

VORLÄUFIGE VERSION vom 2.7.2010

**Wirtschaftspolitik zwischen Spekulation und Rezession
Von der Finanzkrise zur Krise der Realwirtschaft**

Papier für die Europagespräche an der Universität Hildesheim am 5. Juli 2010
von

Heinz Handler
Technische Universität Wien

Literatur.....38

Einleitung

Vor wenigen Monaten hätte man noch fragen können: "**Von welcher Krise sprechen wir?**" Damals kamen Zweifel auf, ob es sich bei der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise – wie allgemein konstatiert wurde – tatsächlich um den größten wirtschaftlichen Einbruch seit der Großen Depression der 1930er Jahre handelte. Hatte uns nicht längst eine gewisse Normalität erreicht, die den Schock der Jahre 2008/09 allmählich vergessen ließ? Etwas verunsichert waren wir, wenn enttäuschende Arbeitsmarktdaten, dramatisch zunehmende Budgetdefizite und Verschuldungsquoten sowie vereinzelt Zusammenbrüche von Finanzinstituten bekannt wurden.

Mittlerweile erleben wir die weltweiten Instabilitäten als eine fast automatisch ablaufende **Kaskade von Einzelkrisen**. Was in den USA als "Subprime-Krise" begonnen hatte, setzte sich in Europas Bankenkrise fort, wurde hier durch die Unsicherheiten über die Stabilität Osteuropas verstärkt und mündete in der Euro-Krise, zu der die Budget- und Finanzierungsprobleme Griechenlands nur den Anstoß gaben. Alle Versuche der Regierungen und Zentralbanken, durch massiven Mitteleinsatz die Bankensysteme in den USA und in Europa vor dem Zusammenbruch zu retten und durch Konjunkturpakete die realwirtschaftlichen Folgen zu mildern, haben bisher nur bewirkt, dass sich das Krisengeschwür von einem Krankheitsherd zum nächsten fortgepflanzt hat.

In den letzten Monaten haben die Griechenland- und die Euro-Krise deutlich vor Augen geführt, dass wir nach wie vor von **systemischen Risiken** bedroht sind. Die Stabilisierungsmaßnahmen der Euroländer und des Internationalen Währungsfonds (IWF) werden nur erfolgreich sein, wenn letztlich auch die strukturellen Ungleichgewichte in der Realwirtschaft beseitigt werden können. Die Panik in der Krise hat bisher nur Feuerwehrationen ausgelöst, die wenig Rücksicht auf bisherige Grundprinzipien des Eurosystems nahmen. Von einer Überwindung der Krise kann also – bei allem Optimismus über die laufende Konjunkturentwicklung – noch keine Rede sein.

Die unerwartete wirtschaftliche Wende seit Ende 2007 hat den Fokus der Wirtschaftspolitik und (damit auch) der Wirtschaftswissenschaften in eine Richtung gelenkt, die nach dem 2. Weltkrieg beinahe in Vergessenheit geraten war. Verdrängt sind nun die kleinlichen Querelen über die Besteuerung der Konjunktur oder selbst jene über das bessere langfristige Wachstumsrezept, die sich um die Lissabon-Strategie der EU rankten. Die Überraschung in der Politik und in den Medien war groß, als die **Fragilität des Finanz- und Wirtschaftssystems** der entwickelten Welt offenbar wurde. Jetzt schweift der Blick zurück in die 1930er Jahre, in der Hoffnung, aus der damaligen Weltwirtschaftskrise Lehren für die Lösung der gegenwärtigen Probleme ziehen zu können. Dabei ist nicht wirklich viel Neues geschehen, weil auch nach dem 2. Weltkrieg wiederholt schwere Finanzkrisen aufgetreten sind und die Ursachen der gegenwärtigen Krise sich nicht wesentlich von jenen früherer Krisen unterscheiden. Das gilt für die Asienkrise von 1997 ebenso wie für den Zusammenbruch des Long-Term Capital Management (LCTM) Hedgefonds 1998 und den weltweiten Wirtschaftsabschwung am Ende der 1990er Jahre. Es sind aber die Schwere und die weltweite Ausbreitung, die die Große Rezession prägen.

In der Diskussion über die **Ursachen der Krise** und über Strategien zur Krisenbewältigung ist Vieles vordergründig und ideologiegeladen – so etwa (i) die Schuldzuweisung für die jetzige Krise an den "Neoliberalismus" oder an den "Kapitalismus" generell (was immer damit jeweils gemeint ist) und die mit ihm einhergehende Globalisierung, (ii) die Auseinandersetzung zwischen den USA (als "Verursacher" der Krise) und Europa über den jeweiligen Beitrag zur Krisenbewältigung oder (iii) der Ruf nach "Bestrafung" der Abzocker auf den Finanzmärkten. Solche emotionalen Äußerungen sind angesichts der weltweiten Auswirkungen der Krise verständlich, sie tragen aber wenig zum Verständnis und zur Lösung des Problems sowie zur Verhinderung künftiger Krisen bei.

Kann es denn nicht sein, dass die Finanzkrise nicht nur das Werk eigennütziger Spekulanten ist, sondern dass wir auf einer Reihe ungelöster Strukturprobleme sitzen, deren Folgen periodisch durch schockartige Krisen verarbeitet werden? Wie rasch aus verdrängten Problemen akute Lebensgefahr

werden kann, führt uns jüngst Griechenland vor. Es galt noch vor zwei Jahren in der Eurozone als ein Land mit (einigermaßen) geordneten wirtschaftlichen Verhältnissen. Bei der Lösung der Probleme geht es generell um die Früherkennung und Vermeidung krisenhafter Entwicklungen und um die Frage, wer die Vorsorgekosten und die allenfalls entstandenen Krisenkosten tragen soll.

Im Folgenden wird versucht, den Ablauf der Krise mit ihren Ursachen und Auswirkungen plakativ und kritisch darzustellen sowie die getroffenen Maßnahmen und ihre Konsequenzen zu beurteilen, indem im Rückspiegel auch ein Blick auf die 1930er Jahre geworfen wird. Um dieses unerschöpfliche Themenfeld einzugrenzen, konzentriert sich die folgende Darstellung auf einige wenige Fragenkomplexe, die nicht nur historische Bedeutung haben, sondern in der aktuellen Politik eine Rolle spielen.

1. War die Finanzkrise vermeidbar oder wenigstens vorhersehbar?

Blickt man auf die Entstehung und Entwicklung der gegenwärtigen Krise – die in Anlehnung an die Große Depression der 1930er Jahre auch als "**Große Rezession**" bezeichnet wird – zurück, lassen sich zwei Gruppen von Voraussetzungen erkennen, die in Summe das Finanzsystem ins Wanken brachten. In der ersten Gruppe befinden sich "**objektive**" **Faktoren**, die mit der Entwicklung des Marktes zusammenhängen:

- weltweite Ungleichgewichte in den außenwirtschaftlichen Beziehungen;
- Zustrom ausländischen Kapitals in die USA, der das Zinsniveau senkte und die Nachfrage nach Hypothekarkrediten entfachte; steigende Immobilienpreise ließen die Risiken gering erscheinen; Finanzinnovationen ermöglichten es den kreditgebenden Banken, allfällige Risiken an Investmentbanken verkaufen, die die Risiken durch Bündelung, Stückelung nach Risikoklassen und Verbriefung marktfähig machten und über die ganze Welt streuten;
- unzureichendes Risikobewusstsein bei Anlegern auf dem Kapitalmarkt;
- ungezügelter Shareholder-Verhalten und bedingungslose Ausnutzung von Leverage-Effekten im Bankensektor;
- Herdenverhalten bei allen Teilnehmern auf den Finanzmärkten;
- Versagen der Ratingagenturen bei der Bewertung von Anlagen und bei der Krisenvorhersage; ihnen werden Inkompetenz, die Verwendung unbrauchbarer Annahmen und Modelle sowie Interessenkonflikte vorgeworfen.

Diese Ursachen lassen die Finanzkrise wie ein ungewolltes und zufälliges Zusammentreffen von ungünstigen Entwicklungen erscheinen. Ergänzend muss man aber auch eine zweite Gruppe von Faktoren beachten, auf die die **Politik Einfluss** genommen hat oder wenigstens hätte nehmen können:

- die Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs;
- verzögerte Anpassungen im Regulierungssystem und in den Wirtschaftspolitiken an Finanzinnovationen;
- Schwächen im System der Finanzmarktregulierung und der Finanzmarktaufsicht, die zum Entstehen von nicht-regulierten Parallel-Finanzmärkten beitrugen;
- Fehler in der Makropolitik, weil das Federal Reserve System (die "Fed") nach den Schocks von 9/11 und dem Platzen der Dot.com-Blase die bereitgestellte Liquidität zu lange im Markt ließ;
- Verstärkung der Krise durch prozyklische Eigenkapital- und Bewertungsvorschriften (Basel II, Fair-Value-Prinzip).

Es waren also nicht nur exogene Faktoren, sondern wohl auch **systemimmanente Fehler** in der Wirtschaftspolitik und im Verhalten der Marktteilnehmer, die unvermeidlich zur Krise führten. Wenn sich die Ursachen auch nicht eindeutig gewichten lassen, so kann man mit Truman (2009) davon ausgehen, dass die Ungleichgewichte und spekulative Blasen durch Fehler in der makroökonomischen

Geld- und Fiskalpolitik noch verstärkt wurden. Viele Innovationen auf den Finanzmärkten wurden in ihren wirtschaftlichen Konsequenzen nicht ausreichend verstanden – so etwa die Subprime-Hypotheken, neue Verbriefungstechniken wie die Bündelung hypothekengedeckter Kredite zu forderungsbesicherten Wertpapierstrukturen (Collateralized Debt Obligations, CDO) und die Kreditausfallversicherungen (Credit Default Swaps, CDS). Dazu kamen die übermäßige Konzentration von aggregiertem Risiko bei systemrelevanten Finanzinstituten, die noch dazu ihre Eigenkapitalposition laufend verschlechtert hatten, sowie die völlige Fehleinschätzung des systemischen Risikos im Finanzsektor. Als dann ab Mitte des abgelaufenen Jahrzehnts das Zinsniveau zu steigen begann, gerieten vor allem jene Hypothekenschuldner in Schwierigkeiten, die variable Zinssätze (adjustable-rate mortgages, ARM) vereinbart hatten.

Finanzkrisen treten in aller Regel nicht völlig unerwartet auf und verlaufen nach einem ähnlichen Grundschema. Der von Reinhart – Rogoff (2009: 270ff) skizzierte **Prototyp einer Finanzkrise** sieht die Wurzeln in der Liberalisierung der Finanzmärkte. Unmittelbarer Auslöser von Krisen ist regelmäßig die übermäßige Verschuldung eines Sektors der Wirtschaft, sei es des Staates, der Banken, der Nichtbank-Unternehmen oder der Konsumenten. Vor der Krise kommt es meist zu einem von der Geldpolitik unterstützten mehrjährigen Wirtschaftsaufschwung (zB USA in der zweiten Hälfte der 1990er Jahre) mit steigender Produktivität und sinkenden Arbeitslosenzahlen, die Zinssätze sind niedrig und die Inflation ist (noch) kein akutes Problem. Dann steigen oft die Aktienkurse, und mit ihnen die kreditfinanzierte Konsum- und Investitionsneigung. Das Wirtschaftswachstum wird weiter angeheizt, in der allgemeinen Euphorie kommt es nur punktuell zur Fehlbewertung von Risiken. Die Produktionsauslastung nähert sich der Kapazitätsgrenze, und es treten erste Anzeichen einer inflationären Entwicklung auf. In einer solchen Phase wird oft auch die Leistungsbilanz defizitär und die Auslandsverschuldung nimmt zu.

Mit Verstärkung der Inflationstendenzen und allmählich steigenden Zinssätzen werden weitere Risiken schlagend. In der Folge kommt es zu Bankzusammenbrüchen, die sich zu einer gesamtwirtschaftlichen Liquiditätskrise ausweiten. Solange die Wirtschaft noch über ausreichend Liquidität verfügt, wird nach Ertrag bringenden Anlagemöglichkeiten gesucht. Die vorhandenen Eigenmittel der Banken werden für die Kreditvergabe so weit wie möglich gestreckt ("leveraging"), und die Nachfrage nach immer riskanteren Anlageformen nimmt zu. Dies regt Finanzinnovationen zum besseren Transfer des Kreditrisikos an.

Die genannten Zusammenhänge entfalten ihre Wirkung über unterschiedlich lange Zeiträume und sie werden von **konkreten Krisenauslösern** überlagert. Dazu zählt etwa die akkommodierende US-Geldpolitik nach "9/11", die das Entstehen einer Wertpapier- und Immobilienblase in den USA sowie die schrittweise Ausdünnung der Eigenmittelunterlegung der Banken begünstigte. Die Übernachfrage nach hochwertigen Anlagemöglichkeiten hat die Verbriefung und Strukturierung von Krediten gefördert, weil auf diese Weise aus Anlagen von durchschnittlicher Qualität einige AAA-Tranchen herausgefiltert werden konnten – wenn dadurch auch das gesamte Finanzsystem schwer beeinträchtigt wurde. Die unzureichend regulierten Parallelbanken erhöhten das Risikopotenzial mit ihrer ausgeprägten Fristen- und Risikotransformation: Sie verschulden sich kurzfristig und legen die Mittel langfristig in illiquiden und oft risikobehafteten Werten an. In einer Liquiditätskrise sind sie die ersten, die sich nicht mehr oder nur zu hohen Kosten refinanzieren können, sodass sie ihre langfristigen Anlagen rasch und zu gesunkenen Kursen verwerten müssen. Zur Verstärkung der Krise hat auch der langsame Entscheidungsprozess bei der Formulierung und Umsetzung wirtschaftspolitischer Gegenmaßnahmen beigetragen.

Bereits lange vor Ausbruch der Krise mehrten sich die Anzeichen, dass die offensichtlichen **Ungleichgewichte** (Leistungsbilanzen, Preisblasen) abgebaut werden mussten und Anpassungsreaktionen immer wahrscheinlicher wurden. Ökonomen und Politiker träumen in solchen Situationen davon, dass die Märkte rechtzeitig reagieren und ein "soft landing" ermöglichen. Dass es auch zu einem "hard landing" kommen kann, wird von Ökonomen gern als ein eher unwahrscheinliches Krisenszenario angedeutet, und Politiker klammern sich an die Expertise der geringen Wahrscheinlichkeit dieses Szenari-

os. Einige ernst zu nehmende Institutionen und Ökonomen haben frühzeitig vor einer bevorstehenden Krise gewarnt,¹ aber welcher Politiker geht schon vom Worst-Case-Szenario aus?

Unter jenen Beobachtern, die es **"immer schon gewusst"** haben (vgl. etwa Burry, 2010), befinden sich auch "professionelle" Pessimisten, die seit Jahr und Tag eine Krise vorhersagen – wann sie eintritt, können auch sie nicht sagen.² Vielleicht sitzen die genannten Wahrsager nur an der falschen Stelle – jedenfalls nicht in den entscheidenden Positionen bzw. mit zu geringer Überzeugungskraft, um ihren Auffassungen zum Durchbruch zu verhelfen. In der gegenwärtigen Krise sind gebündelt auch ideologisch motivierte Kämpfer gegen den "Neoliberalismus" aufgetreten, die vom kapitalistischen System nichts anderes als den Zusammenbruch erwartet haben. Sie decken sich aber häufig mit jenem Personenkreis, der etwa mit der lockeren Geldpolitik Greenspans sympatisiert hat, welche nun als ein entscheidendes Beiwerk für die Entstehung der Finanzkrise gilt (vgl. Breuss, 2009). Greenspan selbst hat offensichtlich die Vorzeichen der Krise lange Zeit unterschätzt – auch wenn er nun sagt, "I was right 70% of the time".³

Bedeutet die mit der Krisenbekämpfung verbundene Ausweitung des staatlichen Engagements, dass sich die Wirtschaftspolitik nun wieder zunehmend an **keynesianischen Vorstellungen** orientiert und der **Neoliberalismus** ein für alle Mal passé ist? In Zeiten hoher und steigender Arbeitslosigkeit sowie stabiler oder gar sinkender Preise ist es wenig innovativ, sich als "Keynesianer" zu fühlen und Staatsingriffe zur Belebung privatwirtschaftlicher Aktivitäten zu befürworten. Unter Ökonomen ist es umgekehrt kaum bestritten, dass in Zeiten der Vollbeschäftigung und drohender Inflation der Staat nicht zusätzlich neue Nachfrage generieren sollte. Hier geht es aber nicht darum, ob der Staat das Problem oder dessen Lösung ist. Vielmehr sollte sich die Kritik der "Keynesianer" an den "Neoliberalen" an der längerfristigen Funktionsfähigkeit der Märkte orientieren und sich für diese einsetzen. Umgekehrt sollten die "Neoliberalen" darauf achten, dass der hilfreiche Staat sich nicht länger als nötig in einen geordneten marktwirtschaftlichen Ablauf einmischt. Die Geschichte der ökonomischen Paradigmen ist voll von Beispielen für die Vernachlässigung von zeitgleich anzutreffenden Gegebenheiten (Skidelsky, 2008): Die neoklassische Ökonomie nach dem 1. Weltkrieg ignorierte das Problem der Arbeitslosigkeit, die keynesianische Ökonomie abstrahierte von der Inkompetenz und Korruption in der staatlichen Bürokratie, die "neue klassische Ökonomie" vernachlässigte das Problem der Unsicherheit, indem sie diese auf scheinbar messbares Risiko reduzierte.

Zusammenfassend muss man erkennen, dass in einer Marktwirtschaft Finanzkrisen nicht ausgeschlossen werden können. Große Krisen kündigen sich lange vor ihrem Ausbruch an, doch kann nicht vorausgesagt werden, wann sie sich plötzlich entladen bzw. ob sie durch kleinere Anpassungen schrittweise abgebaut werden. Aus der nunmehrigen Großen Rezession sollte die Wirtschaftspolitik die Lehre mitnehmen, dass als Gegengewicht zur Globalisierung der Märkte das Regulierungs- und Aufsichtssystem permanent an die Dynamik der Finanzinnovationen angepasst und international vernetzt werden muss.

2. Ist die Große Rezession ausgestanden?

2.1 Konjunkturstützung – und was kommt dann?

Die Konjunktur hatte sowohl in den USA als auch in Europa schon vor Beginn der Finanzkrise ihren Höhepunkt überschritten und wurde durch den Zusammenbruch der Finanzmärkte endgültig in eine

¹ Unter ihnen sind Shiller (2005), Roubini (2006) und Krugman (2007) zu nennen. Bezemer (2009) hat eine Liste von Ökonomen erstellt, die seiner Meinung nach die krisenhafte Entwicklung frühzeitig erkannt und öffentlich davor gewarnt haben.

² Die Situation ist vergleichbar mit dem Leben in einer Erdbebenzone: Man weiß über die Gefahr Bescheid, doch weiß man nicht, wann sie schlagend wird (oder wie es Sinn, 2009: 48, formuliert: "Blasen platzen gemeinhin irgendwann").

³ CNNMoney.com vom 7. April 2010.

weltweite Rezession getrieben. Die Wirtschaftspolitik setzte alles daran, einen L-förmigen Verlauf wie in den 1930er Jahren zu unterbinden und wenigsten einen U-Verlauf, besser aber noch einen V-Verlauf zu bewirken. Angesichts der Erfahrungen aus der Großen Depression war bereits am Beginn der Großen Rezession klar, dass sie – sollte sie sich nicht als regional beschränktes Phänomen erweisen und binnen kurzem in sich zusammenfallen – nur durch massiven Einsatz aller verfügbaren wirtschaftspolitischen Instrumente zu beherrschen war. Dabei kam den Wirtschaften diesmal zugute, dass die Rezession nicht nur über diskretionäre Maßnahmen bekämpft werden musste, sondern auch unvergleichlich mehr **automatische Stabilisatoren** wirkten – also expansive Mechanismen auf Grund der vorgegebenen Rechtslage (zB vermehrte Arbeitslosenunterstützung, Rückgang der Steuereinnahmen des Staates). Die OECD (2009) schätzt für den Durchschnitt ihrer Mitglieder, dass die automatischen Stabilisatoren in der Krise ungefähr das dreifache Ausmaß der diskretionären Maßnahmen erreichten.

Regierungen und Zentralbanken griffen aktiv zur Stützung der Wirtschaften ein. Zunächst in den USA – und später im Rahmen der G-20 in allen wirtschaftlich bedeutenden Ländern der Welt – standen sowohl Maßnahmen zur **Rettung der Bankbilanzen** als auch **konjunkturpolitische Eingriffe** über die Geld- und Fiskalpolitik zum Einsatz bereit. Besorgniserregend ist, dass mit den bisherigen Rettungsmaßnahmen nur der Brand mit viel Wasser gelöscht wurde, aber weder die Wasserschäden beseitigt sind (die Budgetkonsolidierung in Angriff genommen wurde) noch ein langfristiger Brandschutz installiert ist (mit Vorkehrungen gegen das neuerliche Entstehen spekulativer Blasen). Im Finanzsektor haben die Feuerwehractionen bisher nur bewirkt, dass die Handelsseite des Bankgeschäftes wieder in Schwung gekommen ist und Erträge abwirft: Die Investment Banker von "Wall Street" sind wieder im Geschäft. Dagegen ist die Kreditseite nach wie vor in Schwierigkeiten – und wird es bleiben, bis die reale Wirtschaft sich erholt hat: Auf der "Main Street" (bei Geschäftsbanken und ihren Kunden im Unternehmensbereich) herrscht nach wie vor Flaute. In der Realwirtschaft bestehen die Stimulierungspakete überwiegend aus Großinvestitionen in die physische Infrastruktur, die nur langsam anlaufen, mit langer Verzögerung zum Tragen kommen und deren zusätzlicher Nutzen oft fraglich ist. Um diesen Nachteilen zu begegnen, tritt Aiginger (2010b) für kleinere Investitionsprojekte sowie für die Umschichtung zu Investitionen in Forschung, Bildung und Umweltschutz ein.

Die **Geldpolitik** wurde schon im Zuge der Liquiditätsbereitstellung über die Zentralbanken äußerst expansiv und hat damit weitgehend ihre Grenzen erreicht: Die Leitzinssätze sind in den USA praktisch auf Null gesunken, im Euroraum liegen sie bei 1%. Zusätzlich wirkt die **Fiskalpolitik**, indem sie über mehr Staatsausgaben und weniger Steuereinnahmen schuldfinanzierte Budgetdefizite zulässt. Eine solche expansive Fiskalpolitik war und ist erforderlich, um einen weiteren Absturz der realwirtschaftlichen Aktivitäten zu verhindern. Auf Dauer können aber die staatlichen Stützungsmaßnahmen die private Nachfrage nicht ersetzen, sondern nur stimulieren. Die Grenzen dieser Politik liegen (i) *politisch* in der Frage, wie viel gegenwärtige Stimulierung den künftigen Generationen zur Rückzahlung ausgehalten werden dürfen, und (ii) *technisch* in der Höhe der Staatsverschuldung und der Erwartung, dass diese Schulden auch langfristig bedient werden können. Zweifelndie Anleger auf den Finanzmärkten daran – wie im Falle Griechenlands – dann kommt es zu Finanzierungsengpässen und rasch steigenden Finanzierungskosten.

Betrachtet man die Produktionszahlen für 2009, dann liegen diese im Durchschnitt meist noch weit unter den Werten von 2008. Gemessen am **Brutto-Inlandsprodukt** (BIP) betrug der Rückgang in Deutschland 5,0%, in der Eurozone 4,1% und in Österreich 3,5%. Die Durchschnittsbetrachtung verhüllt aber, dass der Tiefpunkt der Rezession bereits zur Jahreswende 2008/09 erreicht wurde und seither eine kontinuierlich Aufwärtsentwicklung festzustellen ist.

Dank der raschen Erholung im asiatischen Raum deutet Vieles darauf hin, dass sich die **Weltkonjunktur** nunmehr tatsächlich in einem soliden Aufschwung befindet und der Wendepunkt nach oben geschafft wurde. Gegen Ende 2010 könnte wieder jenes Welthandelsniveau erreicht sein, das vor der Krise bestanden hat. **Europa** hinkt merklich hinter der Entwicklung in anderen Kontinenten her und laboriert nun an der Euro-Krise, deren Schicksal auch nach den bereits eingeleiteten Feuerwehrmaß-

nahmen und den angedachten Strukturreformen offen ist. Das Wachstum des realen BIP in der Eurozone dürfte nach -4,1% im Jahr 2009 heuer nur 1% und 2011 auch nur 1,5% ausmachen, sodass damit das Niveau vor der Krise noch immer nicht erreicht ist.

2.2 Ausstiegsszenarien

Noch ist der Aufschwung labil, und unerwartete Schockwellen können zu Wachstumsschwankungen führen. Gedämpfte Wachstumsraten folgen auch aus der zeitlich sehr unterschiedlich wirksamen Implementierung der Konjunkturbelebungsmaßnahmen sowie aus dem Lagerabbau bei den Produzenten. Dies mahnt die Politik, die **Konjunkturimpulse nicht zu früh zu beenden**. Die Europäische Zentralbank (EZB) befindet sich auf dieser Linie, indem sie noch keine Zeichen für baldige Zinssatzerhöhungen setzt. Dem stehen die im Zuge der Krise rapide gestiegenen Budgetdefizite gegenüber, die die Unsicherheit auf den Finanzmärkten prolongieren und partiell zu Finanzierungsengpässen führen. Eine der wichtigsten Fragen für die Wirtschaftspolitik ist nun, wann und mit welcher Geschwindigkeit die Maßnahmen zur Konjunkturbelebung wieder zurückgenommen werden können. Die Antwort hängt davon ab, ob die Rezession endgültig überwunden ist, wie die Verschuldenslage einzelner Staaten aussieht und ob die bisherigen Maßnahmen ein Inflationspotenzial in sich bergen. Je früher die Konsolidierung beginnt, umso weniger kann die allmähliche Konjunkturbelebung in einen selbst tragenden Aufschwung übergehen; je später, umso drückender wird die Schuldenlast.

Auf der anderen Seite zeigt gerade die Euro-Krise, in welchem **Dilemma die Wirtschaftspolitik** heute steckt. Der Ausstieg aus der fiskalischen Stimulierung muss inhaltlich geplant und mit einem Kalender versehen werden, um die Entwicklung der Staats- und Auslandsverschuldung transparent zu machen. Andernfalls drohen – wie im Fall Griechenland – den hoch verschuldeten Ländern Sanktionen, die vom Markt kommen und bis zum Versiegen der Finanzierungsmöglichkeiten führen können. Ein geregeltes Krisenmanagement des Staates würde zunächst den Bankensektor stabilisieren, dann allmählich zur Budgetkonsolidierung übergehen und letztlich den expansiven Beitrag der Geldpolitik zurücknehmen (vgl. von Hagen et al., 2009).

Die **EU-Länder** sind auch in der Krise an die fiskalischen Maastricht-Kriterien und den Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) gebunden. Der ECOFIN-Rat hat am 20. Oktober 2009 die Grundsätze für den Ausstieg der EU-Länder aus den fiskalischen Unterstützungsmaßnahmen formuliert:

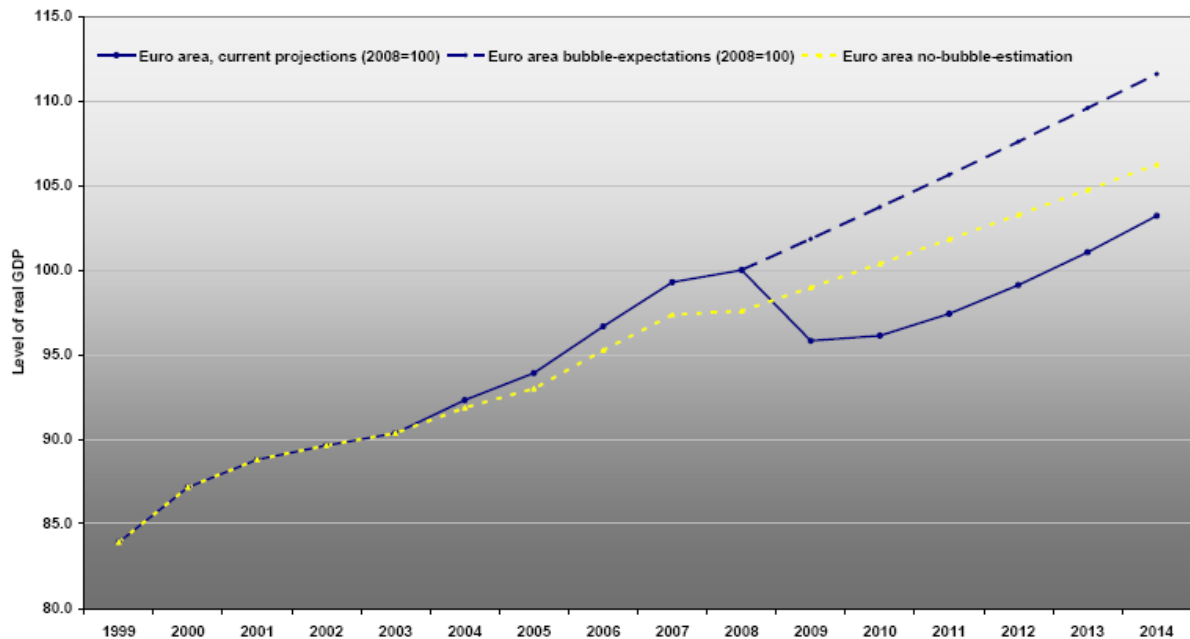
- Beginn der Konsolidierungsmaßnahmen spätestens ab 2011
- Konsolidierung sollte mehr als 0,5% des BIP pro Jahr betragen
- Unterstützt werden soll die Konsolidierung durch einen glaubwürdigen fiskalischen Rahmen, das Ziel der langfristigen Nachhaltigkeit und Strukturverschiebungen zugunsten steigender Produktivität und langfristiger Investitionen.

Die für die laufenden Verfahren bei überschüssigen Defiziten geltenden Konsolidierungszeitpläne können bewirken, dass ab 2011 viele EU-Länder gleichzeitig auf eine restriktive Fiskalpolitik umschalten und so die Konjunkturerholung gefährden. Jedenfalls dürften die großzügigen Rettungspakete der letzten beiden Jahre demnächst schrittweise zurückgeführt werden.

2.3 Längerfristige Folgen der Großen Rezession

Die **realen Folgen der Krise** waren dramatisch, wenn man sie am Absturz des BIP-Niveaus im Jahr 2009 misst. Für die quantitative Beurteilung der längerfristigen Konsequenzen muss das BIP-Niveau vor der Krise allerdings um den damaligen "Blasen-Effekt" bereinigt werden. Gros – Alcidi (2010) haben eine derartige Berechnung für die Eurozone vorgenommen und kommen zum Schluss, dass von dem 4%igen Rückgang des BIP im Jahr 2009 etwa die Hälfte der vorangegangenen Preisüberhitzung zuzuschreiben ist. Selbst wenn man dies berücksichtigt, wird es viele Jahre dauern, bis das BIP-Niveau wiederum eine Normalauslastung der Produktionskapazitäten verspricht (Abbildung 1).

Abbildung 1: Längerfristige reale Folgen der Großen Rezession für die Eurozone (Q: Gros – Alcidi, 2010)



Nur ein kleiner Teil der **monetären Expansion** ist bisher bei den privaten Nichtbanken angekommen und hat sich dort in einer Zunahme der realen Nachfrage niedergeschlagen. Der überwiegende Teil hat zunächst nur die Überschussreserven im Bankensystem aufgebläht und hat nicht einmal den vorausgehenden Krediteinbruch kompensiert. Bei sinkendem Geldmultiplikator sinkt gleichzeitig auch die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes. Deshalb bleibt derzeit das Preisniveau ziemlich stabil – deutlich unter jenen etwa 2%, die von der EZB als akzeptabel eingestuft werden. Mittelfristig, wenn die Nachfrage wieder anzieht, kann daraus aber ein erhebliches Inflationspotenzial resultieren,⁴ und zwar in dem Ausmaß, in welchem die von der realen Wirtschaftsentwicklung ausgelöste Steigerung der Geldnachfrage nicht an die Expansion des Geldangebots heranreicht. Die Zentralbanken stehen vor der schwierigen Aufgabe, den richtigen Zeitpunkt für die Abschöpfung der überschüssigen Liquidität zu finden (vgl. Kleemann, 2010).

Manche Beobachter (zB Posen, 2009; Sinn, 2009; Corden, 2009; Skidelsky, 2010) meinen hingegen, dass keine Inflationsgefahr besteht, solange die Produktionskapazitäten nicht voll ausgelastet sind und die reale Nachfrage nicht mehr anzieht. Die hohen Überschussreserven sind auch eine Folge des (noch) nicht perfekt funktionierenden Zwischenbankmarktes. Da unter den Banken immer noch Unsicherheit über die Bonität der jeweiligen Partnerbank herrscht, ist es sicherer, die Liquidität bei der Zentralbank zu deponieren und den Zwischenbankverkehr über sie abzuwickeln. Damit wird die Bilanzsumme der Zentralbank aufgebläht, doch sagt dies wenig über den Kreditmarkt und über das Inflationspotenzial aus. Sinn (2009) sieht den Liquiditätsüberhang eher als Zeichen einer deflationären als einer inflationären Entwicklung, weil die Mittel (als Ausdruck steigender Geldnachfrage) gehortet und nicht (wie bei zunehmender Güternachfrage) ausgegeben werden.

Dennoch wird man akzeptieren müssen, dass die Inflationsrate (und mit ihr die Zinssätze) mit zunehmender konjunktureller Erholung und allmählicher Auslastung der Kapazitäten etwas ansteigen wird. Das Ausbleiben eines derartigen Anstiegs würde bedeuten, dass die Wirtschaften der Industriestaaten nicht wirklich in Gang kommen. Ein Vorbote auf etwas höhere Inflationsraten sind die derzeit anziehenden internationalen Rohstoffpreise.

⁴ Starbatty (2010b) befürchtet, dass die Inflationsrate im Euroraum mittelfristig auf über 5% steigen wird.

Man kann zwar heute noch nicht sagen, ob die Finanzkrise bewältigt ist, dennoch besteht Hoffnung, dass weltweit bereits ein **bleibender Aufschwung** einsetzt. Die Erfahrung aus früheren Rezessionen zeigt, dass auf einen unerwarteten Wirtschaftseinbruch in der Regel auch ein rascher Aufschwung folgt. Das Ausmaß der Großen Rezession ließ aber Zweifel aufkommen, ob die getroffenen Gegenmaßnahmen einen selbst tragenden Aufschwung einleiten würden oder sich eine "Kamelhöcker-Konjunktur" ausbilden würde, bei der auf eine kurze Aufschwungphase ein neuerlicher Absturz folgt. Die meisten mit der praktischen Politik verbundenen Analysen (zB Zezza, 2010) kommen zum Schluss, dass es ohne die massiven **staatlichen Interventionen** nicht möglich gewesen wäre, eine V-förmige oder wenigstens eine "badewannenförmige" Entwicklung der Konjunktur zu erzielen. Auch konservative Ökonomen wie Harvard-Professor Feldstein (2010) würden in dieser Situation zu schuldenfinanzierter Fiskalpolitik greifen.

3. Lehren aus den 1930er Jahren

"For historians each event is unique. In contrast economists maintain that there are patterns in the data and particular events are likely to induce similar responses. History is particular; economics is general." (Kindleberger – Aliber, 2005: 24)

Die Finanz- und Wirtschaftskrise von 2008-09 wird immer wieder mit der Weltwirtschaftskrise (der "**Großen Depression**") der Jahre 1929-1933 verglichen, weil beide Ereignisse ähnliche Schockwirkung entfalteten und die realen Auswirkungen ähnliche Größenordnungen erreichten. Für die Erklärung von unvorhergesehenen wirtschaftlichen Ereignissen bietet sich ohnehin weniger die ökonomische Theorie als der Vergleich mit früheren Ereignissen an (Bordo – James, 2009).

Analysen der Weltwirtschaftskrise und die Kritik an der damaligen Wirtschaftspolitik haben stets zur Frage geführt, ob sich eine **derartige Krise je wiederholen könne**. Darauf wurden ganz unterschiedliche Antworten gegeben. Unter den prominenten Stimmen war etwa Minsky (1982) der Meinung, dass eine Wiederholung nicht möglich wäre, weil die Wirtschaftspolitik auf den damaligen Erfahrungen aufbauen könne. Dagegen war Galbraith (1954) pessimistischer: Er meinte, dass spätere Generationen die alten Geschehnisse verdrängten oder sich an diese nur noch vage erinnern könnten. Galbraith hat leider insofern Recht behalten, als wir neuerlich eine große Krise erleben; allerdings haben wir im Sinne von Minsky möglicherweise gelernt, besser als damals mit den Folgen umzugehen.

3.1 Vom Börsencrash 1929 zur Großen Depression

Als Beginn der Entwicklung zur Großen Depression wird stets der Absturz der Wertpapierkurse an der **New Yorker Börse** am 24. Oktober 1929 ("Black Thursday")⁵ sowie nach kurzer Erholung endgültig am 28. (-13%) und 29. Oktober (weitere -12%) des Jahres 1929 ("Black Tuesday") angeführt. Diesem Zusammenbruch war allerdings seit 1926 eine ungeahnte Kursralley vorausgegangen. Auch wenn es vor und nach 1929 ungezählte Börsenkrisen gab, war doch der Einbruch zwischen dem Höchststand im September 1929 und dem Tiefststand im Juni 1932 mit 84% (Standard-Statistics-Index, Monatsdurchschnitte) der bedeutendste. In einigen anderen Ländern hatten die Börsen schon früher partielle Anpassungen vorgenommen, so in Deutschland im Mai 1927, in Großbritannien Mitte 1928 und in Frankreich im Februar 1929. Die Wiener Börse, die die Krise von 1873 eingeleitet hatte, blieb zunächst unberührt.

⁵ In Europa wird gerne vom "Schwarzen Freitag" gesprochen, weil die Nachricht von den Ereignissen in New York erst am nächsten Tag schlagend wurde.

Worin der **Auslöser** des Kurssturzes in New York lag, ist umstritten. Zweifellos steuerte der wirtschaftliche Boom seinem Höhepunkt zu und die Erwartung immer weiter steigender Börsenkurse bekam allmählich Risse, die zu schleichender Verunsicherung auf den Finanzmärkten führte. Die Fed begann 1928, die Zinssätze anzuheben, um die Blase bei den Aktienkursen zu beenden und bald eine Normalisierung der Geldmarktzinsen einleiten zu können. Der Aktienboom hatte darüber hinaus die früheren US-Kapitalexporte zum Versiegen gebracht und vor allem in Großbritannien zu Liquiditätsengpässen geführt. Ein weiterer Grund für die aufkommende Verunsicherung der Finanzmärkte lag in Europa selbst: Im Frühjahr 1929 wurde in Paris der Young-Plan verhandelt, mit dem die Reparationszahlungen Deutschlands (zunächst festgelegt im Dawes-Plan aus 1924) neu geregelt wurden. Die Verhandlungen befanden sich wiederholt am Rande des Scheiterns, bevor sie in der Haager Konferenz im August 1929 in einer grundsätzlichen Einigung mündeten, die die Gefahr einer Überschuldung Deutschlands bannte.⁶

In den USA lösten die Zinserhöhungen eine Zurückhaltung der Nachfrage nach zinsensiblen Produkten aus. 1929 wurde eine Nachfrageschwäche offenbar, die sich in einem Rückgang der Industrieproduktion, des Bauvolumens und der Autoverkäufe sowie in steigenden Lagerbeständen manifestierte und im August in eine Rezession mündete. Der Nachfragerückgang wurde teilweise der Einkommensverteilung zugeschrieben, die sich in den 1920er Jahren zulasten der unteren Einkommenschichten entwickelt hatte, und teilweise auch als Überproduktion interpretiert.

Viele Ursachen...

Über die Ursachen, die zum Börsencrash führten, gibt es viele Erklärungen, die alle etwas für sich haben, es aber erschweren, für heute eindeutige Lehren abzuleiten. Manche Erklärungen lassen sich in der zeitlichen Abfolge nacheinander einsetzen. Der Crash selbst fiel in die Präsidentschaft des Republikaners **Herbert Hoover** (1929-1933), der auf staatliche Nichteinmischung, ausgeglichene Budgets und eine Fortsetzung des Goldstandards setzte und dessen Maßnahmen von der Nachwelt als „too little, too late“ eingestuft wurden.

Manche Erklärungen (insbesondere jene der "Österreichischen Schule") greifen zeitlich bis zum **Beginn der 1920er Jahre** zurück (etwa Rothbard, 2000). Die USA waren zur führenden Wirtschaftsmacht der Welt aufgestiegen. Großbritannien hatte versucht, den Status Londons als Finanzzentrum der Welt wiederherzustellen, indem es zum Goldstandard zu Vorkriegsparitäten mit einem überbewerteten Pfund Sterling (US\$ 4,86 für 1 Pfund Sterling) zurückgekehrt und dabei unter Deflationsdruck geraten war. In den USA ließ die Fed die Geldmenge rasch expandieren, wodurch die Preise von Finanzvermögen zu steigen begannen. Als die Fed 1928 ihre Politik umkehrte, um die spekulative Preisentwicklung auf den Finanzmärkten zu beenden, hatten sich in der Realwirtschaft bereits rezessive Tendenzen ausgebreitet, die nun verstärkt wurden. Unter den Zeitgenossen führt Irving Fisher (1933) den Zusammenbruch ebenfalls auf die **vorausgegangene expansive Geldpolitik** zurück, weil sie die Verschuldung der Haushalte und Unternehmen förderte und die Entwicklung von spekulativen Blasen bei den Vermögenswerten ermöglichte.

In keynesianischer Interpretation liegen die Ursachen für die spätere Depression in den sich ausbreitenden Unsicherheiten über die weitere Entwicklung der Wirtschaft und dem daraus folgenden **Einbruch der privaten Nachfrage**, insbesondere der privaten Investitionen, die ab Mitte 1929 in eine Rezession mündete. Verstärkend wirkte die **restriktive Haltung der Fed**, mit der sie 1928 die Aktien Spekulation eindämmte, um inflationäre Entwicklungen zu unterbinden. Anstatt als "Lender of Last Resort" zu fungieren, hat sich die Fed an einem niedrigen Niveau an geborgten Reserven und einem niedrigen Zinsniveau orientiert, die von ihr als Zeichen für expansive Geldpolitik interpretiert wurden. In der Folge kam es zu deflationären Erscheinungen sowohl auf den Güter- als auch auf den Wertpapiermärkten.

⁶ Einzelheiten zu den wirtschaftlichen und politischen Zusammenhängen in diesem Zeitraum finden sich zB bei Clark (1967) und Kindleberger (1987).

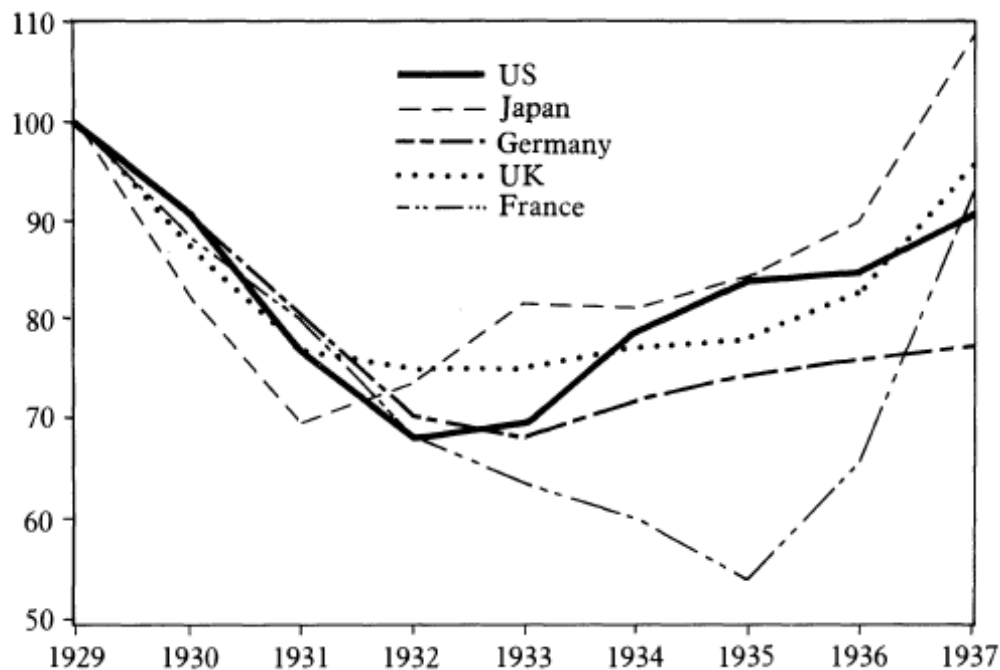
Andere Erklärungen setzen erst beim bereits erfolgten Zusammenbruch der Aktienmärkte ein und sehen in der **Untätigkeit der Währungsbehörden** eine wesentliche Ursache für die Schwere der Depression. Während nach dem Platzen der Aktienblase die Bankkunden die Banken stürmten und diese in die Insolvenz trieben (Ende 1930, Anfang 1931 und Anfang 1933), wartete die (New Yorker) Fed ab und ließ damit die Geldmenge M2 zwischen 1929 und 1933 um ein Drittel schrumpfen. Friedman – Schwartz (1963) führen diese Untätigkeit auf die Inkompetenz der Währungsbehörden zurück. Die Fed hätte durch rechtzeitiges Eingreifen das System retten können, im Gegensatz dazu hätte sie ab 1931 durch Erhöhung des Zinsniveaus (um nicht wie Großbritannien den Goldstandard aufgeben zu müssen) die Krise sogar verschärft.

Spätere Analysten wie Brunner – Meltzer (1968) interpretierten diese Untätigkeit der Währungsbehörden nicht als Unfähigkeit, sondern als bewusste Zurückhaltung aus Angst vor neu aufflammender Spekulation und Inflation (Orphanides, 2004; Bordo – James, 2009). Krugman (2008) weist darauf hin, dass die Fed zwar zunächst passiv blieb, aber insbesondere ab 1931 die Geldbasis sogar ausweitete. Da gleichzeitig jedoch der Geldmultiplikator sank (weil die Banken in hohem Ausmaß Reserven aufbauten und die Bürger lieber Bargeld hielten), nahm die Geldmenge M2 drastisch ab. Im Gegensatz zu Friedman – Schwartz, die die Krise als monetäres Phänomen betrachteten, geht Bernanke (1983) von der **Kreditverfügbarkeit** aus, die zwischen 1929 und 1933 sehr eingeschränkt war.

...und große Wirkungen

Ein Einbruch der Aktienkurse löst nicht notwendigerweise eine nachhaltige Depression aus. In den USA war allerdings mit dem Börsencrash ein **Liquiditätsentzug** verbunden, in dessen Folge die Wertpapierpreise fielen, gefolgt von einem Rückgang des Güterpreisniveaus (Abbildung 2). Zwar sank auch die nominelle Geldmenge, wegen der Deflation nahm aber die reale (preisbereinigte) Geldmenge weiter zu. Dieser Befund von Kindleberger (1987) steht im Gegensatz zu jener der Monetaristen, die die Verringerung der nominellen Geldmenge als Hauptursache der Rezession sehen.

Abbildung 2: Entwicklung der Großhandelspreise 1929-1937 (1929 = 100), (Q: Eichengreen, 2009: 227)



Mit dem Preisverfall bei Wertpapieren mussten einige Banken Eigenkapitalverluste hinnehmen. Sie riefen Kredite zurück, die jedoch von manchen Schuldner nicht oder nicht zeitgerecht getilgt werden konnten. Staatliche Garantien und die Regulierungsmaßnahmen der Fed blieben erfolglos oder wur-

den nicht genützt. Die solvent gebliebenen Banken versuchten, ihre Eigenmittelbestände aufzustocken, und schränkten die Vergabe neuer Kredite ein.

Im **realen Sektor** der US-Wirtschaft breitete sich indessen Unsicherheit aus, Nachfrage und Angebot gingen zurück, die Preise ebenfalls. Das Lohnniveau blieb zunächst unverändert, sank aber ab 1931 ebenfalls. Hinzu kam ab Sommer 1930 eine Dürreperiode, die die landwirtschaftlichen Einkommen im Mittelwesten reduzierte und die Arbeitslosigkeit steigerte. Schuldentilgungsversuche heizten die Deflation weiter an, wodurch letztlich die nicht außergewöhnliche Rezession der Jahre 1929-1930 bis zum Jahr 1933 in die **Große Depression** mündete.

3.2 Maßnahmen zur Überwindung der Großen Depression

Nach den Ereignissen von 1929 wurden in den USA Maßnahmen zur Vermeidung ähnlicher Krisen gefordert, die im Wesentlichen erst mit dem Amtsantritt des 1932 zum Präsidenten gewählten **Franklin D. Roosevelt** ihre Entsprechung fanden. Sofort nach seinem Amtsantritt am 4.3.1933 verfügte Roosevelt eine einwöchige Schließung der Banken ("**bank holiday**"), damit die insolventen Banken ermittelt werden konnten. Dies beendete den (damals bereits vierten) Sturm auf die Banken. Am Ende der Hoover-Präsidentschaft und noch vor der Übernahme durch Roosevelt war das Bankensystem durch Goldabflüsse in Bedrängnis geraten, weil ausländische Investoren ihr Vertrauen in den Dollar verloren hatten und inländische Einleger ein baldiges Ende des Goldstandards erwarteten.

Gleich zu Beginn der Ära Roosevelt wurde der **US-Goldstandard beendet**.⁷ Der "Emergency Banking Relief Act" (beschlossen noch während des Bank Holiday am 9. März 1933) dekretierte, dass alle Amerikaner ihre Goldbestände (Münzen, Barren, Zertifikate) in US-Dollar umzutauschen hatten. Dadurch wurden Goldzuflüsse ausgelöst, die sich unsterilisiert in den Überschussreserven der Banken niederschlugen. Die Fed erblickte darin das Potenzial für eine neuerliche Spekulationswelle und befürchtete inflationäre Tendenzen, weshalb sie die Mindestreserveverfordernisse zwischen August 1936 und Mai 1937 in drei Stufen verdoppelte. Daraufhin stiegen die kurzfristigen Zinssätze rasant an und führten zur Rezession der Jahre 1937-1938. Beendet wurde diese Rezession erst, als die Sterilisierungspolitik im April 1938 aufgegeben wurde und Roosevelt Druck auf die Fed ausübte, die Mindestreserveverfordernisse zu reduzieren. In dieser Phase wurde auch die Fiskalpolitik expansiv und trug dazu bei, dass ab 1938 ein Konjunkturaufschwung einsetzte, der ab 1942 von der Kriegswirtschaft abgelöst wurde.

Als Ergebnis der vorausgehenden Diskussion hatte der Kongress bereits 1932 ein neues Bankengesetz ("Banking Act" oder "**Glass-Steagall Act**") beschlossen, das am 16.6.1933 in Kraft trat. Mit ihm wurde der zentrale Einfluss des Federal Reserve Board verstärkt. Die Bankengröße wurde durch die Beschränkung auf regionale Geschäfte limitiert. Entscheidend waren aber jene Bestimmungen, mit denen das Trennbankensystem eingeführt wurde. Danach durften sich nur noch die Investmentbanken im Wertpapierhandel betätigen, der ausschließlich über den Kapitalmarkt refinanziert werden musste. Die Kommerzbanken (mit ihrem klassischen Einlagen- und Kreditgeschäft) wurden zum Schutz der Einleger besonders strengen Regeln unterworfen. Sie durften ihre Einlagen zwar für Kredite an private Haushalte, Unternehmen und andere Banken verwenden, nicht aber Wertpapiere erwerben oder damit handeln. Die Trennung dieser Geschäftsbereiche wurde über die Jahre durch Finanzinnovationen und schrittweise gesetzliche Anpassungen allmählich verwässert und 1999 mit dem "Financial Services Modernization Act" zur Gänze aufgehoben.

Im Glass-Steagall Act ist auch die Gründung des Einlagensicherungssystems (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC) verankert, das zu Jahresbeginn 1934 seine Tätigkeit aufnahm. Mit ihm

⁷ Davor wurde das Pfund Sterling zwischen September und Dezember 1931 um 30% abgewertet. Die damit verbundenen Aufwertungen des Dollars, der Reichsmark und der Goldwährungen löste in den betroffenen Ländern eine Deflation aus.

wurden Einlagen bis zu \$ 5.000 versichert – damals der Gegenwert von 12 Jahren eines persönlichen Durchschnittseinkommens⁸.

Mit dem "**New Deal**" wollte Roosevelt den Konjunkturinbruch 1932/33 überwinden und über neue Beschäftigungsmöglichkeiten im öffentlichen Sektor die Arbeitslosigkeit verringern (die Arbeitslosenquote stand bei 25%). Die auf diese Weise entstandenen Einkommen sollten über den Multiplikatoreffekt zu einem selbst tragenden Aufschwung führen. Tatsächlich wurden die zusätzlichen Einkommen aber weitgehend gespart bzw. zur Rückzahlung von Schulden verwendet, sodass der Multiplikatoreffekt keine große Bedeutung erlangte. Parallel dazu fand eine Umverteilung statt, indem die Bauern subventioniert, die Gewerkschaften gestärkt und die Gewinnsteuern erhöht wurden. Dazu kam eine Ausweitung der Marktregulierung, die später aber vom US Supreme Court teilweise als verfassungswidrig wieder aufgehoben wurde. Geblieben sind hingegen das 1935 errichtete **Sozialversicherungssystem** sowie die **Securities and Exchange Commission** (SEC). Roosevelt war ein Befürworter ausgeglichener Budgets, weshalb er mit dem "Economic Act" vom März 1933 die Gehälter von Bundesbediensteten und die Zuwendungen an Veteranen kürzte.

Unter dem "New Deal" erholte sich die US-Wirtschaft ab 1933 und blieb bis 1937 auf Wachstumskurs. Manche Beobachter (unter ihnen etwa Eichengreen, 1992a) führen dies auf das Ende des US-Goldstandards zurück.

3.3 Internationale Verflechtungen

Angesichts der Komplexität der damaligen Krise ist für Kindleberger (1987) eine auf die USA zentrierte monetäre Erklärung zu einfach. Für ihn ist die Große Depression in ihren Ursachen und Verflechtungen ein **weltweites Phänomen**, auch wenn das Fehlverhalten der Fed eine US-Rezession zu einer US-Depression umschlagen ließ, die sich dann über die Welt ergießen sollte. In Europa wurde für 1929 eine Rezession erwartet, der amerikanische Börsen-Crash wurde aber nicht weiter als bedrohlich angesehen. Erst die amerikanischen Handelsbeschränkungen ab 1930 wirkten merklich auf die europäischen Länder zurück.

Die **protektionistische Handelspolitik** der USA nahm ihren Ausgang mit dem Smoot-Hawley Act vom Juni 1930 und den darin verfügten Zollerhöhungen. Wegen der damals geringen Importabhängigkeit der USA wirkten sich die neuen Zölle weniger in den USA selbst als auf die europäischen Wirtschaften aus und führten dort zu Retorsionsmaßnahmen. Die eigentliche Welle an Protektionismen wurde aber erst 1931 mit dem Zusammenbruch der Wiener Creditanstalt und der davon ausgehenden Bankenkrise in Österreich und Deutschland losgetreten: Banken wurden gestürmt, für Deutschland versiegten die ausländischen Finanzierungsquellen, Kapitalverkehrsbeschränkungen sollten weitere Goldabflüsse verhindern. Eine Abwertung kam für Deutschland nicht in Frage, weil die Reparationszahlungen in Dollar zum fixen Goldpreis zu entrichten waren. Die deutsche Regierung versuchte der Krise mit einer Reihe von Maßnahmen Herr zu werden, die auch heute noch zum Repertoire einer Krisenbekämpfung gehören (Bordo – James, 2009): Reorganisation des Bankensektors und Gründung von "bad banks" (durch die Deutsche Reichsbank), die wertlose Aktiva einer Bank gegen spätere Rückzahlung übernehmen konnten.

Im Unterschied zu den USA mit ihren weitgehend auf lokaler Ebene agierenden Banken dominierten in Europa einige wenige Großbanken, weshalb sich hier die Krise besonders rasch ausbreiten konnte. Im nächsten Schritt wurde Großbritannien erfasst, als die deutschen Banken die von britischen Banken gewährten Handelskredite nicht mehr bedienten. Am 19. September 1931 wurde das Pfund Sterling abgewertet und schockierte das Welthandelssystem: Jene Länder, die am Goldstandard festhielten, ergriffen protektionistische Maßnahmen. Etwa 20 Staaten mit engen Handelsbeziehungen zu Großbritannien – darunter alle skandinavischen Länder – folgten mit dem Ausstieg aus dem Goldstandard. Obwohl sie nun eine eigenständige Geldpolitik betreiben konnten, nahmen dennoch viele von ih-

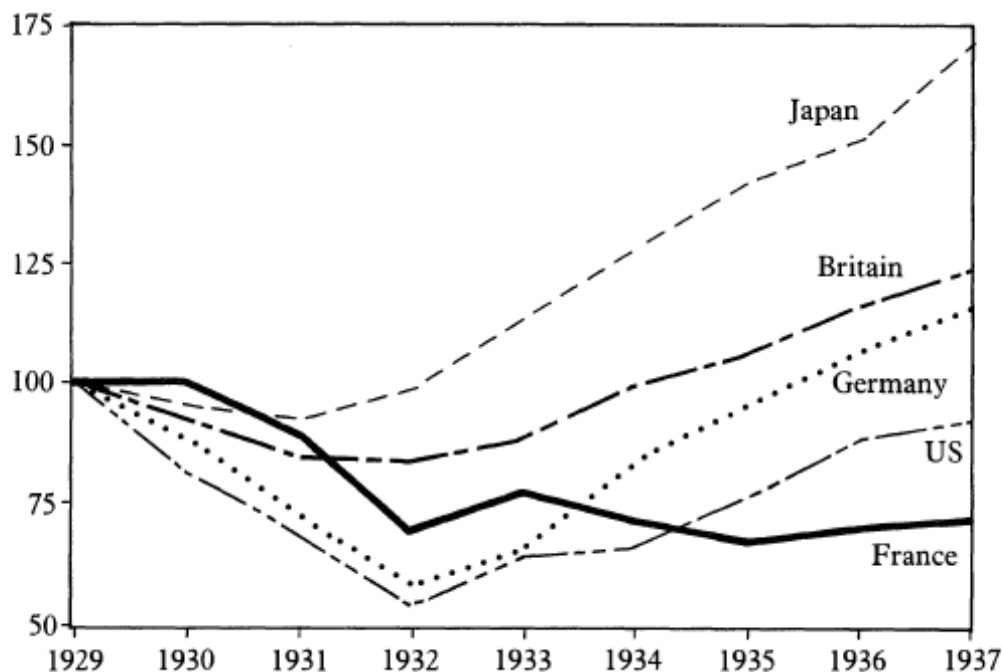
⁸ Dieser Betrag wurde zuletzt 1980 auf \$ 100.000 angehoben, dies entsprach 2008 nur noch etwa dem Dreifachen eines durchschnittlichen Jahreseinkommens (Shiller, 2008: 147).

nen – darunter Großbritannien selbst – Zuflucht zu Zollerhöhungen. Als Folge davon brach der reale Welthandel dramatisch ein, zwischen 3. Quartal 1931 und 3. Quartal 1932 allein um 16%. Von 1929 bis 1932 ging der Welthandel insgesamt um 25% zurück (Eichengreen – Irwin, 2009).

Welche Rolle spielte der **Goldstandard** auf dem Weg in die Große Depression? Nach dem 1. Weltkrieg erfolgte eine Rückkehr zum Goldstandard nicht mehr in "klassischer" Form, sondern als Gold-Devisen-Standard, der neben Gold auch die Verwendung von Pfund und Dollar (zu fixen Goldkursen) für die Finanzierung des internationalen Handels ermöglichte. Erst allmählich kehrten die von Krieg und Hyperinflation getroffenen Länder zur Goldkonvertibilität zurück. Unter Druck kam dieses System, als 1928-29 der Wirtschaftsaufschwung zu Ende ging und sich eine Rezession abzeichnete. Auslöser waren die beginnende restriktive Geldpolitik der Fed und die Goldkonversionen Frankreichs. Dadurch wurde Gold aus anderen Ländern abgezogen, die nun auch mit monetären Restriktionen konfrontiert waren.

Batchelder – Glasner (1991) werten das Festhalten der USA am Goldstandard (zum Preis von \$ 20,67 je Feinunze) als Hauptursache für die monetäre Kontraktion zwischen 1929 und 1933. Roosevelt hat zwar den US-Goldstandard zunächst beendet, aber 1934 neuerlich in Kraft gesetzt.⁹ Schon vor den USA hatten Deutschland (Juli/August 1931), Großbritannien (September 1931) und Japan (Dezember 1931) ihre Währungen abgewertet, Frankreich folgte erst 1936. Eichengreen (1992b) sieht einen engen Zusammenhang zwischen einer frühen Abkehr vom Goldstandard und dem baldigen Ende der Depression, etwa gemessen an der Entwicklung der Industrieproduktion (vgl. hierzu Abbildung 3)¹⁰. Jene Länder, die lange am Goldstandard festhielten, konnten die Konjunktur nicht mit geldpolitischen Maßnahmen reflationieren und versuchten daher, ihre Beschäftigungslage durch Importrestriktionen zu begünstigen (vgl. auch Romer, 2003).¹¹

Abbildung 3: Entwicklung der Industrieproduktion, 1929-1937 (1929 = 100), (Q: Eichengreen, 1992b: 233)



⁹ Der damals fixierte Goldpreis von \$ 35 je Feinunze blieb bis zum Ende des Bretton-Woods-Systems im Jahre 1971 bestehen.

¹⁰ Murphy (2010) hingegen stellt diesen Zusammenhang in Frage.

¹¹ Im Gegensatz dazu unterstützte der (klassische) Goldstandard vor dem 1. Weltkrieg (1870-1913) mit seinen festen Wechselkursen in Verbindung mit einer Liberalisierung des Kapitalverkehrs die Expansion des Welthandels.

Vor dem Hintergrund des Goldstandards erhält die vorkeynesianische Einstellung zur **Fiskalpolitik** besondere Bedeutung. Angeführt von Großbritannien herrschte das Prinzip des Budgetausgleichs vor, eine fiskalische Expansion schien ungeeignet, gegen die Rezession anzukämpfen. Nur in Japan, Schweden und Deutschland wurden staatliche Aufträge zur Verringerung der Arbeitslosigkeit erteilt. Zur Aufrechterhaltung des internen und externen Gleichgewichts standen also nur wenige Optionen offen (Eichengreen – Irwin, 2009): (i) Lohn- und Preissenkungen, um die Goldparität aufrechterhalten zu können; (ii) Handels- und Zahlungsrestriktionen, um die Importe und Goldabflüsse einzudämmen; oder (iii) Aufgabe des Goldstandards, um abwerten zu können. Da die erste Option oft nur schwer durchzusetzen war, ergriffen manche Länder die zweite Option und endeten letztlich bei der dritten Option.

3.4 Vergleich damals – heute

Vergleicht man die Große Depression der 1930er Jahre mit der Großen Rezession, kann man verschiedene Gemeinsamkeiten und Unterschiede orten. Zu den **Gemeinsamkeiten** gehört, dass es damals wie heute vor dem Ausbruch der Krise eine Umwälzung in den weltwirtschaftlichen Machtverhältnissen und in Verbindung damit in den internationalen Finanzbeziehungen gab (Eichengreen, 2009). War es in den Jahren nach dem 1. Weltkrieg die zunehmende wirtschaftliche Stärke der USA, so steht dem heute die neue Bedeutung Chinas und der anderen Schwellenländer gegenüber. Ein zweites Element verbindet die beiden Krisenperioden, nämlich die große Rolle, die eingefahrene wirtschaftspolitische Ideologien spielen. War es damals der Goldstandard, so war es in den vergangenen Jahren die ausufernde Deregulierung des Finanzsektors. In beiden Perioden entstanden spekulative Blasen in den USA, die durch ihren Zusammenbruch den Beginn der Krise kennzeichnen. Damals wie heute hat sich die Krise aus einer Situation des billigen Geldes heraus entwickelt. Der Konsum boomte, und die Börsenkurse stiegen ununterbrochen an, sodass man vom Aktienkauf auf Kredit ("Leveraging") scheinbar sicher profitieren konnte.

Die **Unterschiede** zwischen den beiden Krisenperioden sind in Tabelle 1 zusammengefasst. Der größte Unterschied liegt in der Reaktion der Wirtschaftspolitik. Damals dominierten zurückhaltende geldpolitische und fiskalische Strategien. Es gab keine aktive Geldpolitik, der Liquiditätsbedarf der Wirtschaft wurde vielmehr über die Salden in der Außenwirtschaft und die daraus resultierenden Goldflüsse geregelt. Die Fiskalpolitik wurde erst expansiv, als in der Vorphase zum 2. Weltkrieg die Militärausgaben stiegen. Im Gegensatz dazu hat in der gegenwärtigen Krise sowohl die Geldpolitik als auch die Fiskalpolitik rasch mit expansiven Maßnahmen reagiert. Allerdings wurde verabsäumt, das Bankensystem derart zu regulieren bzw. durch Kapitalhilfen zu stabilisieren, dass diese Impulse auch bei den Konsumenten und Investoren angekommen wären. Deshalb fallen die monetären Impulse nunmehr möglicherweise schwächer aus als während der Großen Depression (Eichengreen, 2009). Bezüglich der Fiskalpolitik gab es hingegen in der G-20 rasch ein koordiniertes Verständnis. Nach Schätzungen des IWF haben die staatlichen Stützungsmaßnahmen im Jahr 2009 das BIP der G-20-Länder zwischen 0,4% und 1,3% verbessert, 2010 kommen noch einmal 0,1% bis 0,3% hinzu (European Commission, 2010a).

Ein weiterer wichtiger Unterschied liegt in der Haltung zum Protektionismus, der in den 1930er Jahren dazu führte, dass die USA ihre damalige Funktion als internationaler Lender-of-Last-Resort beendeten (Kindleberger, 1987) und damit die Finanzierung Europas bedrohten. Im letzten Jahrzehnt ist die Finanzierung der Weltwirtschaft vor allem von China wahrgenommen worden (auch und insbesondere gegenüber den USA). China ist während der Wirtschaftskrise ein wichtiger Financier des US-Budgetdefizits geblieben. Dies ist wohl auch darauf zurückzuführen, dass die Protektionismusgefahr nun von der G-20 schon in ihren Ansätzen erstickt wurde (Bordo – James, 2009).

Tabelle 1: "Große Depression" vs. "Große Rezession": Unterschiedliche Voraussetzungen und Entwicklungen

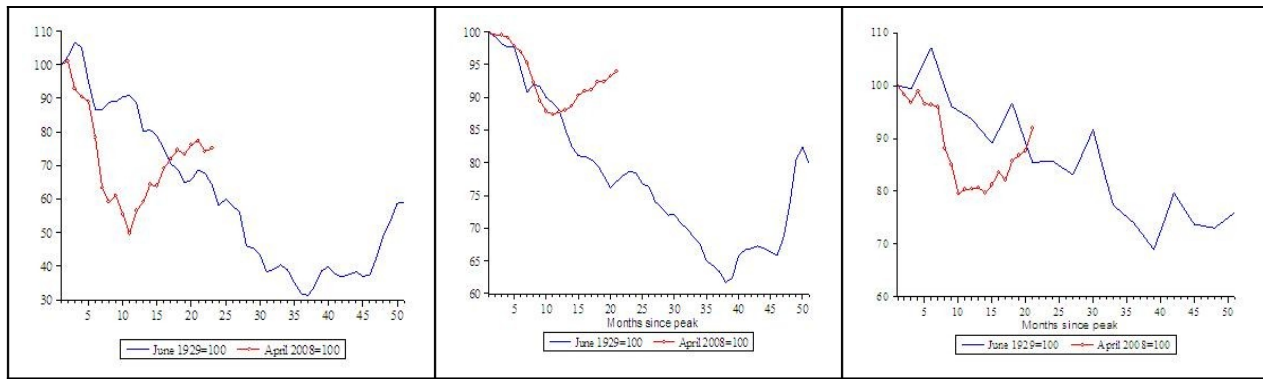
Unterschiedliche Voraussetzungen und Entwicklungen:
--

Große Depression	Große Rezession
Spekulativer Boom vor der Depression (USA: Autoproduktion, Autobahnbau, Elektrifizierung des Landes, Ausstattung mit Telefonen)	IT-Revolution, Subprime-Hypothekenboom
Bankenkrise war nicht Auslöser der Großen Depression	Bankenkrise steht am Beginn der Großen Rezession
Kaum soziale Sicherheit, Einkommensverteilung kopflastig	Hohe soziale Sicherheit, ausgeglichene Einkommensverteilung (besonders in Europa)
Privatvermögen von geringer Bedeutung	Hohes Ausgangsniveau an privaten Vermögenswerten (Wohnungen, Autos, Alterssicherung, sonstige Finanztitel...) – daher stärkere Rückwirkung der Finanzkrise auf Realwirtschaft
Wirtschaftskrise entwickelt sich in mehreren zeitlich auseinander liegenden Wellen und dauert ein Jahrzehnt: (i) Börsencrash 1929, (ii) Exporteinbruch ab 1930; (iii) New Deal ab 1933, (iv) Konjunkturerinbruch 1937/38 (USA); (v) fiskalische Expansion – zugleich Kriegsvorbereitung	Krisenhafte Entwicklungen erfolgen mehr oder weniger synchron bzw. folgen rasch aufeinander, die Finanzkrise ist nach 2 Jahren ausgestanden: Immobilienkrise 2007, Finanzmarktkrise 2008, expansive Geld- und Fiskalpolitik 2008/09. Dann aber folgt die Eurokrise, die noch anhält.
Realwirtschaftlicher Einbruch (gemessen an BIP, Beschäftigung, Deflation) ab 1929 tief und mehrere Jahre anhaltend	Realwirtschaftlicher Rückgang ab 2008 vergleichsweise gedämpft und nach einem Jahr weitgehend beendet
Goldstandard als weitgehend gemeinsame Basis der internationalen Wirtschaftsbeziehungen	Deregulierung und Globalisierung dominieren die internationalen Wirtschaftsbeziehungen
Protektionismus und Abschottung der Märkte	Ansätze zum Protektionismus rasch eingedämmt
Passive Geldpolitik	Aktive Liquiditätssteuerung, staatliche Eigenmittelstützungen
Passive bis restriktive Fiskalpolitik, kaum automatische Stabilisatoren	Expansive Fiskalpolitik, viele automatische Stabilisatoren (zB Arbeitslosenunterstützung)
Nach dem 1.WK schotteten sich viele neue kleine Staaten politisch voneinander ab.	Heute sind auch die kleinen Staaten geöffnet (insbesondere durch die EU).
Restriktive Handelspolitik (Zollerhöhungen), beginnend mit Smoot-Hawley Act aus 1930	Beibehaltung des Freihandels (WTO), nur vereinzelt Ansätze zu Protektionismen
Große Bedeutung der Investment-Trusts	Große Bedeutung der Investmentbanken
Finanzinnovationen unbedeutend	Große Rolle von Finanzinnovationen und Spekulation

Der Einbruch der Aktienmärkte war diesmal viel dramatischer als ab 1929, endete aber bereits nach weniger als einem Jahr bei einer Halbierung der Kurse (und nicht erst nach drei Jahren bei einem Wertverlust von etwa 70%). Die Industrieproduktion ist in den ersten 12 Monaten der gegenwärtigen Krise etwa gleich rasch gefallen wie ab Mitte 1929. Diesmal haben allerdings die unverzüglichen Stützungsmaßnahmen bewirkt, dass der Absturz bereits nach einem Jahr (und nicht erst nach drei Jahren) bei einem Rückgang um weniger als 15% (und nicht erst bei mehr als -35%) beendet wurde. Der reale Welthandel ist diesmal rascher verfallen als ab 1929, doch dürfte nun die Talsohle bei etwa -20% erreicht sein. Damals dauerte es mehr 3 Jahre, bis die Rückgänge im Außenhandel bei etwa -30% zum Stillstand kamen (Abbildung 4).

Abbildung 4: "Große Depression" vs. "Große Rezession": Vergleich der Entwicklungen seit dem letzten Höhepunkt vor der Krise (Q: Eichengreen – O'Rourke, 2010)

Aktienmärkte	Industrieproduktion	Welthandel
--------------	---------------------	------------



Aiginger (2010a) hat weitere Variablen verglichen und kommt zum Schluss, dass das reale BIP in der Großen Depression viel stärker eingebrochen ist als nun in der Großen Rezession. Gemessen am (ungewogenen) Durchschnitt von zehn Industriestaaten¹² erreichte das reale BIP erst 1934 wieder das Niveau von 1929, in den USA überhaupt erst 1936/37. Die jüngste Rezession hat in vielen Ländern nur die Jahre 2008/09 betroffen. Parallel dazu hat damals die Arbeitslosenquote viel stärker zugenommen und das Preisniveau viel mehr abgenommen als heute.

3.5 Zusammenfassende Lehren für heute

Aus dem Versagen der Wirtschaftspolitik in den 1930er Jahren sowie aus den Unterschieden zum heutigen Verlauf der Krise können folgende Lehren gezogen werden:

- (i) In der Krise funktionieren die Märkte nicht. Eine Abstinenz der Wirtschaftspolitik führt von der Rezession in die Depression.
- (ii) Fixe Wechselkurse (Goldstandard) erschweren die Anpassung an asymmetrische exogene Schocks sowie an interne Verschiebungen der relativen Wettbewerbsposition. Verzerrte Wechselkurse enden bei steigender Arbeitslosigkeit oft in protektionistischen Maßnahmen. Innerhalb der Eurozone kommt es mangels Anpassungsmöglichkeit von Wechselkursen zu Friktionen bei den relativen Wettbewerbspositionen.
- (iii) Der Protektionismus der Zwischenkriegszeit war zwar nicht Hauptursache der Depression, doch hat er auf viele Jahre hinaus die liberalen Tendenzen innerhalb und zwischen den Staaten verschüttet. Heute wird sinnvoller Weise alles versucht, eine Wiederholung dieses Szenarios zu vermeiden, weil dann auch die großen internationalen Herausforderungen der Gegenwart (zB der Klimawandel) keine Aussicht mehr auf konsensuale Lösung hätten.
- (iv) Die Wirtschaftspolitik darf ihre Stützungsmaßnahmen nicht zu früh abbrechen, sie muss vielmehr versuchen, einen selbst tragenden Konjunkturaufschwung zu generieren.
- (v) Die Geldpolitik stößt an ihre Grenzen, wenn die Banken Liquidität horten und/oder die private Nachfrage paralyisiert ist.

4. Ist die Liberalisierung zu weit gegangen?

Die Finanzkrise hat gravierende **Lücken im Regulierungssystem** aufgezeigt, die einerseits auf die Innovationen der letzten Jahre und Jahrzehnte bei Finanzdienstleistungen zurückgehen und andererseits durch bewusste Liberalisierung entstanden sind. Einer der gravierenden Vorwürfe an die Wirtschaftspolitik der vergangenen Jahrzehnte besteht darin, die Krise durch die Liberalisierung der Finanzmärkte geradezu herausgefordert zu haben. Um in Zukunft die Stabilität der Finanzmärkte zu sichern, muss daher das Regulierungssystem völlig überdacht werden. Dabei sollte das Bestreben der

¹² Belgien, Deutschland, Finnland, Frankreich, Großbritannien, Japan, Österreich, Schweden, Spanien und USA.

Politik weiterhin darauf gerichtet sein, das **Innovationspotenzial** des Finanzsektors für das gesamtgesellschaftliche Wohl auszunützen und Nachteile für die übrigen Sektoren auszuschließen. Im Rahmen der G-20 haben die großen Staaten der Welt rasche Verbesserungen angekündigt, umgesetzt wurde bisher wenig.

Ganz allgemein ist die **Marktliberalisierung** dort zu weit gegangen, wo in der Deregulierungseuphorie auch Bereiche dem Markt überlassen wurden, die wesentlich von nichtmarktmäßigen Elementen (wie Sicherheit, Gesundheit etc.) gekennzeichnet sind oder wenn neue Wirtschaftsbereiche von der traditionellen Regulierung nicht erfasst wurden. Dazu gehören jene (derivativen) Finanzmärkte, die die Große Rezession zwar nicht ausgelöst, aber doch entscheidend verstärkt haben. Auf diesen Märkten führt der intensive Wettbewerb dazu, dass Herdenverhalten oft über das Risikobewusstsein dominiert. Gegenüber den aggressiven Finanzinstituten, die ihren Kunden attraktive Verzinsungen boten, konnten letztlich auch die Konkurrenten nicht merklich zurückbleiben, weil die Aktionäre dies nicht verstanden und gebilligt hätten. Es müssen also die Eigentümer und Manager durch regulative Eingriffe daran gehindert werden, mit ihrem Shareholder-Verhalten systemische Risiken zu generieren. Dazu gehören auch die in der Öffentlichkeit emotional diskutierten Anreizsysteme für Führungskräfte (Bonuszahlungen, Stock-Options), die sich am längerfristigen Geschäftserfolg des Unternehmens orientieren sollten und nicht – wie auch Socher (2009) betont – an allgemein stark steigenden Aktienkursen.

Um die vom Finanzsystem auf die Gesamtwirtschaft ausgehenden Risiken zu begrenzen, sind **verschiedene Ansätze möglich**, insbesondere (i) die Regulierung der Finanzderivate, (ii) die Trennung von Kommerzbanken und Investmentbanken, (iii) eine Größenbeschränkung für systemrelevante Banken, (iv) eine verstärkte Makroregulierung und (v) eine Verschärfung der mikroökonomischen Regulierung der Banken, ohne gleichzeitig ihre Struktur zu ändern. Die zuletzt genannte Variante würde u.a. das Eigenkapitalerfordernis der Banken erhöhen, die Verschuldungskapazität limitieren und den Konsumentenschutz verbessern.

Die Bankenlobby wendet dagegen ein, dass eine Verschärfung der Regulierung wegen der damit verbundenen Verteuerung der Kredite das Wachstum dämpfen wird. Sie argumentiert, dass nicht Finanzinstrumente (wie Derivate) die Krise ausgelöst hätten, sondern die Subprime-Kredite auf dem Immobilienmarkt. Im Folgenden wird auf einige Regulierungsbereiche eingegangen, die seit Beginn der Krise in der öffentlichen Diskussion eine Rolle gespielt haben.

4.1 Regulierung von Finanzderivaten und Hedgefonds

Gemessen an den Basiswerten hat sich der Markt für Finanzderivate zwischen 1998 und 2009 von weniger als 100 Bio. \$ auf mehr als 600 Bio. \$ ausgeweitet. Ein großer Teil der Geschäfte dient zwar der Absicherung von Risiken, doch macht es die **Intransparenz** dieses Marktes für die Aufsichtsbehörden unmöglich, das Systemrisiko richtig einzuschätzen.

Um mehr Transparenz zu erreichen, schlägt der IWF (IMF, 2010a) vor, sämtliche individuell zugeschnittenen und over-the-counter (OTC) gehandelten Verträge (**OTC-Derivate**) zu registrieren und durch standardisierte Kontrakte, die an Börsen gehandelt werden, zu ersetzen bzw. zu ergänzen. Durch differenzierende Steuern und Kapitalunterlegungsvorschriften müssten Anreize gesetzt werden, die Geschäfte über Derivat-Clearingstellen abzuwickeln, die der Börsenaufsicht unterstellt wären. Dort würden die bilateralen Risiken konsolidiert, sodass nur ein von der Clearingstelle zu tragendes Netto-Risiko verbliebe. Als Gegenleistung müssten die Clearing-Mitglieder Sicherstellungen beibringen und Beiträge zahlen. Damit könnten die Basiswerte der aushaftenden Credit Default Swaps (CDS) um etwa 90% reduziert werden.

Von den Lücken im internationalen Regulierungssystem profitierten bisher vor allem die **Hedgefonds**. Das sind Investmentfonds, die (im Gegensatz etwa zu Aktien-, Renten-, Immobilien-, Pensionsfonds) praktisch keinen Anlagebeschränkungen unterliegen und primär spekulative Anlagen tätigen. Sie investieren in hohem Maße in Finanzderivate und bedienen sich einer Reihe von spezifischen Techni-

ken wie dem Short Selling (Spekulation auf fallende Kurse), der Fremdfinanzierung (zur Erzielung von Leverage-Effekten) und von CDS. Im Tätigkeitsbereich der Hedgefonds bestehen hohe Informationsasymmetrien, weshalb eine verstärkte Aufsicht sowohl zum Schutz der Konsumenten als auch vieler Investoren erforderlich ist (Kapoor, 2010). Der wichtigste Regulierungsgrund sind aber die Gefahren, die vom hohen Hebeleffekt ihrer Veranlagungen und von den oft sehr unterschiedlichen Charakteristika von Aktiv- und Passivgeschäft für die Stabilität des gesamten Finanzsystems ausgehen können. Jedenfalls sollten die systemrelevanten Hedgefonds in Ländern, in denen sie aktiv sind, registrierungspflichtig sein, Eigenkapital- und Liquiditätsvorschriften erfüllen müssen und nur beschränkt Leverage-Effekte erzielen dürfen.

Derzeit ist eine EU-Richtlinie in Vorbereitung (Alternative Investment Fund Managers Directive, AIFMD), die von Hedgefonds-Managern verlangt, dass sie die wichtigsten Eigentümer der Managementgesellschaften von Hedgefonds offengelegt und Informationen über die Anlagestrategien bekannt gegeben werden. Der Richtlinienentwurf wurde vom Rat verabschiedet und liegt nun im Europäischen Parlament zur weiteren Behandlung.

4.2 Wiedereinführung des Trennbankensystems?

Als ein Beispiel für eine zu weit gegangene Liberalisierung gilt die Aufhebung des Glass-Steagall Act im Jahr 1999 durch den Gramm-Leach-Bliley Act. Allerdings war dies nur noch ein Formalakt, der die vorausgehende schrittweise Beseitigung der Unterschiede zwischen Kommerzbanken mit FDIC-besicherten Einlagen und Investmentbanken (etwa durch die Möglichkeit, Holdinggesellschaften über beide Arten von Banken zu gründen) legalisierte.¹³ Finanzinnovationen stellen das frühere Einlagenmonopol für die Kommerzbanken in Frage. Die Kreditgewährung an Konsumenten und Investoren wird heute nicht mehr nur über Einlagen, sondern wesentlich auch über Parallelbanken auf dem Kapitalmarkt finanziert, die keiner Regulierung oder Informationspflicht unterliegen. Dahinter steht das Anlageverhalten von institutionellen Investoren, für die der Einlagenmarkt wegen der betragslich beschränkten Einlagensicherung nur unzureichende Sicherheiten bietet. Sie weichen auf den "Repo-Markt" aus, auf dem ihre kurzfristigen Geldmarktanlagen durch Wertpapiere im Portefeuille der annehmenden Investmentbank gesichert sind (Gorton, 2010). Es besteht also heute eine enge wirtschaftliche Verflechtung zwischen Kommerz- und Investmentbanken, die durch eine rechtliche Trennung bestenfalls erschwert, aber nicht verhindert wird.

Diese Entwicklung wird nicht nur begrüßt, vielmehr sprechen sich etwa die OECD (Blundell-Wignall et al., 2009) und Socher (2009) für die Wiedereinführung des Trennbankensystems als wichtige Maßnahme zur Verhinderung künftiger Finanzkrisen aus. Nur so könne der Konflikt zwischen Kunden- und Eigeninteresse der Investmentbanken gelöst mehr Transparenz in das System gebracht werden.

Ein gemäßigter Schritt in diese Richtung wird in den USA vorbereitet. Dort soll den Kommerzbanken (mit gewissen Ausnahmen) untersagt werden, Anteile an Hedgefonds und Private Equity Fonds zu halten sowie Eigenhandel mit Wertpapieren (proprietary trading¹⁴) zu betreiben. Hingegen soll der Wertpapierhandel für Rechnung und auf Kosten von Bankkunden auch den Geschäftsbanken möglich bleiben ("**Volcker-Regel**"). Mit der Entflechtung der Eigeninteressen von Investmentbanken von den Interessen der Kunden sollte es für die informierten Kunden offensichtlich sein, dass allfällige Verluste nur das Verhältnis zwischen ihnen und der betroffenen Investmentbank ohne Beteiligung der Öffentlichkeit betreffen.

Zu überlegen ist, ob der amerikanische Plan auch in Kontinentaleuropa, das mit seinem Universalbankensystem gute Erfahrungen gemacht hat, nachvollzogen werden soll. Sinn (2010) spricht sich dagegen aus, weil das Trennbankensystem die Finanzintermediation erschwere und insbesondere den

¹³ Für Sinn (2010) ist das Trennbankensystem de facto bis 22. September 2008 teilweise erhalten geblieben, als sich die damals noch intakten Investmentbanken Goldman Sachs und Morgan Stanley in Kommerzbanken umwandelten, um die vom Staat zugesagten Hilfen in Anspruch nehmen zu können.

¹⁴ Beim "proprietary trading" erwirbt eine Investmentbank ein Wertpapier auf eigene Rechnung und trägt daher auch das Risiko von Kursverlusten.

Zwischenbankmarkt beeinträchtigt. Eine wirksame Krisenprävention könne nur durch drastische Anhebung der Eigenkapitalanforderungen erreicht werden.

Daraus ist zu folgern, dass eine radikale Trennung des Investmentbanken- vom Kommerzbankengeschäft zwar die Transparenz erhöhen könnte, aber keine Sicherheit gegen Systemkrisen bieten würde. Solche Sicherheiten müssen an anderer Stelle eingebaut werden, insbesondere bei den Risikovorsorgen der Einzelbanken und der Makroaufsicht über das Bankwesen insgesamt.

4.3 Sind manche Banken "too big to fail"?

Im Zuge der Finanzkrise sind große Banken von der Politik oft als "too big to fail" behandelt worden, sie wurden vom Staat gestützt oder übernommen, um größeren Schaden für die Gesamtwirtschaft zu vermeiden. Angesichts der Globalisierung der Finanzmärkte wird aber die **Systemrelevanz** einer Bank nicht nur auf ihre Größe, sondern auch auf ihre internationale Vernetzung bezogen ("*too interconnected to fail*"). Um die mit den Aktivitäten solcher Banken verbundenen Systemrisiken einzuschränken, wurden folgende Vorschläge gemacht (vgl. etwa Truman, 2009):

(1) Besonderes Gewicht bekam auf internationaler Ebene der Gedanke einer **Zerschlagung systemrelevanter Institute** in kleinere, selbständige Einheiten. Probleme ergeben sich aus der Frage, ab welcher Größe ein Institut nicht mehr systemrelevant ist und ob die neuen Institute nicht einem Herdentrieb folgend ähnliche Risikostrategien verfolgen und damit die Zerschlagung konterkarieren. Da mit einer Zerschlagung auch Skalenerträge und Verbundvorteile verloren gehen und die Risikodiversifikation erschwert wird, ist diese Strategie umstritten.

(2) Alternativ wird eine **Ausgliederung von risikoreichen Aktivitäten** in Spezialinstitute vorgeschlagen. Doch ist auch hier nicht von vornherein klar, welche Aktivitäten als besonders risikoreich einzustufen sind und wie mit dem Entfall von impliziten Quersubventionen zwischen den Aktivitäten einer Universalbank umzugehen wäre.

(3) Ein weiterer Weg wäre die **Verschärfung der Regulierung und der Aufsicht**, um übermäßiges Risiko zu verhindern oder zu verteuern. Hier muss aber die politische Realität berücksichtigt werden, wonach oft eine erhebliche Lücke zwischen gesetzlichen Anspruch und praktischer Umsetzung besteht, die durch den oft erfolgreichen Lobbyismus der betroffenen Institute entsteht.

(4) Diese Probleme könnten mit der Einrichtung eines "**Special Resolution Regime**" (also eines vorweg definierten staatlichen Rettungssystems für den Fall, dass es zu keiner privatwirtschaftlichen Lösung kommt) umgangen werden. Um mit einem solchen Instrument nicht Moral-Hazard-Verhalten zu unterstützen, müssen die Konsequenzen für das betroffene Institut, ihre Manager und Aktionäre wesentlich kostspieliger sein als bei sektorinterner Problemlösung.

In den **USA** behandelt der Congress derzeit einen Gesetzesvorschlag, der Zusammenschlüsse von Banken untersagt, wenn dadurch der Marktanteil einer einzelnen Bank auf mehr als 10% der gesamten unversicherten Bankeinlagen stiege. Gleichzeitig sollen die Aufsichtsregeln sowie die Kapital- und Liquiditätserfordernisse verschärft werden.

Die **Interessenvertretungen der Banken** versuchen, die Regierungen und Parlamente zu überzeugen, dass sie ihre Probleme selbst lösen können. Die Ereignisse des Jahres 2008 zeigen aber, dass das marktwirtschaftliche Fundament nur gesichert werden kann, wenn der regulatorische Rahmen angepasst wird. Zu fordern ist jedenfalls eine schärfere Beaufsichtigung von systemrelevanten Banken, eine höhere Transparenz ihrer Geschäftstätigkeit und eine grenzüberschreitende Verantwortlichkeit der Aufsichtsbehörden bei international tätigen Großbanken.

4.4 Internationale Koordinierung der Aufsichtsstrukturen

Von der Mikro- zur Makroaufsicht

Die spektakulären Zusammenbrüche von Investmentbanken im Jahr 2008 machten deutlich, dass die Stabilität des Finanzsystems nicht nur von Marktversagen auf mikroökonomischer Ebene bedroht wird, sondern auch durch systemrelevante externe Effekte auf makroökonomische Ebene. Einer der gravierenden Fehler, die zum Entstehen der gegenwärtigen Krise beigetragen haben, war die Vernachlässigung der kollektiven Risiken. In der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) wird daher schon seit Jahren ein **Makroansatz der Finanzmarktaufsicht** ("macroprudential approach") forciert (Crockett, 2000; Borio, 2003). Darunter versteht man jene Maßnahmen zur Risikokontrolle, mit denen systembedrohende Krisen und ihre Kosten für die Gesamtwirtschaft verhindert werden sollen. Jene Institutionen und Akteure, die die Stabilität des Finanzsystems allein (wegen ihrer Größe) oder in Kooperation mit anderen gefährden können, sollten besonderen Vorschriften unterliegen, um Beeinträchtigungen des Finanzsystems gar nicht entstehen zu lassen oder die entsprechenden Risiken durch mikroökonomische Regeln zu internalisieren (zB durch hohe Eigenkapitalerfordernisse oder der Begrenzung der Verschuldungsmöglichkeiten).

Prozyklische Wirkungen der Wirtschaftspolitik

In einer dynamischen Wirtschaft bewegen sich viele Komponenten gemeinsam auf und ab und verstärken einander wechselseitig. Im Wirtschaftsaufschwung nimmt die Bereitschaft zum Risiko zu, die Vermögenspreise steigen und mit ihnen die Besicherungsmöglichkeiten für Kredite, diese wiederum sind einfach verfügbar. Auf solche Weise entsteht ein "**Finanzierungsakzelerator**", der im realen Sektor auf steigende Einkommens- und Gewinnerwartungen trifft. Die Konsum- und Investitionsnachfrage nimmt zu, die Produktion wird ausgeweitet. Im Abschwung ist es gerade umgekehrt. Ein Faktor, der zu diesem Akzelerationsmechanismus beiträgt, ist die ungenügende Berücksichtigung von Risikoänderungen über die Zeit (Borio et al., 2000): Im Boom werden Risiken tendenziell unterschätzt, im Konjunkturtal überschätzt. Die Wirtschaftspolitik ist gefordert, durch entsprechende Gegenmaßnahmen in der Geldpolitik und im Aufsichtssystem das Entstehen von prozyklischen Ungleichgewichten eindämmen.

Ein wichtiges Beispiel für Prozyklizität sind die **Eigenkapitalvorschriften nach Basel II**. Müssen die Banken in Krisenzeiten Verluste von Eigenkapital verbuchen, wirkt der Multiplikatoreffekt einschränkend auf die Kreditvergabe. Außerdem erfordert die in den bankinternen Risikomodellen vorgesehene dynamische Risikobewertung der Bankkunden tendenziell eine Verschlechterung der Risikogewichte und damit einen steigenden Eigenkapitalbedarf der Kredit gewährenden Bank.

Zur Entschärfung der Prozyklizität sollte eine **Reform des Basel II-Systems** folgenden allgemeinen Regeln gehorchen (Borio, 2009):

- Verwendung eines ganzheitlichen Ansatzes, weil der Erfolg von Maßnahmen bei der Finanzmarktaufsicht auch von anderen Politiken (zB vom Fair-Value-Accounting) abhängt.
- Flexibilisierung der Kapitaladäquanzregeln zur Anpassung an den Konjunkturzyklus
- Bereinigung anderer Aufsichtsinstrumente von prozyklischen Wirkungen, zB indem Mindestreservvorschriften flexibel gestaltet werden.
- Anpassung des Regulierungsinstrumentariums, indem mehr auf "automatische Stabilisatoren" (zB einfache vorauseilende Indikatoren) und weniger auf diskretionäre Entscheidungen gesetzt wird.

Ein weiteres Beispiel für Prozyklizität ist das **Fair-Value-System**, das nach den International Financial Reporting Standards (IFRS) die Verwendung von Zeitwerten in den Bankbilanzen vorschreibt. Steigen die Anlagewerte im Boom, wird das Eigenkapital durch nicht realisierte Gewinne ausgeweitet, in Schwäche- und Krisenphasen hingegen verringert. So schlagen sich die laufenden Bewertungsreduktionen für 2009 in den Jahresbilanzen 2009 nieder, die im ersten Halbjahr 2010 erstellt und veröffentlicht werden. Sie gehen dann in die bankinternen Risikomodelle ein und werden ab der zweiten Jahreshälfte 2010 zu Kreditbeschränkungen führen – in einer Zeit, in der der Wirtschaftsaufschwung noch nicht selbsttragend ist. Während der letzten Krise wurde diesem Problem temporär Rechnung getra-

gen, indem in den IFRS-Bilanzen die Möglichkeit geboten wurde, ältere Werte (vor 1.7.2008) in Ansatz zu bringen. Diese Regelung müsste generalisiert und über die Krise hinaus verlängert werden, um den Banken die Kreditgewährung zu erleichtern.

Ansätze zu einem Basel III-Abkommen

Um die Funktionsfähigkeit der Märkte zu gewährleisten, muss das Aufsichts- und Regulierungssystem laufend an Finanzinnovationen angepasst werden. Als Folge der weltweiten Krise bedarf es nun einer Reform der Finanzmarktregulierung auf internationaler Ebene, mit der die Kapitalbasis der Banken gestärkt wird und ausreichende Liquiditätspolster gewährleistet. Eine Reform des Basel II-Abkommens sollte sich an folgenden Zielen orientieren:

- Kräftige Erhöhung der Eigenkapitalquoten, um den Sicherheitspuffer anzuheben und die Haftung der Aktionäre zu verstärken.
- Neue Bewertung der Risikopositionen, damit ein wesentlich größerer Teil der Bilanzsumme als bisher sowie außerbilanzielle Geschäfte erfasst werden.
- Schaffung von internationalen Rahmenbedingungen für das Liquiditätsmanagement der Banken.

Ein **Entwurf für ein Basel III-Abkommen** wurde vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht im Dezember 2009 vorgelegt. Die darauf aufbauende Quantitative Impact Study (QIS) der BIZ läuft seit Februar 2010, das neue Abkommen soll bis Ende 2010 unterschriftsreif sein und 2012 in Kraft treten. Vorgesehen ist u.a., dass Minderheitenanteile, Partizipationskapital und Vorzugsaktien nicht mehr dem Kernkapital zugerechnet werden. Durch die Verschärfung der Regeln würden vor allem jene Banken höhere Eigenkapitalerfordernisse zu erfüllen haben, die im Investment-Banking tätig sind. Ein Teil der Eigenmitteldeckung wird durch neues Eigenkapital zu erzielen sein, doch werden die Banken teilweise auch ihre Kreditvergaben einschränken müssen und damit das Wirtschaftswachstum dämpfen.

Insgesamt zeigen sich in der internationalen Vernetzung der Regulierungs- und Aufsichtseinrichtungen noch große Mängel, deren Beseitigung nicht absehbar ist. Die Reform des Finanzsystems in den USA ist dort eine nationale Angelegenheit, die sich kaum um internationale Belange schert. Die US-Administration ist voll damit beschäftigt, ihre Gesetzesvorschläge durch den Congress zu bringen. In der EU hätte man zwar gerne eine Internationalisierung der Lösungen, kann sich aber intern selbst nicht auf einen gemeinschaftlichen Weg einigen.

4.5 Wie kann destabilisierende Spekulation eingedämmt werden?

Im Zuge der Aufarbeitung der jüngsten Finanzkrise stellt sich heraus, dass – neben den "objektiven" Mängeln im Finanzsystem und den Fehlern der Wirtschaftspolitik – die von mächtigen Marktteilnehmern bewusst eingesetzte **destabilisierende Spekulation** ein wichtiger Faktor ist. Sie zu verhindern oder wenigstens auf ein beherrschbares Maß einzudämmen, gehört zum Spektrum der anstehenden Reform des internationalen Finanzsystems. Aber was ist destabilisierende Spekulation?

Als **Spekulation** bezeichnet man generell das Eingehen offener Positionen in der Bilanz, also einseitiger Forderungen oder Verbindlichkeiten (hinsichtlich bestimmter Vertragspartner, Währungen, Zinssätze, Laufzeiten etc.), die nicht durch gleichwertige Gegenpositionen abgesichert ("hedged") sind. Ziel von Spekulationsgeschäften ist es, Unterschiede in den Erwartungen über die Preisentwicklung auszunützen. Spekulation kann eine **stabilisierende** Wirkung ausüben, wenn dadurch Preisschwankungen verringert werden und das Preisniveau zu einem Gleichgewichtspreis konvergiert. Dies ist der Fall, wenn die (informierten) Spekulanten ihre Erwartungen anhand von langfristigen Fundamentaleinflüssen auf den Preis bilden (regressive Erwartungsbildung). Ohne solche (risikofreudigen) Spekulanten würde ein Teil der (risikoaversen) Marktteilnehmer – nämlich jene, die keinen Hedging-Partner mit kompensierendem Sicherheitsbedarf finden – auf ihren Risiken sitzen bleiben.

Neben stabilisierenden Arbitrage-, Sicherungs- und Spekulationsgeschäften kennen die Märkte aber auch die **destabilisierende Spekulation**. Nur diese soll eingedämmt werden, weil sie vom Gleichgewichtskurs wegführt. Ein Grund dafür kann adaptive Erwartungsbildung sein, die wegen unvollständiger Information über die Fundamentaldaten ein Herdenverhalten auf den Finanzmärkten auslöst. Ein anderer Grund wären selbsterfüllende Erwartungen, wenn etwa durch Marktmacht oder das Streuen von Gerüchten eine Situation herbeigeredet wird, auf die man zuvor gewettet hat.

Wer sind die "bösen Spekulanten", die das Weltwährungssystem in Gefahr bringen? Nur die wenigsten sind "böse" in dem Sinn, dass sie ihre Marktmacht zum Schaden für das Gesamtsystem ausnützen können. Der überwiegende Teil rekrutiert sich aus institutionellen Anlegern (Pensionsfonds, Versicherungen etc.), die einen laufenden Anlagebedarf haben und deren Manager unter Wettbewerbsdruck um die besten Renditen stehen. Ihre Anlagestrategien unterliegen strengen Aufsichtsbestimmungen, ihr Bewegungsspielraum ist daher gering. Dennoch passen auch sie ihr Anlageverhalten dem allgemeinen Trend an und tragen damit zum Überschießen von Preisbewegungen bei ("bandwagon effects"). Überschießende Wirkungen können auch durch "Carry-Trades" ausgelöst werden, bei denen Terminanlagen in einer Niedrigzinswährung verkauft und solche in einer Hochzinswährung in der spekulativen Erwartung gekauft werden, dass sich der Wechselkurs zwischen den beiden Währungen nicht im gleichen Ausmaß ändert. Viel freier sind die Hedgefonds, die keine Anlagevorschriften befolgen müssen und nur ihrer eigenen Risikoeinschätzung folgen. Sie können Auslöser von Trendbewegungen sein und sind daher als systemrelevant einzustufen. In der Regel leiten aber auch sie ihre Preiserwartungen – wie im Fall der Griechenland-Krise – aus allgemein zugänglichen Informationen über Entwicklungstrends (zB in der Schuldenquote) ab.

Als eine der Maßnahmen zur Eindämmung von destabilisierende Spekulation taucht immer wieder die Forderung nach einer **Besteuerung** der Banken oder von Finanztransaktionen auf, sei es als "Solidaritätsabgabe" zur "Wiedergutmachung" der "von den Banken ausgelösten Krise", sei es zur Eindämmung von Spekulation oder auch nur als einfach einzuhebender Beitrag im Rahmen von Budgetkonsolidierungen. In der politischen Diskussion wird dabei zwischen einer "Bankenabgabe" als Prozentsatz von Bilanzpositionen und einer Umsatzsteuer auf Finanztransaktionen unterschieden.

(1) Der Gedanke einer international abgestimmten **Finanztransaktionssteuer** (FTS) wurde schon in den 1970er Jahren vom späteren Nobelpreisträger James Tobin (1974, 1978, 1996) formuliert ("Tobin Tax"). Sie zielte damals auf die Eindämmung von spekulativen Wechselkursschwankungen, die mit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems und der zunehmenden Kapitalverkehrsfreiheit die Instabilitäten auf den Finanzmärkten erhöht hatten. Die Grundidee bei Tobin war, "Sand ins Getriebe" zu streuen, um die durchschnittlichen Laufzeiten bei Währungsgeschäften zu erhöhen und die nationale Wirtschaftspolitik zu stärken. In den Jahrzehnten seither hat sich die Diskussion von der zunächst als Lenkungssteuer konzipierten Umsatzsteuer auf Spekulationstransaktionen über die von Globalisierungsgegnern geforderte kombinierte Lenkungs-Fiskal-Steuer zu der für die Eigenmittelaufbringung in der EU überlegten Fiskalsteuer auf Finanztransaktionen verlagert: potenziell hohe Einnahmen, einfache Einhebung als Quellensteuer und dadurch Anonymisierung, weil in einem populistischen Jargon "ohnehin nur die reichen Banken" getroffen werden.

Die Wiederbelebung der FTS-Diskussion seit den 1990er Jahren ist den wiederholten Finanzkrisen zuzuschreiben, indem argumentiert wird, das Entstehen von spekulationsgetriebenen Finanzkrisen könne mit Hilfe einer FTS hintangehalten werden. Da aber eine FTS sowohl den destabilisierenden Spekulationshandel als auch den stabilisierenden Liquiditätshandel trifft, muss der **Steuersatz klein** sein, um nicht die Marktliquidität und Markteffizienz zu beeinträchtigen – im Gespräch sind derzeit etwa 0,05% je Transaktion. Dies trifft aber in erster Linie Sicherungsgeschäfte, die bestehende Risiken nur umschichten, aber nicht erhöhen. Geschäfte mit hohem Risiko und hohen Gewinnerwartungen, wie sie bei massiven Spekulationswellen auftreten, lassen sich durch eine kleine Steuer nicht eindämmen. Die zusätzlichen Kosten können dann leicht im erwarteten Spekulationsgewinn unterge-

bracht werden.¹⁵ Von einer kleinen FTS wäre bestenfalls jener Handel betroffen, bei welchem durch Herdenverhalten (unterstützt vom elektronischen Hochfrequenzhandel) kurzfristige Preistrends hervorgerufen werden, die von den Fundamentaldaten wegführen (vgl. dazu auch Grabel, 2003).

Die nunmehrige Diskussion könnte genützt werden, eine alte Forderung der Steuertheorie aufzugreifen, wonach öffentliche Güter überwiegend dort zu finanzieren sind, wo sie entstehen. Auf die EU umgelegt würde das bedeuten, dass die **Finanzierung des EU-Budgets** von nationalen auf europäische Bemessungsgrundlagen umzustellen wäre, wofür eine FTS auch vom möglichen Aufkommen her geeignet erscheint. Das WIFO schätzt, dass bei einem Steuersatz von 0,05% und unter Berücksichtigung eines gewissen Rückgangs des Transaktionsvolumens EU-weit ein Aufkommen von etwa 290 Mrd. € oder 1,6% des BIP zu erzielen wäre (Schulmeister, 2010).

(2) Bei der Aufarbeitung der Krisenfolgen wird nun zunehmend eine **Bankenabgabe** ins Spiel gebracht. So fordert der IWF (IMF, 2010b) anstelle einer Transaktionssteuer eine Bankenabgabe auf die Bilanzsumme oder auf ausgewählte, als risikoreich eingestuftes Aktiv- oder Passivpositionen der Bilanz. Sie wäre aus Sicht der Finanzmarktstabilität einer FTS vorzuziehen, weil eine Transaktionssteuer über ein Clearingsystem abgerechnet werden müsste und viele Institute dann ihre Geschäfte außerhalb der Clearingeinrichtungen abwickeln würden. Dem steht gegenüber, dass eine Bilanz(summen)abgabe nicht die außerbilanziellen Geschäfte erfasst und weitere Auslagerungen aus den Bankbilanzen (insbesondere zu Derivatgeschäften und Hedgefonds) induziert würden.

In der EU hat sich die Diskussion um eine Bankenabgabe auf die Frage konzentriert, ob sie zur nationalen Budgetkonsolidierung beitragen (Deutschland und Österreich sind zunächst davon ausgegangen) oder (wie die Europäische Kommission plant) einen EU-weiten Bankenrettungsfonds speisen soll. Auf weltweiter Ebene ist derzeit weder an die Verwirklichung einer Bankenabgabe noch einer FTS zu denken. In den Vorbereitungsgesprächen zum G-20-Gipfel im Juni 2010 in Toronto wurde klar, dass sich jene Länder, die die Weltfinanzkrise einigermaßen unbeschadet überstanden haben (insbesondere Kanada, Japan und Brasilien), solchen Maßnahmen verschließen würden.

Da sowohl gegen eine FTS als auch eine Bankenabgabe erhebliche Widerstände bestehen, wird als Minimallösung bisweilen auch eine **Börseumsatzsteuer** gefordert, wie sie in manchen Ländern (zB Großbritannien) ohnehin besteht oder bestanden hat (zB Österreich). Steuerbasis ist hier nur der offizielle Handel an einer Börse, das Ertragspotenzial ist vergleichsweise gering.

Alle Besteuerungsvorschläge sollten von einer **konkreten Zielsetzung** ausgehen: Will man damit vom Finanzsektor eine Solidarabgabe für dessen Teilhabe am Krisengeschehen einheben oder eine Kompensation für die staatlichen Rettungspakete erreichen oder die Spekulation treffen oder geht es nur um einen einfach einzuhebenden Beitrag zur Budgetsanierung? Erst wenn das Ziel klar ist, kann man sinnvoll über die Art der Besteuerung reden. Aber weder eine Bankenabgabe noch eine kleine FTS kann jene große Spekulation eindämmen, die zu Finanzkrisen führt oder sie verstärkt. Dazu müsste das Modell einer dynamischen FTS weiter überlegt werden, wie es von Spahn (2002) in zweistufiger Form angedacht worden ist. Im Spahn-Modell werden zumindest zwei Ziele vereint, indem (i) eine kleine Steuer auf normale Transaktionen (z.B. 0,02%) und (ii) eine Ergänzungsabgabe auf Gewinne aus sehr kurzfristigen Transaktionen, die als spekulative Attacken auf einzelne Währungen zu werten sind, eingehoben wird. Die Preise können sich dann innerhalb eines Bandes frei bewegen. Die kleine Transaktionssteuer würde auf alle Bewegungen, die Ergänzungsabgabe nur bei Überschreiten des Bandes zusätzlich eingehoben werden. Im Sinne einer "doppelten Dividende" soll die Transaktionssteuer Einnahmen bringen, wogegen die Ergänzungsabgabe Lenkungscharakter hätte, die dann "erfolgreich" ist, wenn sie Preisschwankungen eindämmt und keine Einnahmen bringt.¹⁶

¹⁵ Jagdish Bhagwati formuliert dies im FAZ-Interview vom 21.6.2010 wie folgt: "Große Krisen bringen manchen Spekulanten auch große Gewinne. Da hilft ein Prozent Steuer nicht, das wäre wie ein Moskito-Stich für einen Elefanten. Da würden nicht mal zehn Prozent reichen."

¹⁶ Belgien hat eine solche zweistufige Steuer beschlossen, die Umsetzung jedoch bis zu einer gesamteuropäischen Lösung ausgesetzt. Der "normale" Steuersatz auf alle in Belgien abgewickelten Devisentransaktionen soll 0,02% betragen, die Ergänzungsabgabe bis zu 80%, wenn sich Wechselkurs außerhalb eines noch zu bestimm-

Bei allen Vorschlägen sollte darauf geachtet werden, dass moralisches Risiko vermieden wird und eine Bankenabgabe daher nicht Versicherungscharakter erhält – wie dies bei einer als Kompensation für (bisherige und allfällige künftige) Krisenkosten konstruierten Abgabe der Fall wäre (vgl. auch Beck – Losse-Müller, 2010).

Eine Spezialität der Hedgefonds waren **Leerverkäufe** (short sellings) zur Spekulation auf fallende Kurse. Hiefür besorgten sie sich Wertpapiere auf dem Leihweg, verkauften diese in der Hoffnung auf fallende Kurse, kauften gleichartige Papiere gegen Ende der Leiheperiode günstig auf und gaben sie an die Leihgeber zurück. Berüchtigt sind die ungedeckten Leerverkäufe (naked shorts), bei denen Wertpapiere, die der Verkäufer gar nicht besitzt, auf Termin verkauft werden. Mit ihnen wird de facto auf den Bankrott des Wertpapieremittenten gewettet. Bei ausreichender Marktmacht können sie fallende Kurse provozieren, sodass sie im Lieferzeitpunkt günstig zugekauft werden können.

Wegen dieser destabilisierenden Wirkung sind ungedeckte Leerverkäufe temporär auch verboten worden. Deutschland hat im Mai 2010 eine gesetzliche Regelung verabschiedet, die neben ungedeckten Leerverkäufen von Aktien der zehn wichtigsten Finanzinstitute nun auch jene von Staatsanleihen der Euroländer verbietet. In Österreich kann die Finanzmarktaufsicht (FMA) seit Oktober 2008 Leerverkäufe bestimmter börsennotierter Finanztitel per Verordnung untersagen. In der EU ist eine Richtlinie in Vorbereitung, die ein solches Verbot ausspricht. Empirische Untersuchungen über die Auswirkung von Verboten ergaben, dass sie schwer durchsetzbar sind und wenig zur Preisstabilisierung beitragen, aber die Liquidität reduzieren. Statt Verboten sollten gezielte Informationspflichten kombiniert mit Beschränkungen für die täglichen Preisschwankungen die Märkte stabilisieren (Avgouleas, 2010).

Besonders bedenklich sind jene **Credit Default Swaps**, mit denen nicht eigene Risiken, sondern diejenigen eines Dritten abgedeckt werden. CDS sind ökonomisch zunächst nichts anderes als Versicherungen gegen den Ausfall eines Schuldners. Werden sie zur Absicherung von Risiken aus einem bestehenden Grundgeschäft eingesetzt, erfüllen sie eine normale Hedging-Funktion, bei der bestehende Risiken übertragen werden. Manche CDS haben sich zuletzt aber mehr zu einem Wettinstrument von Spekulanten entwickelt, das noch dazu im unregulierten OTC-Markt gehandelt wird. Um dies zu verhindern, müsste die Bindung an ein Grundgeschäft, das eigene Risiken begründet, ebenso vorge-schrieben werden wie ihre Registrierung und der Handel an regulierten Börsen. CDS sind rechtlich keine Versicherungsverträge, die der Versicherungsaufsicht unterworfen wären,¹⁷ sie sind in der Vergangenheit wiederholt auch verboten worden: Eine Versicherung gegen das Abbrennen des Nachbarhauses könnte ja zu Erfüllungshandlungen motivieren.

Schließlich muss man angesichts der zunehmenden Bedeutung des automatischen **Hochfrequenzhandels** (der mehr als die Hälfte des täglichen Handelsvolumens ausmacht) über einen Überlastungsschutz (eine "Sicherung") nachdenken. Die derzeit schon bestehenden Unterbrecher an der NYSE treten – gestaffelt nach Tageszeit – erst bei großen Kursschwankungen in Aktion.

4.6 Zunahme von Moral-Hazard als Folge staatlicher Bailouts

Die Steuerzahler haben wenig Verständnis für Staatshilfen an Finanzinstitute. Nicht nur hätten sie die Krise "verursacht", dass sie aber jetzt auch noch mit Steuermitteln gerettet werden, bleibt Vielen unverständlich. Es liegt in der Verantwortung der Politiker, über solche mikroökonomischen Einsichten hinweg das Wohl der Gesellschaft insgesamt im Auge zu haben, indem Kosten und Nutzen staatlicher Rettungsaktionen abgewogen und der Öffentlichkeit vermittelt werden.

Ein wichtiges Argument gegen staatliche Bailouts ist stets das damit geförderte "Moralische Risiko" ("**moral hazard**"): Muss jemand die Konsequenzen seiner Entscheidungen nicht selbst tragen, weil er beispielsweise versichert ist, geht er möglicherweise übermäßige Risiken ein. Das kann dazu führen, dass Schuldner im Nachhinein ihre Kreditwürdigkeit verschlechtern, weil dies im Fall der Insolvenz für

menden Kurskorridors bewegt.

¹⁷ "CDS is an insurance-like product without insurance-like supervision" (IMF, 2010: 47).

sie ohnehin keinen Unterschied macht. Besonders gravierend ist dies bei systemrelevanten Finanzinstituten, die jedenfalls mit staatlicher Rettung rechnen können. Wieder aufgeflammt ist die Moral-Hazard-Diskussion im Zuge der Finanzierungskrise Griechenlands und den Versuchen, auf Ebene der Eurozone ein Finanzierungs- und Reformmodell auf die Beine zu stellen.

Um Moral-Hazard-Verhalten **zu begrenzen bzw. zu verhindern**, gibt es im Prinzip zwei Ansätze: Erstens kann man über das Regulierungssystem eingreifen und das Eigenkapitalerfordernis für die Banken drastisch anheben. Dies verpflichtet die Banken zu verstärkter Eigenvorsorge und vermindert das Ausfallrisiko in der Krise. In einem Reservebankensystem mit multiplikativer Geld- und Kreditschöpfung kann aber keine noch so strenge Eigenmittelregelung verhindern, dass Banken insolvent werden und daraus systemische Krisen entstehen.

Zweitens kann sich der Staat generell zu einer Lender-of Last-Resort-Funktion bekennen. An die Stelle der Eigenvorsorge der Banken tritt dann die staatliche Vorsorge, die bei Großinsolvenzen de facto ohnehin nicht ausgeschlossen werden kann. Allerdings müsste der Staat bei diesem Ansatz flankierende Maßnahmen setzen, die den Anreiz zur Risikoübernahme bei den Banken dämpfen. Zu denken wäre hier etwa an eine schärfere Beaufsichtigung oder die Einführung einer Bankenabgabe.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass das Regulierungs- und Aufsichtssystem über die internationalen Finanzmärkte nicht den Anforderungen gerecht wird, die von den Finanzinnovationen und der Globalisierung der Finanzmärkte ausgehen. Um diesem Mangel zu beheben, könnte man versuchen, die Zeit zurückzudrehen und sowohl die Innovationen als auch die Globalisierung abzuschaffen. Es ist einsichtig, dass dieser Weg nicht gangbar ist. Daher müssen jene Bereiche, die systemgefährdend sind und bisher nicht (ausreichend) reguliert waren, in ein umfassendes Informations- und Aufsichtssystem einbezogen werden. Einzudämmen gilt es vor allem die destabilisierende Spekulation, die die Finanzkrise zwar nicht ausgelöst, aber doch verstärkt hat. Wichtige Maßnahmenbereiche sind die Verbesserung der Aufsicht über außerbilanzielle Geschäfte, Beschränkungen bei bestimmten Geschäften mit derivativen Finanzprodukten und eine generelle Besteuerung von Finanztransaktionen oder Bilanzpositionen.

Ungeachtet der vielen Reformansätze haben sich die wirtschaftlich führenden Staaten der Welt (vereint in der G-20) bisher noch nicht auf bindende Regeln verständigen können. Auch auf nationaler Ebene sind die Reformbemühungen erst teilweise in Gesetzesform gegossen worden, teilweise sind sie im Sand verlaufen. Manche Vorschläge, wie die generelle Entliberalisierung des Kapitalverkehrs oder die Fixierung der Wechselkurse zwischen Euro, Dollar und Yen (siehe etwa Eicker-Wolf, 2008) sind politisch nicht konsensfähig und würden außerdem der Weltwirtschaft mehr schaden als nützen. Andere Vorschläge wiederum, wie private Versicherungssysteme gegen die Folgen von Krisen, sind auf politischer Ebene bisher kaum diskutiert worden (für eine Ausnahme siehe HM Treasury, 2009).

5. Von der Stabilitätszone zur Transferunion?

Vor Beginn der Finanzkrise schien die Eurozone eine in sich gefestigte Währungsunion mit beherrschbaren Schwächen zu sein, die durch interne Anpassungen allmählich schwinden würden. Erst die Große Rezession hat die Unzulänglichkeiten im Gesamtsystem offen gelegt und die latenten Ungleichgewichte in den öffentlichen Haushalten sowie in der Außenwirtschaft einiger Mitgliedstaaten noch verstärkt. Die **Griechenland-Krise** reicht weit über den regionalen Bezug hinaus und erschüttert das gesamte Eurosystem. Nun geht es – wie zu Beginn der Finanzkrise vor fast drei Jahren – einerseits darum, in einer Feuerwehraction Griechenland vor der Insolvenz zu retten und einen Dominoeffekt auf andere Länder zu verhindern. Immerhin unterscheiden sich die Makrodaten Griechenlands nicht entscheidend von jenen in Portugal, Irland, Italien und Spanien (Tabelle 2). Zwar hatten einige der Problemländer bereits vor der Finanzkrise mit strukturellen Budgetdefiziten zu kämpfen, die Krise

hat aber dazu geführt, dass private Schulden (überwiegend von Banken) im Zuge von Bailout-Programmen auf den Staat übergegangen sind.

Gefragt sind nun Politiken und Instrumente, die die langfristige Stabilität des Eurosystems sichern. Offensichtlich bedarf es einer Ergänzung der Maastricht-Verträge durch eine **europäische Fiskalpolitik**, die über den SWP hinausgeht und die unterschiedliche Wirtschaftslage in den einzelnen Mitgliedstaaten berücksichtigt. Erst dann wäre es nach Busch (2010) möglich, den länderweise unterschiedlichen Auswirkungen der einheitlichen Geldpolitik (die EZB-Zinssätze sind für wachstumsstarke Länder zu expansiv und für wachstumsschwache Länder zu restriktiv) mit der Fiskalpolitik entgegenzuwirken. Dabei muss allerdings verhindert werden, dass sich der Wettbewerb zwischen den Eurostaaten in einer asymmetrischen Staatsschuldenentwicklung mit nachfolgendem Bailout durch die Solidargemeinschaft niederschlägt. Möglicherweise bedarf es dazu auch einer gewissen Koordinierung der Lohn-, Sozial- und Steuerstrukturpolitiken.

Tabelle 2: Makroindikatoren von europäischen Problemländern 2009 in % des BIP (Q: EK; IMF, GFSR; WIIV)

Land	Budgetdefizit	Staatsverschuldung gesamt	Staatsverschuldung im Ausland	Leistungsbilanzdefizit
Griechenland	13,6	115,1	99,0	-11,2
Irland	14,3	64,0	47,2	-2,9
Portugal	9,4	76,8	60,2	-10,1
Spanien	11,2	53,2	26,9	-5,1
Italien	5,3	115,8	56,4	-3,4

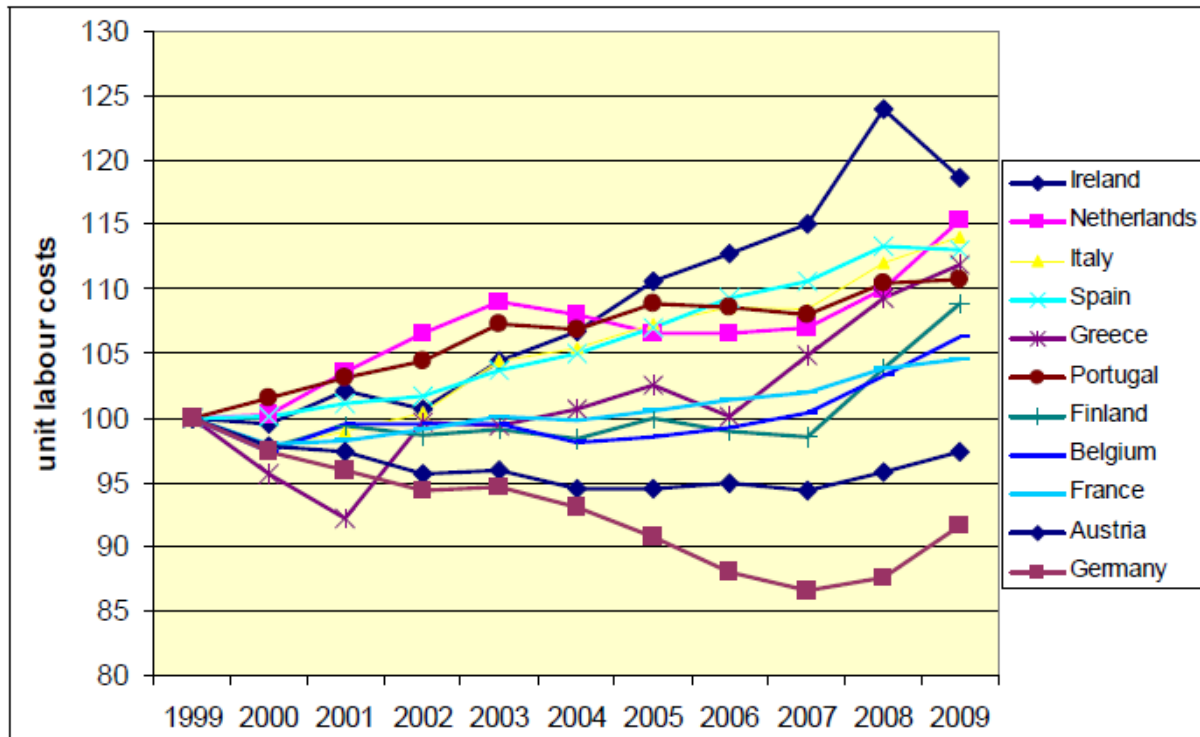
5.1 Kostenscheren in der Eurozone

Dass die Eurozone mit ihren nunmehr 16 Mitgliedern **keine optimale Währungszone** ist, hat sich schon bald nach ihrer Gründung abgezeichnet und wird mit zunehmender Mitgliederzahl immer offensichtlicher: Wirtschaftsstrukturen und Wirtschaftspolitiken der einzelnen Mitgliedsländer klaffen auseinander, die Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital sind wenig mobil, ein europäischer Finanzausgleich existiert nicht. Mit dem Entfall des Wechselkursinstruments sind die Mitgliedsländer gezwungen, ihre Kostenstrukturen mit binnenwirtschaftlichen Instrumenten aneinander anzugleichen. Dies erfordert von der Politik im Allgemeinen mehr Überzeugungskraft und mehr direkte Konfrontation mit den Wählern als eine nur indirekt auf Löhne und Preise wirkende Wechselkursänderung.

Abbildung 5 zeigt die **unterschiedliche Arbeitskostenentwicklung** in den Mitgliedstaaten seit Gründung der Eurozone im Jahr 1999. 2008 betrug die Differenz zwischen dem am meisten (Deutschland) und dem am wenigsten (Irland) kostenbewussten Land fast 40%, 2009 ist sie – teilweise krisenbedingt – auf immer noch etwa 25% zurückgegangen. Länder mit gedämpfter Kostenentwicklung profitieren zwar im Export, verzeichnen aber eine nur schwache Inlandskonjunktur, bei Ländern mit stark steigenden Kosten ist es gerade umgekehrt.

Zur Lösung der Spannungen, die die unterschiedliche Entwicklung der Wettbewerbsfähigkeit verursacht, gibt es grundsätzlich vier Möglichkeiten: (i) Anpassungsmaßnahmen ex ante, um ein Auseinanderklaffen der Wettbewerbspositionen zu verhindern; (ii) radikale Anpassungsschritte ex post, wenn eine Finanzierungskrise bereits eingetreten ist; (iii) das (derzeit im Regelwerk des Eurosystems nicht vorgesehene) Ausscheiden eines Mitgliedslandes aus dem Währungsverbund; und (iv) Beibehaltung aller Mitglieder mit ihren wirtschaftlichen Unterschieden und Weiterentwicklung der Eurozone (bzw. der EU insgesamt) zu einer Transferunion.

Abbildung 5: Arbeitskostenentwicklung in der Eurozone, 1999=100 (Q: De Grauwe, 2010)



Wie die Abbildung 5 zeigt, wurde von der ersten Möglichkeit bisher nicht oder zu wenig Gebrauch gemacht. Erfolgversprechende Maßnahmen wären eine Harmonisierung der Reallöhne auf europäischer Ebene (hieszu können die Regierungen aber nicht viel beitragen) oder Produktivitätsverbesserungen in den schwächeren Ländern (als mittel- bis langfristige Strategie der Wirtschaftspolitik). Marzinotto et al. (2010) haben vorgeschlagen, die Europäische Kommission (EK) mit der laufenden Beobachtung der realen Wechselkurse und der Berichterstattung über Gefahren für das ordnungsgemäße Funktionieren der Eurozone zu beauftragen. Weicht die Entwicklung der realen Wechselkurse oder der Leistungsbilanz von vorgegebenen Zielwerten ab, müsste die EK darüber eine Diskussion auf politischer Ebene auslösen und Empfehlungen zu Änderungen in der Wirtschaftspolitik betroffener Länder aussprechen. Die Umsetzung würde wie bisher auf nationaler Ebene verbleiben. Die Eurogruppe zieht auf Ratsebene bereits jetzt laufend Schlussfolgerungen über die relative Wettbewerbsfähigkeit der Mitgliedsländer. Die Empfehlungen vom März 2010 (sie reichen von Lohn- über Struktur- bis zu Budgetanpassungen) beziehen sich auf alle Euroländer, legen aber besonderen Nachdruck auf die Länder mit hohen Budget- und Leistungsbilanzdefiziten (Eurogroup, 2010).

Die zweite Möglichkeit wird gerade an Griechenland getestet und erfordert auf nationaler Ebene entweder eine (nur langfristig erreichbare) Erhöhung der Produktivität oder eine (politisch nur schwer durchsetzbare) Kürzung von Nominallohnen. Ein solcher Ansatz ist zunächst wenig glaubwürdig, denn die gleichen Maßnahmen hätten ja schon ex ante gesetzt werden können. Unter dem Druck einer krisenhaften Entwicklung ist aber möglicherweise jener politische Konsens für Reformen zu erzielen, der vorher nicht gelang. Ist ein nachhaltiger Sanierungserfolg nicht absehbar und soll auch die Mitgliedschaft in der Währungsunion nicht aufgegeben werden, bleibt nur der Gang in die Insolvenz. Die Gläubiger müssen ihre Forderungen ganz oder teilweise abschreiben, und das Land erhält eine Chance, sich neu zu formieren. Es wird allerdings in der Restrukturierungsphase vom Kapitalmarkt ausgeschlossen und auf eigene Wertschöpfung oder Transfers angewiesen sein.

Über die dritte Möglichkeit eines Austritts aus der Eurozone wird unter politischen Entscheidungsträgern nicht ernsthaft diskutiert, sie spielt aber im akademischen Diskurs eine gewisse Rolle (vgl. etwa Gros – Mayer, 2010, und Starbatty, 2010). Dabei treten wiederum jene Meinungen ans Tageslicht, die der Eurozone schon immer skeptisch gegenübergestanden sind und ihr baldiges Ende erwarteten

(oder wünschten).¹⁸ Da rechtlich kein Land aus der Eurozone ausgeschlossen werden kann, schlagen sich Unterschiede in der Wettbewerbsfähigkeit in einer Verschlechterung der außenwirtschaftlichen Position und in steigenden Risikoprämien bei der Auslandsverschuldung nieder. Kommt (unabhängig davon) eine Budgetkrise hinzu, steigen die Risikoprämien weiter und können – bei Ansteckung anderer Euroländer – letztlich den Euro auf den internationalen Finanzmärkten zu einer riskanten Währung stempeln. Daher plädiert Hentschelmann (2010) für eine Vertragsänderung, um ein Mitgliedsland, das seine Verpflichtungen aus dem SWP permanent missachtet, in rechtlich geordneter Weise aus der Währungszone ausschließen zu können. Die Folgen eines Austritts oder Ausschlusses aus der Eurozone wären für das betreffende Land selbst gravierend. Abgesehen von den technischen Anpassungskosten würde eine neue eigene Landeswährung sofort gegen den Euro abwerten, die verbliebenen Euroschulden müssten jedoch weiterhin in Euro bedient werden. Über diesen deflatorischen Effekt hinaus würden dem Land jene realen Anpassungen nicht erspart bleiben, deren Mangel die Krise ausgelöst hatten.

Im Gegensatz zu manchen Forderungen, das Problemland Griechenland möge doch aus der Eurozone austreten, kann man fragen, ob nicht das kostenbewusste **Deutschland aus der Eurozone austreten** müsste, damit die wettbewerbsschwachen Euroländer gegen Deutschland abwerten können. Deutschland wird vorgeworfen, mit Lohndumping seine Wettbewerbsposition laufend zu Lasten anderer Euroländer zu verbessern. Dabei wird gerne übersehen, dass sich die EU-Staaten im Maastricht-Vertrag auf Deutschland als Stabilitätsvorbild geeinigt hatten, sodass der Anpassungsbedarf wohl nicht (allein oder überwiegend) bei Deutschland liegen kann. Die Schlussfolgerungen der Eurogruppe vom 15. März 2010 (Eurogroup, 2010) nehmen eine mittlere Haltung ein: Sie verlangen Anpassungen nicht nur von den Ländern mit Leistungsbilanzdefiziten, auch die Überschussländer sollten Strukturformen zur Stärkung ihrer Inlandsnachfrage ergreifen.

Die vierte, oben angesprochene Methode, mit den Spannungen in einer Währungsunion fertig zu werden, bestünde in der Ausweitung der Transfers zwischen den Mitgliedstaaten und der Schaffung eines umfassenden **Finanzausgleichs**. Dazu bedürfte es aber einer völligen Neukonzeption der Finanzbeziehungen in der EU verbunden mit dem Eingeständnis, dass die Bemühungen um eine wirtschaftliche Harmonisierung innerhalb der Union gescheitert sind.

Festzuhalten ist jedenfalls, dass die Eurozone nur überleben wird, wenn sie sich entweder zu einer optimalen Währungszone oder zu einer politischen Union weiterentwickelt, wenn also die bestehenden Spannungen durch eine der oben genannten Politiken aufgelöst werden. In der Krise geht es dabei vor allem um die Alternativen zwischen vorausschauender Gestaltung der Wettbewerbsposition, geordneter Insolvenz eines Mitgliedstaates und Schaffung eines gemeinschaftsweiten Transfermechanismus.

5.2 Griechenland und die Folgen

In Griechenland ist es nicht gelungen, die Anforderungen einer Mitgliedschaft in der Eurozone der Bevölkerung ausreichend zu vermitteln. Das Land ist seit 2007 in eine doppelte Krise geschlittert: Zum einen hat sich die Wettbewerbsfähigkeit drastisch verschlechtert, zum anderen ist das Budgetdefizit explodiert. Schon der Beitritt selbst fand unter falschen Voraussetzungen statt, weil die an die EK übermittelten Daten die Erfüllung der Maastricht-Kriterien nur vortäuschten. Seither haben sich die makroökonomischen Indikatoren Griechenlands weiter verschlechtert. Von 2008 auf 2009 sind das laufende Budgetdefizit von 7,7% auf 13,6% des BIP (Stand: April 2010) und die Staatsverschuldung von 99,2% auf 115,1% des BIP (273 Mrd. €) hinaufgeschnellt – der weit überwiegende Teil davon wird vom Ausland finanziert. Das Defizit in der Leistungsbilanz machte 2009 ebenfalls 13% des BIP aus. Seither akzeptieren die Finanzmärkte die laufende Staatsfinanzierung nur noch mit hohen Risikoaufschlägen auf die Kreditzinsen (Abbildung 6). Die Griechenland-Krise (und die europäische Krise der Staatsverschuldung generell) entstand aus der impliziten Annahme, dass das Wirtschaftswachstum

¹⁸ Vgl. hierzu die Zusammenstellung bei Jonung – Drea (2009).

hoch und die Zinssätze niedrig bleiben würden. Rückblickend wurde (von der Politik und den Wählern) übersehen, die Anforderungen an die öffentlichen Haushalte auch auf den Krisenfall auszurichten.

Abbildung 6: Entwicklung der griechischen Kreditrisiken, CDS-Kosten für Staatsanleihen in Basispunkten(Q: FAZ)



Was mit dem Instrumentarium des Vertrages und des SWP nicht gelungen ist, hat der Markt geschafft: Die von Griechenland über viele Jahre hinweg missachtete Budgetdisziplin hat die prekäre Finanzlage derart verschärft, dass nun dramatische Konsolidierungsmaßnahmen eingeleitet werden mussten. Dabei ist es offensichtlich auch zu **spekulativen Transaktionen** mit Derivatprodukten gekommen. Die Krise selbst wurde aber durch solche Transaktionen nicht ausgelöst, sondern durch selbsterfüllende Spekulation bestenfalls verschärft. Die griechische Regierung hat selbst zur Verunsicherung der Finanzmärkte beigetragen, indem sie ihre Budgetdefizit-Prognosen im Laufe des Jahres 2009 drastisch hinaufgesetzt hat.

Nothilfeplan auf bilateraler Basis

Obwohl Griechenland nur etwa 2 ½ % des BIP der Eurozone produziert, haben es die übrigen 15 Euroländer für notwendig empfunden, mit ihren Kreditzusagen an Griechenland das Eurosystem (insbesondere die großen Banken im Eurosystem) zu sichern. Sie haben Anfang Mai 2010 einen **Nothilfeplan** für drei Jahre auf die Beine gestellt, der insgesamt bis zu 80 Mrd. € an bilateralen Krediten aus der Eurozone und zusätzlich vom IWF Kredite von etwa 30 Mrd. € bereitstellt. Die Verzinsung der europäischen Mittel soll bei etwa 5% liegen (die Zinssätze für zehnjährige Anleihen auf dem Markt betragen im April zeitweise 9,6%), die Tilgungen werden drei Jahre aufgeschoben. Die von den EU-Mitgliedstaaten beizusteuernenden Finanzmittel werden im Verhältnis ihrer Kapitalanteile an der EZB aufgebracht. Von diesem Hilfspaket und den mit ihm verbundenen Kurssteigerungen profitieren neben Griechenland auch die Anleger in griechischen Staatsanleihen (unter ihnen viele europäische Banken).¹⁹

¹⁹ Vereinbart wurde auch ein Zinsausgleichsmechanismus zwischen den Eurostaaten: Hat ein Land bei der Mittelaufnahme zur Finanzierung des Griechenland-Pakets höhere Zinssätze in Kauf zu nehmen, als es von Griechenland ersetzt bekommt (per Anfang Mai 2010 wären dies Irland und Portugal), wird es aus den Zinsgewinnen der Länder mit guter Bonität abgegolten. Damit wird jener Ausgleichseffekt erreicht, den die EK mit der Auflage einer Euro-Anleihe erreichen wollte, die aber insbesondere von Deutschland abgelehnt wurde.

Mit diesem Konstrukt werden die Regeln des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) formal vermutlich gerade noch eingehalten. Inhaltlich wird aber der Geist des Vertrages und des SWP verletzt, wonach der Markt über die Kreditwürdigkeit eines Landes entscheiden soll. Ob mit der No-Bailout-Klausel (Art 125 AEUV), wonach weder die Gemeinschaft noch einzelne Mitgliedstaaten für die Verbindlichkeiten der öffentlichen Hand eines anderen Mitgliedstaates haften, auch **bilaterale Nothilfen** untersagt werden, ist umstritten. Es wird aber davon ausgegangen, dass die gemeinsam beschlossene Hilfe von keinem Mitgliedstaat durch eine Klage beim EuGH in Frage gestellt wird.

Die **Einbindung des IWF** erfolgte nicht zuletzt wegen dessen Expertise in der Erstellung und Umsetzung von Budgetsanierungskonzepten.²⁰ Wegen der rechtlichen und faktischen Bedenken gegen einen Rettungsplan aus der Eurozone plädiert Wyplosz (2010) ohnehin dafür, die Krisenfinanzierung eines Eurolandes ausschließlich dem IWF zu überlassen. Dadurch würde nicht – wie manchmal befürchtet – die Souveränität der Eurozone beeinträchtigt, weil der IWF weder die Wechselkurs- noch die Geldpolitik der Eurozone, sondern nur in jene Politikbereiche eingreifen würde, über die auf nationaler Ebene zu entscheiden ist (Fiskalpolitik, Strukturpolitik).

Die **realwirtschaftlichen Konsequenzen** des Hilfspaketes sind nicht abzuschätzen, und damit auch nicht der endgültige Erfolg. Als Bedingung für die Hilfe aus der Eurozone und aus dem IWF muss Griechenland nämlich einen drastischen fiskalischen Sparkurs fahren, um zunächst einmal (innerhalb eines Jahres) das Budgetdefizit auf 8,9% des BIP zu senken. Bis 2014 sind weitere Reduktionen auf 2,9% des BIP vorgesehen. Zum griechischen Maßnahmenpaket zählen Kürzungen der Beamtgehälter, Einfrieren von Pensionen, Erhöhung des Mehrwertsteuersatzes von 21% auf 23%, Anhebung von Verbrauchsteuern (auf Treibstoffe, Tabak und Alkohol) sowie Schritte zur Verbesserung der Steuermoral und zur Flexibilisierung des Arbeitsmarktes. Dies dämpft die Nachfrage und erhöht die Arbeitslosigkeit – und konterkariert damit teilweise die Bemühungen um Budgetkonsolidierung. Es ist also nicht auszuschließen, dass weitere Sparmaßnahmen gesetzt werden müssen.

Starbatty (2010) vergleicht die Situation Griechenlands mit der Politik des deutschen Reichskanzlers Brüning in den 1930er Jahren. **Brüningsche Politik** war es, trotz Rezession die Staatsausgaben zu kürzen und Steuern zu erhöhen, um die Reputation Deutschlands auf den internationalen Finanzmärkten wieder zu gewinnen. Dadurch schlitterte Deutschland von der Rezession endgültig in die Depression.

Einem derartigen Teufelskreis wird Griechenland nur entkommen können, wenn die Bevölkerung die Sparmaßnahmen mitträgt. Sollten die Reformen auf Grund des politischen Widerstands nicht wirksam werden und die Wachstumschancen beeinträchtigt bleiben, sind ein Zahlungsausfall, ein Zahlungsmoratorium und schließlich ein **Umschuldungsszenario** nicht auszuschließen (Gros, 2010). Ein solches Szenario unter Beteiligung aller Gläubiger (also auch der Banken in Frankreich und Deutschland) wäre möglicherweise ohnehin die saubere und am wenigsten schmerzhafteste Lösung gewesen. Dennoch scheuen Gläubiger und Politiker vor einem solchen Schritt zurück, weil sie wegen der länderübergreifenden Verzahnung der Finanzmärkte einen Dominoeffekt auf die Bankbilanzen befürchten. Darüber hinaus zeigen die Beispiele früherer Schuldenkrisen (Russland 2000, Argentinien 2005 u.a.), dass es nach einer Umschuldung ein Jahrzehnt und mehr dauern kann, bis das Land im Ausland wieder Anleihen platzieren kann.

Dem Beschluss über das Hilfspaket für Griechenland war eine Debatte vorausgegangen, ob diese Maßnahme zur Marktstabilisierung beitragen oder eher **Moral-Hazard-Verhalten** nach sich ziehen würde. Die Skeptiker warnten davor, dass die Unterstützung Griechenlands andere instabile Mitgliedsländer veranlassen könnte, ihre Konsolidierungsbemühungen in die Zukunft zu verschieben. Es wird auf die Stringenz bei der Umsetzungen der Auflagen an Griechenland ankommen, wie glaubwürdig die Konsolidierungsmaßnahmen letztlich sind – und ob damit nicht nur die Budgetkrise gelöst,

²⁰ Griechenland kann darüber hinaus von dem vergleichsweise niedrigen Zinssatz für IWF-Kredite profitieren, der mit etwa 3% p.a. niedriger ist als jener für die bilateralen EU-Kredite.

sondern auch die Wettbewerbsfähigkeit verbessert wird. Die Politiker der Eurozone müssen derzeit zwischen Skylla und Charybdis wählen: Sie können die Bailout-Variante mit ihren Beispielswirkungen auf andere Euroländer wählen oder Griechenland in die Insolvenz schlittern lassen – mit allen Konsequenzen für die Stabilität der europäischen Banken und des Eurosystems. Der Euro-Kritiker Starbatty (2010) befürchtet, dass mit dem Hilfspaket für Griechenland "aus der Währungsunion eine Haftungsgemeinschaft und Inflationsunion" wird. Er sieht in der Geschichte des SWP eine schrittweise Verwässerung des Pakts, der ursprünglich mit automatischen Sanktionen ausgestattet sein sollte. Tatsächlich ist nur ein Sanktionsverfahren beschlossen worden, das durch die Reform 2005 weiter aufgeweicht wurde.

5.3 Wird der Euro zur Weichwährung?

Am 9. Mai 1950 legte der damalige französische Außenminister Robert Schuman in Paris seinen Plan zur Errichtung einer europäischen Montanunion vor, mit dem die Folgen des 2. Weltkriegs überwunden werden sollten. Auf den Tag genau sechzig Jahre später haben sich die EU-Staaten auf einen **Stabilisierungs-Mechanismus** verständigt, der die Grundidee Schumans retten soll, wonach die wechselseitige Abhängigkeit der europäischen Staaten (damals in erster Linie Deutschlands und Frankreichs) die wirtschaftliche Stabilität und den Frieden auf dem Kontinent sichern kann. Der Ausbruch der Griechenland-Krise hat nämlich gezeigt, wie verletzlich die Eurozone bei spekulativen Attacken nach wie vor ist.

Mittlerweile ist daraus eine veritable **Euro-Krise** entstanden, die nur mit neuerlichen Feuerwehreaktionen eingedämmt werden konnte, mit welchen gleich auch einige wichtige Grundprinzipien der europäischen Integration über Bord geworfen wurden: Um kurzfristigen Schaden abzuwehren, wurde ein Bailout-Mechanismus eingerichtet, der bestenfalls formal mit dem AEUV vereinbar ist. Mit der Rückendeckung des neuen Stabilisierungs-Mechanismus können nun die hoch verschuldeten Länder ihre Konsolidierungsmaßnahmen vom kurzfristigen Urteil der Finanzmärkte entkoppeln und sie ihren nach innenpolitischen Möglichkeiten ausrichten.

Die **EZB** trägt zu diesem Mechanismus bei und wirft damit ebenfalls eherne Grundsätze über Bord. Sie hat schon im Oktober 2008 die Qualität der Sicherheiten bei ihren geldpolitischen Operationen herabgesetzt und den Banken bei Repo-Geschäften über die Vollzuteilung zu fixen Zinssätzen zusätzliche Liquidität bereitgestellt. Seit Juni 2009 bietet die EZB Repos mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr an, wodurch die niedrigen Zinssätze eingefroren werden. Ab Mai 2009 kauft sie auch direkt "covered bonds", um Zentralbankgeld zu schaffen (von Hagen, 2009). Seit Anfang Mai 2010 akzeptiert sie in ihren geldpolitischen Operationen bis auf weiteres als Sicherheiten auch Staatspapiere aus Griechenland und anderen Euroländern mit Finanzierungsschwierigkeiten. Die Banken können nun bei der Beschaffung von Zentralbankgeld gleich auch ihre Bestände an toxischen Staatspapieren entsorgen. Von hier ist es für manche Beobachter nur noch ein kleiner Schritt, dass die EZB den Tugendpfad der Geldwertstabilität verlässt und sich der Euro allmählich von seiner ehemaligen "DM-Härte" weg und zu einer "Weichwährung" hin entwickelt. Die EZB betont dagegen, dass diese Operationen an anderer Stelle kompensiert werden, sodass es nicht zu einer Ausweitung der Geldmenge kommt. Dennoch scheint seither die früher unerschütterliche Glaubwürdigkeit der EZB beschädigt zu sein. Sie wird erst wieder herzustellen sein, wenn sich die Krisenbewältigung als erfolgreich erweist und diese Maßnahme zeitlich nicht über die gegenwärtige Ausnahmesituation hinaus ausgedehnt wird.

Wie die Banken ist auch die EZB bei der **Risikobewertung** im Allgemeinen auf die kommerziellen Ratingagenturen angewiesen. Deren offensichtlicher Beitrag zur Finanzkrise hat in der EU im November 2009 erste Schritte zu einer strengeren Aufsicht ausgelöst: Ratings, die für die Finanzmarktstabilität von Bedeutung sind, werden nur noch von Agenturen akzeptiert, die in der EU registriert sind. Darüber hinaus wurde in der EK die Idee geboren, zur Verstärkung des Wettbewerbs eine **europäische Ratingagentur** zu gründen, doch blieb offen, von wem. Gegen eine Neugründung durch die öffentliche Hand spricht, dass damit keine Unabhängigkeit von betroffenen Mitgliedsländern gewährleistet

wäre. Wichtiger wäre es, die Unabhängigkeit der Expertise von privaten Ratingagenturen sicherzustellen, indem sie der Finanzmarktaufsicht unterstellt werden, die für Transparenz der Bewertungskriterien zu sorgen hätte.

Die nun getroffenen Rettungsmaßnahmen für den Euro entspringen einer gewissen Hysterie, die von der Finanzkrise ausgeht und durch die Griechenland-Krise verstärkt wird. Den Wertverlust des Euro gegen den Dollar seit Mitte Juli 2008 hätte man nicht als Krise interpretieren müssen, sondern als Rückführung einer durch die Fundamentaldaten nicht zu rechtfertigenden **Wechselkursblase**. Die OECD errechnet die Kaufkraftparität²¹ des Euro für 2009 mit US\$ 1,18, d.i. genau der Ausgangswert des nominellen Wechselkurses im Jahr 1999. Ein Rückgang des Wechselkurses auf diesen Wert kommt der ohnehin nachhinkenden europäischen Konjunktur zugute. Man sollte sich in der Eurozone aber auch bei weiter absinkendem Dollarkurs keine Sorgen machen, solange davon nicht die interne Geldwertstabilität bedroht wird.

Die Euro-Krise bedeutet also nicht das Ende des Eurosystems, sie hat aber die schon vorher bekannten Schwachstellen ins Scheinwerferlicht gerückt und die Dringlichkeit einer Reparatur aufgezeigt. Schon bisher war klar, dass die Eurozone bei ihrer Gründung **keine Optimale Währungszone** war, doch wurde stillschweigend davon ausgegangen, dass sich die Voraussetzungen dafür im Nachhinein einstellen würden ("endogene Optimale Währungszone"). Nun muss akzeptiert werden, dass dieses Resultat ohne weitere Integrationsschritte nicht zu erzielen ist. Als nahe liegende Sofortmaßnahme muss der Informationsfluss zwischen den Mitgliedstaaten verbessert werden, damit Datenmanipulationen nicht mehr lange Zeit unentdeckt bleiben. Ein Schritt in diese Richtung ist die geplante EU-Verordnung zur Stärkung der Einsichtsmöglichkeiten von Eurostat in nationale statistische Unterlagen.

Europäischer Währungsfonds

Als eine der Möglichkeiten, in der Eurozone ein permanentes Krisenmanagement aufzubauen, ist die Errichtung eines "Europäischen Währungsfonds" (EWF) in die Diskussion geworfen worden (vgl. etwa Gros – Mayer, 2010). Ein **unabhängiger EWF** nach dem Vorbild des Internationalen Währungsfonds (IWF) hätte die Aufgabe, Euroländern, die bei drohender Zahlungsunfähigkeit keinen Zugang mehr zum Kapitalmarkt haben, Kredite zu gewähren. Die betroffenen Länder hätten strenge Auflagen für Budget- und Strukturreformen zu erfüllen, und die Konditionen müssten über den Marktzinsen liegen. Damit soll das Instrumentarium, das derzeit mit Art 126 AEUV über die Vermeidung übermäßiger öffentlicher Defizite und mit dem SWP existiert, aber nicht wirkungsvoll angewendet wird, gestärkt werden. Der EWF könnte ohne Vertragsänderung auf Basis der Bestimmungen über die **Verstärkte Zusammenarbeit (Art 329 AEUV)** errichtet werden. Die Vereinbarkeit mit den übrigen Vertragsbestimmungen (zB mit der No-Bailout-Klausel, wenn es um Nothilfekredite geht) müsste allerdings erst sichergestellt werden.

Drei **Fragen** stellen sich dabei unmittelbar: (i) Kann ein EWF so unabhängig sein, dass über ihn mehr fiskalische Disziplin zu erreichen ist als über den (noch zu stärkenden) SWP? (ii) Soll man für die erwähnten Ausnahmesituationen eine eigene Infrastruktur aufbauen soll, wenn das gleiche Ziel auch über den IWF (oder eine EZB mit erweiterten Aufgaben) erreicht werden kann? (iii) Wie ist das Argument der Deutschen Bundesbank zu bewerten, dass mit einem institutionalisierten Krisenmechanismus die Eigenverantwortung der Mitgliedstaaten reduziert wird (moral hazard)?

Gros – Mayer streichen als Vorteile eines EWF gegenüber einer IWF-Finanzierung heraus, dass (i) der EWF umfassendere Sanktionsmöglichkeiten hätte, weil ihm auch das Instrumentarium der EZB zur Verfügung stünde, und (ii) über den EWF ein geordnetes Insolvenzverfahren eingerichtet werden könnte. Auch die EZB hat sich in einem Schreiben an die Van-Rompuy-Gruppe für die Errichtung einer EWF-ähnlichen Institution ausgesprochen, die im Krisenfall Anleihen von bedrohten Euroländern

²¹ Die Kaufkraftparität ist jener synthetische Wechselkurs, der die Preisunterschiede für ein vergleichbares Güterbündel zwischen Eurozone und USA eliminiert. Cline – Williamson (2010) errechnen einen "fundamentalen Gleichgewichtswechselkurs" des Euro für 2009 mit \$1,31. Bei diesem Wert ergibt sich modellmäßig für die Eurozone sowohl ein internes als auch ein externes mittelfristiges Gleichgewicht.

erwerben könnte; eine staatliche Insolvenz wird dabei nicht angesprochen. Es gibt aber auch eine Reihe von Gegenstimmen, die eine Vorbildfunktion des IWF bestenfalls in dessen Konsultations- und Überwachungsfunktion, nicht aber seiner Finanzierungsfunktion sehen, weil letztere mit dem AEUV nicht vereinbar sei.

Als **Fazit** aus dieser Diskussion bleibt, dass die Stabilität der Eurozone auch auf Basis der schon vorhandenen Regelungen, wenn diese nur angewendet werden, gesichert werden kann. Erforderlich wären noch Vorkehrungen für eine Beteiligung der Gläubiger an Rettungspaketen, insbesondere auch durch eine geordnete Insolvenz eines Landes. Dagegen sollten kollektive Finanzhilfen wegen ihrer negativen Anreizwirkungen vermieden werden. Soll der EU-Vertrag nicht weiter ausgehöhlt werden, kann solche Hilfen ohnehin nur der IWF übernehmen.

Was bringt eine "Europäische Wirtschaftsregierung"?

Als der Maastricht-Vertrag konzipiert und beschlossen wurde, ging man davon aus, dass die europäische Integration ausreichend weit vorangekommen war, um über eine monetäre Integration die noch verbliebenen realen Anpassungen zu einer optimalen Währungszone erzwingen zu können. Daher wurde die Geldpolitik zentralisiert und eine Einheitswährung eingeführt, die Fiskalpolitik aber weitgehend der nationalen Politik und dem Markt überlassen. Das **Verfahren bei übermäßigen Defiziten** (VüD) gem. Art 126 AEUV und die im flankierenden **Stabilitäts- und Wachstumspakt** (SWP) vorgesehenen gemeinschaftlichen Schranken für die Fiskalpolitik haben ihre Aufgaben schon vor der Großen Rezession nicht erfüllt, weil große Länder (wie Deutschland und Frankreich) den SWP nach Maßgabe innenpolitischer Prioritäten temporär ignorierten. Die Gemeinschaft hat dies hingenommen und letztlich den Pakt, der seit 1997 in Kraft ist, im Jahr 2005 an diese Situation angepasst: Zwar wurde der "präventive Arm" des SWP (zur Vorsorge im Aufschwung) gestärkt, gleichzeitig aber der "korrigierende Arm" (bei übermäßigen Defiziten) "flexibilisiert".

Ein Pferdefuß des SWP besteht im Prozess der **Entscheidungsfindung im Rat**: Dort ist man angesichts der Möglichkeit, selbst einmal am Pranger der EK zu stehen, immer weniger bereit, ein anderes Mitgliedsland der Eurozone mit Sanktionen zu belegen. Darüber hinaus sind die Sanktionsmöglichkeiten gegen Länder, die beharrlich die fiskalischen Maastricht-Kriterien verletzen, beschränkt. Neben der seit dem Lissabon-Vertrag möglichen "politischen Empfehlung" durch die EK (ohne Mitwirkung des Rates) an einen Mitgliedstaat bestehen unverzinsliche Einlagen und Geldbußen weiter. Ferner gibt es grundsätzlich die Möglichkeit, den Zugang zu Strukturfondsmitteln und zu Krediten der Europäischen Investitionsbank (EIB) einzuschränken. Um die Abhängigkeit vom Rat zu beenden, müsste die Rolle der EK gestärkt werden und Sanktionen müssten einem gewissen Automatismus unterliegen. Wie immer die neuen institutionellen Krisenvorkehrungen aussehen werden, sie müssen jedenfalls über den SWP hinausgehen, denn dieser hat sich in der Vergangenheit als völlig unzureichend erwiesen.

Der vor allem von Frankreich lancierte Gedanke einer **"Wirtschaftsregierung"** zielt auf eine **gemeinsame Wirtschaftspolitik** für die Eurozone. Die Aufgaben, die in einer nationalen Krise einem EWF ex post zukommen würden, entfallen dann, weil eine Ex-ante-Koordination der Wirtschaftspolitik das Problem gar nicht aufkommen lässt. Das Auseinanderklaffen der Wettbewerbspositionen hängt ja damit zusammen, dass wichtige wirtschaftspolitische Entscheidungen – wie Budgetpolitik, Lohnabschlüsse, Sozialpolitik, Strukturpolitik – in jedem Land mehr oder weniger unabhängig von den Nachbarstaaten fallen. Das Fehlen einer politischen Integration, die mit einer zentralen Verantwortung für die Wirtschaftspolitik und einem Zurückdrängen des Wettbewerbs zwischen den Mitgliedstaaten verbunden wäre, ist für De Grauwe (2010) das entscheidende Manko in der Konstruktion der Eurozone. Damit ein Währungsverbund mit einheitlicher Währung und Geldpolitik stabil ist, bedarf es hoher Mobilität von Arbeit und Kapital und wenigstens einer Koordinierung, wenn nicht Harmonisierung der Fiskalpolitik. Sind diese Voraussetzungen nicht gegeben, muss ein gemeinschaftliches Transfersystem (ein Finanzausgleichsmechanismus) für die Umverteilung von Einkommen aus wettbewerbsstarken zu wett-

bewerbungsschwachen Regionen sorgen – wie dies auch in nationalen Bundesstaaten die Regel ist (vgl. etwa Busch, 2010).

Von den Mitgliedstaaten der EU gab es angesichts der bestehenden Probleme vage Zustimmungserklärungen zu einer Harmonisierung der Wirtschaftspolitik auf Gemeinschaftsebene, doch kann man nicht von einem gemeinsamen Verständnis über die Inhalte ausgehen. Kein Land will derzeit eine Änderung des Unionsvertrages. Daher dürfen keine neuen Institutionen geschaffen werden, doch könnten Elemente einer Wirtschaftsregierung aus den neuen Bestimmungen des **Art 136 AEUV** abgeleitet werden. Dort heißt es, dass der EU-Ministerrat (mit qualifizierter Mehrheit der Euroländer) für die Mitglieder der Eurozone Maßnahmen erlassen kann, um "die Koordinierung und Überwachung ihrer Haushaltsdisziplin zu verstärken" und "für diese Staaten Grundzüge der Wirtschaftspolitik auszuarbeiten". Damit soll nach den Plänen der EK der aufgeweichte SWP wiederum gestrafft werden, weil derzeit Staaten mit unsolider Haushaltspolitik bei guter Konjunktur zu wenig Druck zur nachhaltigen Budgetgestaltung haben. In Zukunft sollen Kriseninterventionen im Prinzip möglich und vorab klar geregelt, gleichzeitig aber ziemlich unattraktiv sein.

Im Kräftespiel zwischen der EK, dem Europäischen Parlament und den Mitgliedstaaten besteht nun die Gefahr, dass sich die Mitgliedstaaten eine neue Institution zur wirtschaftlichen Koordinierung schaffen, die die Rolle des SWP nicht stärkt, sondern weiter verwässert. Wirksam wäre nur eine Stärkung der Kompetenz der EK, damit die bestehenden Einrichtungen (VüD, SWP) auch durchgesetzt werden können.

Anfang Mai 2010 zwang der Druck des Marktes (neuerlich stark steigende Zinsspreads, Kursverfall des Euro, Austrocknung des Zwischenbankmarktes und parken der Liquidität bei der EZB) die Regierungen zum raschen Handeln. Die Staats- und Regierungschefs der Eurozone einigten sich am 7. Mai 2010 auf die Schaffung eines "**Europäischen Stabilisierungsmechanismus**", der vom Ecofin-Rat am 9. Mai 2010 beschlossen wurde. Wesentliche Bestandteile, die sich teilweise auch in der EK-Kommunikation zur wirtschaftspolitischen Koordinierung (European Commission, 2010b) finden, sind:

- ein Garantie- und Kreditmechanismus, über welchen die EU-Staaten in Summe ein Interventionsvolumen von 500 Mrd. € bereitstellen, das vom IWF um weitere 250 Mrd. € ergänzt wird. Von der EU-Tranche kann die EK 60 Mrd. € an Krediten aufnehmen, die restlichen 440 Mrd. € werden über eine Zweckgesellschaft mit Sitz in Luxemburg ("European Financial Stability Facility", EFSF) durch Anleihen aufgebracht, die von den Euroländern garantiert werden. Gründer der Zweckgesellschaft sind die 16 Eurostaaten, genehmigt wurde die Errichtung aber im ECOFIN-Rat von allen 27 EU-Mitgliedern. Rechtliche Grundlage für dieses Vorgehen, mit dem die No-Bailout-Klausel umschifft werden kann, ist der **Art 122 Abs 2 AEUV**. Danach kann der Rat jenen Mitgliedstaaten, die von außergewöhnlichen Ereignissen betroffen sind, die sich ihrer Kontrolle entziehen, "einen finanziellen Beistand der Union" gewähren.
- Verstärkung der wirtschaftspolitischen Koordinierung, indem neben dem Budgetsaldo auch die Verschuldung und die Wettbewerbsfähigkeit in die laufende Beobachtung einbezogen werden. Mitgliedstaaten mit einer Schuldenquote von mehr als 60% des BIP sollen einem VüD unterworfen werden. (Skeptisch anzumerken ist freilich, dass die EU sich schon mit der Lissabon-Agenda das Ziel gesetzt hat, gemeinsam die Wettbewerbsposition zu verbessern, und dabei gescheitert ist.)
- Der in den nationalen Stabilitäts- bzw. Konvergenzprogrammen abgebildete präventive Arm des SWP soll früher wirken und durch zinstragende Einlagen bei inadäquater Fiskalpolitik in guten Zeiten gestärkt werden. Ein "Europäisches Semester" soll die Mitgliedstaaten dazu verhalten, ihre Stabilitätsprogramme und Budgetpläne jeweils schon im Frühjahr der EK zur Bewertung vorzulegen. Die Mitgliedstaaten werden darüber hinaus angehalten, Instrumente für eine nachhaltige Budgetpolitik (zB mittelfristige Budgetplanung) gesetzlich zu verankern.

- Bei Verfahren wegen übermäßiger Defizite (korrektiver Arm des SWP) verpflichten sich die betroffenen Länder zur Einhaltung der gesetzten Fristen, es soll keine Nachsicht mehr geben. Die Strafen für Verstöße gegen den SWP sollen verschärft werden. Die Mittel aus dem EU-Budget sollen zur Unterstützung des SWP eingesetzt werden, indem die Suspendierungsmöglichkeiten strenger ausgelegt werden.
- Verstärkung der Regulierung bei Finanzderivaten und Ratingagenturen zur Abwehr von Spekulanten.
- Alleiniger Hüter der Stabilität des Euro soll die EZB bleiben.

Zur Abrundung dieses Maßnahmenpakets setzt die **EZB** – bei Wahrung ihrer Unabhängigkeit – folgende Maßnahmen:

- Zur Stützung der Wertpapierkurse wird sie künftig Staatsanleihen von spekulationsgefährdeten Euroländern auf dem Sekundärmarkt erwerben (eine direkte Staatsfinanzierung ist ihr nicht möglich). Durch dieses "Securities Markets Programme" (SMP) werden die Anleihen liquide, und die Banken vermeiden allfällige Abschreibungen. Um damit nicht die Geldmenge aufzublähen, wird die EZB im Gegenzug Wertpapiere von stabilen Euroländern an die Banken abgeben.
- Unabhängig davon wird die EZB den Märkten weiterhin kurzfristige Liquidität zur Verfügung stellen und über eine Kooperation mit der Fed auch den Zugang zu Dollars erleichtern.

Die im Garantie- und Kreditmechanismus vorgesehene Ausgabe von **Euro-Anleihen** ist schon früher vorgeschlagen worden, um jene Mitgliedstaaten zu finanzieren, die auf den Märkten mit extrem hohen Risikoaufschlägen konfrontiert sind (vgl. etwa De Grauwe – Moesen, 2009). Diese Idee wurde zunächst insbesondere von Deutschland vehement bekämpft, weil damit eine europäische Solidarhaftung begründet und indirekt auch die deutsche Kreditwürdigkeit in Mitleidenschaft gezogen werden würde. Ein derartiges Instrument hätte den unerwünschten Effekt, dass die vom Markt kommenden Anreize zur fiskalischen Disziplin, nämlich die Entwicklung der Risikoprämien, ausgeschaltet wären. Die Eurokrise hat diese Debatte rasch beendet, obwohl es Alternativen gegeben hätte, die der deutschen Position entgegengekommen wäre. So haben Delpla – von Weizsäcker (2010) vorgeschlagen, die Staatsschulden der teilnehmenden Staaten im Ausmaß von bis zu 60% des BIP über Euro-Anleihen zu finanzieren ("Blue Debt"). Die restliche Verschuldung wäre als nationale "Red Debt" zu den für das jeweilige Land geltenden Marktkonditionen anzudecken. Gerät ein Land in Zahlungsschwierigkeiten, müsste es stets zuerst seine Blue Tranche bedienen und erst in zweiter Linie die Red Tranche. Die Blue Tranche wäre daher günstiger und die Red Tranche ungünstiger verzinst als die durchschnittliche Staatsschuld. Fasst man die Blue Tranches der einzelnen Länder zu gemeinsamen **Blue Bonds** zusammen, wird ein liquider Anleihemarkt geschaffen, der sich nochmals zinsenkend auswirken sollte. Zu klären wäre allerdings noch, ob ein solches Anleihemodell mit der No-Bailout-Klausel kompatibel ist. Die Autoren bejahen dies aus ökonomischer Sicht, weil es sich bei den Blue Bonds um die Finanzierung des nachhaltigen Teils der Staatsschuld handle, der mit Bailout nichts zu tun habe.

Die **längerfristigen Auswirkungen** des Stabilisierungspakets sind schwer abzuschätzen. Zwar hilft die Stabilisierung der Finanzmärkte in der laufenden Finanzierung der Staatsdefizite, doch gleicht dies einer Symptomkur, die die Ursachen der Krise nicht behandelt. Im Gegenteil, der Druck zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit und zur Konsolidierung der öffentlichen Haushalte wird sogar verringert.

Zur Ausgangsfrage gibt es nur eine Antwort: Entwicklungen wie in Griechenland bedrohen das Eurosystem. Dabei offenbart die Griechenland-Krise nur einige schon immer vorhandenen gravierenden Schwächen im Grundkonzept des Eurosystems. Sollte die Finanzkrise insgesamt bereits abebben, ist nicht zu erwarten, dass ausreichender Druck zu Reformen verbleibt. Manche der in Diskussion stehenden Neuerungen sind auch nicht zielführend. Die Etablierung einer EU-Wirtschaftsregierung, die die Interessen der Mitgliedstaaten vertritt, wäre sogar kontraproduktiv. Auch die Gründung

eines EWF ist (parallel zum IWF) nicht hilfreich, solange seine Unabhängigkeit nicht gesichert ist und mit dem SWP und den bilateralen Hilfeprogrammen ohnehin das Auslangen gefunden wird.

Dennoch liegen nun Anstöße zur institutionellen Weiterentwicklung des Eurosystems vor. Dabei sollte das bisherige Grundkonzept beibehalten werden, wonach die Mitgliedstaaten ihre Budgets im Rahmen von gemeinschaftlichen Stabilitätsvorgaben in Eigenverantwortung gestalten und finanzieren. Bei Versagen kommt ein automatischer Sanktionsmechanismus zum Tragen, der zu einer Anhebung der marktmäßigen Risikoprämien führt. Dieser Mechanismus sollte nicht durch permanent wirkende Rettungsschirme außer Kraft gesetzt werden. Eindeutig zu bekämpfen sind allerdings Marktentwicklungen mit destabilisierender Spekulation, indem ungedeckte Leerverkäufe und Wetten gegen ein Mitgliedsland an ein Grundgeschäft gebunden werden.

Mit einem EWF oder verstärkter Koordination der Wirtschaftspolitik allein können allenfalls Probleme einzelner Mitgliedstaaten gelöst, nicht aber länderübergreifende Systemkrisen vermieden werden. Um im Krisenmanagement auch die divergenten Entwicklungen in der Wettbewerbsfähigkeit zu berücksichtigen, bedarf es letztlich einer Kombination aus reformiertem SWP (kümmert sich um die laufende Budgetpolitik), IWF (sichert die Nachhaltigkeit der Budgetpolitik und organisiert allenfalls einen Gang in die Insolvenz) und europäischem Finanzausgleich (kümmert sich um eine solidarische Einkommensverteilung zwischen den Mitgliedstaaten der Eurozone).

6. Zusammenfassung

Die Große Rezession hat die **Vision einer steten Wohlstandsvermehrung erschüttert** und vor allem Europa im Bemühen um nachhaltiges Wachstum und Vollbeschäftigung um viele Jahre zurückgeworfen. Sie hat wiederum bewusst gemacht, dass Wirtschaftskrisen – in welchem System immer – nicht gänzlich auszuschließen sind. Seit Ausbruch der Krise wird intensiv diskutiert, wie man die Ursachen und die Folgen der Großen Rezession aufarbeiten und eine Wiederholung unter den gegenwärtigen Umständen vermeiden kann. Dies verhindert nicht, dass unter künftigen, derzeit noch nicht bekannten Voraussetzungen neuerlich Krisen auftreten. Dennoch sind Maßnahmen gefragt, die das Entstehen von Krisensituationen frühzeitig erkennen lassen und das Ausbrechen weniger wahrscheinlich machen. Dazu müssen die bestehenden Institutionen des Regulierungs- und Aufsichtssystems flexibel auf neue Entwicklungen reagieren können und international miteinander vernetzt sein. Für den Fall, dass eine Krise nicht abwendbar ist, sollte ein effizientes Krisenmanagementsystem installiert sein.

Die **zentralen Krisenursachen** liegen in den anhaltenden Ungleichgewichten auf internationaler Ebene (Überschuss- und Defizitländer gemessen an den Leistungsbilanzsalden) und zwischen den Sektoren einer Wirtschaft mit dem Schwerpunkt auf der Staatsverschuldung. Erst dadurch kommt es zu einer dynamischen Entwicklung der Finanzinnovationen und zu einem explosionsartigen Anstieg der Finanzintermediation. Die Große Rezession ist zwar aus einer Finanzkrise hervorgegangen, dennoch greift es zu kurz, die Schuld bei "den Banken" zu suchen und unter ihnen "die Spekulanten" gezielt ins Visier zu nehmen. Unstrittig ist, dass in der Kette der Vorkehrungen für eine stabile Wirtschaftsentwicklung das Regulierungssystem für die Finanzmärkte das schwächste Glied darstellt. Wegen der engen Verzahnung des Finanzsektors mit der übrigen Wirtschaft bedarf es daher einer grundsätzlichen Reform der Bankenregulierungssystems. Enttäuschend am bisherigen Verlauf der Krise ist, dass sie nicht für eine umfassende Regulierungsreform genutzt werden konnte. Punktuelle Maßnahmen wie die Registrierung von Hedgefonds oder die Einführung einer Finanztransaktionssteuer werden daher nur Randerscheinungen der Krise erfassen, nicht aber Finanzkrisen selbst verhindern können.

Dank der Erfahrungen aus der Großen Depression der 1930er Jahre kam es zu einem **raschen und entschlossenen Einschreiten der Wirtschaftspolitik**, sodass die Finanzkrise selbst innerhalb eines Jahres in den Griff gebracht werden konnte. Ende 2009 zeichnete sich in den USA und in einigen europäischen Ländern (Deutschland, Frankreich, Italien, nicht hingegen in Großbritannien) auch für den

realwirtschaftlichen Bereich ab, dass der Tiefpunkt der Nachfrageentwicklung erreicht worden ist. Nur der Arbeitsmarkt hinkt – wie in "normalen" Konjunkturzyklen auch – dieser Entwicklung nach, weshalb die Arbeitslosenquoten weiter zunehmen. Ob auch hier eine Trendwende eintritt, hängt davon ab, wie weit der bisher weitgehend auf staatlicher Unterstützung beruhende Wirtschaftsaufschwung in einen selbst tragenden Aufschwung übergeht. Angesichts der bestehenden Überkapazitäten im Produktionsbereich werden allerdings die Wachstumsraten auf einige Zeit hinaus bescheiden bleiben.

Wichtig für den Erfolg der bisherigen Rettungsmaßnahmen war ihre **internationale Abstimmung** über die G-20. Für die nun anstehenden strukturellen Reformen wäre ein vergleichbarer Konsens erforderlich. Leider zeichnet sich ab, dass mit zunehmender Erholung der Weltwirtschaft der Druck zu gemeinsamen Reformen nachlässt und nationale Sonderinteressen die Verhandlungen zu dominieren beginnen. Dies gilt für die Einbeziehung des Parallelbankensystems in das System der Finanzmarktregulierung ebenso wie für das Verbot oder die Besteuerung von destabilisierenden Spekulationsgeschäften. Lediglich bei der Verschärfung der Eigenkapitalunterlegung und der Einführung von Liquiditätspolstern besteht zumindest eine grundsätzliche Übereinstimmung zwischen den wichtigsten Ländern. Wie aber die Probleme bei der Implementierung des Basel II-Abkommens erkennen ließen, ist es möglicherweise noch ein weiter Weg bis zur Umsetzung von Basel III.

In **Europa** hat die Große Rezession die unhaltbare Schuldenentwicklung der öffentlichen Haushalte vieler Länder bloß gelegt. Die Finanzmärkte haben erkannt, dass manche Länder ihre Schuldendynamik nur unter größten Konsolidierungsanstrengungen in den Griff bekommen können und haben die Risikoaufschläge drastisch angehoben. Um die Kredit gebenden Banken nicht neuerlich der Insolvenzgefahr auszusetzen, wurde in der EU unter Außerachtlassung bisheriger Grundsätze ein **Stabilisierungsmechanismus** entwickelt, der die unmittelbare Schuldenbedienung durch die betroffenen Länder sichert. Die von der EK vorgelegten längerfristigen Maßnahmen zu verstärkter wirtschaftspolitischer Koordination in der EU sind zur Zeit noch in Diskussion.

Wie die Griechenland-Krise gezeigt hat, ist das Eurosystem ein Schönwettersystem, das in Normalzeiten einigermaßen gut funktioniert, in Krisenzeiten aber versagt. Selbst für Normalzeiten fehlt ihm ein langfristiger Konvergenzmechanismus, der bleibende Stabilität garantiert. Der nun eingerichtete Stabilisierungsmechanismus übt zwar Druck zur Konvergenz aus, stellt sie aber nicht sicher. Ein **reformiertes Eurosystem** muss sich nur um die fiskalische Koordination ergänzt werden, es muss auch Instrumente umfassen, die eine Divergenz in der Wettbewerbsfähigkeit der Mitgliedstaaten verhindert. Ob diese über eine Wirtschaftsregierung oder einen EWF oder eine Stärkung des SWP erreicht wird, ist sekundär.

Literatur

- Aiginger, Karl (2010a), "The Great Recession versus the Great Depression: Stylized facts about siblings that were given different foster parents", *Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal*, Vol. 4, 2010-18. <<http://www.economics-ejournal.org/economics/journalarticles/2010-18>>
- Aiginger, Karl (2010b), "Lessons learned in the Recent Crisis and strategies for the exit phase", Austrian Institute of Economic Research (WIFO), preliminary paper.
- Alcidi, Cinzia, Daniel Gros (2010), "Is Greece different? Adjustment difficulties in southern Europe", VoxEU.org, 22 April. <<http://www.voxeu.org/index.php?q=node/4914>>
- Avgouleas, Emiliios (2010), "The regulation of short sales and its reform", CESifo, DICE Report, No. 1: 24-27.
- Beck, Thorsten, Thomas Losse-Müller (2010), "Steuern in der Finanzmarktpolitik – Die Spreu vom Weizen trennen", *Ökonomenstimme*, 19. April. <<http://oekonomenstimme.org/a/23/>>
- Bernanke, Ben S. (1983), "Nonmonetary effects of the financial crisis in propagation of the Great Depression", *The American Economic Review* 73(3), June: 257-276. [NBER W1054]
- Bezemer, Dirk J. (2009), "'No one saw this coming': Understanding financial crisis through accounting models", Munich Personal RePEc Archive, MPRA paper 15892, 16 June. <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/15892/1/MPRA_paper_15892.pdf>
- Blundell-Wignall, Adrian, Gert Wehinger, Patrick Slovik (2009), "The elephant in the room: The need to deal with what Banks do", OECD, *Financial Market Trends*, October.

- Bordo, Michael D., Harold James (2009), "The Great Depression analogy", National Bureau of Economic Research, Working Paper 15584, December.
- Borio, Claudio (2003), "Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation", Bank for International Settlements, Working Paper 128, February.
- Borio, Claudio (2009), "Implementing the macroprudential approach to financial regulation and supervision", Banque de France, Financial Stability Review 13, September: 31-41.
- Borio, Claudio, Craig Furfine, Philip Lowe (2000), "Procyclicality of the financial system and financial stability: Issues and policy options", Bank for International Settlements, Papers No. 1, March.
- Breuss, Fritz (2009), "Finanzmarktkrise als Phänomen des Überschießens auf den Aktienmärkten: Eine theoretische Analyse", Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung (WIFO), Monatsberichte, Dezember: 933-941.
- Brunner, Karl, Allan H. Meltzer (1968), "Liquidity traps for money, bank credits, and interest rates", Journal of Political Economy 76(.), January-February: 1-37.
- Burry, Michael J. (2010), "I saw the crisis coming, why didn't the Fed?", Op-Ed Contributor, New York Times, April 4.
- Busch, Klaus (2010), "Europäische Wirtschaftsregierung und Koordinierung der Lohnpolitik: Krise der Eurozone verlangt Strukturereformen", Friedrich Ebert Stiftung, Berlin, März.
- Clark, Stephen V.O. (1967), "Central bank cooperation: 1924-31", Federal Reserve Bank of New York, New York.
- Cline, William R., John Williamson (2010), "Estimates of fundamental equilibrium exchange rates, May 2010", Peterson Institute for International Economics, Policy Brief, June.
- Corden, Max (2009), "The theory of the fiscal stimulus: How will a debt-financed stimulus affect the future?", Centre for Economic Policy Research, Policy Insight No. 34, May. <<http://www.cepr.org/pubs/policyinsights/PolicyInsight34.pdf>>
- Crockett, Andrew (2000), "Marrying the micro- and macroprudential dimensions of financial stability", Bank for International Settlements, BIS Speeches, 21 September.
- De Grauwe, Paul (2010), "Crisis in the eurozone and how to deal with it", Centre for European Policy Studies (CEPS), Policy Brief 204, February.
- De Grauwe, Paul, Wim Moesen (2009), "Gains for all: A proposal for a common Euro Bond", Intereconomics, May/June: 132-135.
- Delpla, Jacques, Jakob von Weizsäcker (2010), "The Blue Bond proposal", Bruegel, Policy Brief 2010/03, May.
- Eichengreen, Barry (1992a), "Golden fetters: The gold standard and the Great Depression, 1919-1939", New York (Oxford University Press).
- Eichengreen, Barry (1992b), "The origin and nature of the great slump revisited", The Economic History Review, New Series, 45(2), May: 213-239. <<http://www.jstor.org/pss/2597621>>
- Eichengreen, Barry (2009), "Roots of our depression", 10 March. <http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/roots_depression.pdf>
- Eichengreen, Barry, Douglas A. Irwin (2009), "The slide to protectionism in the Great Depression: Who succumbed and why?", National Bureau of Economic Research, Working Paper 15142, July.
- Eichengreen, Barry, Kevin H. O'Rourke (2010), "What do the new data tell us", VoxEU, 8 March. <<http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3421>>
- Eurogroup (2010), "Surveillance of Intra-Euro-Area competitiveness and macroeconomic imbalances: Conclusions of the Eurogroup", 15 March. <http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cmsUpload/Rev1clean-Horizontal_ToR_competitiveness-post_EWG_written_consultation_clean.pdf>
- European Commission (2010a), "Progress report on the implementing of the European Economic Recovery Plan", February.
- European Commission (2010b), "Reinforcing economic policy coordination", Commission Communication, COM(2010) 250 final, Brussels, 12 May.
- Feldstein, Martin (2010), "Missing the target", The Wall Street Journal, 20 January. <<http://www.nber.org/feldstein/wsj01202010.pdf>>
- Fisher, Irving (1933), "The debt-deflation theory of great depressions", *Econometrica*.
- Friedman, Milton, Anna J. Schwartz (1963), "A monetary history of the US, 1867-1960", Princeton (Princeton University Press).
- Galbraith, John Kenneth (1954), "The Great Crash of 1929", Boston (Houghton Mifflin). Deutsche Ausgabe: Der Große Crash 1929: Ursachen, Verlauf, Folgen", München (FinanBuch Verlag), 2005.
- Gorton, Gary B. (2010), "Questions and answers about the financial crisis", NBER, Working Paper 15787, February.
- Gabel, Ilene (2003), "Currency transactions taxes: A brief assessment of opportunities and limitations", paper prepared for the New Rules for Global Finance conference on the "Tobin Tax", Washington, D.C., 16 January.

- Gros, Daniel (2010), "Griechenland: Letzter Ausweg Umschuldung", Der Standard, 29. April: 29.
- Gros, Daniel, Cinzia Alcidi (2010), "The impact of the crisis on the real economy", Centre for European Policy Studies (CEPS), Policy Brief 201, January.
- Gros, Daniel, Thomas Mayer (2010), "How to deal with sovereign default in Europe: Towards a Euro(pean) Monetary Fund", Centre for European Policy Studies (CEPS), Policy Brief 202, February.
- Hentschelmann, Kai (2010), "Der Stabilitäts- und Wachstumspakt als Ordnungsrahmen in Krisenzeiten: Möglichkeiten und Grenzen der Berücksichtigung der Finanzkrise", Europa-Kolleg Hamburg, Institute for European Integration, Discussion Paper 1/10, Januar.
- HM Treasury (2009), "Risk, reward and responsibility: The financial sector and society", London, December.
- IMF (2010a), "Making over-the-counter derivatives safer: The role of central counterparties", International Monetary Fund, Global Financial Stability Report, Chapter 3, Washington D.C., April.
- IMF (2010b), "A fair and substantial contribution by the financial sector", International Monetary Fund, Interim Report for the G-20, 16 April.
- Jonung, Lars, Eoin Drea (2009), "The euro: It can't happen. It's a bad idea. It won't last. US economists on the EMU, 1989-2002", European Economy, Economic Papers 395, December.
- Kapoor, Sony (2010), "Regulating hedge funds", Re-Define, abgerufen am 26.4.2010. <[http://re-define.org/sites/default/files/RegulatingHedgeFunds%20\(5\)\(1\).pdf](http://re-define.org/sites/default/files/RegulatingHedgeFunds%20(5)(1).pdf)>
- Kindleberger, Charles P. (1987), "The world in depression 1929-1939", Harmondsworth (Penguin Books), 2nd ed./ (1st ed. 1973)
- Kindleberger, Charles P., Robert Z. Aliber (2005), "Manias, panics, and crashes: A history of financial crises", New York (John Wiley & Sons), 5. Aufl. (1. Aufl. 1978).
- Krugman, Paul (2007), "Will there be a dollar crisis?", Economic Policy 22(51): 436-467.
- Krugman, Paul (2008), "Great depression blogging", New York Times, January 17 <<http://krugman.blogs.nytimes.com/2008/01/17/great-depression-blogging/>>
- Larosière, Jacques de, et al. (2009), "Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU", Brussels, 25 February. <http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf>
- Marzinotto, Benedicta, Jean Pisani-Ferry, André Sapir (2010), "Two crises, two responses", Bruegel, Policy Brief 2010/01, March. <http://www.bruegel.org/uploads/tx_btbbreugel/pb_2010-01_final.pdf>
- Minsky, Hyman P. (1982), "Can 'It' happen again?", in: ders., Essays on instability and finance, Armonk (Sharpe).
- Minsky, Hyman P. (1992), "The financial instability hypothesis", The Levy Institute of Bard College, Working Paper 74, May. <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp74.pdf>
- Murphy, Robert P. (2010), "Krugman's Hoover history", Ludwig von Mises Institute, Mises Daily, 22 March. <<http://mises.org/daily/4197>>
- OECD (2009), "Economic Outlook: Interim Report", Paris, March.
- Orphanides, Athanasios (2004), "Monetary policy in deflation: The liquidity trap in history and practice", North American Journal of Economics and Finance 15(1): 101-124.
- Posen, Adam S. (2009), "Getting credit flowing: A non-monetarist approach to quantitative easing", speech presented at Cass Business School, London, 26 October. <<http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2009/speech408.pdf>>
- Reinhart, Carmen M., Kenneth S. Rogoff (2009), "This time is different: Eight centuries of financial folly", Princeton – Oxford (Princeton University Press).
- Romer, Christina D. (2003), "Great Depression", paper for Encyclopaedia Britannica, 20 December. <http://elsa.berkeley.edu/~cromer/great_depression.pdf>
- Rothbard, Murray (2000), "America's Great Depression", The Ludwig von Mises Institute, Auburn, AL, 5th ed. (1st ed. 1963) <<http://mises.org/rothbard/agd.pdf>>
- Roubini, Nouriel (2006), "Trends and forecasts for the U.S. and global economy in 2006", Global Economic Monitor, 28 January. <<http://www.regemonitor.com>>
- Schulmeister, Stephan (2010), "Boom-bust cycles and trading practices in asset markets, the real economy and the effects of a financial transactions tax", Austrian Institute of Economic Research (WIFO), Working Paper 364, March.
- Shiller, Robert J. (2005), "Irrational exuberance", Princeton – Oxford (Princeton University Press), 2. Auflage.
- Shiller, Robert J. (2008), "The subprime solution: How today's global financial crisis happened, and what to do about it", Princeton – Oxford (Princeton University Press).
- Sinn, Hans-Werner (2009), "Kasino-Kapitalismus: Wie es zur Krise kam und was jetzt zu tun ist", Berlin (Econ), 2. Auflage.
- Sinn, Hans-Werner (2010), "Trennbanken und Universalbanken in der Krise: Eine Bemerkung zu Obamas Vorschlägen", Ökonomenstimme, 25. März. <<http://oekonomenstimme.org/a/13/>>

- Skidelsky, Robert (2008), "Farewell to the neo-classical revolution", Project Syndicate, September 16. <<http://www.skidelsky.com/print/farewell-to-the-neo-classical-revolution>>
- Skidelsky, Robert (2010), "The bogey of inflation", Project Syndicate, March 13. <<http://www.skidelsky.com/print/the-naked-euro>>
- Socher, Karl (2009), "Reformen der Finanzmarkt- und Geld-Ordnung aus neo-liberaler Sicht", Wirtschaftspolitische Blätter 56(3): 321-330.
- Spahn, Paul Bernd (2002), "On the feasibility of a tax on foreign exchange transactions", Federal Ministry for Economic Cooperation and Development, February. Deutsche Version: "Zur Durchführbarkeit einer Devisentransaktionssteuer", Frankfurt am Main, Januar. <<http://www.wiwi.uni-frankfurt.de/professoren/spahn/tobintax/Tobinsteuer.pdf>>
- Starbatty, Joachim (2010), "Aus der Währungsunion wird eine Inflationsunion", FAZ.NET, 22. April.
- Truman, Edwin M. (2009), "Lessons from the global economic and financial crisis", Keynote address at the conference 'G-20 Reform Initiatives: Implications for the Future of Regulation', Seoul, 11 November. <<http://www.iie.com/publications/papers/truman0911.pdf>>
- Volcker, Paul (2010), "Way forward for commercial banks: Why I favour separation from the capital markets", Official Monetary and Financial Institutions Forum, OMFIF Bulletin, January: 3. <<http://omfif.com/bulletins/201001.pdf>>
- Von Hagen, Jürgen (2009), "Monetary policy on the way out of the crisis", Bruegel Policy Contribution 15, December.
- Von Hagen, Jürgen, Jean Pisani-Ferry, Jakob von Weizsäcker (2009), "A European exit strategy", Bruegel Policy Brief 2009/05, October.
- Wyplosz, Charles (2010), "The Eurozone debt crisis: Facts and myths", VoxEU.org, 9 February. <<http://www.voxeu.org/index.php?q=node/4583>>
- Zezza, Gennaro (2010), "Getting out of the recession?", Levy Economics Institute of Bard College, Strategic Analysis, March.