dass, mit Ausnahme von Irland, die Länder mit Leistungsbilanzdefiziten im Durchschnitt der Jahre 1999 bis 2007 negative Wachstumsbeiträge der Nettoexporte aufwiesen, wohingegen die Länder mit Leistungsbilanzüberschüssen positive Wachstumsbeiträge der Nettoexporte zu verzeichnen hatten.

Die Handels- und Dienstleistungsbilanz wird wesentlich durch zwei Faktoren bestimmt: die Entwicklung der Inlandsnachfrage relativ zur Auslandsnachfrage und die internationale preisliche Wettbewerbsfähigkeit der inländischen Produzenten gegenüber den Handelspartnern. Als Kennziffer für den ersten Faktor ziehen wir den Wachstumsbeitrag der realen Inlandsnachfrage im Durchschnitt der Jahre von 1999 bis 2007 heran und vergleichen diesen mit dem Durchschnitt dieses Wertes für den Euroraum vor der Erweiterung (EU-12) (Tabelle 1). Von den Ländern mit Leistungsbilanzüberschüssen lag insbesondere in Deutschland der Wachstumsbeitrag der Inlandsnachfrage erheblich unterhalb des EU-12-Durchschnitts. Auch Österreich wies einen deutlich geringeren Wachstumsbeitrag der Inlandsnachfrage auf, und in Belgien und den Niederlanden lag er leicht unterhalb des EU-12-Durchschnitts. Von den Ländern mit Leistungsbilanzdefiziten waren die Wachstumsbeiträge der Inlandsnachfrage in Irland, Spanien und Griechenland weitaus größer als im EU-12-Durchschnitt. Portugal hingegen wies unterdurchschnittliche Werte auf, die sogar ein wenig unter denen von Belgien und den Niederlanden lagen.

Für den zweiten Einflussfaktor auf die Handels- und Dienstleistungsbilanzentwicklung und damit auf die Entwicklung der Leistungsbilanz, die preisliche internationale Wettbewerbsfähigkeit, ziehen wir die Entwicklung der nominalen Lohnstückkosten heran (Tabelle 1). Von den Überschussländern weist Deutschland das geringste Lohnstückkostenwachstum im Durchschnitt der Jahre 1999 bis 2007 auf: Die Lohnstückkosten stagnierten fast. Österreich folgte dem deutschen Vorbild bis 2004, seitdem hat sich das Lohnstückkostenwachstum ein wenig beschleunigt, es liegt jedoch deutlich unterhalb des EU-12-Durchschnitts. In Belgien stiegen die Lohnstückkosten in etwa genauso wie im EU-12-Durchschnitt, wohingegen der Anstieg in den Niederlanden im Durchschnitt deutlich höher lag. Dies wurde jedoch fast ausschließlich durch den raschen Anstieg in den ersten Jahren der Währungsunion verursacht; seit 2003 ist das Lohnstückkostenwachstum deutlich zurückgegangen. Wirft man einen Blick auf die Länder mit Leistungsbilanzdefiziten, so ergibt sich ein klares Bild. Das Lohnstückkostenwachstum war in allen hier untersuchten Ländern höher als im Durchschnitt der EU-12. Es sollte jedoch betont werden, dass in allen Ländern das durchschnittliche Lohnstückkostenwachstum in der Zeit von 1999 bis 2007 nur leicht über dem Wert von 2 Prozent lagen, der mit dem Inflationsziel der EZB verträglich ist (2,6 Prozent in Portugal und Griechenland, 3 Prozent in Spanien und 3,1 Prozent in Irland). Der Durchschnitt der EU-12 lag hingegen mit 1,6 Prozent unterhalb der Rate, die mit der Zielinflationsrate der EZB vereinbar ist. Die relativen Inflationsraten spiegeln die Unterschiede im Lohnstückkostenwachstum wider. Während die Länder mit den Leistungsbilanzüberschüssen, mit der Ausnahme der Niederlande, Inflationsraten unterhalb des EU-12-Durchschnitts aufwie-

Tabelle 1: Makroökonomische Indikatoren für Ungleichgewichte im Euroraum, Werte für ausgewählte Länder 1999-2007

	Öster- reich	Belgien	Deutsch- land	Nieder- lande	EU-12	Griechen- land	Irland	Portugal	Spanien
Reales BIP, $\emptyset$ Wachstum, in %	2,4	2,3	1,5	2,5	2,2	4,1	6,6	1,7	3,7
Inlandsnachfrage, $\emptyset$ BIP-Wachstumsbeiträge in %-pkt.	1,5	1,9	0,6	1,9	2,1	4,6	5,2	1,8	4,8
Handels- u. Dienstl.bilanz, $\emptyset$ BIP-Wachstumsbeiträge in %-pkt.	0,8	0,4	0,9	0,6	0,1	-0,5	1,5	-0,1	-1,0
Nominale Lohnstückkosten, $\emptyset$ Wachstum, in %	0,6	1,6	0,2	2,2	1,6	2,8	3,1	2,8	3,0
HVPI, $\emptyset$ Wachstum, in %	1,7	2,0	1,6	2,4	2,1	3,1	3,4	2,9	4,2
Leistungsbilanzsaldo, $\emptyset$ in % d. BIP	1,4	4,4	2,9	6,8	0,4	-11,4	-1,5	-9,2	-5,7
Handels- u. Dienstl.-bilanzsaldo, $\emptyset$ in % des BIP	3,6	4,3	3,9	6,7	1,6	-11,2	13,7	-8,7	-3,8

Quelle: AMECO-Datenbank der Europäischen Kommission, eigene Berechnungen.

sen, lagen die Inflationsraten in den Ländern mit Leistungsbilanzdefiziten deutlich über dem EU-12-Durchschnitt.²⁷

Auf der Grundlage unserer Analyse lassen sich die folgenden Schlussfolgerungen ziehen: Das neomerkantilistische makroökonomische Politikregime des größten Landes des Euroraums, Deutschland, ist eine wesentliche Ursache für die Ungleichgewichte der Leistungsbilanzen im Euroraum, die wiederum der Eurokrise zugrunde liegen. Das geringe Wachstum der Inlandsnachfrage in Deutschland und die durch die extreme Lohnmoderation stetig steigende internationale preisliche Wettbewerbsfähigkeit deutscher Produzenten haben sich zu einem Sprengsatz für die Währungsunion entwickelt. Die anderen Länder des Euroraums haben dadurch verstärkt Schwierigkeiten, ihre Exporte aufrechtzuerhalten, und sehen sich andererseits steigenden Importen ausgesetzt, wodurch ihre Handels- und Dienstleistungsbilanzen und damit auch die Leistungsbilanzen ins Defizit getrieben werden. Diese Konstellation wurde dadurch verschlimmert, dass dem deutschen Beispiel von einigen kleineren Euroraum-Ländern, insbesondere von Österreich, aber auch den Niederlanden und Belgien, gefolgt wurde. Dies bedeutet jedoch nicht, dass das deutsche makroökonomische Politikregime der einzige Grund für die Ungleichgewichte im Euroraum ist. Auch die Immobilienpreisblasen, insbesondere in Spanien und Irland, und die inadäquaten Fiskalpolitiken und Lohnentwicklungen in den Defizitländern haben zu den Ungleichgewichten beigetragen. Der deutsche Neomerkantilismus war und ist jedoch eine wesentliche Ursache der Ungleichgewichte, und eine Weiterverfolgung dieser Strategie durch das größte Mitgliedsland der Währungsunion in der Zukunft würde es unmöglich machen, diese Ungleichgewichte zu korrigieren.

3. Wirtschaftspolitische Reaktionen in der Krise und Entwicklungsperspektiven²⁸

Die globale finanz- und realwirtschaftliche Krise führte zu einer bemerkenswert schnellen und starken politischen Reaktion in vielen Ländern.²⁹ Als sofortige Maßnahme haben die Zentralbanken die Geldmärkte massiv mit Liquidität versorgt und dabei ihre Funktion als *Lender of Last Resort* wahrgenommen. In vielen Fällen mussten Rettungspakete für den Finanzsektor ein Zusammenbrechen des gesamten Finanzsystems verhindern. Je nach Land schalteten Geld- und Fiskalpolitik in unterschiedlichem Ausmaß auf Expansion und stellten sich der realwirtschaftlichen Krise entgegen. Auch wenn viele Details der gewählten Maßnahmen sicherlich kritikwürdig sind, steht doch außer Zweifel, dass die generelle Richtung eines Großteils der Maßnahmen angesichts der Tiefe der Krise angemessen war.

Aus der Sicht des vorliegenden Beitrags ist die entscheidende Frage jedoch, ob die gewählten makroökonomischen Politikmaßnahmen auch zur Korrektur der im vorherigen Abschnitt beschriebenen langfristigen Ungleichheiten und Ungleichgewichte beitragen. Falls nicht, werden die Hauptursachen der gegenwärtigen Krise auch nach der Krise vorhanden sein, was wiederum bedeutet, dass die Aussichten für eine nachhaltige und erfolgreiche Entwicklung der Weltwirtschaft getrübt werden. Wie die folgende kurze Analyse deutlich macht, ist zumindest für die beiden wichtigen Volkswirtschaften, die in diesem Beitrag im Vordergrund stehen, die USA und Deutschland – und mit Letzterem automatisch auch für den Euroraum –, keine signifikante Änderung im allgemeinen Muster der Wirtschaftspolitik erkennbar.

Die Rezession in Deutschland war erheblich stärker als in den USA, wo die Krise ihren Ursprung nahm. 2009 fiel das jährliche reale BIP um 5 Prozent in Deutschland, aber nur um 2,4 Prozent in den USA.³⁰ Der Hauptgrund dafür war, dass Deutschland als neomerkantilistische Volkswirtschaft hauptsächlich von der Exportnachfrage abhängt und damit besonders stark vom globalen Abschwung und der dramatisch fallenden globalen Exportnachfrage getroffen wurde.

Betrachtet man die makroökonomischen Reaktionen, so zeigte die Zinspolitik der betrachteten Zentralbanken ein ähnliches Muster wie schon in der Rezession 2000/01.³¹ Während die US Federal Reserve schnell und drastisch mit Leitzinssenkungen von 5,25 Prozent in der zweiten Hälfte von 2007 auf 0,25 Prozent Anfang 2009 begann, nahm die EZB erneut die abwartende Haltung ein, die sie bereits in der vorangegangenen Rezession gezeigt hatte. Im Juli 2008, als der dramatische ökonomische Abschwung eigentlich nicht mehr ignoriert werden konnte, hob die EZB sogar den Leitzins um 0,25 Basispunkte auf 4,25 Prozent an, mit der Begründung angeblicher inflationärer Gefahren. Allerdings war klar, dass der starke Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) seit Herbst 2007 fast komplett auf den Anstieg der Ölpreise zurückzuführen war. Klare Signale für Zweitrundeneffekte waren nicht zu erkennen, da das Nominallohnwachstum moderat blieb. Die EZB begann dann erst Ende 2008 damit, die Zinsen zu senken, als die Rezession schon eingesetzt hatte und die Ölpreise – und damit das HVPI-Wachstum – begonnen hatte zu fallen. Erst 2009 sank der Leitzins dann auf 1 Prozent, wo er seither verharrt.

Bezüglich der Fiskalpolitik konnte in den USA eine schnelle und massive diskretionäre Reaktion mit einem expansiven Konjunkturpaket von – gemäß OECD (2009) – nahezu 6 Prozent des BIP für den Zeitraum von 2008 bis 2010 beobachtet werden. Im Gegensatz zu früheren Rezessionen³² hat die Fiskalpolitik auch in Deutschland in einer bemerkenswerten antizyklischen Art und Weise auf die Krise reagiert. Nach einiger Verzö-

gerung und nach einigen lediglich kosmetischen Maßnahmen wurde in den ersten Monaten des Jahres 2009 ein substanzielles Konjunkturpaket beschlossen. Insgesamt beträgt der diskretionäre expansive Impuls der Fiskalpolitik etwa 1,5 Prozent des BIP im Jahr 2009 und 1,0 Prozent im Jahr 2010.³³ Im Vergleich zur üblichen deutschen fiskalpolitischen Reaktion, die traditionell prozyklisch restriktiv in Krisen zu sein pflegt, ist dies sicherlich eine bemerkenswert positive Entwicklung. Allerdings gibt es auch zwei wesentliche Probleme: Erstens war die US-Fiskalpolitik sowohl diskretionär als auch insgesamt stärker ausgeprägt. Zweitens wurde als Bedingung für die Verabschiedung des Konjunkturpaketes die sogenannte Schuldenbremse ins Grundgesetz aufgenommen, die den Spielraum für fiskalpolitische Maßnahmen in Deutschland in Zukunft erheblich einschränken wird und ab dem Jahr 2011 einen restriktiven Konsolidierungskurs ohne Rücksicht auf die ökonomische Situation erfordern wird.

Hinsichtlich der Lohnpolitik und der Entwicklung der Lohnstückkosten als Hauptdeterminante für Preise und Inflation besteht die ernsthafte Gefahr einer Deflation in beiden betrachteten Ländern – und damit auch im Euroraum. Geschwächte Gewerkschaften und die steigende (Gefahr von) Arbeitslosigkeit haben einen Abwärtsdruck auf das Wachstum der nominalen Arbeitnehmerentgelte in den USA ausgeübt, und mit der zu erwartenden Beschleunigung des Produktivitätswachstums im Zuge der konjunkturellen Belebung wird daraus ein negatives nominales Lohnstückkostenwachstum und damit ein deflationärer Druck für die Zukunft resultieren.³⁴ Trotz der bemerkenswert stabilen Arbeitslosigkeit in Deutschland seit Beginn der Krise bleibt insbesondere das deutsche Lohnwachstum Hauptursache für Bedenken. Seit Ende der 1990er-Jahre hat dieses fast durchgehend die Lohnentwicklung im Durchschnitt des Euroraums unterschritten und wird damit über die nächsten Jahre absehbar fortfahren.³⁵ In einer schwachen wirtschaftlichen Situation wie der gegenwärtigen Krise wird dies einen erheblichen Abwärtsdruck auf die Löhne in den anderen Ländern des Euroraums ausüben, was ein hohes Deflationsrisiko für Deutschland und den Euroraum als Ganzes birgt. Für das Jahr 2010 wird bereits eine negative Wachstumsrate der nominalen Lohnstückkosten erwartet, sowohl für Deutschland als auch für den gesamten Euroraum. Falls der Ausstieg aus der fiskal- und geldpolitischen Expansion zu früh und/oder zu stark erfolgt, droht daher der gesamte Euroraum in eine längere Phase deflationärer Stagnation zu fallen.

Fasst man kurz zusammen, so lässt sich festhalten, dass trotz der sehr expansiven makroökonomischen Anti-Krisenpolitik in den USA ein ernsthaftes Deflationsrisiko für die dortige Wirtschaft besteht. Und es bleibt eine offene Frage, wann die expansive Fiskalpolitik aus politischen Gründen beendet werden muss und damit die aggregierte Nachfrage wieder gedämpft wird. Während die Zinspolitik der EZB wieder nicht zur Stabili-

sierung der Wirtschaft beitrug, war die Fiskalpolitik sowohl in Deutschland als auch im Euroraum expansiver als in vergangenen Rezessionen, wird aber voraussichtlich schon bald wieder äußerst restriktiv werden. Zusammen mit dem Druck auf die Löhne könnte dies eine deflationäre Stagnation verursachen. Sollte sich diese Einschätzung bewahrheiten, dann werden Deutschland und der Euroraum künftig sicherlich nicht dazu beitragen, die USA als Motor für globale Nachfrage und globales Wachstum abzulösen. Die Ungleichgewichte im Euroraum werden sich zudem weiter verstärken, und die Risiken eines Kollapses der Währungsunion werden zunehmen.

4. Anforderungen für einen keynesianischen *New Deal* für Europa und die Weltwirtschaft

Auf Grundlage unserer bisherigen Analyse können wir nicht erwarten, dass die Weltwirtschaft nach erfolgreicher kurzfristiger Stabilisierung wieder auf den dynamischen Vor-Krisen-Wachstumspfad zurückkehrt, der durch den schuldenfinanzierten Konsum in den USA angetrieben worden war. Die private Verschuldung wird in den USA eingeschränkt werden. Dies zeigt sich bereits in der Entwicklung des Finanzierungssaldos des privaten Sektors, welcher schnell von einem substanziellen Defizit von fast 4 Prozent des BIP im Jahr 2006 auf einen Überschuss von 4 Prozent des BIP im Jahr 2008 umschwenkte (Abbildung 6). Und während die US-Regierung in den nächsten Jahren vielleicht Budgetdefizite von rund 10 Prozent des BIP aufrechterhalten mag, die das Sinken der privaten Konsumausgaben kompensieren, so wird sie dies gewiss nicht über einen längeren Zeitraum aufrechterhalten können. Deshalb werden die USA kaum mehr in der Lage sein, als Motor für die Weltnachfrage zu agieren, und sie werden in dieser Rolle daher insbesondere von den jetzigen Überschuss-Ländern unterstützt bzw. abgelöst werden müssen.³⁶ Was dafür benötigt wird, ist ein globaler keynesianischer *New Deal*, der gleichzeitig auf alle drei Ursachen der aktuellen Krise abzielt, d. h. auf die unzureichende Regulierung der Finanzmärkte, die Ungleichheiten in der Einkommensverteilung und die Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen im globalen Rahmen.³⁷ Dieser globale keynesianische *New Deal* muss auf europäischer Ebene durch einen *New Deal* für die Europäische Union ergänzt werden, der die Ungleichgewichte innerhalb des Euroraums bekämpft und das restriktive makroökonomische Politikregime überwindet. Dieser *New Deal* sollte dabei als Politikpaket verstanden werden,³⁸ das folgende Elemente enthält: erstens eine Re-Regulierung des Finanzsektors, um die Wahrscheinlichkeit zukünftiger Finanzkrisen zu reduzieren; zweitens eine Reorientierung der makroökonomischen Politik insbesondere in den Leistungsbilanzüberschuss-Ländern; und drittens eine Rekonstruktion der

internationalen makroökonomischen Politikkoordinierung – insbesondere auf europäischer Ebene – sowie eine neue Weltfinanzordnung.

4.1 Re-Regulierung des Finanz- (und Real-)Sektors

Die Re-Regulierung des Finanzsystems erfordert eine Reihe von Maßnahmen, die auf die Wiederherstellung der Funktionsfähigkeit des Finanzsektors im Sinne der Finanzierung der realen ökonomischen Aktivität abzielen sollten.³⁹ Sie weist mindestens drei Dimensionen auf:

Erstens beinhaltet die Re-Regulierung des Finanzsektors Maßnahmen, welche die Transparenz auf den Finanzmärkten steigern, um die Probleme asymmetrischer Informationen, asymmetrischer Erwartungen und damit fundamentaler Unsicherheiten zu reduzieren, die diesen Märkten inhärent sind und zur aktuellen Krise beigetragen haben. Hierzu gehören die Standardisierung und Überwachung aller Finanzprodukte, um die Transparenz in dem Markt zu erhöhen. Transaktionen außerhalb der Bilanzen sollten verboten werden und alle Finanzintermediäre (Banken, Versicherungen, *Hedge-Fonds*, *Private Equity Fonds* etc.) sollten national und international überwacht werden. Da das *Rating* als öffentliches Gut betrachtet werden kann, sollten unabhängige öffentlicher *Rating-Agenturen* an die Stelle der gegenwärtig dominierenden privaten Agenturen treten. Die Diversität des Bankensektors sollte vertieft werden, um dessen Widerstandsfähigkeit zu erhöhen. Zu diesem Zweck sollten öffentlich-rechtliche und genossenschaftliche Banken gestärkt werden, die Kredite für Haushalte und kleinere und mittlere Unternehmen bereitstellen und hier mit privaten Banken im Wettbewerb stehen. Finanzinstitute mit systemischer Relevanz sollten verstaatlicht werden, weil die Stabilität dieser Institutionen ebenfalls als öffentliches Gut betrachtet werden kann.

Zweitens sollte die Re-Regulierung den ökonomischen Akteuren im Finanz- ebenso wie im realwirtschaftlichen Sektor Anreize setzen, langfristiges Wachstum statt kurzfristige Gewinne anzustreben. Hierunter fällt eine Reihe von Maßnahmen. Die Möglichkeiten der Verbriefungen sollten deutlich reduziert werden, um *Originate and Distribute*-Strategien zu vermeiden, die eine wesentliche Ursache für die *Subprime Mortgage*-Krise in den USA waren. Banken sollten wieder dazu gebracht werden, ihre originären Aufgaben zu erfüllen: potenzielle Gläubiger und ihre Investitionsprojekte evaluieren, Kredite vergeben und die Verwendung von Krediten sowie die Erfüllung von Zahlungsverpflichtungen überwachen. Im Sektor der finanziellen und nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften sollte die Reduzierung oder das Verbot von Aktienrückkäufen Manager davon abhalten, die Aktienpreise zu manipulieren. Um die Kurzfristorientierung des Managements von Kapitalgesellschaften einzuschränken, sollten Aktienoptionen als Teil der Managementvergütung reduziert und mit einer ver-

längerten Mindesthaltedauer belegt werden. Um allgemein die kurzfristige Profitorientierung in Kapitalgesellschaften zugunsten einer langfristigen Orientierung an Produktivität steigernden Investitionen und Innovationen zurückzudrängen, sollten die Rechte anderer *Stakeholder* ausgebaut und die Mitbestimmungsrechte der abhängig Beschäftigten und ihrer Gewerkschaften erweitert werden.

Drittens sind Maßnahmen erforderlich, die die systemische Instabilität des Finanzsektors reduzieren. Hierzu zählen Eigenkapitalregulierungen für alle Finanzintermediäre, die – anders als die Basel II-Regulierung⁴⁰ – antizyklische Eigenschaften aufweisen und die im Durchschnitt die Hebelwirkung von Krediten reduzieren und damit eine höhere Eigenkapitalbasis erfordern.⁴¹ Dies sollte die Widerstandsfähigkeit des Finanzsektors in Krisenphasen erhöhen. Dem gleichen Zweck dienen *Asset Based Reserve Requirements* für alle Finanzintermediäre.⁴² Sie weisen ebenfalls automatische antizyklische Eigenschaften auf. Differenzierte Reservesätze können zudem eingesetzt werden, um eine Überhitzung und die Bildung von Blasen in bestimmten Märkten zu vermeiden, aber auch, um Kredite und Investitionen in gesellschaftlich gewünschte Bereiche zu lenken. Letztlich sollten die Einführung einer allgemeinen Transaktionssteuer auf alle Finanztransaktionen⁴³ und eine allgemeine Besteuerung von Veräußerungsgewinnen – auch für Körperschaften – spekulative kurzfristige Finanzflüsse deutlich reduzieren und so zur Stabilität des Finanzsektors beitragen.

4.2 Reorientierung der makroökonomischen Wirtschaftspolitik

Die makroökonomische Wirtschaftspolitik, insbesondere in den Leistungsbilanzüberschuss-Ländern, muss sich in Richtung Stimulierung von Binnennachfrage, Beschäftigung und damit auch Importen reorientieren. Dafür müssen neomerkantilistische Strategien aufgegeben werden, vor allem in Deutschland, Japan und China. In Hein und Stockhammer (2009, 2010) wurde auf der Grundlage eines post-keynesianischen Modells ein makroökonomischer Politik-Mix abgeleitet, der als Gegenentwurf zum Neuen Konsensmodell verstanden werden kann und als Grundlage für die folgenden Vorschläge dient. Im „Neuen Konsens“ wird bekanntlich davon ausgegangen, dass das langfristige Niveau von Beschäftigung und Produktion durch die *NAIRU (Non-Accelerating-Inflation-Rate-of-Unemployment)* gegeben ist und damit nur durch Eingriffe in die Regulierung der Arbeitsmärkte und in die sozialen Sicherungssysteme verändert werden kann. Die Geldpolitik hat dort nur kurzfristig einen Einfluss auf die Beschäftigung und ist langfristig ausschließlich für die Stabilisierung der Inflation zuständig, und die Fiskalpolitik ist in der Erreichung dieses Ziels der Geldpolitik untergeordnet. Aus der hier zugrunde gelegten post-

keynesianischen Sicht hat die makroökonomische Politik hingegen nicht nur kurzfristige, sondern auch langfristige Wirkungen, und sie sollte daher in folgender Weise koordiniert werden:

Erstens sollte die Zinspolitik der Zentralbank auf den Versuch verzichten, kurzfristig die Beschäftigung und langfristig die Inflation feinzusteuern, wie es der Neue Konsens vorsieht. Zinssatzänderungen haben Kosteneffekte auf die Wirtschaft, die zur Erreichung kurzfristiger Inflationsziele effektiv sein können, insbesondere wenn die Wirtschaft unter einer akzelerierenden Inflation leidet. Aufgrund der Null-Untergrenze für den von der Zentralbank kontrollierten kurzfristigen Nominalzinssatz, einer möglichen Nichtweitergabe von Zinssenkungen durch die Geschäftsbanken bei steigender Unsicherheit sowie möglicherweise zinsunelastischer Investitionen wird die Zinspolitik in einer tiefen Krise mit akzelerierender Disinflation und letztlich Deflation jedoch wirkungslos. Selbst bei erfolgreicher Inflationssteuerung durch Zinssatzerhöhungen in der kurzen Frist wird aufgrund der Kosteneffekte gestiegener Zinssätze langfristig der der Inflation zugrunde liegende Verteilungskonflikt erneut angefacht und damit das Inflationsproblem erneut generiert, was dann weitere Zinssatzerhöhungen zur kurzfristigen Eindämmung nach sich ziehen kann. Um dies zu vermeiden, sollten Zentralbanken geringe reale Zinssätze anstreben. So werden makroökonomisch dämpfende Kosten- und Verteilungseffekte zu Lasten von Unternehmen und abhängig Beschäftigten und zugunsten von Rentiers verhindert.⁴⁴ Ein leicht positiver realer Zinssatz unterhalb der langfristigen Produktivitätswachstumsrate (und bei konstanter Bevölkerung damit unterhalb des realen BIP-Wachstums) scheint ein angemessenes Ziel zu sein: Das reale Finanzvermögen der Rentiers wird gegen Inflation geschützt, aber eine Umverteilung zugunsten des produktiven Sektors und zu Lasten der Rentiers sollte sich positiv auf reale Investitionen, Beschäftigung und Wachstum auswirken. Weiters müssen Zentralbanken in Zeiten von Liquiditätskrisen als *Lender of Last Resort* agieren, und sie sollten in die Regulierung und Überwachung des Finanzsektors eingebunden werden, wie im vorangegangenen Abschnitt vorgeschlagen. Dies beinhaltet die Definition von Kreditstandards im Rahmen der Refinanzierungsgeschäfte mit den Geschäftsbanken und die Implementierung von Reserveverpflichtungen für verschiedene Arten von Aktiva, um so Kredite in gewünschte Bereiche zu leiten und kreditfinanzierte Blasen in bestimmten Märkten zu vermeiden.

Zweitens sollte die Einkommens- und Lohnpolitik die Verantwortung für die nominale Stabilisierung übernehmen, d. h. stabile Inflationsraten auf einem Niveau herstellen, das konsistent mit einer in etwa ausgeglichenen Leistungsbilanz ist. Letztendlich ist akzelerierende Inflation immer ein Ergebnis von ungelösten Verteilungskonflikten. Bei einem gegebenen Monopolgrad auf dem Gütermarkt und damit gegebenen Gewinnan-

sprüchen der Unternehmen sollten die Nominallöhne entsprechend der Summe aus langfristigem Wachstum der Arbeitsproduktivität und dem Inflationsziel steigen. Um ein solches nominales Lohnwachstum zu erreichen, scheinen ein hoher Grad von Lohnverhandlungskoordination auf der gesamtwirtschaftlichen Ebene und organisierte Arbeitsmärkte mit starken Gewerkschaften und Arbeitgeberverbänden erforderlich zu sein.⁴⁵ Ein gesetzlicher Mindestlohn, insbesondere in Ländern mit stark deregulierten Arbeitsmärkten und steigender Lohnungleichheit, wird der nominalen Stabilisierung auf der Makroebene zuträglich sein, abgesehen von seiner Wirkung auf Lohnungleichheiten. Eine weitere Deregulierung des Arbeitsmarktes, die die Gewerkschaften schwächt und den Reservationslohn, etwa durch Kürzung des Arbeitslosengeldes, senkt, wäre dagegen schädlich für die nominale Stabilisierung und würde einen zusätzlichen deflationären Druck auf die Wirtschaft ausüben.

Drittens sollte die Fiskalpolitik Verantwortung für die kurzfristige reale Stabilisierung, das langfristige Erreichen von Vollbeschäftigung sowie für eine gleichmäßigere Verteilung der verfügbaren Einkommen übernehmen. Dies hat mehrere Aspekte. Definitionsgemäß muss bei einem gegebenen Niveau von Wirtschaftsaktivität und Beschäftigung der Überschuss des privaten Sparens (S) über die privaten Investitionen (I) durch den Überschuss der Exporte (X) über die Importe (M) und durch den Überschuss der Staatsausgaben (G) über die Staatseinnahmen (T) absorbiert werden: $S - I = X - M + G - T$. Strebt man eine ausgeglichene Handels- und Dienstleistungsbilanz oder Leistungsbilanz an, so muss bei einem Überschuss des privaten Sparens über die privaten Investitionen das Haushaltsdefizit des Staates diesen Überschuss permanent absorbieren, um ein gewünschtes hohes Beschäftigungsniveau zu erreichen und aufrecht zu erhalten.⁴⁶ Wie seit Domar (1944) bekannt, wird ein permanentes Haushaltsdefizit des Staates bei einer konstanten BIP-Wachstumsrate den Anteil der öffentlichen Verschuldung am BIP gegen einen endlichen Wert konvergieren lassen. Man erhält daher keine laufend steigende Staatsschuldenquote. Bei geringen Zinssätzen, die die BIP-Wachstumsrate und damit die Wachstumsrate des Steueraufkommens unterschreiten, vermeidet man zudem makroökonomisch dämpfende Umverteilungen zugunsten der Rentiers. Dauerhafte Budgetdefizite sollten zur Finanzierung öffentlicher Investitionen im weiteren Sinne dienen (inklusive öffentliche Beschäftigung), insbesondere in den Bereichen der öffentlichen Infrastruktur und der öffentlichen Bildung und Ausbildung auf allen Ebenen (Kindergarten, Schulen, Universitäten), um so die erforderlichen strukturellen Änderungen in Richtung eines ökologisch-nachhaltigen, langfristigen Vollbeschäftigungswachstumspfad voranzutreiben. Abgesehen von dieser permanenten Rolle des Staatsdefizits, welches zugleich auch einen sicheren Hafen für private Ersparnisse bietet und somit die Finanzmärkte stabilisiert, sollte

eine antizyklische Fiskalpolitik – zusammen mit automatischen Stabilisatoren – die Wirtschaft angesichts aggregierter Nachfrageschocks stabilisieren. Zudem sollten progressive Einkommensteuern, relevante Vermögens- und Erbschaftssteuern sowie Sozialtransfers auf eine Umverteilung von Einkommen und Vermögen zugunsten der unteren Einkommens- und Vermögensschichten zielen, um so einerseits übermäßige Ersparnisse zu reduzieren und die private Nachfrage zu stabilisieren, ohne die Probleme der Überschuldung privater Haushalte zu generieren, und andererseits die Wirkung der automatischen Stabilisatoren zu verbessern.

4.3 Rekonstruktion der internationalen makroökonomischen Politikkoordinierung und eine neue Weltfinanzordnung

Um die im vorhergehenden Abschnitt aufgezeigten makroökonomischen Prinzipien erfolgreich zu implementieren und um die globalen Ungleichgewichte sowie die Ungleichgewichte innerhalb des Euroraums abzubauen, sind bedeutende Änderungen in der internationalen makroökonomischen Politikkoordinierung und in der Weltfinanzordnung erforderlich.

Auf europäischer Ebene erfordern die Reorientierung der makroökonomischen Politik und die makroökonomische Politikkoordinierung entsprechend der oben entworfenen Prinzipien grundlegende institutionelle Reformen. Die institutionellen Regelungen im Hinblick auf die EZB und ihre geldpolitische Strategie müssen soweit modifiziert werden, dass die EZB gezwungen ist, Verteilungs-, Beschäftigungs- und Wachstumseffekte ihrer Politik in Betracht zu ziehen und langfristig eine Geldpolitik mit dem Ziel geringer Zinssätze zu verfolgen. Hierbei sollte ein langfristiger Realzinssatz angestrebt werden, der unterhalb des durchschnittlichen Trendproduktivitätswachstums im Euroraum liegt. In einem ersten Schritt wäre eine Anpassung der hierarchischen Ziele der EZB mit der Priorität für die Preisniveaustabilität an den Zielkatalog der Federal Reserve hilfreich, der stabile Preise, maximale Beschäftigung und moderate langfristige Zinssätze als gleichberechtigte Ziele enthält.⁴⁷ Die EZB sollte zudem auf das Ziel der Stabilisierung des Finanzsektors festgelegt werden und die zu diesem Zweck erforderlichen Mittel einsetzen, insbesondere die oben genannten *Asset Based Reserve Requirements*.

Der Stabilitäts- und Wachstumspakt auf europäischer Ebene, der mit dem gesamtstaatlichen Haushaltsdefizit eine von der Wirtschaftspolitik nicht direkt kontrollierbare Größe in den Mittelpunkt stellt und so eine prozyklische Fiskalpolitik in den Mitgliedsländern erzwingt, muss durch eine Koordinierungsmethode nationaler Fiskalpolitiken ersetzt werden, die eine kurzfristige und langfristige reale Stabilisierung durch die Fiskalpolitik ermöglicht. In Hein/Truger (2007b) haben wir eine Koordinierung von langfristigen Ausgabenpfaden für nicht-zyklische Staatsausgaben vor-

geschlagen, d. h. jener Komponenten der Ausgaben, die unter der Kontrolle der Wirtschaftspolitik stehen. Solche Ausgabenpfade können darauf ausgerichtet werden, die aggregierte Nachfrage im Euroraum auf Vollbeschäftigungsniveau zu stabilisieren, und automatische Stabilisatoren plus diskretionäre antizyklische Fiskalpolitik stünden zur Dämpfung von Nachfrageschocks zur Verfügung. Um die Leistungsbilanzungleichgewichte innerhalb der Währungsunion zukünftig zu vermeiden, müssten die nationalen Ausgabenpfade so ausgerichtet sein, dass bei einer gegebenen Steuer- und Abgabenquote die öffentlichen Defizite im Durchschnitt über einen Konjunkturzyklus in etwa dem Überschuss der privaten Ersparnis über die privaten Investitionen entsprechen und so eine ausgeglichene Leistungsbilanz bei einem hohen Beschäftigungsstand ermöglichen. Da sich die Wachstumspfade innerhalb der Währungsunion aufgrund der unterschiedlichen Produktivitätsniveaus und der damit verbundenen – möglicherweise unvollständigen – Aufholprozesse mittelfristig unterscheiden werden, ist es vermutlich schwierig, exakt ausgeglichene Leistungsbilanzen anzusteuern. Die Koordination der Fiskalpolitiken und der öffentlichen Defizite sollte daher tolerierbare Leistungsbilanzdefizite, die aus Aufholprozessen resultieren, berücksichtigen, allerdings auch strikt begrenzen.⁴⁸

Angesichts der gegenwärtigen massiven Ungleichgewichte innerhalb des Euroraums fällt der Fiskalpolitik in den Überschussländern eine entscheidende Rolle bei der Überwindung dieser Ungleichgewichte und damit der Ursachen für die Eurokrise zu. Die Überschussländer müssen in der gegenwärtigen Konstellation ihre Haushaltsdefizite erhöhen und so den Defizitländern ermöglichen, ihre Leistungsbilanz- und öffentlichen Haushaltsdefizite zu reduzieren.

Die in der EU und dem Euroraum weiterhin dominierende Orientierung der Arbeitsmarkt- und Sozialpolitik auf die Deregulierung und Flexibilisierung des Arbeitsmarktes muss aufgegeben werden zugunsten der Reorganisation von Arbeitsmärkten, der Stabilisierung von Gewerkschaften und Arbeitgeberverbänden und einer europaweiten Mindestlohngesetzgebung. Hierdurch könnte der institutionelle Rahmen hergestellt werden, der eine nominal stabilisierende Lohnpolitik im Euroraum ermöglicht: Nominallöhne sollten entsprechend der Summe aus dem nationalen Produktivitätstrend und der Zielinflationsrate für den gesamten Währungsraum steigen. In einer Übergangsphase, in der die Leistungsbilanzungleichgewichte innerhalb des Euroraums abgebaut werden müssen, sollten die Lohnzuwächse in den Leistungsbilanzüberschussländern diese Norm überschreiten, und in den Defizitländern sollten die Lohnsteigerungen unterhalb dieser Norm liegen.

Schließlich müssen erneute Versuche zu einer effektiven makroökonomischen Politikkoordinierung von Geld-, Fiskal- und Lohnpolitik unternommen werden, für die mit dem Makroökonomischen Dialog (Köln-Prozess)

eine institutionelle Basis bereit steht.⁴⁹

Auf internationaler Ebene ist die Rückkehr zu einer Weltwährungsordnung mit festen, aber anpassbaren Wechselkursen, symmetrischen Anpassungsverpflichtungen für Leistungsbilanzdefizit- und -überschussländer und regulierten internationalen Kapitalmärkten anzustreben, um die Ungleichgewichte zu vermeiden, die die Tiefe der gegenwärtigen Krise verursacht haben. Keynes' (1942) Vorschlag kann als Entwurf dafür gesehen werden: Bekanntlich schlug Keynes eine *International Clearing Union* in einem System fester, aber anpassbarer Wechselkurse vor, mit dem *Bancor* als internationalem Geld für Transaktionen zwischen den Zentralbanken, der *Clearing Union* als internationaler Zentralbank, die temporäre Leistungsbilanzdefizite finanziert, und ausgewählten Kapitalverkehrskontrollen zwecks Verhinderung spekulativer Kapitalbewegungen zwischen den Währungsräumen. Für die gegenwärtige Konstellation am wichtigsten ist jedoch, dass nach Keynes (1942) die Anpassungslasten nicht nur bei den Leistungsbilanzdefizitländern liegen, die ihre heimische Nachfrage drosseln (oder ihre Währung letztlich abwerten) müssen, sondern dass auch Leistungsbilanzüberschussländer Anpassungen vornehmen müssen und die heimische Nachfrage stimulieren und damit die Importe steigern (oder ihre Währungen letztlich aufwerten) müssen. Die gesamte Last der Anpassung liegt damit nicht mehr nur bei den Defizitländern. Dies sollte einen allgemeinen Auftrieb für die weltweite Gesamtnachfrage geben, der in der Zukunft nicht nur kurz-, sondern auch langfristig benötigt wird.⁵⁰

5. Fazit

Wir haben die langfristigen Ungleichgewichte des finanzdominierten Kapitalismus, die der Tiefe und Heftigkeit der gegenwärtigen Krise zu Grunde liegen, mit dem Fokus auf den Entwicklungen in den USA, Deutschland und dem Euroraum analysiert. Wir haben argumentiert, dass neben der ineffizienten Regulierung der Finanzmärkte steigende Ungleichheiten in der Einkommensverteilung auf nationaler Ebene und steigende Leistungsbilanzungleichgewichte auf globaler, aber auch auf europäischer Ebene als wesentliche Ursachen für die schwere Finanz- und Wirtschaftskrise und die nachfolgende Eurokrise betrachtet werden sollten. Obwohl der Zusammenbruch der Weltwirtschaft durch geldpolitische Interventionen, die den Geldmarkt massiv mit Liquidität versorgten und eine Kernschmelze des Finanzsektors verhinderten, und insbesondere durch fiskalpolitische Konjunkturprogramme in zuvor ungeahnten Dimensionen verhindert wurde, haben wir dargelegt, dass es aufgrund der weiterhin vorliegenden Ungleichheiten und Ungleichgewichte unwahrscheinlich ist, dass die Weltwirtschaft zum Wachstumspfad vor der Krise zurückkehren kann. Insbesondere werden die USA nicht in der Lage sein, weiterhin die

Rolle der Weltkonjunkturlokomotive zu übernehmen. Unsere Analyse der Entwicklungen in Deutschland und dem Euroraum hat ergeben, dass bei Fortsetzung des makroökonomischen Politik-Regimes der Vergangenheit, insbesondere des neomerkantilistischen Modells in Deutschland, der Euroraum die USA nicht als Motor für globale Nachfrage und globales Wachstum entlasten wird. Es droht hier mittelfristig vielmehr eine Periode der deflationären Stagnation, in der sich die Ungleichgewichte innerhalb des Euroraums, die der Eurokrise des Jahres 2010 zugrunde lagen, weiter verstärken und die Risiken eines Kollapses der Währungsunion daher weiter zunehmen werden.

Vor diesem Hintergrund haben wir folgende langfristige Anforderungen für die Wirtschaftspolitik formuliert, um erstens eine deflationäre Stagnation in wesentlichen Teilen der Weltwirtschaft und ein Auseinanderbrechen des Euroraums zu vermeiden und zweitens die Weltwirtschaft auf einen nachhaltigen und balancierten Wachstumspfad mit hoher Beschäftigung zu führen. Das Politikpaket eines keynesianischen *New Deal* sollte die drei Hauptursachen für die Tiefe der gegenwärtigen Krise in Angriff nehmen: die unzureichende Regulierung insbesondere der Finanzmärkte, die steigende Ungleichheit in der Einkommensverteilung und die Ungleichgewichte auf globaler und europäischer Ebene. Der keynesianische *New Deal* für Europa und die Weltwirtschaft sollte dabei aus folgenden Elementen bestehen: 1. Re-Regulierung des Finanz- (und des Real-)Sektors, um die Transparenz zu erhöhen und asymmetrische Informationen und Unsicherheiten zu reduzieren, um Anreize für langfristiges Wachstum zu erzeugen und um systemische Instabilität einzugrenzen; 2. Reorientierung der makroökonomischen Politik entlang (post-)keynesianischer Prinzipien mit einer Geldpolitik, bei der die Zentralbanken für geringe Zinssätze und die Stabilität des Finanzsektors verantwortlich sind, mit einer Lohn- und Einkommenspolitik, die sich um die nominale Stabilisierung und stabile Lohnquoten kümmert, und einer Fiskalpolitik, die für die reale Stabilisierung in der kurzen und der langen Frist sowie für eine gleichmäßigere Verteilung von Einkommen und Vermögen mittels der Steuer- und Sozialpolitik zuständig ist; 3. Umbau der internationalen makroökonomischen Politikkoordination, insbesondere auf europäischer Ebene, und eine neue Weltfinanzordnung, um das oben genannte makroökonomische Politikpaket zu implementieren und um die europäischen und globalen Ungleichgewichte zu bewältigen bzw. zukünftig zu verhindern.

Anmerkungen

- * Bei diesem Beitrag handelt es sich um eine gekürzte Übertragung von Hein/Truger (2011a) aus dem Englischen. Der vorliegende Beitrag erweitert unsere frühere Analyse (Hein/Truger 2010b) um die Ursachen und Folgen der Eurokrise im Jahr 2010. Wir bedanken uns bei Petra Dünhaupt und Matthias Mundt für die Hilfe bei der Datenrecherche und der Erstellung der Abbildungen. Für alle verbliebenen Fehler sind selbstverständlich ausschließlich wir verantwortlich.
- ¹ Der IWF (2010) veröffentlichte folgende Zahlen für das BIP-Wachstum im Jahr 2009: Welt-Output: -0,6 Prozent; USA: -2,4 Prozent; Euroraum: -4,1 Prozent; Deutschland: -5,0 Prozent; Frankreich: -2,2 Prozent; Italien: -5,0 Prozent; Spanien: -3,6 Prozent; Japan: -5,2 Prozent; Vereinigtes Königreich: -4,9 Prozent; Russland: -7,9 Prozent; Brasilien: -0,2 Prozent. Unter den großen Ländern sind es nur China (+8,7%) und Indien (+5,7%), für die 2009 kein BIP-Rückgang zu verzeichnen war, obwohl auch diese Länder einen erheblichen Wachstumsrückgang erfahren haben. Die Prognosen des realen BIP-Wachstums des IWFs für 2010 und 2011 sehen wie folgt aus: Welt-Output: 4,2 und 4,3 Prozent; USA: 3,1 und 2,6 Prozent; Euroraum: 1,0 und 1,5 Prozent; Deutschland: 1,2 und 1,7 Prozent; Frankreich: 1,5 und 1,8 Prozent; Italien: 0,8 und 1,2 Prozent; Spanien: -0,4 und 0,9 Prozent; Japan: 1,9 und 2,0 Prozent; Vereinigtes Königreich: 1,3 und 2,5 Prozent; Russland: 4,0 und 3,3 Prozent; Brasilien: 5,5 und 4,1 Prozent; China: 10,0 und 9,9 Prozent; Indien: 8,8 und 8,4 Prozent.
 - ² Vgl. Hein/Niechoj (2007) und Hein/Truger (2005a, 2005b, 2007a, 2007b, 2007c, 2009) zur restriktiveren makroökonomischen Politik in Deutschland und dem Euroraum im Vergleich zur USA und zum Vereinigten Königreich.
 - ³ Vgl. insbesondere den Überblick von Akerlof/Shiller (2009) 29-40, 149-156, aber auch Baker (2009).
 - ⁴ Zu den globalen Ungleichgewichten und der ungleichmäßigen Einkommensverteilung als Ursachen für die gegenwärtige Krise vgl. auch Bibow (2008), Horn et al. (2009), Fitoussi/Stiglitz (2009), Sapir (2009), UNCTAD (2009) und Wade (2009). Van Treeck/Hein/Dünhaupt (2007) haben bereits die Effekte der Finanzialisierung auf Verteilung, aggregierte Nachfrage, globale Ungleichgewichte und das daraus resultierende Instabilitätspotenzial analysiert.
 - ⁵ Vgl. Guttman (2009) zu einem Überblick über die Veränderungen auf den globalen Finanzmärkten und den damit verbundenen Ungleichgewichten, welche der Finanzkrise zu Grunde lagen.
 - ⁶ Epstein (2005) 3, argumentiert z. B. dass „[...] financialization means the increasing role of financial motives, financial markets, financial actors and financial institutions in the operation of the domestic and international economies“.
 - ⁷ Vgl. Hein (2010a, 2010b), Hein/van Treeck (2010).
 - ⁸ Vgl. Krippner (2005), Palley (2008) und die Beiträge in Epstein (2005) zu einer detaillierten Aufbereitung der Entwicklung der Finanzialisierung in den USA, van Treeck (2009a) und van Treeck/Hein/Dünhaupt (2007) zu einem detaillierteren Vergleich der Makroökonomie der Finanzialisierung in den USA und Deutschland und Stockhammer (2008) zur Entwicklung in Europa.
 - ⁹ Natürlich gibt es große Unterschiede zwischen den Überschussländern. Während Leistungsbilanzüberschüsse in China von hohen Wachstumsraten begleitet waren, zeichneten sich Deutschland und Japan durch geringes Wachstum und durch längere Perioden der Stagnation aus, insbesondere in den 1990er- (Japan) und in den frühen 2000er-Jahren (Deutschland).
 - ¹⁰ Studien über die Auswirkungen von Finanzialisierung und *Shareholder Value*-Orientierung auf die funktionale Einkommensverteilung haben Epstein/Power (2003), Epstein/

- Jayadev (2005), Dumenil/Levy (2005) und Dünhaupt (2010) vorgelegt.
- ¹¹ Lazonick/O'Sullivan (2000).
 - ¹² Piketty/Saez (2003, 2006).
 - ¹³ Vgl. zu den Effekten der steigenden Aktionärsmacht auf die Investitionen Crotty (1990) und Stockhammer (2005-6). Empirische Schätzungen wurden von Orhangazi (2008), Stockhammer (2004) und van Treeck (2008) vorgelegt. Zur theoretischen Modellierung innerhalb von post-keynesianischen Verteilungs- und Wachstumsmodellen siehe Hein (2010a, 2010b), Lavoie (2008), Skott/Ryoo (2008a, 2008b), van Treeck (2009b) und den Überblick in Hein/van Treeck (2010).
 - ¹⁴ Cordonnier (2006).
 - ¹⁵ Kalecki (1954) 45-52.
 - ¹⁶ van Treeck (2009a).
 - ¹⁷ Hein/Truger (2007a).
 - ¹⁸ Vgl. Barba/Pivetti (2009) zur steigenden Verschuldung der privaten Haushalte als Ergebnis der Umverteilung des Einkommens und der steigenden Ungleichheit. Zu einer theoretischen Modellierung der potenziell widersprüchlichen Effekte der Verschuldung auf die makroökonomische Dynamik vgl. Bhaduri/Laski/Riese (2006), Dutt (2006) und Palley (1994).
 - ¹⁹ Joint Center of Housing Studies (2006).
 - ²⁰ Der wirtschaftliche Abschwung im Jahr 2009 war in den langsam wachsenden Überschussländern, insbesondere in Deutschland (-5,0 Prozent) und Japan (-5,2 Prozent), daher bedeutend schwerwiegender als in den USA (-2,4 Prozent), wo die Krise begann (IWF 2010).
 - ²¹ Bach/Corneo/Steiner (2009), OECD (2008).
 - ²² Hein/van Treeck (2008).
 - ²³ Hein/Truger (2005a, 2007a, 2009).
 - ²⁴ Truger (2004, 2009).
 - ²⁵ Hein/Truger (2009).
 - ²⁶ Vgl. Europäische Kommission (2010).
 - ²⁷ Diese Unterschiede in den Inflationsraten sorgen bei einem einheitlichen kurzfristigen Nominalzins und einem weitgehend angeglichenen langfristigen Nominalzins in einer Währungsunion für umgekehrte Unterschiede in den entsprechenden Realzinsen. Diese Diskrepanzen verstärken dann die Unterschiede in den Dynamiken der Inlandsnachfrage und damit auch die Leistungsbilanzungleichgewichte.
 - ²⁸ Für eine detailliertere Analyse der kurzfristigen makroökonomischen Politikreaktionen auf die Krise vgl. Hein/Truger (2010).
 - ²⁹ OECD (2009).
 - ³⁰ IWF (2010).
 - ³¹ Hein/Truger (2007c).
 - ³² Hein/Truger (2007a).
 - ³³ OECD (2009).
 - ³⁴ Europäische Kommission (2010).
 - ³⁵ Hein/Schulten/Truger (2006), Europäische Kommission (2010).
 - ³⁶ Vgl. auch Godley et al. (2008) und Papadimitriou (2009) zu ähnlichen Schlussfolgerungen bezüglich der USA. Man könnte darüber spekulieren, ob China, Indien oder andere Schwellenländer zukünftig in der Lage sein werden, die USA als Weltkonjunkturlokomotive abzulösen. Allerdings ist das Gewicht der einzelnen Länder dafür wohl noch zu gering und das Entwicklungsmodell des bedeutendsten Landes, China, beruht selbst auf einer neomerkantilistischen Strategie der Erzielung kontinuierlicher Leistungsbilanzüberschüsse (Herr 2009, 2010).
 - ³⁷ Vgl. auch Fitoussi/Stiglitz (2009), Guttman (2009) und Wade (2009).

- ³⁸ Beispielsweise zeigt Kregel (2009b), dass nur die Rettungsaktion für den Finanzsektor zur Belebung der Wirtschaft nicht ausreichen wird.
- ³⁹ Für eine detailliertere Liste von erforderlichen Regulierungen vgl. zum Beispiel Ash et al. (2009), Fitoussi/Stiglitz (2009) und Wade (2009). Zum Stand der EU-Finanzmarkt-reformen vgl. Dullien/Herr (2010).
- ⁴⁰ Zu den Problemen der Basel-II-Regulierungen vgl. z. B. Springler (2007).
- ⁴¹ Zu antizyklischen Kapitalanforderungen vgl. Goodhart (2009).
- ⁴² Zu den Eigenschaften von *Asset Based Reserve Requirements* vgl. insbesondere Pal-ley (2003, 2004, 2010) und Holz (2007).
- ⁴³ Vgl. Schulmeister/Schratzenstaller/Picek (2008) zu einem Vorschlag für eine allge-meine Finanztransaktionssteuer.
- ⁴⁴ Vgl. Rochon/Setterfield (2007) zu einem Überblick über post-keynesianische Vor-schläge des *Parking It*-Ansatzes hinsichtlich der Zinspolitik der Zentralbanken.
- ⁴⁵ Vgl. Hein (2002) zu einem Überblick über die theoretische und empirische Literatur.
- ⁴⁶ Wir folgen damit der *Functional Finance*-Sicht, die durch Lerner (1943) begründet wur-de. Vgl. auch Arestis/Sawyer (2004).
- ⁴⁷ Meyer (2001).
- ⁴⁸ Dullien (2010) und Dullien/Schwarzer (2009) haben kürzlich einen *External Econo-mic Stability Pact* für den Euroraum vorgeschlagen, der die Leistungsbilanzdefizite und -überschüsse der Mitgliedsländer auf 3 Prozent des BIP begrenzen soll. Für die Defizitländer würde dies den Anteil der Auslandsverschuldung am BIP auf 60 Prozent limitieren, wenn man von einem Trendwachstum des nominalen BIP von 5 Prozent ausgeht. Der Vorteil dieses Vorschlages ist, dass er symmetrische Anpassungszwän-ge für Defizit- und Überschussländer vorsieht. Allerdings können die vorgeschlagenen einheitlichen Richtwerte nicht überzeugen. Wenn Leistungsbilanzdefizite und -über-schüsse auf unterschiedliche Wachstumsdynamiken zurückzuführen sind, so ergeben sich bei einem Ziel einer maximalen Auslandsverschuldung von 60 Prozent des BIP, das selbst begründet werden müsste, unterschiedlich hohe tolerierbare nationale Lei-stungsbilanzdefizite und damit auch -überschüsse.
- ⁴⁹ Vgl. Hein/Niechoj (2007), Hein/Truger (2005a) und die Beiträge in Hein et al. (2005) zu den Mängeln der makroökonomischen Wirtschaftspolitik und der wirtschaftspoli-tischen Koordinierung im Euroraum und zu den erforderlichen institutionellen Refor-men.
- ⁵⁰ Vgl. Davidson (2009) 134-142, Guttman (2009) und Kregel (2009a) zu einer aus-führlicheren Diskussion über die Anforderungen an eine Reform des internationalen Währungssystems und UNCTAD (2009) 51-53 zu einem aktuellen Vorschlag.

Literatur

- Akerlof, G. A.; Shiller, R. J., *Animal Spirits. How Human Psychology Drives the Economy and Why It Matters for Global Capitalism* (Princeton 2009).
- Arestis, P.; Sawyer, M., On fiscal policy and budget deficits, in: *Intervention. Journal of Economics* 1/2 (2004) 61-74.
- Ash, M.; et al., *A Progressive Program for Economic Recovery & Financial Reconstruc-tion* (New York 2009).
- Bach, S.; Corneo, G.; Steiner, V., From Bottom to Top: The Entire Distribution of Market Income in Germany, 1992-2003, in: *Review of Income and Wealth* 55/2 (2009) 303-330.
- Baker, D., *Plunder and Blunder. The Rise and Fall of the Bubble Economy* (Sausalito 2009).

- Barba, A.; Pivetti, M., Rising household debt: Its causes and macroeconomic implications – a long-period analysis, in: *Cambridge Journal of Economics* 33 (2009) 113-137.
- Bhaduri, A.; Laski, K.; Riese, M., A model of interaction between the virtual and the real economy, in: *Metroeconomica* 57 (2006) 412-427.
- Bibow, J., The international monetary (non-)order and the 'global capital flows paradox', in: Hein, E.; Niechoj, T.; Spahn, P.; Truger, A. (Hrsg.), *Finance-led Capitalism? Macroeconomic Effects of Changes in the Financial Sector* (Marburg 2008).
- Cordonnier, L., Le profit sans l'accumulation: la recette du capitalisme dominé par la finance, in: *Innovations. Cahiers d'Economie de l'Innovation* 23 (2006) 51-72.
- Crotty, J., Owner-management conflict and financial theories of investment instability: a critical assessment of Keynes, Tobin, and Minsky, in: *Journal of Post Keynesian Economics* 12 (1990) 519-542.
- Davidson, P., *The Keynes Solution. The Path to Global Economic Prosperity* (Basingstoke 2009).
- Domar, E. D., The 'burden of the debt' and national income, in: *American Economic Review* 34 (1944) 794-828.
- Dullien, S., Towards a Sustainable Growth Model for Europe: Institutional Framework, in: *Internationale Politik und Gesellschaft* 1 (2010) 36-44.
- Dullien, S.; Herr, H., *Die EU-Finanzmarktreform. Stand und Perspektiven im Frühjahr 2010* (=Friedrich Ebert Stiftung, Internationale Politikanalyse, Berlin 2010).
- Dullien, S.; Schwarzer, D., The Euro Zone Needs an External Stability Pact, in: *SWP Comments* C09 (2009).
- Dumenil, G.; Levy, D., Costs and benefits of neoliberalism: a class analysis, in: Epstein, G. A. (Hrsg.), *Financialization and the World Economy* (Cheltenham 2005).
- Dünhaupt, P., Financialization and the rentier income share – evidence from the USA and Germany (=IMK Working Papers 2, Düsseldorf 2010).
- Dutt, A. K., Maturity, stagnation and consumer debt: a Steindlian approach, in: *Metroeconomica* 57 (2006) 339-364.
- Epstein, G. A. (Hrsg.), *Financialization and the World Economy* (Cheltenham 2005).
- Epstein, G. A.; Jayadev, A., The rise of rentier incomes in OECD countries: financialization, central bank policy and labor solidarity, in: Epstein, G. A. (Hrsg.), *Financialization and the World Economy* (Cheltenham 2005).
- Epstein, G. A.; Power, D., Rentier incomes and financial crises: an empirical examination of trends and cycles in some OECD countries (=PERI Working Paper Series 57, Amherst 2003).
- Europäische Kommission, AMECO Database; http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/ameco/index_en.htm (2010).
- Fitoussi, J.-P.; Stiglitz, J., The ways out of the crisis and the building of a more cohesive world (=OFCE Document de travail 17, Paris 2009).
- Godley, W.; Papadimitriou, D.; Zezza, G., Prospects for the U.S. and the world: a crisis that conventional remedies cannot resolve (=The Levy Economics Institute of Bard College, Strategic Analysis, 2008).
- Goodhart, C.A.E., *The Regulatory Response to the Financial Crisis* (Cheltenham 2009).
- Guttmann, R., Asset bubbles, debt deflation, and global imbalances, in: *International Journal of Political Economy* 38/2 (2009) 46-69.
- Hein, E., Monetary policy and wage bargaining in the EMU: restrictive ECB policies, high unemployment, nominal wage restraint and inflation above the target, in: *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review* 55 (2002) 299-337.
- Hein, E., Wage bargaining and monetary policy in a Kaleckian monetary distribution and growth model: trying to make sense of the NAIRU, in: *Intervention. Journal of Economics* 3 (2006) 305-329.

- Hein, E., Shareholder value orientation, distribution and growth – short- and medium-run effects in a Kaleckian model, in: *Metroeconomica* 61 (2010a) 302-332.
- Hein, E., A Keynesian perspective on ‚Financialization‘, in: Arestis, P.; Sawyer, M. (Hrsg.), *21st Century Keynesian Economics* (Basingstoke 2010b).
- Hein, E.; Niechoj, T., Guidelines for sustained growth in the EU? The concept and the consequences of the Broad Economic Policy Guidelines, in: McCombie, J., Rodriguez, C. (Hrsg.), *The European Union. Current Problems and Prospects* (Basingstoke 2007).
- Hein, E.; Niechoj, T.; Schulten, T.; Truger, A. (Hrsg.), *Macroeconomic Policy Coordination in Europe and the Role of the Trade Unions* (Brussels 2005).
- Hein, E.; Schulten, T.; Truger, A., Deflation risks in Germany and the EMU: the role of wages and wage bargaining, in: Hein, E.; Heise, A.; Truger, A. (Hrsg.), *Wages, Employment, Distribution and Growth. International Perspectives* (Basingstoke 2006).
- Hein, E.; Stockhammer, E., A Post-Keynesian macroeconomic policy mix as an alternative to the New Consensus approach, in: Arestis, P.; McCombie, J. (Hrsg.), *Unemployment: Past and Present* (Basingstoke 2009).
- Hein, E.; Stockhammer, E., Macroeconomic policy mix, employment and inflation in a Post-Keynesian alternative to the New Consensus model, in: *Review of Political Economy* 22 (2010) 317-354.
- Hein, E.; Truger, A., What ever happened to Germany? Is the decline of the former European key currency country caused by structural sclerosis or by macroeconomic mismanagement?, in: *International Review of Applied Economics* 19 (2005a) 3-28.
- Hein, E.; Truger, A., Macroeconomic coordination as an economic policy concept – opportunities and obstacles in the EMU, in: Hein, E.; Niechoj, T.; Schulten, T.; Truger, A. (Hrsg.), *Macroeconomic Policy Coordination in Europe and the Role of the Trade Unions* (Brussels 2005b).
- Hein, E.; Truger, A., Germany’s post-2000 stagnation in the European context – a lesson in macroeconomic mismanagement, in: Arestis, P.; Hein, E.; Le Heron, E. (Hrsg.), *Aspects of Modern Monetary and Macroeconomic Policies* (Basingstoke 2007a).
- Hein, E.; Truger, A., Fiscal policy and macroeconomic performance in the Euro area: lessons for the future, in: Bibow, J.; Terzi, A. (Hrsg.), *Euroland and the World Economy. Global Player or Global Drag?* (Basingstoke 2007b).
- Hein, E.; Truger, A., Monetary policy, macroeconomic policy mix and economic performance in the Euro area, in: Hein, E.; Truger, A. (Hrsg.), *Money, Distribution and Economic Policy: Alternatives to Orthodox Macroeconomics* (Cheltenham 2007c).
- Hein, E.; Truger, A., How to fight (or not to fight) a slowdown: Lessons from France, Germany, the UK and Sweden, 1996-2005, in: *Challenge* 52/2 (2009) 52-75.
- Hein, E.; Truger, A., Financial crisis, global recession and macroeconomic policy reactions – the case of Germany, in: Dullien, S.; Hein, E.; Truger, A.; van Treeck, T. (Hrsg.), *The World Economy in Crisis – The Return of Keynesianism?* (Marburg 2010).
- Hein, E.; Truger, A., 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 2011a), im Erscheinen.
- Hein, E.; Truger, A., Finanzdominierter Kapitalismus in der Krise – Plädoyer für einen globalen keynesianischen New Deal, in: Hagemann, H.; Krämer, H. (Hrsg.), *Jahrbuch Ökonomie und Gesellschaft 2010, Keynes 2.0 – Perspektiven einer modernen keynesianischen Wirtschaftstheorie und Wirtschaftspolitik* (Marburg 2011b), im Erscheinen.
- Hein, E.; van Treeck, T., Finanzmarktorientierung – ein Investitions- und Wachstums-hemmnis? (=IMK Report Nr. 26, Düsseldorf 2008).
- Hein, E.; van Treeck, T., ‚Financialization‘ in Post-Keynesian models of distribution and growth – a systematic review, in: Setterfield, M. (Hrsg.), *Handbook of Alternative Theories of Economic Growth* (Cheltenham 2010).

- Herr, H., Global imbalances and the Chinese balance of payments, in: *Intervention. European Journal of Economics and Economic Policies* 6 (2009) 44-53.
- Herr, H., Credit expansion and development – a Schumpeterian and Keynesian view of the Chinese miracle, in: *Intervention. European Journal of Economics and Economic Policies* 7 (2010) 71-89.
- Holz, M., Asset-based reserve requirements: a new monetary policy instrument for targeting diverging real estate prices in the Euro area, in: *Intervention. Journal of Economics* 4 (2007) 331-351.
- Horn, G.; et al., From the financial crisis to the world economic crisis. The role of inequality (=IMK Policy Brief, Düsseldorf 2009).
- IWF, World Economic Outlook, April 2010. Rebalancing Growth (Washington, D. C., 2010).
- Joint Center for Housing Studies, The State of the Nation's Housing, Report of the Joint Center for Housing Studies of Harvard University (Cambridge 2006).
- Kalecki, M., *Theory of Economic Dynamics* (London 1954).
- Keynes, J. M., Proposal for an International Clearing Union, in: *The Collected Writings of J. M. Keynes*, Vol. 25 (London 1942/1980).
- Kregel, J., Some simple observations on the reform of the international monetary system (=The Levy Economics Institute of Bard College, Policy Note 8, 2009a).
- Kregel, J., Why don't the bailouts work? Design of a new financial system versus a return to normalcy, in: *Cambridge Journal of Economics* 33 (2009b) 653-663.
- Krippner, G.R., The financialization of the American economy, in: *Socio-Economic Review* 3 (2005) 173-208.
- Lavoie, M., Financialization issues in a post-Keynesian stock-flow consistent model, in: *Intervention. European Journal of Economics and Economic Policies* 5 (2008) 331-356.
- Lazonick, W.; O'Sullivan, M., Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance, in: *Economy and Society* 29/1 (2000) 13-35.
- Lerner, A., Functional finance and federal debt, in: *Social Research* 10 (1943) 38-51.
- Meyer, L.H., Inflation targets and inflation targeting, in: *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 83/6 (2001) 1-13.
- OECD, *Growing Unequal? Income Distribution and Poverty in OECD Countries* (Paris 2008).
- OECD, *Economic Outlook. Interim Report*, March (Paris 2009).
- Orhangazi, Ö., Financialization and capital accumulation in the non-financial corporate sector: a theoretical and empirical investigation of the US economy: 1973-2003, in: *Cambridge Journal of Economics* 32 (2008) 863-886.
- Palley, T., Debt, aggregate demand, and the business cycle: an analysis in the spirit of Kaldor and Minsky, in: *Journal of Post Keynesian Economics* 16 (1994) 371-390.
- Palley, T., Asset price bubbles and the case for asset based reserve requirements, in: *Challenge* 46/3 (2003) 53-72.
- Palley, T., Asset-based reserve requirements: reasserting domestic monetary control in an era of financial innovation and instability, in: *Review of Political Economy* 16 (2004) 43-58.
- Palley, T., Financialization: what it is and why it matters, in: Hein, E.; Niechoj, T.; Spahn, P.; Truger, A. (Hrsg.), *Finance-led Capitalism? Macroeconomic Effects of Changes in the Financial Sector* (Marburg 2008).
- Palley, T., America's exhausted paradigm: macroeconomic causes of the financial crisis and the Great Recession (=IPE Working Paper 2, Berlin 2009).
- Palley, T., Asset price bubbles and counter-cyclical monetary policy: Why central banks have been wrong and what should be done, in: *Intervention. European Journal of Economics and Economic Policies* 7 (2010) 91-107.

- Papadimitriou, D., Global imbalances: strategic imbalances for the US and the world, in: *Intervention. European Journal of Economics and Economic Policies* 6 (2009) 53-60.
- Piketty, T.; Saez, E., Income inequality in the United States, 1913-1998, in: *The Quarterly Journal of Economics* 118 (2003) 1-39.
- Piketty, T.; Saez, E., The evolution of top incomes: a historical and international perspective, in: *American Economic Review. Papers and Proceedings* 96 (2006) 200-205.
- Rochon, L.-P.; Setterfield, M., Interest rates, income distribution and monetary dominance: Post-Keynesians and the 'fair rate' of interest, in: *Journal of Post Keynesian Economics* 30 (2007) 13-42.
- Sapir, J., From financial crisis to turning point. How the US 'subprime crisis' turned into a world-wide one and will change the global economy, in: *Internationale Politik und Gesellschaft* 1 (2009) 27-44.
- Schulmeister, S.; Schratzenstaller, M.; Picek, O., A General Financial Transaction Tax. Motives, Revenues, Feasibility and Effects (Wien 2008).
- Skott, P.; Ryoo, S., Macroeconomic implications of financialization, in: *Cambridge Journal of Economics* 32 (2008a) 827-862.
- Skott, P.; Ryoo, S., Financialization in Kaleckian economics with and without labor constraints, in: *Intervention. European Journal of Economics and Economic Policies* 5 (2008b) 357-386.
- Springler, E., Bank lending and regulation in insider financial systems: a theoretical assessment, in: Arestis, P.; Hein, E.; Le Heron, E. (Hrsg.), *Aspects of Modern Monetary and Macroeconomic Policies* (Basingstoke 2007).
- Stockhammer, E., Financialization and the slowdown of accumulation, in: *Cambridge Journal of Economics* 28 (2004) 719-741.
- Stockhammer, E., Shareholder value orientation and the investment-profit puzzle, in: *Journal of Post Keynesian Economics* 28 (2005-6) 193-215.
- Stockhammer, E., Some stylized facts on the finance-dominated accumulation regime, in: *Competition and Change* 12 (2008) 189-207.
- Truger, A., Rot-grüne Steuerreformen, Finanzpolitik und makroökonomische Performance – was ist schief gelaufen?, in: Hein, E.; Heise, A.; Truger, A. (Hrsg.), *Finanzpolitik in der Kontroverse* (Marburg 2004).
- Truger, A., Ökonomische und soziale Kosten von Steuersenkungen, in: *Prokla* 154/1 (2009) 27-46.
- UNCTAD, *The Global Economic Crisis: Systemic Failures and Multilateral Remedies* (New York, Genf 2009).
- Van Treeck, T., Reconsidering the investment-profit nexus in finance-led economies: an ARDL-based approach, in: *Metroeconomica* 59 (2008) 371-404.
- Van Treeck, T., The political economy debate on 'Financialization' – a macroeconomic perspective, in: *Review of International Political Economy* 16 (2009a) 907-944.
- Van Treeck, T., A synthetic stock-flow consistent macroeconomic model of Finanzialisierung, in: *Cambridge Journal of Economics* 33 (2009b) 467-493.
- Van Treeck, T.; Hein, E.; Dühnaupt, P., *Finanzsystem und wirtschaftliche Entwicklung: neuere Tendenzen in den USA und in Deutschland* (=IMK Studies 5, Düsseldorf 2007).
- Wade, R., From global imbalances to global reorganisations, in: *Cambridge Journal of Economics* 33 (2009) 539-562.

Zusammenfassung

Wir analysieren die der seit 2007 anhaltenden globalen Finanz- und Wirtschaftskrise zugrunde liegenden langfristigen Ungleichgewichte des finanzdominierten Kapitalismus. Der Schwerpunkt liegt dabei auf den Entwicklungen in den USA und in Deutschland bzw. dem Euroraum. Wir argumentieren, dass jenseits der ineffizienten Regulierung des Finanzsektors die Schärfe der aktuellen Krise und die rasche Geschwindigkeit ihrer weltweiten Verbreitung hauptsächlich durch die wachsende Ungleichheit in der Einkommensverteilung und durch zunehmende Ungleichgewichte in der Weltwirtschaft, insbesondere auch im Euroraum, hervorgerufen wurden. Hieraus folgt, dass in der nahen und ferneren Zukunft die USA nicht mehr in der Lage sein werden, als Motor der Weltnachfrage zu fungieren. Um eine Periode der deflationären Stagnation in wesentlichen Regionen der Weltwirtschaft, insbesondere im Euroraum, und einen Kollaps der Europäischen Währungsunion zu vermeiden, schlagen wir einen keynesianischen *New Deal* für Europa und für die Weltwirtschaft vor, der durch folgende Elemente geprägt sein sollte: 1. Eine Regulierung des Finanzsektors, 2. eine Reorientierung der makroökonomischen Wirtschaftspolitik anhand (post-)keynesianischer Ideen und 3. eine Rekonstruktion der internationalen makroökonomischen Politikkoordination, insbesondere auf europäischer Ebene, sowie eine neue Weltfinanzordnung.