



# Internationale Finanzkrisen im Vergleich

Lehren für das aktuelle Krisenmanagement

**WERNER KAMPETER**

März 2011

- Der feste Rahmen des Systems von Bretton Woods und die amerikanische Unterstützung durch Marshall Plan und Weltbank ermöglichten den Wiederaufbau und die Modernisierung Europas und Japans nach 1945.
- Mit dem Niedergang dieses Systems und der Liberalisierung der Kapitalmärkte begann das moderne Zeitalter der Schulden-, Finanz- und Immobilienkrisen. Die USA behalten als Leitwährungsland ihre dominierende Position und können sich ungestraft bei anderen Ländern in ihrer eigenen Währung verschulden. Zudem setzt sich seit den 1980er Jahren politisch und ideologisch die »Finanzkapitalfraktion« gegenüber der »Realkapitalfraktion« durch.
- Unter der Krisenanfälligkeit der neuen Weltwirtschaftsordnung und der ideologisch und machtpolitisch aufgeladenen Rolle von IWF und Weltbank leiden besonders die Länder an der Peripherie. Nachholende wirtschaftliche und gesellschaftliche Modernisierung ist schwieriger geworden. Das gilt unter etwas anderen Vorzeichen auch für die europäische Peripherie.
- Länder wie China, die sich dem sog. Washington Consensus nicht gefügt hatten, erwiesen sich als weniger krisenanfällig und wirtschaftlich dynamischer. Länder wie Argentinien oder Korea waren mit ihrem heterodoxen Krisenmanagement erfolgreich und werden dafür heute auch vom IWF gelobt.
- Ein Rückblick auf Ursachen und Verläufe vergangener Krisen gibt Anhaltspunkte für das aktuelle Krisenmanagement auf globaler und europäischer Ebene. Eine neuerliche Annäherung an ein realwirtschaftliches Regime scheint unverzichtbar.





## Inhalt

<b>1. Einleitung</b> .....	<b>3</b>
<b>2. Bretton Woods</b> .....	<b>3</b>
<b>3. Schuldenkrisen</b> .....	<b>4</b>
3.1 Mexiko I .....	4
<b>4. Schuldenkrise und Finanzkrise</b> .....	<b>6</b>
<b>5. Finanzkrisen</b> .....	<b>8</b>
5.1 Mexiko II .....	8
5.2 Argentinien .....	9
<b>6. Immobilienblasen</b> .....	<b>10</b>
6.1 USA 2007 .....	11
6.2 Deutschland .....	12
6.3 Immobilienmärkte, Bauwirtschaft und Konjunktur .....	12
6.4 Gründe für die Krisenanfälligkeit von Immobilienmärkten .....	13
6.5 Spanien im 17. Jahrhundert .....	17
6.6 Japans <i>bubble keizai</i> 1990 .....	18
6.7 Die Asienkrise 1997/98 und Südkorea .....	20
<b>7. Schlussfolgerungen</b> .....	<b>23</b>
7.1 Erneuerung eines realkapitalistischen Regimes .....	23
7.2 Makroökonomische Ungleichgewichte .....	24
7.3 Krisenmanagement .....	25
<b>Literatur</b> .....	<b>27</b>



## 1. Einleitung

In der Entwicklung der Weltwirtschaft nach dem 2. Weltkrieg lassen sich deutlich zwei Phasen erkennen: nämlich die mit und die ohne das System von Bretton Woods. In beiden Phasen dominierten die USA sowohl das wirtschaftliche und wirtschaftspolitische als auch das politische Geschehen. Das Bretton-Woods-System endete Mitte August 1971 mit dem Nixon Schock – der unilateralen Aufgabe der Konvertibilität des US-Dollars in Gold.

Mit dem Ende des Systems von Bretton Woods, das u. a. auf Kapitalverkehrskontrollen beruhte, begann das moderne Zeitalter der Schulden-, Finanz- und Immobilienkrisen. Auch in der Weltwirtschaftsordnung nach Bretton Woods behielten die USA als größte Wirtschaft und Leitwährungsland, aber auch politisch und ideologisch, ihre dominierende Rolle. Die damit entstandene asymmetrische Position der USA im Weltwirtschafts- und Finanzsystem sowie die politische Macht und Einflussnahme der angloamerikanischen »Finanzkapitalfraktion« bildeten nicht nur den Hintergrund aller zukünftigen Finanzkrisen, sondern hatten auch einen ganz erheblichen Einfluss auf deren Verlauf.

In diesem Essay wird versucht, in historisch-genetischer Weise die Ursachen und Verläufe einiger Krisen zu rekonstruieren und daraus, soweit das bei der Einmaligkeit aller historischen Ereignisse überhaupt möglich ist, die Hintergründe der gegenwärtigen Finanz- und Wirtschaftskrise zu erhellen und Lehren für das Krisenmanagement auf der globalen und innereuropäischen Ebene zu ziehen. Zugleich kann dieser Essay als ein Plädoyer, die »Realkapitalfraktion« neuerlich zu stärken und uns institutionell und politisch wieder einem realwirtschaftlichen Regime anzunähern, verstanden werden.

## 2. Bretton Woods

Das Bretton-Woods-System lieferte den stabilen institutionellen Rahmen, der den wirtschaftlichen Wiederaufbau- und Aufholprozess Westeuropas und Japans nach dem Krieg ermöglichte. Die USA unterstützten diesen Prozess staatlicherseits durch den Marshall Plan und die Weltbank. Durch Direktinvestitionen amerikanischer Firmen wurde Europa und der übrigen Welt das erforderliche Kapital und Knowhow zur Verfügung gestellt. Die Nachfrage der ungleich reicheren amerikanischen Kon-

sumenten ließ die USA auch in dieser Hinsicht zum Motor der wirtschaftlichen Entwicklung der westlichen Welt werden. Westeuropa und Japan erlebten einen regelrechten Wirtschaftsboom. Der Lebensstandard der Bevölkerung erhöhte sich außerordentlich schnell und erreichte einen größeren Teil der Bürger als jemals zuvor.

Das Bretton-Woods-System zerfiel, weil die durch die Kosten des Vietnamkrieges induzierte Inflation und die damit verbundenen schnell wachsenden US-Handelsbilanzdefizite den Status des Dollars als Weltreservewährung untergruben. Länder wie Deutschland und die Schweiz, die besonders stark am amerikanischen Markt hingen, waren nicht mehr bereit, die sich durch die Inflation entwertenden Dollarreserven weiter zu erhöhen. Deutschland hatte deshalb schon im Juli 1970 unilateral die DM aufgewertet und damit das Ende des Bretton-Woods-Systems eingeläutet. An die Stelle des Systems der festen Wechselkurse und der Kapitalverkehrskontrollen traten nun flexible Wechselkurse und der freie Kapitalverkehr.

Die Vorzüge eines Systems flexibler Wechselkurse waren schon zehn Jahre vorher überzeugend dargelegt worden (Sohmen 1969). Was damals nicht erkannt wurde, ist die Dynamik, die der freie Kapitalverkehr hervorbringen würde, zumal die neue Freizügigkeit erheblich dazu beigetragen haben dürfte, dass im politischen System der USA die Interessen des »Finanzkapitals« gegenüber dem »Realkapital« die Oberhand gewannen. Durch diese politische und ideologische Wende gelangte unter Präsident Reagan die Deregulierung und Liberalisierung der Finanzmärkte auf die amerikanische und internationale politische Tagesordnung. Sie sollte dem Finanzkapital in den folgenden Jahren neben vielen Erleichterungen und Freiheiten auch neue Geschäftsfelder eröffnen.

Internationale Finanzkrisen kann es nur unter der Voraussetzung eines weitgehend freien internationalen Kapitalverkehrs geben. Das ist eine banale Feststellung, die deshalb aber nicht ungültig ist. Im System von Bretton Woods bedurften Devisengeschäfte einer Genehmigung. Private internationale Kapitalbewegungen waren im Wesentlichen auf Direktinvestitionen beschränkt. Dass dieses System schließlich aufgegeben werden musste, hing vor allem damit zusammen, dass die USA ihre Rolle als Leitwährungsland missbrauchten. Ein weiterer Mangel bestand in der Asymmetrie des Systems, das den Ländern mit Leistungsbilanzdefiziten schmerzhaft Anpas-

sungsleistungen auferlegte, während die Überschussländer davon nicht betroffen waren. Das Euro-System wurde bei seiner Entstehung mit einer ähnlichen Asymmetrie ausgestattet und stellt es jetzt vor eine Zerreißprobe.

Im System von Bretton Woods konnte die Finanzierung von privaten und öffentlichen Investitionen nur aus der in den einzelnen Nationalstaaten gebildeten Ersparnis von privaten Haushalten, Unternehmen und Staat erfolgen; dazu kamen ggf. ausländische Direktinvestitionen und ausländische Kapitalhilfe (etwa Marshall Plan, Weltbank). Da man ausländisches Kapital kaum importieren konnte und wollte, legten alle Staaten großen Wert darauf, die Ersparnisbildung insbesondere der privaten Haushalte zu fördern. Diese Ersparnis wurde vorrangig für die Finanzierung staatlicher und unternehmerischer Investitionen genutzt. Private Haushalte hatten in den meisten Ländern kaum Zugang zu Bankkrediten oder Hypothekendarlehen.

### 3. Schuldenkrisen

Mit der Aufgabe der Kapitalverkehrskontrollen im Rahmen des Bretton-Woods-Systems 1970 begann das Zeitalter der modernen Schulden- und Finanzkrisen. Freilich musste sich erst einmal ein internationaler Kapitalmarkt entwickeln. Diese Entwicklung wurde durch die Gründung der OPEC in Gang gesetzt. Die Gründung dieser Organisation war eine Folge des Zerfalls des Bretton-Woods-Systems und der Dollarabwertungen. Die OPEC setzte u. a. drastische Steigerungen der Ölpreise durch.

Da die Förderkosten des Öls in keinem Zusammenhang mit den Ölpreisen stehen, entstehen beim Verkauf des Öls Renteneinkommen (ricardianische Differentialrenten). Diese waren früher überwiegend von den amerikanischen und britischen Ölfirmen angeeignet worden. Durch die von der OPEC durchgesetzten Preiserhöhungen flossen den Erdöl produzierenden Ländern nun erhebliche Renteneinkommen zu. Dadurch wurden sie zu Ersparnis-, also Kapitalexporthuren. Mit diesen sogenannten Petrodollar kauften sie sich in Unternehmen in Deutschland und anderswo in der Welt ein oder überließen diese Dollar amerikanischen und europäischen Banken zur weiteren Kreditvergabe. Letzteres wurde als Petrodollar-Recycling bekannt.

Nun war die Aufnahmefähigkeit der OECD-Länder für diese Petrodollar beschränkt, zumal ihre Wirtschaften von wiederholten Ölkrisen geschwächt wurden. Wohin sollten die Banken also mit den Petrodollar?

#### 3.1 Mexiko I

Vor allem die Länder Lateinamerikas sollten diese Petrodollars absorbieren. Sie hatten damals schon mehr als 50 Jahre überwiegend erfolgreicher wirtschaftlicher Entwicklung hinter sich. Sie hatten sich im Rahmen der sogenannten Importsubstitutionspolitik durch Zölle vor der überlegenen ausländischen Konkurrenz geschützt. Dadurch, und mit Hilfe des starken Armes des Staates, hatten es insbesondere die größeren Länder geschafft, sich von Agrar- zu ansehnlichen Industriegesellschaften zu entwickeln. Die Industrieproduktion Mexikos wuchs zwischen 1940 und 1968 im Durchschnitt mit fast acht Prozent im Jahr (Hansen 1971). Es hatte sich eine beachtliche Mittelschicht gebildet, die damals zumindest in den Großstädten die Mehrheit der städtischen Bevölkerung stellte.

Diese Entwicklungsstrategie war allen Unkenrufen von konservativer wie progressiver Seite zum Trotz bis zur Schuldenkrise Anfang der 1980er Jahre von ernsthaften Krisen verschont geblieben. Mexiko hatte in den 1970er Jahren sogar damit begonnen, sich von der Abhängigkeit von ausländischer Technologie und Knowhow zu befreien und Kapitalgüter nicht nur für den Binnenmarkt, sondern auch für den Export herzustellen. Unter Präsident Luis Echeverría (1970–76), der die wirtschaftliche und sozialstaatliche Modernisierung auf seine Fahnen geschrieben hatte, erlebte das Land einen kräftigen Entwicklungsschub: Zahlreiche Fabriken wurden gebaut, Arbeitskräfte wurden knapp und die Löhne stiegen rapide.

In dieser Situation griffen Unternehmen und Regierung zur Finanzierung dieser Expansion gerne auf die Petrodollar zurück, zumal in Mexiko gerade große neue Erdölvorkommen entdeckt worden waren und Echeverría dabei war, mit dem Öl die modernste Petrochemie der Welt aufzubauen. So kam es, dass private wie staatliche Unternehmen in Mexiko und Brasilien mit Hilfe amerikanischer und einiger europäischer Banken und der Weltbank hochmoderne Industriekomplexe, deren Bau mit einem erheblichen Devisenbedarf verbunden waren, schufen. Parallel dazu wurden staatlicherseits, teilweise auch mit

Hilfe dieser Banken, die physischen Infrastrukturen ausgebaut und modernisiert sowie das Bildungswesen erweitert.

Doch da diese Kredite mit variablen Zinsen, die den internationalen Kreditmärkten (LIBOR) folgen sollten, vereinbart wurden, folgte bald das böse Erwachen. Flexible Zinsen waren damals im Zusammenhang mit der Theorie flexibler Wechselkurse modern geworden (Sohmen 1969). Für die Banken war dieses System sehr bequem, bürdeten sie doch den Kreditnehmern das Wechselkurs- und das Zinsrisiko auf. Das Pech Lateinamerikas und anderer Entwicklungsländer, die am Recycling der Petrodollar teilgenommen hatten, war es, dass Paul Volcker, der gerade neu ernannte Präsident der US-Zentralbank, im Herbst 1979 damit begann, die Zinssätze zu erhöhen, um den hohen Inflationsraten in der US-Wirtschaft Einhalt zu gebieten. Daraufhin stiegen die Zinsen für die lateinamerikanischen Schuldner innerhalb weniger Monate von vormals rund sechs auf mehr als 20 Prozent. Erschwerend kam hinzu, dass mit der von Volcker eingeleiteten heftigen Rezession der US- und der Weltwirtschaft den neugeschaffenen Unternehmen in Mexiko und Brasilien plötzlich die ausländische Nachfrage wegbrach. Außerdem fielen die Ölpreise wieder, sehr zum Schaden Mexikos, das in jenen Jahren gerade zum ölexportierenden Land geworden war (vorher hatte es noch Öl importiert).

Damit begann das zweite Kapitel der lateinamerikanischen Verschuldungskrise. Mexiko hatte die meisten Kredite erhalten und war auch am stärksten von der Zinsexplosion und den Nachfrageausfällen betroffen. Die mexikanischen Unternehmen konnten in dieser Situation ihre Schulden bald nicht mehr bedienen. Das wiederum bedeutete, dass die meisten der amerikanischen Gläubigerbanken – deren umfangreiches Engagement in Lateinamerika schon vorher einige Sorgen ausgelöst hatte – aufgrund der Gesetzeslage in die Insolvenz hätten gehen müssen. Das wiederum konnte dadurch vermieden werden, dass der mexikanische Staat auch noch die Schulden der privaten Unternehmen übernahm. Schließlich musste er sich im Herbst 1982 für zahlungsunfähig erklären.

Im dritten Kapitel kam es aufseiten der US-Banken und der Aufsichtsbehörden zunächst zu einem *muddling through*, dem schließlich die Erkenntnis wich, dass ein erheblicher Forderungsverzicht unvermeidbar sei. Als Vehikel für diesen *haircut*, wie man heute sagen würde, dienten dann die 1989 geschaffenen *Brady bonds*. Diese

*Brady bonds* gab es in mehreren Varianten; sie wurden unter erheblicher Beanspruchung von IWF- und Weltbankmitteln und nicht weniger erheblichen Auflagen und Anpassungsprogrammen für die Schuldnerländer vergeben. Der Verzicht der Banken belief sich im Schnitt auf 32 Prozent ihrer Forderungen. Dafür mussten letztlich die Eigentümer der US-Banken gerade stehen. Allerdings blieben ihre Verluste auf nur zwei Jahre beschränkt (dazu FDIC 1998).

Für die verschuldeten Länder fiel die Bilanz deutlich schmerzlicher aus. Mexiko, das vorher die Lücke zwischen Investitionsbedarf und heimischer Ersparnis mit Petrodollar abgedeckt hatte und deshalb ein Leistungsbilanzdefizit auswies, hätte nun zur Bedienung seiner Auslandsschulden einen Ersparnis- und Leistungsbilanzüberschuss in der Größenordnung von fünf Prozent seines BIP erbringen müssen. Das war in jenen dramatischen Krisenzeiten und bei schrumpfenden Einkommen schlechterdings nicht möglich. So führten die Zahlungskrise und der außerordentlich große Anpassungsdruck im Inland wie im Ausland zu einem dramatischen Vertrauensverlust, zu einer drastischen Abwertung des Peso, zu Kapitalflucht, zu einer Inflationsrate, die teilweise 100 Prozent erreichte, zu einem Rückbau des Staates und der staatlichen Beschäftigung (Mexiko hat bis heute den kleinsten Staat und die geringste Sozialstaatsquote unter allen OECD-Ländern), zu zahlreichen Pleiten insbesondere kleinerer und mittlerer Unternehmen, zur Verarmung der Armen und zu einer Schrumpfung der Mittelschichten, die in Mexiko bis in die Gegenwart anhält. Die realen Lohneinkommen in Mexiko haben bis heute das Niveau von 1980 nicht wieder erreicht.

Im vierten Kapitel ebnete die Schuldenkrise schließlich den Weg für eine Welle von Finanzkrisen, die allerdings einen grundlegend anderen Charakter tragen sollten.

In der Zwischenzeit hatte sich nämlich das Klima in den USA und Europa ungeachtet der Reaganschen Ankurbelung der US-Wirtschaft durch eine immer höhere staatliche Verschuldung schon deutlich in Richtung Neoliberalismus gewendet. Auch wenn man sich selbst an neoliberale Auffassungen nur dann hielt, wenn die Wall Street davon profitieren konnte, predigte man den Entwicklungsländern diese Lehre und unterwarf sie dem sogenannten *Washington Consensus*.

Dies galt im besonderen Maße für Mexiko, das in jenen Jahren Mitglied der Freihandelszone NAFTA (mit den USA und Kanada) werden sollte. An die Stelle der früheren Industrialisierungsstrategie traten nun die Maquiladora-Industrien entlang der mexikanisch-amerikanischen Grenzen, die in den Globalisierungsstrategien amerikanischer Unternehmen als Schraubenzieherfabriken fungierten. Als Pendant dazu kam es im Landesinneren zu einem Deindustrialisierungsprozess, während Mexiko nun zum willkommenen Absatzmarkt für nordamerikanische Konsumgüter wurde.

Die mexikanischen Finanzmärkte wurden im Zuge der »Lösung« der Schuldenkrise ebenfalls liberalisiert, dereguliert und internationalisiert. Ausländische wie inländische »Investoren« konnten ihr Geld nun ganz unbeschwert und jederzeit ins Land bringen oder auch genauso schnell wieder herausholen. Dabei sollte es sich als hilfreich erweisen, dass schon bald nach der Schuldenkrise alle mexikanischen Banken ausländische, vor allem amerikanische Eigentümer bekamen.

#### 4. Schuldenkrise und Finanzkrise

Die neue Qualität der folgenden Finanzkrisen – sie waren nicht mehr vorrangig Schuldenkrisen – besteht darin, dass sie eng mit dieser neuen Freiheit der Akteure in den internationalen Kapitalmärkten verwoben ist.

Sieben Merkmale sind dabei von besonderer Bedeutung.

*Erstens* stehen die Kapitalbewegungen kaum noch mit realen Investitionen im Zusammenhang. Es handelt sich ganz überwiegend (und im Zeitablauf immer mehr) um reine Finanzinvestitionen – ein Euphemismus, da diese mit herkömmlichen Investitionen nur selten etwas zu tun haben. Tatsächlich ist in den meisten OECD-Ländern die Beteiligung der Finanzmärkte an der Finanzierung von realen Investitionen (über die Emission von Aktien und Schuldverschreibung sowie Kredite) während der letzten 30 Jahre immer geringer geworden. Das hängt zum einen damit zusammen, dass die Nettoinvestitionsquoten (im Verhältnis zum BIP) in den meisten, wenn nicht allen Industrieländern während der letzten 30 Jahre deutlich gefallen sind, und zum anderen damit, dass insbesondere die großen Unternehmen ihre Investitionen mühelos aus Abschreibungen und Gewinnen finanzieren konnten und können.

*Zweitens* sind die nationalen wie internationalen Finanzmärkte vor allem Sekundärmärkte: Der allergrößte Teil der gehandelten Papiere hat mit ihrer ursprünglichen, meist mittel- und langfristigen Funktion (Aktien, Schuldverschreibungen) nichts mehr zu tun. Es sind sozusagen alte, gebrauchte Papiere, die von professionellen Anlegern und Fonds, häufig zu Lasten von Kleinanlegern, überwiegend aufgrund von kurzfristigen Erwartungen von Kursgewinnen und zur Risikostreuung gekauft und verkauft werden. Die Kursbewegungen werden von diesen Erwartungen und Stimmungen getrieben, haben aber kaum noch einen Bezug zu den realen Verhältnissen, die den Papieren zugrunde liegen. Das gilt *a fortiori* für all die Verbriefungsvarianten von Schulden.

*Drittens* werden diese Märkte ganz wesentlich von spekulativen Erwartungen, also Erwartungen über Erwartungen, der Marktteilnehmer getragen.

*Viertens* ist aus diesen Gründen das vorherrschende Merkmal des Anlegerverhaltens und der Finanzmärkte überhaupt ihre Kurzfristigkeit; der Zeithorizont der Anleger beträgt häufig nur Stunden, manchmal nur Sekunden.

Das führt *fünftens* zu hoher Volatilität in den Finanzmärkten und aufgrund des mittlerweile hinreichend bekannten Herdenverhaltens der Anleger zu häufigem Über- und Unterschießen in Finanz- und Devisenmärkten sowie heftigen und voluminösen internationalen und binnenwirtschaftlichen Kapitalbewegungen. Die Volatilität in den Kapitalmärkten hat seit ihrer in den 1980er Jahren einsetzenden Deregulierung und Liberalisierung extrem zugenommen.

Dabei ist *sechstens* festzuhalten, dass sich die Volumina an Liquidität Größenordnungen angenommen haben, die noch in den 1980er Jahren vollkommen unvorstellbar waren. Der Anteil der Transaktionen, die etwas mit Aktivitäten in der realen Wirtschaft zu tun hat, ist verschwindend gering geworden. Diese Liquiditätsexplosion ist das Ergebnis von sich immer höher türmenden Schuldenpyramiden, die durch die Deregulierung und Liberalisierung der Finanzmärkte, die neuen Finanz»produkte«, geringe Rücklagen und Sicherheiten sowie entsprechend hohe Kreditschöpfungsmultiplikatoren entstanden sind.

*Siebtens* können IWF, Zentralbanken und Regierungen diesen Volumina im Alltag und im Krisenfall kaum etwas entgegensetzen.

Eine Konsequenz liberalisierter, internationaler Kapitalmärkte und flexibler Wechselkurse ist, dass die Wechselkurse vor allem durch die Kapitalbewegungen, also nicht mehr über die Handels- bzw. die Leistungsbilanz wie im System von Bretton Woods bestimmt werden. So hat sich zum Beispiel Brasilien in den letzten Monaten einem erheblichen Zufluss kurzfristiger Gelder ausgesetzt gesehen. Diese treiben den Wechselkurs des brasilianischen Real in die Höhe und verschlechtern damit die Wettbewerbsfähigkeit brasilianischer Exporteure am Weltmarkt. Ziehen die Anleger – aus welchen Gründen auch immer (Rückgang der Exporte, Zinssenkung, Inflation, Gewerkschaften, Regierungswechsel, Unruhen der Bevölkerung, etc.) – ihre Gelder wieder ab, kommt es zu einer mehr oder minder plötzlichen und mehr oder minder drastischen Abwertung der jeweiligen Landeswährung. Offensichtlich wird auf diese Weise die Volatilität der Finanzmärkte auf die Realwirtschaft übertragen. Offensichtlich ist auch, dass diese kurzfristigen Kapitalbewegungen nicht mit realen Investitionen oder mit der Abwicklung von Importen oder Exporten in Zusammenhang stehen.

Wann die Umkehr der Erwartungen und der herdenhafte Ausstieg erfolgten, ist schwer zu prognostizieren. Im Falle Griechenlands, Irlands, Portugals und Spaniens hat es einige Jahre gedauert. Die Finanzmärkte haben in diesen Fällen mittel- und langfristig nicht durchhaltbare Ungleichgewichte – die von der EU und ihren Mitgliedsländern gefördert oder zumindest geduldet worden waren – über Jahre mitgetragen und ausgeweitet. Im Falle der Finanzierung der Haushalts- und Leistungsbilanzungleichgewichte der USA geschieht das nun schon seit 30 Jahren. Es bleibt, was diese makroökonomischen Ungleichgewichte anbelangt, das Land der größten bisher nicht eingetretenen Krise.

An diesen Spielen von Erwartungen und Ängsten sind auch Ratingagenturen, Regierungen und Zentralbanken beteiligt. Insbesondere die Ratingagenturen tendieren dazu, sich als Krisenauslöser zu betätigen und sich zyklisch zu verhalten. Wenn es dann einmal los geht, geht alles plötzlich sehr schnell. Dass eine solche Flucht aus *US-Treasury Bonds* und anderen Wertpapieren noch nicht ausgelöst worden ist, ist ein letztlich noch nicht gelöstes Paradox (Obstfeld et al. 2000). Die Angst der Zent-

ralbanken in den asiatischen Ersparnisüberschussländern, ihren Wirtschaften durch den Verkauf dieser Papiere das eigene Wasser, nämlich die amerikanischen Nachfrage, abzugraben und durch die zu erwartenden Kursverluste einen erheblichen Teil ihres »Einsatzes« zu verlieren, dürfte dabei eine gewichtige Rolle spielen. Die Unsicherheiten gegenüber der Handlungsfähigkeit der EU und der Zukunft des Euro, wenn nicht gar der EU selbst, ließ sie auch zögern, ihre Reserven deutlicher in Richtung des Euro umzuschichten.

Angesichts dieser Verhältnisse kann man nur sagen, dass die Liberalisierung des internationalen Zahlungsverkehrs und der internationalen Kapitalmärkte keineswegs zu einer Verbesserung der Allokation von Kapital innerhalb und zwischen den Wirtschaften dieser Welt geführt hat. Stattdessen hat sich deren Krisenanfälligkeit markant erhöht.

Aus solchen Gründen ist z. B. der Nobelpreisträger Jagdish Bhagwati, der sich u. a. als ein unbeirrbarer Verfechter des Freihandels von Gütern weltweit einen Namen gemacht hat, ein entschiedener Gegner der Freiheit der internationalen Kapitalmärkte – es sei denn sie stehen mit der Finanzierung des Handels und Direktinvestitionen im Zusammenhang. Anders als im Falle der Außenhandelstheorie sei es noch keinem Wirtschaftswissenschaftler gelungen nachzuweisen, dass der freie internationale Kapitalverkehr mit Wohlfahrtsgewinnen verbunden ist (Bhagwati 2007). Mit Charles Kindleberger, einem anderen bekannten Wirtschaftswissenschaftler, ist Bhagwati der Meinung, dass Finanzmärkte zyklisch Raserei, Paniken und Bruchlandungen hervorbringen (prone to cycles of manias, panics and crashes).

Länder, die sich dieser Raserei von *hot money* nicht ausgesetzt haben, laufen somit weniger Gefahr, in Finanz- und Wirtschaftskrisen zu geraten. Das wird besonders deutlich am Beispiel Chinas, das bis heute Kapitalverkehrskontrollen aufrecht erhält und so vermeiden konnte, in die Strudel der Finanzkrisen der letzten Jahrzehnte gezogen zu werden, gleichwohl es unter den indirekten Auswirkungen auf seine Exportwirtschaft zeitweise sehr wohl zu leiden hatte. Gleichzeitig wirkte China schon bei der Asienkrise 1997/98 als Stabilitätsanker für die Krisenländer – in der jetzigen Krise durch ein Konjunkturprogramm von rund 15 Prozent des BSP und ein doppelt so großes Kreditvergabeprogramm, die nicht nur China selbst, sondern auch den Nachbarländern und besonders

auch Deutschland halfen, überraschend schnell wieder auf einen Wachstumskurs zu gelangen.

Aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht gibt es einen weiteren Tatbestand, der nicht nur in Bezug auf kurzfristige Kapitalbewegungen zur Vorsicht mahnt. Wie bereits erwähnt, mussten im System von Bretton Woods Investitionen hauptsächlich aus nationaler Ersparnis finanziert werden. Nach dem Zerfall dieses Systems und der Freigabe von Transaktionen in der Kapitalbilanz wäre zu erwarten gewesen, dass sich Investition und Ersparnis entkoppeln. Da sich Investoren in globalisierten Kapitalmärkten überall Finanzmittel besorgen können, sollte sich gar kein Zusammenhang von nationaler Ersparnis und nationaler Investition mehr feststellen lassen. Tatsächlich jedoch weichen Ersparnis und der Investitionsbedarf von Unternehmen in den meisten Ländern kaum voneinander ab. Dieses Auseinanderfallen von theoretischer Erwartung und Empirie wird als Feldstein-Horioka-Paradox bezeichnet (Obstfeld et al. 2000). Es wirft die Frage auf, welchen Vorteil der freie internationale Kapitalverkehr bringen soll, wenn es in einem Land kaum Lücken zwischen volkswirtschaftlicher Ersparnis und Investitionsbedarf gibt.

Was die Liberalisierung der internationalen Kapitalmärkte stattdessen bewirkt hat, ist die exzessive staatliche und private Verschuldung in einigen wenigen Ländern und dessen Finanzierung durch die Ersparnis anderer Länder. Der Import von ausländischer Ersparnis führt zudem tendenziell zu einer Aufwertung der Währung und verschlechtert damit die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen des Ersparnis importierenden Landes. Das hat dazu geführt, dass den USA ihre frühere industrielle Leistungsfähigkeit über die letzten 30 Jahre weitgehend abhanden gekommen ist. Umgekehrt gewinnen die Ersparnis exportierenden Länder wie Deutschland und China durch die tendenzielle Abwertung ihrer Währungen sozusagen künstliche Wettbewerbsvorteile und Wachstumsstimuli. Freilich stehen sie deshalb auch weniger unter dem Zwang, sich auf das komplizierte Geschäft der binnenwirtschaftlichen Belebung des Wachstums einlassen zu müssen. Allerdings ist der Export von überschüssiger Ersparnis immer auch mit einem Konsumverzicht von privaten Haushalten oder dem Staat verbunden. So kommt es beim Ersparnisimport bzw. -export also zu einem Prozess der negativen bzw. positiven kumulativen Verursachung im Sinne Myrdals. Diesen Prozess können

wir nicht nur auf globaler, sondern auch auf EU-Ebene beobachten.

## 5. Finanzkrisen

### 5.1 Mexiko II

Mexiko war sowohl bei der ersten modernen Schuldenkrise als auch bei der ersten modernen Finanzkrise, der sogenannten Tequila-Krise von 1994, der maßgebliche Akteur. Wie man in Mexiko sagt: »Tan lejos de Dios, tan cerca de los EE.UU.« (»so weit weg von Gott, aber den USA so nah«). Die eine Krise führte zur nächsten, weil auf dem Weg aus der einen u. a. die Liberalisierung der Kapitalmärkte verfügt worden war; dabei war die erste Krise noch gar nicht ganz ausgestanden.

Ein vollkommen liberalisierter internationaler Kapitalverkehr passt nicht zu festen Wechselkursen. Will man den Wechselkurs trotzdem stabil halten, muss man entweder über große Reserven oder einen starken, über alle Zweifel erhabenen und verlässlichen Partner im Hintergrund verfügen. Da man wegen der vorherigen Schuldenkrise nicht über ausreichende Reserven verfügte, und sowohl die Regierung in Washington als auch die Wall Street noch andere Interessen verfolgten, platzte im Dezember 1994 das Versprechen des scheidenden mexikanischen Präsidenten Salinas de Gortari, im Übrigen selbst ein glühender Verfechter neoliberaler Politik, den Wechselkurs nicht zu verändern.

Die Abwertung war u. a. wegen der Umkehr der kurzfristigen Kapitalzuflüsse unvermeidlich geworden. Die mexikanische Zentralbank hatte noch versucht, den Verfall aufzuhalten, beschleunigte dadurch aber nur den Kapitalabfluss und stand bald ohne Reserven da. Das empfindliche Sicherheitsbedürfnis der internationalen, aber auch der mexikanischen »Investoren« war durch den anstehenden Regierungswechsel, die Ermordung eines Präsidentschaftskandidaten und Marcos, dem enigmatischen Führer einer Bauernrebellion in Chiapas, der der Regierung just den Krieg erklärt hatte, erheblichen Strapazen ausgesetzt worden. Hatten diese Investoren Mexiko vor der Krise mit üppigen Käufen mexikanischer Wertpapiere »belohnt« – das führte zuletzt zu einem Überschuss in der Kapitalbilanz von sieben Prozent des BSP – versuchten sie nun, ihr Geld vor der drohenden Abwertung im Ausland in Sicherheit zu bringen. Schließ-

lich mussten Washington, der IWF und die BIZ ein Paket schnüren, das dem amerikanischen Steuerzahler aufgrund eines von amerikanischen Investoren durchgesetzten Gesetzes letztlich über 20 Mrd. Dollar kosten sollte. Pikanterweise durfte Robert Rubin als neuer US-Finanzminister 20 Mrd. Dollar an die Eigentümer mexikanischer Schuldverschreibungen verteilen, von denen sein früherer Arbeitgeber Goldman Sachs den Bärenanteil erhielt. Auch Argentinien und Brasilien, die von der mexikanischen Krise angesteckt worden waren, mussten sich an dem Rettungspaket für Mexiko beteiligen.

Verglichen mit der Schuldenkrise, die Mexiko ein paar Jahre vorher erfasst hatte, hatte man bezüglich der Schnelligkeit des staatlichen Eingreifens dazugelernt. Nur dass man diesmal die Wall Street-Firmen nicht auf ihren Forderungen sitzen, sondern den Steuerzahler dafür bezahlen ließ. Einen solchen »Festschmaus« wie für die Wall Street gab es für die mexikanische Wirtschaft freilich nicht. Zu dem Paket gehörten die üblichen orthodoxen Rezepturen, also vor allem die Senkung und strikte Kontrolle der Staatsausgaben, die Restrukturierung von Unternehmen und Wirtschaft, die Erhöhung der Zinsen und die Verknappung des Geldes durch die Zentralbank. Wie nicht anders zu erwarten, stagnierte die Wirtschaft in den folgenden Jahren. Arbeitslosigkeit, Unterbeschäftigung und die Informalisierung der Wirtschaft nahmen zu, die Masseneinkommen fielen weiter.

## 5.2 Argentinien

Wie sehr Politik und Wirtschaft miteinander verwoben sind, wird am argentinischen Beispiel deutlich. Die hohe Verschuldung des Landes war ein Erbe der Militärdiktatur, dem sich die im Jahr 1983 demokratisch gewählte Regierung Alfonsín nicht entziehen konnte. Vorausgegangen waren Verpfändungen von Staatsunternehmen unter General Videla (1976–1981), um sich bei amerikanischen Banken Kredite zu holen. Ein Teil dieser Kredite wurde mit der lobenden Zustimmung des IWF als niedrigverzinsten Reserven der Zentralbank gehalten. Dazu kamen Korruption und Kapitalflucht, die ebenfalls zum Ruin dieses Landes, das wenige Jahrzehnte vorher noch zu den wohlhabendsten der Welt gehört hatte, beitrugen. Nicht zuletzt geriet auch Argentinien in den Strudel der von Paul Volcker ausgelösten Verschuldungskrise und Rezession der Weltwirtschaft.

Es herrschte wirtschaftlicher Notstand, als Raúl Alfonsín unter hohen Erwartungen der Bürger 1983 die Regierungsgeschäfte übernahm. Jedoch scheiterte seine Regierung 1989 abrupt an der Zahlungsunfähigkeit des Landes, einer Hyperinflation und einem Volksaufstand.

Carlos Menem und sein Wirtschaftsminister Domingo Cavallo banden den argentinischen Austral im Rahmen eines *Currency Board* fest an den Dollar und wurden zu den viel gepriesenen Musterschülern des IWF. Der Zahlungs- und Kapitalverkehr blieb vollkommen frei. Das Experiment gelang, allerdings nur in Bezug auf die Beendigung der Hyperinflation. Der von Anfang an überbewertete Austral trieb die export- wie die binnenmarkt-orientierten Unternehmen reihenweise in den Bankrott und die argentinische Wirtschaft insgesamt ins Abseits. Die Arbeitslosigkeit stieg auf ein Niveau, das man seit der Weltwirtschaftskrise der 1930er Jahre nicht mehr gesehen hatte. Dazu kam eine Abwertung des brasilianischen Real gegenüber dem Dollar (ein Viertel der argentinischen Exporte ging damals nach Brasilien), die die argentinischen Produkte weiter verteuerte und brasilianischen Exporteuren einen zusätzlichen Vorteil bescherte.

Wie unter diesen Bedingungen nicht anders zu erwarten, blieb Argentinien weit davon entfernt, seine kumulierten Auslandsschulden bedienen oder gar abtragen zu können. Erstaunlich genug und letztlich krisenverschärfend, ließ der IWF dem Land immer mehr Geld und verlängerte die Rückzahlungsfristen. Das neue Geld verschwand unter Bedingungen freier Konvertibilität im Handumdrehen, nicht zuletzt in den sich in jenen Jahren gerade mausernden Finanzoasen. Wegen der strikten Anbindung an den Dollar wurde der Geldmantel immer enger und es entstand eine Reihe von Parallelwährungen. Sie wurden von Provinzregierungen (z. B. der *Patacón* der Provinz Buenos Aires) und sogar von der Zentralregierung (der *Lecop*) geschaffen, da sie sonst die Gehälter der staatlich Bediensteten nicht mehr hätten bezahlen können. Die Situation im Land war unhaltbar und verschlimmerte sich täglich. Aus der ursprünglichen, diktatorisch bedingten Verschuldungskrise war auch im argentinischen Fall eine ausgewachsene Finanzkrise geworden, die nun von demokratisch gewählten Regierungen gelöst werden mussten und daran reihenweise zerbrachen.

Die Dinge spitzten sich 2000 und 2001 soweit zu, dass die Bürger in Panik gerieten, ihre Bankkonten leerten und Dollars kauften. Es kam zu Massendemonstrationen

(einschließlich der Zerstörung amerikanischer Firmen und Einrichtungen), die Präsident Rúa durch den Ausruf des Notstands kontrollieren wollte. Stattdessen heizte er dadurch die Wut des Volkes nur noch mehr an. In der Folge gab es bei den Polizeieinsätzen auch Tote. Die Politik blieb von diesem Chaos nicht unberührt, es kam zu mehreren Wechseln in der politischen Führung des Landes. Präsident A. Rodríguez Saá, der nur eine Woche im Amt blieb, gab Weihnachten 2001 die Zahlungsunfähigkeit des Landes bekannt. Die Auslandsverbindlichkeiten beliefen sich auf die nicht nur für damalige Verhältnisse gigantische Summe von 132 Mrd. Dollar.

Mit der Erklärung der Zahlungsunfähigkeit konnte man sich auch den Auflagen des IWF entziehen. Demzufolge ließ Rodríguez' Nachfolger Eduardo Duhalde die bisherige »orthodoxe« und krisenverschärfende Krisenbekämpfung hinter sich und beschritt den Weg der Heterodoxie: Er wertete den Peso (ein neuer Peso, der den Austral abgelöst hatte) kräftig ab, ließ die Bankschalter tageweise geschlossen, fror alle Bankkonten mit Guthaben oberhalb bestimmter Grenzwerte bis 2010 ein (der sogenannte *Corralón*, eine große eingezäunte Weide für das Vieh) und führte ein Sozialhilfeprogramm für in Armut gestürzte Familien ein. Die Dollarguthaben, die von den unterdessen erfolgten Abwertungen profitiert hätten, wurden zum alten, die Schulden zum neuen Wechselkurs umgerechnet. Da fast jeder Argentinier ein Dollarkonto besaß und viele andere Dollarschulden hatten, sah man sich verständlicherweise betrogen. Der Unmut in der Bevölkerung blieb gefährlich, zumal die Wirtschaftsleistung weiter schrumpfte (minus elf Prozent im Jahr 2002).

Dennoch wurde die heterodoxe Politik zu einem rauschenden Erfolg. Die drastische Abwertung des Peso (bis Ende 2002 um 300 Prozent bei 80 Prozent Inflation) hatte die Wirtschaft zum Jahresende in Schwung kommen lassen. Dazu war die Inflation im 4. Quartal auf deutlich unter ein Prozent monatlich gerutscht. 2003 und 2004 wuchs die Wirtschaft jeweils um real neun Prozent. Schon Anfang 2003 begann man damit, den *corralón* zu lockern. Im Laufe des Jahres begann man auch mit dem Rückkauf der Parallelwährungen, und zwar zu Kursen, die für deren Besitzer mit keinen größeren Verlusten verbunden waren. Auch danach wuchs die argentinische Wirtschaft mit annähernd chinesischen Wachstumsraten.

Ungelöst blieb zunächst das Problem der nicht mehr bedienten staatlichen Auslandsschuld. Sie bestand im Verhältnis 45 zu 55 aus Verbindlichkeiten gegenüber internationalen Institutionen wie IWF und Weltbank bzw. privaten Gläubigern. Gegenüber ersteren war Argentinien gelegentlich in Verzug geraten, letztlich aber immer seinen Verpflichtungen nachgekommen. Angesichts der guten Konjunkturentwicklung seit 2003 zahlte es diese multilateralen Kredite nun vorzeitig zurück und war seit Januar 2006 gegenüber dem IWF schuldenfrei.

Hingegen mussten die privaten Gläubiger, darunter deutsche und italienische Banken, die sich bei den Verhandlungen besonders unnachgiebig gezeigt hatten, größere Einbußen hinnehmen. Ähnlich wie bei den *Brady bonds* gab es drei Bondtypen mit Kapitalschnitten von 30 und 70 Prozent, bzw. eine Variante ohne Kapitalschnitt aber mit sehr langer Laufzeit zu niedrigen Zinsen. Bis Mitte Februar 2005 waren bereits über 75 Prozent der privaten Schulden unter Inkaufnahme beachtlicher *haircuts* umstrukturiert worden.

Gegenüber früheren Vereinbarungen auch anderer Länder ist ein Umstand besonders bemerkenswert: Die Gläubiger unterschrieben, dass in Zukunft bei Rechtsstreitigkeiten argentinisches Recht und Argentinien als Gerichtsstand gelten sollte. Damit konnte Argentinien nicht mehr Opfer von sogenannten *vulture funds* werden. Als *vulture funds* bezeichnete man einen Geschäftsbereich von Hedgefonds, die sich darauf spezialisieren, *Brady bonds* und andere Wertpapiere, die einen Kapitalschnitt erlitten hatten, mit den entsprechenden Rabatten aufzukaufen – um dann, meist vor amerikanischen und britischen Gerichten, die volle Bezahlung der ursprünglichen Schuld und der aufgelaufenen Zinsen einzuklagen. Das ist ihnen häufig genug gelungen. Entwicklungsländer, die durch die *Brady bonds* für einige Jahre eine Entlastung erfahren hatten, wurden dafür später von *vulture funds* und Gerichten umso härter bestraft.

Beim jährlichen Treffen von IWF und Weltbank im Oktober 2004 wurde auch seitens der Europäischen Union von Argentinien verlangt, mit diesen *vulture funds* sofort in Verhandlungen zu treten, seinen primären Haushaltsüberschuss zur Begleichung der Schulden zu vergrößern und Strukturreformen durchzuführen (Wikipedia 2011). Die heterodoxen Methoden der Krisenbekämpfung und ihre Erfolge ließen solche Forderungen dann schnell Geschichte werden.

## 6. Immobilienblasen

Es ist an der Zeit, auf eine Komponente einer ganzen Reihe alter wie moderner Schulden- und Finanzkrisen einzugehen, nämlich auf die Immobilienmärkte. Aus bestimmten Gründen, über die noch zu sprechen sein wird, tendieren auch diese Märkte häufig zu einem markanten Über- und Unterschießen. Zudem sind die Verbriefung von Hypotheken sowie andere darauf aufbauende Finanzinnovationen für einen erheblichen Teil der eskalierenden Liquiditätsschwemme in den weltweiten Finanzmärkten verantwortlich.

### 6.1 USA 2007

Auch in der jetzigen, 2007 einsetzenden Finanz- und Wirtschaftskrise spielen und spielen die Immobilienmärkte direkt und indirekt eine überaus wichtige Rolle, da ein beträchtlicher Teil der in den letzten Jahren aufgetürmten Kreditpyramiden teilweise auf der wunderbaren, mehrfachen Verwandlung von Hypotheken in vermeintlich sichere *mortgage backed securities* (MBS) beruhen. Meist wurden diese Kreditderivate in ebenfalls handelbare *collateralized debt obligations* (CDO) aufgeteilt und in neuen Verschnitten gebündelt. Diese Pakete wurden häufig genug neuerlich verbrieft, aufgeteilt und gebündelt (CDO<sup>2</sup>). Das alles wurde mit Höchstbewertungen der Ratingagenturen ausgestattet. Diese Konstruktionen, die insbesondere von den *investment banks*, die durch sie 80 Prozent ihrer Gewinne verdient haben sollen, ge- und verschachtelt wurden, entpuppten sich schließlich als Achillesferse der hypertrophen Finanzmärkte und sollten zum Auslöser dieser Finanzkrise werden.

Schon 2005 hatte die US-Zentralbank damit begonnen, eine restriktivere Geldpolitik zu fahren. In der Folge stiegen die Zinsen wieder auf fünf Prozent, wodurch der stürmische Aufwärtstrend der Immobilienpreise zunächst gebremst wurde. Ab 2006 beschleunigte sich dann der Preisverfall. Von Mitte 2007 bis Mitte 2008 fielen die Zinsen um 15 Prozent. Das wiederum führte dazu, dass immer mehr Hypotheken, insbesondere die *subprime mortgages*, nicht mehr bedient werden konnten. Bei diesen Darlehen handelt es sich um Hypotheken mit voller Beleihung, also ohne Eigenmittel, an Schuldner geringer Bonität. Man rechnete damit, dass sich diese durch die rasant steigenden Preise sozusagen selbst finanzieren würden. Außerdem haften Hypothekenschuldner in den USA ge-

setzlich nur mit der beliebigen Immobilie, also nicht mit ihrem übrigen Vermögen.

Das sind ebenso paradisische wie gefährliche Verhältnisse, auf die sich kaum eine europäische Bank eingelassen hätte. Dennoch fühlten sich gerade auch deutsche Banken (darunter sogar die KfW und einige Landesbanken) durchaus bemüht, auch aktiv in den Verbriefungsrunden der zugrunde liegenden zweifelhaften Darlehen mitzuspielen. Auch sie schufen Zweckgesellschaften (so genannten *conduits* und *special investment vehicles*, SIV) außerhalb ihrer Bilanzen, um selbst nicht als Emittenten auftreten zu müssen und haftbar gemacht werden zu können. Die Ratingagenturen konnten für ihre ausgefallenen Bewertungen vor und nach Ausbruch der Krise natürlich auch nicht haftbar gemacht werden. Der waghalsigen Konstruktionen nicht genug, waren diese aufeinander getürmten Märkte von Kreditderivaten hoch aktiv, volatil, extrem kurzfristig und häufig nur über den Interbankenmarkt refinanziert.

Mit höheren Zinsen und dem Preisverfall von Immobilien mussten freilich auch die Eigentümer solcher Mehrfachhypothekenverbriefungen in Schwierigkeiten kommen. Die Ratingagenturen, die vorher viele dieser Papiere mit AAA bewertet hatten, gerieten ob dieser Entwicklungen in Panik und setzten die Bewertung einiger Papiere gleich drei Stufen herab, was es vorher noch nie gegeben hatte. Das prozyklische Verhalten der Ratingagenturen wirkte notwendigerweise krisenverschärfend. In der Folge brachen nicht nur diverse Wertpapiermärkte, sondern auch der für den Zahlungsverkehr höchst wichtige Interbankenhandel (Übernachtungskredite, die sich Banken zum Ausgleich kurzfristiger Liquiditätsungleichgewichte untereinander einräumen) im September 2007 zusammen; die Risiken des kurzfristigen Überrollens von längerfristigen Verbindlichkeiten war einfach zu groß geworden. Am stärksten davon betroffen waren Hedgefonds und die nicht in den Bilanzen erscheinenden, ausgelagerten Zweckgesellschaften.

Als die Refinanzierung dieser Gesellschaften mit dem Geldmarkt zusammenbrach, mussten diese Papiere in die Bilanzen ihrer Mütter übernommen oder verkauft werden. Erst jetzt wurde die Größe des Schattenbankensystems erkennbar – auch für Fachleute und Aufsichtsbehörden eine der größten mit dieser Krise verbundenen Überraschungen. Diese Zweckgesellschaften besaßen im Juli 2007 ca. 1 000 Mrd. Dollar dieser riskanten, kurzfris-

tig zu refinanzierenden Papiere. Das entsprach fast dem gesamten Bestand an *subprime mortgages* und etwa 17 Prozent des Wertes aller US-Hypotheken. Die Wertverluste betragen von 30 bis mehr als 70 Prozent, weit mehr als das, was der IWF noch im April 2008 geschätzt hatte – dabei waren dessen Schätzungen aus methodischen Gründen außerordentlich hoch ausgefallen (dazu Hellwig 2008).

Soweit die Märkte überhaupt noch funktionierten, stellten sich nach dem vorherigen Überschießen nun massive Ausschläge nach unten ein. Diese zogen die Finanzinstitute, die anders als in früheren Zeiten ihre Aktiva nach Marktpreisen berechnen mussten (das sogenannte *fair-value accounting* bzw. *market-to-market accounting*), unmittelbar in Mitleidenschaft. Auf diese Weise wurde das Systemrisiko, also die Übertragung von Krisenmomenten auf andere Finanzteilmärkte, erhöht. Freilich war die Korrelation von Marktrisiken in den Risikomodellen der Banken, auf die sich diese im Rahmen von Basel II stützen durften, nicht vorgesehen, und musste diese deshalb umso härter treffen (Hellwig 2008, 2010).

Der Zusammenbruch der Kreditpyramiden und der Wertverfall der zugrunde liegenden Immobilien stürzte nicht nur das amerikanische und das gesamte internationale Finanzwesen in die Krise, sondern auch die Unternehmen und Beschäftigten in der realen Wirtschaft – sowie diverse Regierungen, die sich recht oder schlecht gezwungen sahen, diese Finanzinstitute mit Hunderten von Milliarden Euro vor dem sicheren Ruin zu retten.

Leider sind diese Probleme noch lange nicht ausgestanden. So werden nach Angaben des *Institute of International Finance* allein im Bereich kommerziell genutzter Immobilien bis 2014 Hypotheken im Wert von 1 400 Mrd. Dollar fällig werden, von denen fast die Hälfte eine Unterdeckung aufweist (Wert der Hypothek höher als der Wert der ihr zugrunde liegenden Immobilie). Bei Wohnimmobilien beträgt die Unterdeckung allein in den USA weitere 700 Mrd. Dollar. Die Wahrscheinlichkeit ist hoch, dass die Finanzwirtschaft durch die Zahlungsunfähigkeit vieler Schuldner in erhebliche Schwierigkeiten kommen wird (dazu Plender 2011).

## 6.2 Deutschland

Von *boom* und *bust* der Immobilienmärkte sind gegenwärtig vor allem die USA, Großbritannien, Irland, Spanien und einige osteuropäische Länder betroffen. Deutschland blieb (absehen von den unseligen privaten Anlegern und Zweckgesellschaften, die den Versuchungen der sicheren Renditen all dieser Konstruktionen nicht widerstehen konnten) von einer solchen Blase in den Immobilienmärkten glücklicherweise weitgehend verschont. Dass sich keine selbst verstärkenden überzogenen Erwartungen entwickelt haben, dürfte damit zusammenhängen, dass im Westen Deutschlands der Neubaubedarf seit Jahren nur gering ist, während der Osten Deutschlands in den 1990er Jahren zwar einen Bauboom erlebte, dieser aber angesichts der ostdeutschen Bevölkerungsverluste nur wenige Jahre andauerte. Vor allem die letzte Erfahrung dürfte potenzielle Investoren vorsichtig gestimmt haben. Obwohl sich spätestens um 2000 gezeigt hatte, dass es wegen des verbreiteten Leerstands von Büroimmobilien und Mietwohnungen zu erheblichen Wertverlusten kommen würde, hielten sich die Verluste der Investoren trotzdem in Grenzen, da sie ihre Investitionen meist mit Steuersparmodellen über Sonderabschreibungen finanziert hatten. Staat und Steuerzahler hatten sozusagen schon vorab die Investoren und die sie finanzierenden Banken gerettet.

## 6.3 Immobilienmärkte, Bauwirtschaft und Konjunktur

Realwirtschaftlich gesehen ist die Bauwirtschaft eine recht arbeitsintensive Branche, die außerdem in großem Umfang eine Vielzahl von Rohstoffen und Industrieprodukten verbaut und sich deshalb wie keine andere Branche als Konjunkturmotor für die Wirtschaft eignet. Das galt auch für die ostdeutsche Wirtschaft, die schon im Verlauf des ersten Jahres nach dem Fall der Mauer 80 Prozent ihrer Industrie verloren hatte. Die Bauindustrie (Infrastruktur, Wirtschaftsbauten, Wohnungen) gehörte zu den wenigen Bereichen, die zumindest zeitweilig in größerem Maße neue Arbeitsplätze und Einkommen schaffen konnte. Der ostdeutsche Kapitalbedarf war nach der Wende sogar so groß, dass die deutsche Ersparnis nicht mehr ausreichte und die BRD entgegen ihrer langjährigen Gewohnheiten, die Defizite anderer Länder zu finanzieren, nun selbst für einige Jahre ausländische Ersparnis absorbierte, also zum Nettokapitalimporteure wurde.

Ein geradezu dramatisches Beispiel für so geartete Konjunkturprogramme stellt China nach dem Ausbruch der jetzigen Krise dar. Es legte ein öffentliches Investitionsprogramm in Höhe von über 13 Prozent des BSP auf. Des Weiteren wurden 2009 fast drei Prozent des BSP in den Ausbau der sozialen Sicherungssysteme gesteckt und zusätzlich Kredite in der Größenordnung von 30 Prozent des BSP in die Wirtschaft gepumpt (weshalb man mit einem Inflationsschub rechnet). So kam es, dass das Land innerhalb kürzester Zeit wieder die gewohnten Wachstumsraten zwischen acht und zehn Prozent erreichte.

Dadurch wurde China zum Konjunkturmotor für die Weltwirtschaft. Ohne die Exporte nach China wäre auch die deutsche Wirtschaft nicht wieder so schnell auf Wachstumskurs gelangt. Auch in anderen asiatischen Ländern wurden nach der Krise solche staatlich finanzierten Konjunkturprogramme (fünf Prozent des BSP in Japan und Korea; in Deutschland nur zwei Prozent) erfolgreich auf den Weg gebracht. Das waren und sind allesamt klassische *New Deal*-Programme. Die koreanische Regierung war geschickt genug, ihr Konjunkturprogramm innenpolitisch und auf der internationalen Bühne als *Green New Deal* (obwohl es so *green* gar nicht ist) zu präsentieren und damit dessen Akzeptanz zu erhöhen.

Wie man weiß, finanzieren sich solche Konjunkturprogramme scheinbar selbst, da jede wirtschaftliche Aktivität auch Umsatzsteuer- und Einkommensteuereinnahmen für den Staat generiert. Das gilt *a fortiori* in Boomphasen. In Irland und Spanien spülten der Bau- und Immobilienboom und die gerade auch deshalb gute Konjunktur sowie die Inflation dem Staat so viel Geld in die Kassen, dass beide Länder mühelos die Maastricht-Kriterien erfüllen und sich überhaupt ihren Bürgern recht großzügig zeigen konnten.

Wie wir danach erleben mussten, gelangt jeder Boom irgendwann an sein Ende und kommt dann Wirtschaft und Staatsfinanzen umso teurer zu stehen, insbesondere wenn zuvor, wie in Irland, das Steuersystem zunehmend auf konjunkturrempfindliche Steuerquellen ausgerichtet wurde. Noch schlimmer kommt es, wenn in der Krise nicht nur ein Immobilienboom, sondern auch noch eine komplexe und unüberschaubare Kreditpyramide zusammenbricht und die gesamte Finanz- und Realwirtschaft in einen Abwärtsstrudel treibt.

## 6.4 Gründe für die Krisenanfälligkeit von Immobilienmärkten

Immobilienmärkte können die wirtschaftliche Konjunktur eines Landes durchaus beflügeln. Jedoch geraten Immobilienmärkte aufgrund überzogener Erwartungen oder auch Enttäuschungen offenbar leichter als andere Marktsegmente in Phasen des *boom* und *bust*. Lassen sich dafür plausible Gründe finden?

Zunächst fällt auf, dass es seit den 1970er Jahren, also seit der Aufgabe des Bretton-Woods-Systems und der Deregulierung des Bankenwesens und des Kapitalverkehrs, vermehrt zu Finanzkrisen gekommen ist, in deren Mittelpunkt Immobilienkrisen standen.

Gleichzeitig fällt auf, dass seitdem der Anteil insbesondere der Nettoinvestitionen am BSP der OECD-Wirtschaften dramatisch zurückgegangen ist. Wäre die Investitionsrate konstant geblieben, wären nach einer Schätzung im *McKinsey Global Institute Report* zwischen 1980 und 2008 insgesamt 20 000 Milliarden Dollar mehr investiert worden. Dieser dramatische Rückgang der Nachfrage nach investivem Kapital habe zu dem niedrigen Zinsniveau beigetragen und seither die Kreditblasen alimentiert (Plender 2011). Da die Entwicklung der Arbeitsmärkte naturgemäß eng mit der Investitionstätigkeit korreliert, ist offensichtlich, dass den meisten Arbeitslosen und ihren Angehörigen bei Investitionen auf dem früheren Niveau ihr bedauernswertes Schicksal hätte erspart bleiben können.

Die sich unmittelbar ergebende Frage ist natürlich, warum Unternehmen in der Realwirtschaft seit 30 Jahren deutlich weniger investieren als in der Zeit davor. Hängt das damit zusammen, dass mit dem Ende des Bretton-Woods-Systems die Unsicherheit größer und die Zeithorizonte für Investoren kürzer geworden sind? Oder rührt es daher, dass auch »reale« Unternehmen in den Finanzmärkten allzu leicht Geld verdienen konnten? Oder hatte man sich unter dem Druck der Finanzmärkte so sehr auf Fusionen, Umstrukturierungen, Zerlegungen etc. konzentriert, dass man neuen Investitionen nicht genügend Aufmerksamkeit widmen konnte? Oder hatten die kurzfristigen Renditeerwartungen der Eigentümer bzw. Manager der großen Wertpapierfonds zu einer Vernachlässigung langfristiger Investitionen geführt? Oder ist, wie Lord Desai von der *London School of Economics* meint, die Innovationskraft unserer Wirtschaften schlicht ver-

siegt? Nur während der *Dotcom*-Blase vor gut zehn Jahren sei der technologische Optimismus so groß gewesen, dass das Überangebot an Krediten nicht von den Immobilienmärkten aufgenommen werden musste (Plender 2011). Aber auch das war, wie der Name schon besagt, auch nur ein von überzogenen Erwartungen getragener Ausreißer.

Des Weiteren fällt auf, dass die Geld- und Finanzvermögen von Unternehmen in der Realwirtschaft (*nonfinancial corporations*) enorm gewachsen sind. Wie das *Federal Reserve Board* in einer vor kurzem veröffentlichten Studie gezeigt hat, sitzen diese US-Firmen auf einem Geld- und Finanzvermögen von 1930 Mrd. Dollar (Reynolds 2011). Eine solche Tendenz lässt sich insbesondere bei Großunternehmen und Konglomeraten aufzeigen. Sie werden im Laufe der Zeit selbst zu Finanzinstitutionen mit angehängten Produktionsbetrieben (wie es Siemens schon seit Langem ist) und zu wichtigen Anlegern an den Finanzmärkten. Hatte General Electric 1980 noch 93 Prozent seiner Gewinne in der realen Produktion und Vermarktung erzielt, stammten im ersten Quartal 2008 56 Prozent der Gewinne aus Finanzgeschäften (Lahart 2008). Toyota erzielte 1986/87 mit Finanzgeschäften einen Gewinn von umgerechnet rund 1,5 Mrd. DM; das war die Hälfte des Jahresergebnisses vor Steuern (Kampeter 1990: 231f.). Wenn sich in den Finanzmärkten ohne großen Aufwand (bei Toyota trug damals eine Handvoll Angestellte mehr zum Betriebsergebnis bei als einige Hunderttausend Beschäftigte in den eigentlichen Unternehmensbereichen) sehr viel Geld in sehr kurzer Zeit verdienen lässt, warum sollte man sich dem mühseligen Geschäft der Produktion und Vermarktung von Gütern und Dienstleistungen widmen? Die Finanzmärkte selbst dürften also zum Rückgang der realen Investitionsquoten erheblich beigetragen haben.

Die wichtigste Funktion der Finanzmärkte ist neben der Aufrechterhaltung des Zahlungsverkehrs die Allokation von Kapital in der Realwirtschaft. So wie sie in Wirklichkeit funktionieren, vermindern sie das für reale Investitionen zur Verfügung stehende Kapital und allozieren es solipsistisch vor allem auf sich selbst. Gleichzeitig produziert die Finanzwirtschaft Einkommen und Profite, die in keinem nachvollziehbaren Verhältnis zur realen Wirtschaft mehr stehen: In den USA gehen je nach Abgrenzung (wenn man z. B. die Finanzgeschäfte der *non-financial corporations* berücksichtigt) bis zu dreißig Prozent des BSP auf die Finanzwirtschaft zurück. Aufgrund von

»Renten« erzielen Beschäftigte in der Finanzwirtschaft 30 bis 50 Prozent höhere Einkommen als andere Arbeitnehmer (Philippon et al. 2008). In den USA gingen 27 Prozent der 2007 erzielten Gewinne vor Steuern auf die Finanzwirtschaft im engeren Sinne zurück (Lahart 2008). Insgesamt dürften die in der realen Wirtschaft erzielten Gewinne niedriger sein als die Gewinne in der Finanzwirtschaft. Das bedeutet, dass einem großen Teil der Gewinne der Finanzwirtschaft kein reales, konsumierbares Produkt gegenübersteht. Es handelt sich um virtuelle Gewinne, die dann auch wieder nur virtuell verwendbar, also in den Finanzmärkten anlegbar sind – bis denn dann die Verluste an virtuellem Geld der Finanzinstitute in der Krise von den Finanzministern mit realen Steuergeldern versilbert werden.

Soweit die Unternehmen sich nicht auf eigene Rechnung an den Banken vorbei in den Finanzmärkten engagieren, führen ihre wachsenden Geld- und Finanzvermögen auch bei den Finanzinstituten zu höheren Einlagen und Anlagen. Dazu kommen natürlich die Ersparnisse der privaten Haushalte, die weiter sparen, wenn auch in manchen Ländern weniger als in früheren Jahren. Die Banken müssen entsprechend nach Anlagemöglichkeiten für das ihnen anvertraute Geld suchen. Deshalb mussten sie sich wegen des rückläufigen Finanzierungsbedarfs der realen Wirtschaft neue Geschäftsfelder erschließen.

Zu diesen neuen Geschäftsfeldern gehört *erstens* das Kreditkarten-, Teilzahlungs- und Hypothekengeschäft. Hatten die privaten Haushalte in der Vergangenheit in vielen Ländern nur eingeschränkt Zugang zu Bankkrediten, wurden und werden sie damit nun schon seit Längerem regelrecht überschwemmt. Die Verfügbarkeit günstiger Hypothekenfinanzierung hat ohne Zweifel zum Boom in den Immobilienmärkten beigetragen.

Eine weitere Geschäftsgrundlage fanden sie *zweitens* in der Vorbereitung und Finanzierung der Verschmelzung von Unternehmen (*merger and acquisition*, M&A), in der Umstrukturierung und Filetierung von Unternehmen (*leveraged buyouts*, LBO; *management buyouts*, MBO) und schließlich im Investmentbanking, in Hedgefonds und einer ganzen Flut immer neuer Finanzinnovationen, auf denen sich teilweise hübsche Kreditpyramiden bauen ließen. An solcherlei Aktivitäten ließen sich prächtige Kommissionen verdienen, wenn die Banken direkt oder über ihre Ausgründungen nicht selbst auf eigene Rechnung in diesen Geschäftsbereichen tätig wurden. Was all dies für

die Leistungsfähigkeit und Effizienz der realen Unternehmen gebracht hat, ist, wenn man den Studien über M&A und LBOs folgt, mehr als zweifelhaft. Sicher ist jedenfalls, dass diese Aktivitäten zu erheblichen Arbeitsplatzverlusten geführt haben und dass später viele Unternehmen an der Schuldenlast, die ihnen im Verfahren aufgebürdet worden waren, zugrunde gegangen sind.

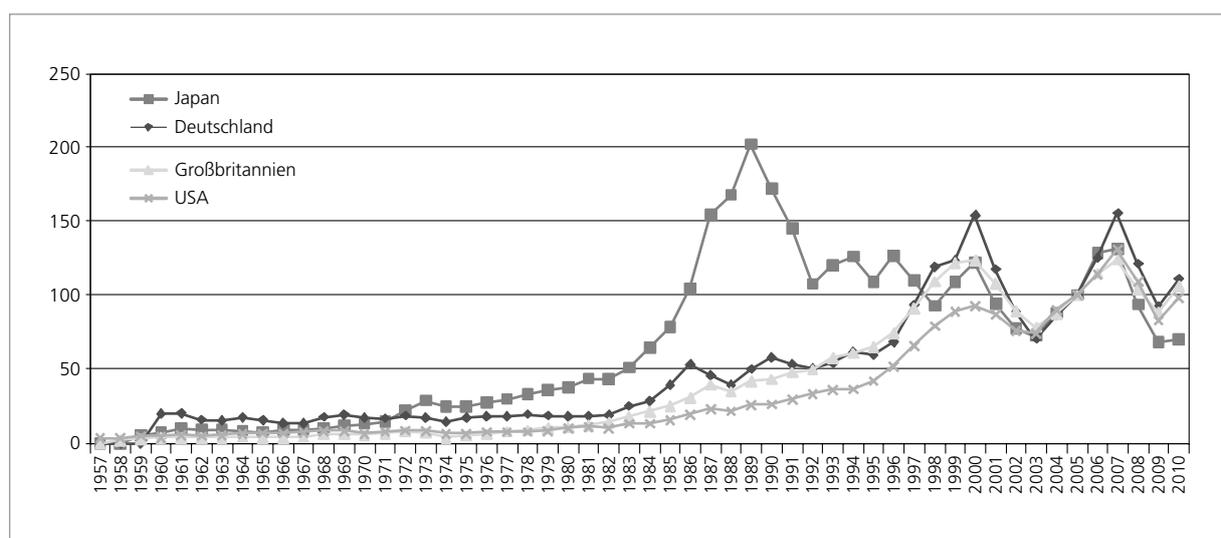
*Drittens* diene der Ersparnisüberhang der Finanzierung der sich seit den 1970er Jahren in fast allen OECD-Ländern rapide vergrößernden staatlichen Haushaltsdefizite. Die staatlichen Schuldverschreibungen und ihre hohe Bonität statten Banken, Rentenfonds etc. mit soliden Reserven aus, die ihnen einen Rückhalt für teilweise riskante Geschäfte geben. Aus dieser Perspektive wäre eine Finanzwelt ohne staatliche Verschuldung eine weniger risikobeladene und stabilere Welt.

Aus der Sicht der globalen Allokation von Kapital kann man die nun schon seit 30 Jahren fast ununterbrochen wachsende US-Staatsverschuldung in Verbindung mit den Leistungsdefiziten (Doppeldefizitproblematik) nur als einen schwerwiegenden Fall des Versagens der internationalen Kapitalmärkte sehen. Die amerikanische Wirtschaft als eine der wohlhabendsten Wirtschaften dieser Welt absorbiert ganz ausgiebig die Ersparnis anderer, teilweise viel ärmerer Länder wie beispielsweise China.

So quantitativ bedeutend diese drei Geschäftsfelder auch sein mögen, waren sie in den meisten Jahren offenbar doch nicht groß genug, um die überschüssige Ersparnis und die jährlich mit zweistelligen Raten wachsende Liquidität in den Finanzmärkten zu absorbieren. Deshalb drängt diese *viertens*, und das auch schon seit Langem, in die Aktien- und Immobilienmärkte und erzeugt dort inflationären Druck. Das lässt sich an der Entwicklung der deutschen Aktienkurse gut nachvollziehen.

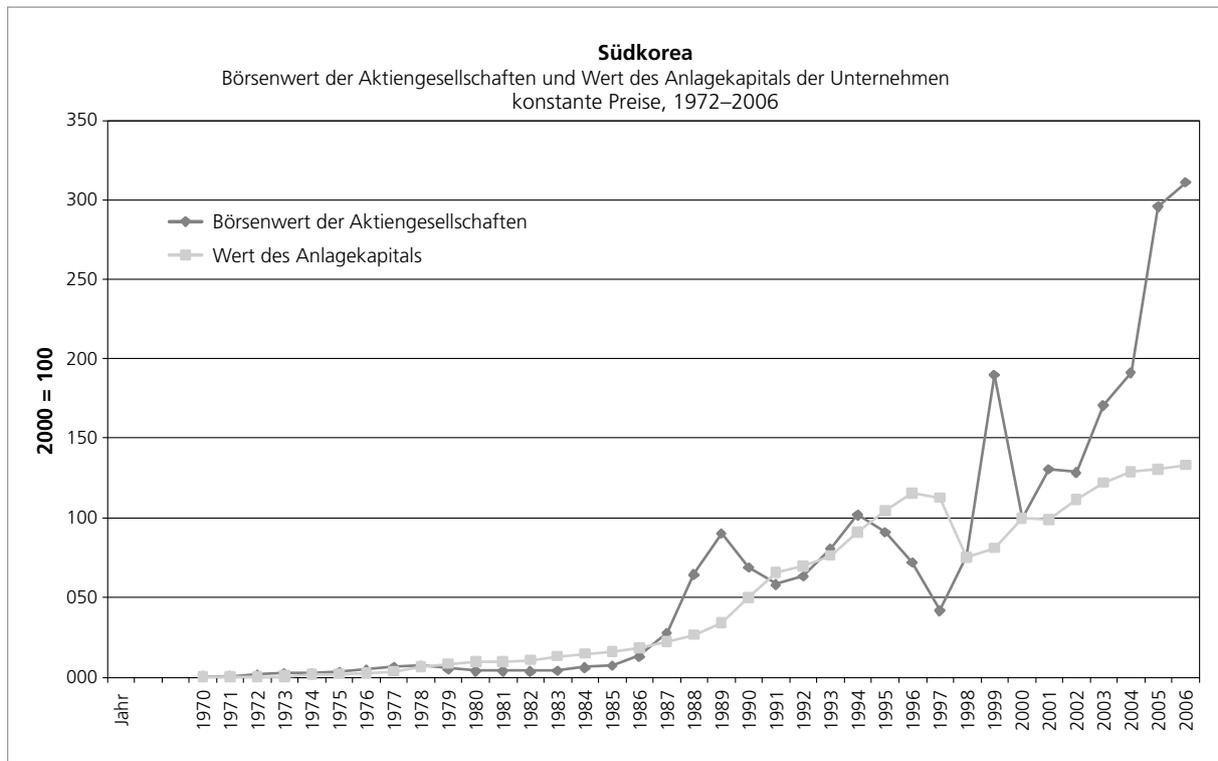
In Schaubild 1 sind diese für den Zeitraum von 1950 bis 2010 für Japan, Deutschland, Großbritannien und die USA dargestellt. Bis Anfang der 1980er Jahre bleiben die Kurserhöhungen ausgesprochen moderat – obwohl gerade das die Zeiten der hohen Wachstumsraten des Wiederaufbaus und der Modernisierung waren. Anfang der 1980er Jahre setzt mit Ronald Reagan und Margaret Thatcher die Deregulierung und Liberalisierung der Kapitalmärkte ein. Obwohl die Wachstumsraten seitdem deutlich niedriger ausfallen, explodieren die Aktienkurse geradezu. Während von 1982 bis 2007, dem Jahr, in dem die heutige Krise einsetzte, die Aktienkurse in den USA um mehr als das Dreizehnfache und in Großbritannien und Deutschland um mehr als das Achtfache zunahmen, stiegen die Werte in Japan lediglich um das Dreifache. Jedoch kam es in Japan im Zusammenhang mit der *bubble*-Wirtschaft, auf die wir noch zu sprechen kommen wer-

Schaubild 1: Entwicklung der Aktienkurse in Japan, Deutschland, Großbritannien und den USA 1950–2010, 2005 = 100



Quelle: OECD Datenbank

Schaubild 2: Börsenwert der Aktiengesellschaften und Wert des Anlagekapitals der Unternehmen in Südkorea



Quelle: Bank of Korea, Economic Statistics System; eigene Berechnungen

den, in den 1980er und 1990er Jahren zu großen Kurssteigerungen.

Man kann das auch so sagen: Während die Wachstumsraten und damit die Anlageinvestitionen und der reale Wert des investierten Kapitals (kumulierte Nettoinvestitionen) in der Tendenz stagnieren oder sogar fallen, explodiert die Bewertung der Unternehmen durch den Aktienmarkt. Dieser Zusammenhang wird in Diagramm 2 für Korea dargestellt. Die Diskrepanz ist frappierend. Auch wenn sich ein Teil dieser Diskrepanz durch die Erhöhung des Organisationskapitals der Unternehmen erklären lassen mag, wird man nicht umhin können, diese vor allem als Ausdruck einer partiellen Inflation zu sehen. Freilich gehen diese Inflationierung und damit Entwertung von Vermögen nicht in die Berechnung der normalen Inflationsindices ein. Die Zentralbanken sehen sich für die Inflation in Wertpapiermärkten auch nicht zuständig. Durch diese Inflationierung wird sehr viel Liquidität gebunden und der Wert der Aktiva von Finanzinstituten und Versi-

cherungen aufgebläht, die sich damit dann umso stärker in den Finanzmärkten engagieren können.

Nun zurück zu den Immobilienmärkten. Es gibt noch Gründe institutioneller und politischer Art, die erklären, warum sie zu mehr Instabilität tendieren als andere Märkte. Grund und Boden sind in städtischen Räumen knapp. Deshalb führt das Wachstum der städtischen Bevölkerung und der Einkommen zu steigenden Immobilienpreisen. Es reicht, wenn sich die Einkommen einer relativ kleinen Schicht der Bewohner erhöhen, um in von dieser bevorzugten Gebieten die Preise rasant steigen zu lassen. Das haben wir in den letzten Jahren in dramatischer Form bei Wohn- und Geschäftsimmobilen in Dublin aber auch in London erlebt. Und je breiter das Einkommenswachstum und/oder die Verfügbarkeit von Baudarlehen angelegt sind, um so großflächiger und höher auch der Preisanstieg.

Wenn das Preiswachstum in Fahrt gekommen ist, werden Immobilien nicht mehr nur nach Bedarf, sondern auch in

Erwartung eines baldigen, gewinnbringenden Verkaufs gebaut. Das wiederum kann die Banken, auch durch den Konkurrenzdruck, dazu verführen, die Einkommenssituation der Darlehensnehmer nicht mehr richtig zu prüfen (wie bei den amerikanischen *subprime mortgages*). Wenn dann auch noch die Ratingagenturen die Marktteilnehmer beruhigen, indem sie verpackte Hypothekenverbriefungen mit Höchstbewertungen versehen (und auf diese Weise ein Drittel ihrer Gewinne erzielen; Otte 2009: 11) und die Politik sich wider besseren Wissens nicht traut, gegen das Spekulationsfieber der Bürger vorzugehen, dann ist die Krise nicht mehr weit. Genau das ist in den USA in den letzten Jahren passiert. In Korea geriet die Regierung von Präsident Roh Moo-Hyun vor fünf Jahren unter erheblichen Druck, weil sie eine Spekulationssteuer auf Wohnungen im teuersten Marktsegment und für Besitzer mehrerer Wohnungen eingeführt hatte. So können sich Populismen bzw. medial erzeugte Populismen ebenfalls prozyklisch auswirken und zur Blasenbildung beitragen.

Auf einer anderen Ebene kommen weitere institutionelle Schwächen zum Tragen. Die wenigsten Immobilienmärkte sind transparent; es fließen zu viele Faktoren in die Preisbildung ein. Informationen über Transaktionen am Markt sind unvollständig, während Statistiken meist erst sehr spät veröffentlicht werden. Oft werden die Preise von den Hypothekenbanken, die ein materielles Interesse an optimistischen Schätzungen haben, bewertet. Zugleich versuchen sie natürlich, die Risiken so weit wie möglich auf die Darlehensnehmer abzuwälzen (dazu Plender 2011).

Dazu gesellt sich noch ein erstaunlicher Umstand. Da Immobilien und Grundstücke trotzdem als besonders sicher gelten, stellen sie in der einen oder anderen Form den Löwenanteil der Aktiva und Forderungen von Banken und Versicherungen dar. Das führt dazu, dass sie sich in Boomphasen reicher fühlen können, bilanzmäßig auch reicher sind, und damit ihre Geschäfte auch unter Einhaltung der Reservevorschriften ausweiten können, zumal sie sich an das prozyklische *fair-value accounting* halten müssen. Wenn der *boom* zum *bust* wird, geht es dann umgekehrt. Immobilien und Grundstücke bilden daher in Verbindung mit dem *fair-value accounting* den Kern des prozyklischen und sich selbst verstärkenden und bestätigenden Verhaltens der Banken. Da sich die Bonuszahlungen für die mit Immobiliengeschäften betrauten Mitarbeiter der Banken ebenfalls an der Marktpreisent-

wicklung orientieren, wirken auch diese prozyklisch. Die Asymmetrie der Bonuszahlungen, die überwiegend in der Boomphase anfallen, bildet dabei einen Anreiz, Optimismus zu verbreiten und den Käufern die Welt in einem rosigeren Licht erscheinen zu lassen.

## 6.5 Spanien im 17. Jahrhundert

Das Äquivalent der Kreditschwemme war im Spanien des 16. und 17. Jahrhundert Gold und Silber, das aus Mexiko, Bolivien und Peru ins Land strömte. Der Staat blieb zwar arm und verschuldet, aber bestimmte Schichten, darunter die Gläubiger des Staates, waren auf einmal sehr reich. Dieser neue Reichtum bestand aus Renten, die sich der spanische Staat und bestimmte Schichten unter dem Schild der staatlichen Macht und ohne Gegenleistung aneigneten (wie später bei den Petrodollar).

Diese Renten hätten zu Kapital werden können, wenn sie denn in die Landwirtschaft oder Industrie investiert worden wären. In der Tat befand sich die spanische Wirtschaft damals in einer Phase der frühen Industrialisierung, die ähnlich wie in den Niederlanden oder England durchaus hätte erfolgreich verlaufen können. Tatsächlich wurde diese Entwicklung durch den Zufluss an Edelmetallen jedoch beendet. Deren Zufluss verbesserte nämlich die *terms of trade* Spaniens, d. h. man konnte nun günstig niederländische und englische Produkte kaufen, natürlich zum Nachteil der heimischen Produzenten, deren Wettbewerbsfähigkeit zusätzlich durch die aufkommende Inflation geschwächt wurde. Im Ergebnis wurde die wirtschaftliche Entwicklung Spaniens damals abgebrochen. Man bezahlte mit Gold, was man selbst nicht mehr herstellen konnte, und gab sich der Immobilienspekulation hin. Im 18. Jahrhundert war der Spuk dann vorbei und Spanien wurde trotz seiner Kolonien zu einem Land an der europäischen Peripherie (dazu Bagú 1949).

Das nach England weiter gewanderte Gold und Silber wurde schließlich von englischen Händlern zur Bezahlung chinesischen Tees und der in Europa so begehrten Chinoiserien verwendet und schmückte fürderhin in China und Südostasien Paläste, Tempel und Frauen. Als der Goldstrom versiegte und China noch immer keinen Gefallen an europäischen Produkten gefunden hatte, zwang man das Land durch die Opiumkriege (1839–42 und 1856–60), die Einfuhr von Opium und dessen Gesellschaft und Staat zerrüttenden Konsum zuzulassen. Nur

so konnte man die Handels- und Finanzkreisläufe schließen, da der Hunger Europas nach chinesischen Produkten ungebrochen blieb.

Was das spanische Beispiel deutlich macht, ist, dass der ungebremste und nicht absorbierbare Zufluss von Renten oder Kapital die Wettbewerbsfähigkeit und wirtschaftliche Entwicklung eines Landes schwächen oder sogar zerstören kann – vor allem, wenn das Kapital genauso ungestört und plötzlich das Feld wieder räumen darf. Die Tequila-Krise war genau so eine Krise. Länder wie Brasilien sehen sich gegenwärtig einem solchen, von realen binnenwirtschaftlichen Bedingungen losgelösten Kapitalzuflüssen ausgesetzt und üben sich, sogar mit Zustimmung des IWF, in Kapitalverkehrskontrollen und der binnenwirtschaftlichen Neutralisierung dieser Gelder durch die Zentralbank. In einem im März 2011 zu veröffentlichen Bericht lobt der IWF die vom koreanischen Finanzministerium ergriffenen, erfolgreichen Maßnahmen gegen die spekulativen Kapitalzuflüsse und bezeichnet sie explizit als legitim (*legitimate macro-prudential measures*). Offensichtlich hat der IWF seine Wende vom Saulus zum Paulus vollzogen (KDB Bank 2011).

### 6.6 Japans *bubble keizai* 1990

Am Anfang der japanischen *bubble*-Wirtschaft und ihrem Niedergang seit 1990 stand das Plaza-Abkommen von 1985. Zu dessen Vorgeschichte gehört die von Paul Volcker, dem damaligen Präsidenten der US-Zentralbank 1979 durchgesetzte Zinserhöhung, die Auslöser der mexikanischen Schuldenkrise gewesen war (s.o.). Die hochgesetzten Zinsen und die restriktive Geldpolitik bewirkten, dass die USA im Zeichen der frisch liberalisierten Kapitalmärkte erhebliche Kapitalzuflüsse zu verzeichnen hatten. Damit wiederum ließ sich die Haushaltsdefizitpolitik von Präsident Reagan, für die die eigene Ersparnis nicht ausreichte, finanzieren.

Nun wollte die amerikanische Politik lieber nicht vor der eigenen Haustür des Ersparnis-Investitions-Ungleichgewichts kehren, sondern zog es stattdessen vor, die Schuld u. a. Japan und Deutschland zuzuweisen: deren Unternehmen genossen wegen des stark aufgewerteten Dollars am amerikanischen Markt künstliche und ungerechtfertigte Wettbewerbsvorteile. Entsprechend verpflichtete man die Überschussländer bei dem Treffen im New York

Plaza Hotel im September 1985, ihre Währungen drastisch aufzuwerten.

Was die amerikanische Handelsbilanz anbelangte, pasierte durch diese Aufwertungen mittelfristig so gut wie gar nichts; im Gegenteil. Wie sollten sich Absorptionsungleichgewichte auch durch Wechselkursveränderungen beseitigen lassen?

Kurzfristig geriet die japanische Wirtschaft durch diese Aufwertungen unter Druck, jedenfalls in der Wahrnehmung der Regierung und der Zentralbank. Letztere reagierte mit einer lockeren Geldpolitik und der Senkung des Diskontsatzes von 5,5 auf 2,5 Prozent (und beließ den Zinssatz unglücklicherweise auch während der *bubble* auf diesem Niveau). Auch die japanischen Unternehmen ließen sich von den durch das Plaza-Abkommen ausgelösten Krisenerwartungen beeinflussen und forcierten den Schritt bei dem schon einige Jahre vorher in Gang gekommenen Umbau der Wirtschaft in Richtung Hightech und Knowhow. Insbesondere beschleunigten sie die Verlagerung vieler einfacher Produktionssegmente nach China, das damals u. a. auch deshalb in die bis heute andauernde Hochwachstumsphase eintreten konnte, und konzentrierten sich in Japan auf hochwertige Produktions-, Organisations- und Innovationssegmente. Die Erfolge waren geradezu atemberaubend. Beispielsweise in den Bereichen Elektronik, Automobil- und Schiffbau avancierte Japan in kurzer Zeit zur führenden Industrienation. Gleichzeitig erlebte der Fabrik- und Anlagenbau durch die Verlagerung von Produktionsbetrieben einen Boom.

Obwohl die Exportquote Japans damals noch unter zehn Prozent des BSP lag (Japan ist bis heute entgegen eines gängigen Vorurteils vor allem eine vom Binnenmarkt getragene Wirtschaft), erhöhte das Land im Zuge dieser Dynamik seine Leistungsbilanzüberschüsse auf ein Niveau um fünf Prozent – und trug damit weiterhin erheblich zur Finanzierung des US-Doppeldefizits bei, sei es direkt durch den Kauf von *US-treasury bonds* oder durch den großzügigen Einkauf prestigeträchtiger amerikanischer Immobilien und Unternehmen. Auch für amerikanische Autoren stand fest, dass Japan *Number One* – so der Titel eines Buches von Ezra Vogel – geworden war. Die wirtschaftlichen Erfolge, das Ansehen im Ausland und der Einkauf einiger der klingendsten amerikanischen Firmen und Immobilien steigerten das Selbstbewusstsein des Landes bis hin zu ganz »unjapanischer« Überheblichkeit.

Der Begriff *kokusaika* (Prozess der Internationalisierung) war damals in aller Munde und wurde zum Inbegriff der endlich erfolgten Anerkennung, wenn nicht gar der Eroberung der Welt.

Zu dem Plaza-Abkommen gehörten auch die Liberalisierung und Deregulierung der Wirtschaft, insbesondere auch des Bankenwesens. Schon in den 1970er Jahren war der kommode Status der japanischen Banken als »Hausbanken« großer Unternehmen – sie finanzierten was immer Unternehmen oder Staat als Bedarf anmeldeten und standen unter der väterlich strengen Obhut des Finanzministeriums – durch einen ersten Liberalisierungsschub unterhöhlt worden. Nachdem sie jahrzehntelang eine Art öffentlicher Finanzdienstleister gewesen waren und als solche wesentlich zu den wirtschaftlichen Erfolgen Japans beigetragen hatten, gerieten sie nun unter Konkurrenzdruck und mussten neue Produkte und Dienstleistungen anbieten (Nakaso 2001:2). Zudem hatte sich über die Jahre die finanzielle Situation ihrer großen Kunden verbessert und deren Abhängigkeit von der Bankenfinanzierung abgenommen.

Die Banken mussten sich also neue Geschäftsfelder suchen. Im japanischen Fall waren es vor allem die Immobilienmärkte, denen sie sich zuwandten. Das war verlockend, da diese Märkte in jenen Jahren einen beispiellosen Boom erlebten. Die Zentralbank hatte mit ihren niedrigen Zinsen dafür die wichtigste Voraussetzung geschaffen. Die zuvor beschriebenen expansiven Mechanismen griffen vorbildhaft; schon bald war die Kreditvergabe nur noch eine Frage der erwarteten Preissteigerungen für Immobilien. Die Bilanzen der Banken nahmen sich wunderbar aus und bildeten die Grundlage für ihr zunehmend auch internationales Engagement. Die Wirtschaft insgesamt, auch wegen der heftigen Baukonjunktur, brummte auf sichtbare Weise; man wurde täglich von den Veränderungen und dem überschäumenden Optimismus überrascht (der Autor lebte damals in Japan).

Dieser Optimismus übertrug sich auch auf ausländische Anleger. Da es nicht so leicht für sie war, an dem Immobilienboom teilzuhaben, konzentrierten sie sich auf die Aktienmärkte und wurden dort zu den wichtigsten Spielern. Das hängt damit zusammen, dass die meisten Aktien damals von japanischen Unternehmen untereinander als ein Zeichen der guten Partnerschaft gehalten und kaum bewegt wurden. Ausgelöst wurde der Aktienboom durch die Privatisierung und den Börsengang des staat-

lichen Telekommunikationsmonopols NTT. Allein dessen Wert überstieg bald den Gesamtwert des deutschen Aktienkapitals. Große japanische Unternehmen emittierten im Rahmen des *zaiteku* (Vermögentechniken) u. a. neue Aktien, um den Erlös dann festverzinslich anzulegen. Ein Riesengeschäft, denn diese Aktien kosteten ihnen natürlich nicht mehr als das bedruckte Papier.

Immobilien- und Aktienmärkte erlebten auf diese Weise einen auf niedrigen Zinsen gegründeten und von spekulativen Erwartungen getriebenen berausenden Höhenflug. Der wurde schließlich durch die mehrfache Erhöhung der Leitzinsen, die im Sommer 1999 einsetzte und im nächsten Sommer sechs Prozent erreichen sollten, durch die Zentralbank gestoppt. Im Verlauf fielen die Aktienkurse um 75 Prozent. Auf dem Immobilienmarkt war es ähnlich, wengleich aufgrund des Zusammenbruchs dieser Märkte präzise Maßzahlen nicht wirklich zu ermitteln sind.

Die Folgen für die Banken waren weniger dramatisch als man heutzutage vermuten würde, weil es noch kein *fair-value accounting* gab. Die Banken behielten die Hypotheken in ihren Büchern, die privaten Haushalte, die diese Darlehen in Anspruch genommen hatten, bedienten diese in den meisten Fällen unvermindert weiter. Ihre Buchverluste wären erst beim Verkauf reale Verluste geworden. Da es sich meist um selbstbewohntes Eigentum handelte, hatte man nach dem Ausbruch der Krise erst recht kein Interesse an einem Verkauf.

Etwas anders war das im Falle von Büroflächen und anderen kommerziell errichteten und beliehenen Bauten, die ebenfalls dramatisch an Wert verloren. Das musste sich irgendwann auf die Situation der Banken auswirken. Allerdings merkte man von der Krise in der Realwirtschaft erst einmal nicht sehr viel. Die Wachstumsraten hatten sich zwar halbiert, lagen aber bis 1992 noch deutlich im positiven Bereich. Man hielt den Einbruch an den Immobilienmärkten für eine notwendige Korrektur, die bald wieder einer Aufwärtsbewegung Platz machen würde. Um auf der sicheren Seite zu sein, hatte die Regierung schon begonnen, der Wirtschaft über die Erhöhung der Staatsausgaben unter die Flügel zu greifen. Das zog nicht so stark wie erwartet, vor allem deshalb, weil die Zentralbank die Zinsen zunächst nicht senken wollte (erst Ende 1995 senkte sie die Zinsen auf 0,5 Prozent).

Die Situation der Banken wurde jedenfalls immer kritischer. Das Finanzministerium begann nicht nur Rettungsschirme auszubreiten, sondern auch Banken bankrott gehen zu lassen bzw. zu sanieren und zu fusionieren. Diese Maßnahmen kamen jedoch erst 1997 so richtig in Gang und waren dann auch vom Zusammenbruch einiger Wertpapierhäuser begleitet. Teilweise war sogar der Interbankenmarkt zusammengebrochen. Das alles geschah also schon in der Zeit, in der die Asienkrise 1997 in Thailand ihren Ausgang nahm. Japan blieb von dieser Krise weitestgehend verschont, weil sein Finanzsystem praktisch noch unter Kontrolle des Finanzministeriums stand. Ausländische Anleger hatten zwar noch nicht vollkommen aufgehört, an der Aktienbörse ihr Glück zu versuchen, aber das war nicht mehr systemrelevant.

Wenn man die Schwere der Krise in den Immobilien- und Aktienmärkten und der Finanzwirtschaft in Betracht zieht, kann man eigentlich nur staunen, wie glimpflich die japanische Wirtschaft seit dem Platzen der Blase 1989/90 in den folgenden Jahren davon gekommen ist, gerade auch im Vergleich mit der jetzigen Finanz- und Wirtschaftskrise. Seit 1990 waren die Wachstumsraten nur einmal negativ, nämlich 1998, und das war vor allem auf die Auswirkungen der Asienkrise 1997/98 auf die japanische Exportwirtschaft zurückzuführen. Ebenfalls 1998 überschreitet die Arbeitslosenquote zum ersten Mal die Schwelle von vier Prozent. Die expansive Fiskal- und später auch Geldpolitik (mit Zinsen unter ein Prozent) trug erheblich zu dieser aus heutiger Sicht erstaunlich stabilen Entwicklung bei. Hatte der Staatshaushalt bis 1992 noch einen Überschuss verzeichnet, nimmt das Haushaltsdefizit danach bis zu rund sieben Prozent des BSP zu. Die Bruttoverschuldung des Staates ist mittlerweile auf 200 Prozent angewachsen. Allerdings sollte man bedenken, dass etwa 40 Prozent der Staatsschuld-papiere von der japanischen Zentralbank gehalten werden. Daneben verfügt der japanische Staat über erhebliche Vermögen; allein die Reserven der staatlichen Rentenversicherungssysteme liegen in der Größenordnung von 50 Prozent des japanischen BSP (Kampeter 2004).

Zusammenfassend kann man sagen, dass die Methodik des Plaza-Abkommens dem eigentlichen Problem der internationalen Ersparnis-Investitions-Ungleichgewichte zwar nicht gerecht werden konnte, aber Befürchtungen weckte, die einerseits die Zentralbank dazu brachte, ihren restriktiven Kurs aufzugeben, und andererseits die Unternehmen dazu motivierte, ihre Anstrengungen, die japa-

nische Wirtschaft in eine von Hightech und Knowhow getragene Wirtschaft zu verwandeln, zu verdoppeln.

Durch die schon in den 1970er Jahren begonnene Liberalisierung und Deregulierung waren die Banken aus ihrer eher passiven Rolle der Unterstützung von Realwirtschaft und Staat gedrängt und damit die erste, sehr erfolgreiche Phase des Wiederaufbaus der japanischen Wirtschaft beendet worden. Der Finanzsektor entstand neu und löste sich aus den engen Verschränkungen mit Realwirtschaft und Staat. Unter dem Konkurrenzdruck und den Verlockungen des schnellen Geldes half er dann kräftig mit, die bis dahin größte *bubble* aufzublasen – bis diese schließlich von der Zentralbank zum Platzen gebracht wurde.

Der Zentralbank wurde danach häufig vorgeworfen, zunächst zu lax und dann zu harsch reagiert zu haben. Das ist wahrscheinlich korrekt, aber auch Zentralbanken müssen Entscheidungen und Unsicherheit treffen und können ihre eigenen kognitiven und ideologischen Schatten nicht leicht überspringen. Was auch die japanische *bubble*-Wirtschaft jedenfalls deutlich gezeigt hat, ist die große Macht der Zentralbanken gegenüber dem Wirtschaftsgeschehen. Sie hat durch ihre Zins- und Geldpolitik erheblich zum Entstehen der Blase beigetragen und diese am Ende, wenn auch schrittweise, platzen lassen. Zu dem glimpflichen Verlauf der Nachkrisenzeit hat sie ebenfalls entscheidend beigetragen.

## 6.7 Die Asienkrise 1997/98 und Südkorea

Eine Besonderheit der Asienkrise war, dass sie in einem kleinen Land, nämlich in Thailand, mit dem Platzen einer Immobilienblase begann und dann wie ein mutierter und rabiater Grippevirus in kürzester Zeit und auf breiter Front auf die alten wie neuen Tigerstaaten übergriff. Auslöser der thailändischen Krise war die Spekulation gegen den Baht, die dann schnell zur Kapitalflucht und damit verbunden zum Zusammenbruch des Aktienmarktes führte. Die Spekulanten konnten erfolgreich sein, weil die Zentralbank kaum über Reserven verfügte, schon gar nicht in Relation zu den »Investoren«, die die Attacke führten.

Für viele Beobachter und Akteure kam die Krise trotz des Immobilien- und Kreditbooms, den das Land in den Jahren davor erlebt hatte, überraschend. Thailand gehörte zu der zweiten Generation der Tigerstaaten. Das Land

war schon seit einigen Jahren Ziel umfangreicher Direktinvestitionen ausländischer Firmen gewesen. Die thailändische Wirtschaft war seit 1986 im Schnitt mit neun Prozent jährlich gewachsen. Man sah den von der Zentralbank festgelegten Wechselkurs nicht in Gefahr. Im Gegenteil: Aufgrund der wirtschaftlichen Erfolge wurde eher mit einer Aufwertung gerechnet. Deshalb wurde es als normal angesehen, wegen der niedrigeren Zinsen in Japan und den USA Kredite in Yen und Dollar aufzunehmen. Die Erhöhung der US-Zinssätze 1995 um 2,5 Prozent bewirkte, dass man sich zunehmend in Yen verschuldete (der sogenannte *Yen carry trade*). Offenbar hat dann die Ankündigung einer Erhöhung der japanischen Zinsen durch die japanische Zentralbank Anfang Mai 1997, die letztlich gar nicht vorgenommen wurde, für die internationalen »Investoren« den Startschuss für die Mitte Mai erfolgende Attacke gegen den Baht und den Abzug ihrer Gelder aus Thailand gegeben. In der Folge halbierte sich der Wechselkurs, die Börse brach um 75 Prozent ein, während die Wirtschaft auf das Jahr gerechnet um fast zehn Prozent schrumpfte. Ein Indiz für das Ausmaß der Krise ist, dass 600 000 Gastarbeiter das Land verlassen mussten.

Der Boom trug Charakteristika, die wir schon kennen: Die steigenden Immobilien- und Aktienpreise gaben den asiatischen Banken vermeintliche Sicherheiten für weitere Kreditvergaben. Selbst Aktienkäufe wurden mit Krediten finanziert. Die Kreditvolumina wuchsen in diesen Ländern circa doppelt so schnell wie ihr BSP (bescheiden im Vergleich zu dem, was wir vor der gegenwärtigen Krise erleben durften). In ihrer optimistischen Myopie, ihrem Spekulationswahn und Herdenverhalten wollten die Anleger auch in diesem Fall nicht erkennen, dass sich Gewinne nicht auf Dauer auf durch sie selbst erzeugte Preissteigerungen gründen lassen.

Eine weitere Besonderheit der asiatischen Finanzkrise war der Einsatz heterodoxer wirtschaftspolitischer Maßnahmen. Am bekanntesten wurden die von Malaysia gegen die Vorstellungen des IWF, der alle betroffenen Ländern auf sogenannte *structural adjustment packages* (SAP) verpflichten wollte, eingeführten Kapitalverkehrskontrollen. Gefährdete Banken wurden trotzdem saniert und Unternehmen Überbrückungskredite gewährt. Ein Überschwappen der Krise konnte eingedämmt werden und Malaysia konnte die Krise schneller als die anderen betroffenen Länder überwinden. Später fand selbst der IWF lobende Worte für Malaysias Methoden und ist über-

haupt von dem alten neoliberalen Dogmatismus abgekommen – was man von der EU, wie der Umgang mit der gegenwärtigen Krise zeigt, eher nicht behaupten kann. Länder wie Indonesien, die sich dem Diktat des IWF nicht entziehen konnten, fuhren jedenfalls deutlich schlechter als Malaysia. Die innenpolitische Schwäche der Regierung war in diesen Fällen auch die Stärke des IWF.

Hongkong, das gerade seine Unabhängigkeit von Großbritannien erlangt hatte, ließ sich etwas Besonderes einfallen, als die eigenen wie fremden »Investoren« im Zuge ihrer Flucht aus dem Inselstaat massiv Aktien abstießen. Im Gegenzug erklärten die Hongkong Monetary Authority (HKMA) und Finanzminister Donald Tsang den Spekulanten den Krieg und kauften im August 1997 kurzerhand 75 Prozent der sich im Umlauf befindenden Hongkonger Aktien! Zugleich verboten sie eine Reihe von Finanzgeschäften, darunter Terminkontrakte auf den Hang Seng Aktienindex. 1999 verkaufte die HKMA ihren Aktienbesitz mit einem Gewinn von 30 Mrd. HK Dollar – ohne Zweifel eine für Krisenzeit sehr ansehnliche Rendite für einen »Einsatz« von 120 Mrd. HK Dollar.

Auch Korea bildet ein interessantes Beispiel für heterodoxe Politik, wenngleich es sich ebenfalls aus innenpolitischer Schwäche – die Krise brach einige Monate vor dem Regierungswechsel von Kim Young Sam auf Kim Dae-Jung statt – zunächst einmal dem IWF-Diktat ganz und gar unterordnen musste.

Jede Krise hat in den Augen nervös gewordener Anleger auch immer interne Ursachen. Wie und inwieweit deren Wahrnehmungen mit der Wirklichkeit übereinstimmen, ist eine andere Frage. Realwirtschaftlich gesehen ließen sich in Korea keine auffälligen Krisenmomente feststellen. In den Wahrnehmungen der durch die Thai-Krise verunsicherten Anleger muss es andere Dinge gegeben haben. Prägend war, wenn man der Finanzpresse damals folgt, die hohe Verschuldung koreanischer Unternehmen. Tatsächlich war die Verschuldung einiger der großen koreanischen Chaebol mit 400 Prozent ihres Eigenkapitals außerordentlich hoch. Diese hohe Verschuldung war aber überwiegend ein Erbe aus den gar nicht weit zurückliegenden Zeiten, in denen die noch intakte südkoreanische Planwirtschaft die Modernisierung des Landes mit Verve vorangetrieben hatte. Damals steuerte der Staat im Rahmen von Fünfjahresplänen die Investitionen der Unternehmen über die von ihm kontrollierten

Banken. Deren Rolle war in etwa zwischen der von japanischen und DDR-Banken angesiedelt.

Nach dem Massaker in Kwangju 1980 sahen sich die Militärs nach einem kurzen Interregnum gezwungen, mehr Freiheit und Demokratie zuzulassen. Das planwirtschaftliche Modell konnte in seiner alten Form nicht mehr aufrechterhalten werden. Die Wirtschaft hatte außerdem ein Niveau erreicht, auf dem die Unternehmen bei ihren Entscheidungen mehr Autonomie benötigten. Zugleich spielte auch hier – unter Vernachlässigung von Fragen des Gemeinwohls als eigentlichem Staatsziel – eine gewisse Vermengung vom Begriff der politischen Freiheit mit der wirtschaftlichen Freiheit bestimmter Akteure eine Rolle. Jedenfalls hatten das *Economic Planning Board* und sein *spiritus rector*, das *Korea Development Institute* (KDI) die Notwendigkeit eines Paradigmenwechsels erkannt. Nach der weitgehend abgeschirmten Aufholphase sollten sich die Unternehmen nun vermehrt der internationalen Konkurrenz stellen.

Zu diesem Paradigmenwechsel gehörte eine drastische Verbesserung des aus der Planwirtschaft geerbten Verhältnisses von Schulden zum Eigenkapital. Das allein war eine gigantische Aufgabe für die Unternehmen, zumal sie zugleich internationale Wettbewerbsfähigkeit erlangen sollten. Da die Exportwirtschaft wie auch der Binnenmarkt immer noch ordentlich wuchsen, meinte man am KDI, dass die Unternehmen diesen Restrukturierungsprozess würden meistern können.

Dann kam die Asienkrise. Die ausländischen Anleger und Kapitalverwalter sahen die hohe Verschuldung, nicht aber den intendierten Paradigmenwechsel. Korea ging es dann so ähnlich wie Thailand. Man hatte zu geringe Reserven, um der Spekulation gegen den Won Paroli bieten zu können. Der IWF kam mit einem klassischen SAP ins Land. Hohe Zinsen – sie kletterten auf bis zu 25 Prozent! – würden die Spreu schnell vom Weizen trennen, während die Wirtschaft mit Hilfe von entsprechenden Strukturmaßnahmen bald wieder in Gang käme. Allerdings trat in der Praxis das Gegenteil ein. Nicht die Spreu wurde getrennt, sondern so gut wie alle Unternehmen wurden zur Spreu – selbst die Banken, die diese Unternehmen vorher im Auftrag des Staates reichlich mit Krediten hatten versorgen müssen.

Die Forscher am KDI waren entsetzt. Ein Industrieland, zu dem Korea ja mittlerweile längst geworden war, be-

stehe nicht aus Unternehmen, die mehr oder weniger einzelmonadisch am Markt dahin vegetieren, sondern aus komplexen Netzwerken, die den Austausch zwischen und innerhalb von Unternehmen regeln und nur dadurch ein produktives Ganzes bilden können. Dazu kämen natürlich die Arbeitskräfte mit ihren über die Jahre gebildeten betriebsspezifischen Qualifikationen, die nach Unternehmenspleiten praktisch nutzlos würden und auch nicht so leicht neu gebildet werden könnten.

Der IWF bestand zunächst auf seiner Position und war entsprechend auch bereit, diesen ganzen Anpassungsprozess finanziell (genauer gesagt letztlich zu Lasten der künftig erst noch zu entstehenden koreanischen Wirtschaft und ihrer Steuerzahler) zu unterstützen. Die KDI-Forscher argumentierten, dass die industrielle Substanz des Landes durch das Strukturanpassungsprogramm irreparablen Schaden nehmen würde, und rechneten dem IWF vor, dass die Kosten all dieser Pleiten am Ende den IWF selbst zahlungsunfähig lassen werden würden. Im späten Frühjahr begannen die Selbstsicherheit und Entschiedenheit des IWF zu bröckeln. Der Schwerpunkt verlagerte sich, nachdem die Arbeitslosigkeit schon beträchtlich zugenommen und der Unmut in der Gesellschaft gefährlich zu werden drohte, auf die Rettung und Sanierung der Unternehmen. Nach dem koreanischen Konkursrecht wurden viele von ihnen zunächst unter *work out* gestellt, das heißt, sie wurden erst einmal weitergeführt und saniert und wenn sie aus dem Größten heraus waren, wieder privatisiert.

Die Banken, die ihre historische Funktion verloren hatten, wurden unter hohem Aufwand (170 Mrd. Dollar) geschlossen, saniert und fusioniert – oder, wenn man so will, »normalisiert«. Sie haben bis auf die immer noch staatliche Uri Bank heute alle ausländische Eigentümer, bewegen sich im vorgegebenen gesetzlichen Rahmen und der von Aufsichtsbehörden und Zentralbank festgesetzten Regeln, hören aber auch auf ihre ausländischen Eigner, was gelegentlich zu erheblichem Verdross auf koreanischer Seite führt.

Die koreanische Wirtschaft hat sich nach der Krise unter den betroffenen Ländern am schnellsten wieder aufge rappelt. Kim Dae-Jung, der seit Februar 1998 neue Präsident, der allerdings schon nach seiner Wahl im Dezember 1997 die Politik mitbestimmt hatte, setzte alles daran, die Devisenreserven des Landes zu erhöhen. So kam es, dass so gut wie alle wertvollen Ressourcen des Landes,

wie schon erwähnt auch die Banken, zu Krisenpreisen an ausländische Eigentümer verkauft wurden. Große Unternehmen wie Samsung, LG und Hyundai sind heute mehrheitlich in ausländischem Aktienbesitz. Mittlerweile hat sich ihr Wert vervielfacht, zumal die Wirtschaft schnell wieder auf Wachstums- und einen ausgeprägten Innovationskurs gelangte.

Die Devisenreserven bewegen sich schon seit einigen Jahren in der Größenordnung von 300 Mrd. Dollar, ca. 20 Prozent des koreanischen BSP. Auch für die anderen ostasiatischen Krisenländer ging es nach der Krise erst einmal darum, präventiv ein ordentliches Devisenpolster aufzubauen. In der Ansammlung solcher Reserven kann man eine Verschwendung wirtschaftlicher Ressourcen sehen. Sie sind eine der Lasten, die die Volkswirtschaften in Asien und anderswo für die neue, seit dem Zerfall des Bretton Woods entstandene Finanzunordnung tragen müssen. Als unbeabsichtigte Konsequenz, auch wegen der Zweifel am Euro, sind der US-Dollar als Reservewährung und das Verschuldungspotenzial der USA dadurch gestärkt worden.

## 7. Schlussfolgerungen

### 7.1 Erneuerung eines realkapitalistischen Regimes

- Niemand hat, anders als für den internationalen Handel, bisher theoretisch oder auch empirisch nachweisen können, dass mit der Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs allgemeine Wohlfahrtsgewinne (im Unterschied zur privaten Bereicherung) verbunden sind.
- Insbesondere kurzfristige Kapitalbewegungen sind sehr stark von Erwartungen über Erwartungen, Herdenverhalten, Momenten von Euphorie und Panik, großen Volumina, hoher Volatilität und heftigem Über- und Unterschießen gekennzeichnet. Selbst Michel Camdessus, der frühere Chef des IWF, macht heutzutage spekulative Aktivitäten für die exzessiven Wechselkursschwankungen, die »mit den ökonomischen Rahmendaten nichts zu tun haben«, verantwortlich (Die Zeit, 27.1.2011: 22).

Man kann solche kurzfristigen Kapitalbewegungen entweder unterbinden (wie u. a. in Malaysia geschehen), mit Einschränkungen ihrer Freizügigkeit belegen oder mit Transaktionssteuern, die man zudem je nach spekulati-

ver Anspannung in den Märkten variieren könnte (Kampeter 1990), dämpfen.

- Ein besonderes Problem bilden die zahlreichen Steuer-oasen. Sie sind die wichtigsten, jedoch intransparentesten und unkontrolliertesten Knotenpunkte im internationalen Finanzsystem der Gegenwart. Dennoch weiß man, dass sie weitgehend von der Londoner City und der Wall Street genutzt und gesteuert werden (Shaxson 2010). Da die meisten Transaktionen über nur wenige zentrale Abrechnungsstellen in den USA und Europa laufen, wären technisch gesehen die Herstellung von umfassender Transparenz und die Umsetzung von Transaktionssteuern kein allzu großes Problem.
- Das gleiche gilt für die Einführung von Transaktionssteuern in Kapital- und Devisenmärkten. Da ihr Ziel die Herabsetzung der spekulativen Anspannung und Volatilität in diesen Märkten ist, würden sie ihre Funktion auch dann erfüllen, wenn man sie denjenigen, die sie bezahlen, beispielsweise am Jahresende wieder erstattet.
- Auch die Deregulierung nationaler Kapitalmärkte sollte im Sinne der Markt- und Systemstabilität und ihren Beiträgen zur Wohlfahrt der Nationen überprüft werden. Normative Fragen sind unumgänglich geworden: Werden die Finanzmärkte und die Finanzinstitute ihren Aufgaben gegenüber der realen Wirtschaft gerecht? Deren wichtigste Aufgaben sind zweifelsohne die Allokation von Kapital in der realen Wirtschaft und die Organisation des Zahlungsverkehrs. Was an finanzwirtschaftlichen Aktivitäten über reale Investitionen und den realwirtschaftlich erforderlichen Zahlungsverkehr hinausgeht, verdient eine genauere Untersuchung und ggf. Genehmigung.
- Da die Hauptaufgaben des Finanzsystems einerseits in der Sammlung von Ersparnissen und ihrer Allokation als produktives Kapital in der Realwirtschaft sowie andererseits in der reibungslosen Bewerkstelligung des Zahlungsverkehrs bestehen, wäre es sinnvoll, diese Aufgaben zu trennen. Ein Trennbankensystem könnte aus vier oder mehr Säulen bestehen, z. B. Investitionsbanken, Sparkassen, Handelsbanken und Girobanken. Weitere Spezialbanken in privater, gemeinwirtschaftlicher oder öffentlicher Trägerschaft sind denkbar.

Durch ein Trennbankensystem wird das Systemrisiko zerlegt und vermindert: Wenn die Existenz einer Investitionsbank bedroht ist, werden dadurch nicht gleich auch die

Spareinlagen und der Zahlungsverkehr bedroht. Darüber hinaus werden Interessenkonflikte zwischen verschiedenen »Armen« der jetzigen Universalbanken vermieden.

- Die Liquiditätsvolumina im Finanzsystem sind auf der Basis von allerlei Finanzinnovationen, geringen Sicherheiten und der klassischen Kreditschöpfung regelrecht explodiert. Sie betragen ein Vielfaches der Transaktionsvolumina in der realen Wirtschaft. Die Forderungen und Verbindlichkeiten einzelner Finanzinstitute können das BSP der Länder, in denen sie ansässig sind, um ein Mehrfaches übersteigen.

Im Krisenfall, jedenfalls soweit man der Prämisse folgt, dass Banken ein Systemrisiko darstellen, und deshalb von dem Staat, in dem sie ansässig sind, gerettet werden müssen, setzen sie die Spielregeln nationaler Souveränität außer Kraft und belasten Fiskus und Steuerzahler auf unvorhersehbare und potenziell ruinöse Weise.

In einem Trennbankensystem werden diese Risiken zumindest transparenter, voneinander abtrennbar und damit auch kalkulierbarer.

- In der Verbindung von Immobilienboom und deren Beleihung bzw. der Vergabe von Hypothekendarlehen liegen besondere systemische Risiken, weil sich die Banken während des Booms zu zu großem Optimismus und Leichtsinn ermutigt sehen können. Wenn die Hypotheken darüber hinaus mehrfach verbrieft und mit Hilfe der Ratingagenturen verschönert werden, sollte man sich möglichst der drohenden Gefahren bewusst werden, auch wenn Staat und Wirtschaft vorübergehend von dem Bauboom profitieren. Bei den meisten Finanzkrisen der letzten Jahrzehnte spielten platzende Immobilienblasen eine zentrale Rolle. Das *real-value (market-to-market) accounting* sollte, da es ausgesprochen prozyklisch wirkt, aufgegeben werden.

## 7.2 Makroökonomische Ungleichgewichte

- War das System von Bretton Woods an seinen Konstruktionsfehlern (Anpassungszwänge und Lasten nur für die Defizitländer) und dem eigennützigem Verhalten der USA (die sich als Reservewährungsland gerade nicht an die Defizitländerregel halten mussten) zugrunde gegangen, nutzten die USA auch danach noch ihre weiterhin existierende Position als Reservewährungsland dahin

gehend aus, dass sie ihren staatlichen Überkonsum mit den Ersparnissen anderer Länder finanzierten. Das ist nur möglich, weil der internationale Kapitalverkehr nach dem Ende des Bretton-Woods-Systems liberalisiert worden ist. Das Recycling der Petrodollar hat ebenso wie die Finanzierung der amerikanischen Defizite zur Entstehung eines internationalen Kapitalmarkts beigetragen.

- In einem System mit liberalisiertem internationalen Kapitalverkehr werden die Wechselkurse tendenziell von den Kapitalbewegungen, also nicht mehr über die Handels- bzw. Leistungsbilanz bestimmt. Darauf aufgesetzt führen kurzfristige Kapitalbewegungen und der Devisenhandel im Zuge spekulativer Aufwallungen bzw. aus technischen Gründen (Interaktion von Programmen, die automatisch Kaufs- und Verkaufsentscheidungen generieren) zu hoher Volatilität und immer wieder zu erheblichen Trendabweichungen der Wechselkurse.

- Makroökonomische Ersparnis-Investitions-Ungleichgewichte zwischen Ländern folgen einem Pfad negativer bzw. positiver kumulativer Verursachung und vergrößern sich im Zeitablauf. Die Ersparnis exportierenden Länder gewinnen gewissermaßen künstliche Wettbewerbsvorteile, während die Defizitländer entsprechende Nachteile erleiden. Diese Dynamik hat zur De-Industrialisierung der amerikanischen und britischen Wirtschaft und zur »Industrialisierung« etwa der deutschen Wirtschaft beigetragen. In der Stunde der Wahrheit, wenn die Defizite nicht mehr finanziert werden können, stehen die königlichen Überschussländer dann plötzlich ohne Kleider da, weil sie nicht mehr wie gewohnt ihre Wirtschaften über die Exporte in Gang halten können. Außerdem: Wenn sie denn überhaupt noch etwas von dem über die Jahre geliehenen Geld zurückhaben wollen, müssen sie selbst logischerweise ein Leben als Ersparnisimporteure mit Leistungsbilanzdefiziten beginnen.

- Die internationalen makroökonomischen Ungleichgewichte wurden und werden gerne, aber fälschlicherweise, da es sich um eine Verwechslung von Ursache und Wirkung handelt, als ein Problem über- bzw. unterbewerteter Währungen angesehen. Auf dieser Wahrnehmung beruhte die falsche Methodik des Plaza-Abkommens von 1985. Entgegen der damals gehegten Erwartungen änderte dieses Abkommen nichts an den makroökonomischen Ungleichgewichten. Außerdem erlebte die japanische Wirtschaft einen Innovationsschub und galt bald als die leistungsfähigste OECD-Wirtschaft. Dieser Boom war

jedoch spekulativ überformt und endete in einer dramatischen Immobilien- und Aktienmarktkrise.

Heute verstehen wir besser als damals, dass es vergebene Liebesmüh ist, bei globalen makroökonomischen Ungleichgewichten den Handels- und Leistungsbilanzungleichgewichten und der Staatsverschuldung zuviel Aufmerksamkeit zu widmen. Stattdessen kommt es auf die zugrunde liegenden Absorptionsverhältnisse von Investition und Ersparnis an. Nichtsdestotrotz erleben wir gegenwärtig, wie China im gleichen falschen Geist des Plaza-Abkommens von jenseits des Pazifiks verstärkt unter Beschuss genommen wird.

- Die Liberalisierung der Finanzmärkte bringt es mit sich, dass Gelder, häufig in bedrohlichen Mengen, auf dem Globus hin- und hergeschoben werden, und zwar ohne jeden Bezug zu den jeweiligen Absorptionsverhältnissen. Spanien im 17. Jahrhundert war ein früher Fall eines solchen letztlich sogar destruktiven Zuflusses an Geld, das eben nicht zu Kapital werden konnte. Die lateinamerikanischen Finanzkrisen und die Asienkrise vor gut zehn Jahren sind weitere Beispiele. Selbst Chile versuchte sich in der Folge der Asienkrise vor unerwünschten Kapitalzuflüssen zu schützen. Nicht zuletzt versuchen sich Länder wie Brasilien und Korea gegenwärtig gegen diesen Zustrom unerwünschter kurzfristiger Gelder durch Steuern und andere »unkonventionelle« Maßnahmen zu schützen. Allerdings scheinen die dahinterstehenden »Investoren« schon wieder die Lust an den BRICS zu verlieren (so die Finanzpresse Anfang März 2011). Möglicherweise müssen diese sich bald gegen eine galoppierende Kapitalflucht schützen.

- Es hat sich gezeigt, dass trotz der so gut wie unbeschränkten internationalen Freiheiten des Kapitals selbst in den USA realwirtschaftliche Investitionen im Wesentlichen aus nationaler Ersparnis finanziert werden. Das widerspricht den Hoffnungen, die man mit der Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs auf Seiten der Wirtschaftswissenschaften verband. Man ging davon aus, dass die Kapitalmärkte einen Teil der Ersparnisse der reichen Länder in die Entwicklungsländer kanalisieren würden, um zu deren Entwicklung, natürlich durch reale Investitionen, beizutragen.

Genau das war noch in den 1970er Jahren in Mexiko geschehen. Die Erhöhung der Zinsen durch die US Zentralbank und die damit einsetzende Spekulation gegen

den Peso und die Kapitalflucht zerstörten dann allerdings diese frommen Hoffnungen. Seitdem sind es nicht die Entwicklungsländer, in die die Ersparnis der wohlhabenderen Länder fließen. Vielmehr fließen Ersparnisse aus Entwicklungsländern in die USA und tragen zur ständigen Vergrößerung der weltweiten makroökonomischen Ungleichgewichte bei.

- Die kurzfristigen Kapitalbewegungen haben seitdem bei allen Finanzkrisen ihr destabilisierendes und destruktives Unwesen unter Beweis gestellt. Zur Allokation von Kapital zur Steigerung der Leistungsfähigkeit unserer Wirtschaften haben sie nichts beigetragen, ganz im Gegenteil. Selbst der IWF sieht ihre Rolle mittlerweile kritisch.

### 7.3 Krisenmanagement

- Was Überschussländer wie Deutschland brauchen, ist also anstelle von Ersparnis- bzw. Kapitalexporten eine höhere Absorption der heimischen Ersparnis. Die Kunst besteht darin, nicht den Konsum der privaten Haushalte, sondern ihre Ersparnisse zu senken und zum Staat umzuverteilen (Schulmeister 2010). China hat das mit dem Ausbau der sozialen Sicherungssysteme (die Haushalte müssen nicht mehr im gleichen Maße Vorsorge treiben und sparen weniger) vorgemacht. Zudem werden durch sein Konjunktur- und dem gewaltigen Kreditprogramm erheblich mehr einheimische Ersparnis im Land absorbiert. In China gibt es natürlich noch ein riesiges Entwicklungspotenzial, insbesondere im Landesinneren außerhalb der Küstenregionen. Aber auch in Europa mangelt es überhaupt nicht an vernachlässigten Aufgabenfeldern (Bildungssystem, Klima- und Umweltschutz, bessere Arbeits- und Lebenschancen für Ausländer und die jungen Generationen etc.).

- Soweit diese Umsteuerung der Einkommen nicht sofort gelingt, macht es allemal mehr Sinn, dem eigenen Staat das überschüssige Geld zu leihen, als es einem anderen Staat, der sich schon in der Vergangenheit aus seinen Schulden heraus inflationiert hat, zur Verfügung zu stellen. In Ersparnisüberschussländern wie Deutschland macht es daher Sinn, dass sich der Staat verschuldet.

- Gleichzeitig müssen natürlich auch die Defizitländer die Möglichkeit haben, aus ihrer bedrohlichen und innenpolitisch kaum zu ertragenden Krisensituation her-

auszukommen. An den hier untersuchten Krisen dürfte deutlich geworden sein, dass das Festhalten an neoliberalen IWF-Paketen Krisen nur verlängert. Es hat sich gezeigt, dass man mit heterodoxen Methoden, wie sie Argentinien als erstes Land praktiziert hatte, am ehesten weiterkommt.

- Auf dem Gebiet der Heterodoxie sind der Phantasie kaum Grenzen gesetzt. So erlaubte sich Korea zu Anfang der gegenwärtigen Krise den Luxus, ein Beschäftigungsprogramm, das letztlich überwiegend alte Menschen förderte, aufzulegen. Die eigentliche Absicht war gar nicht, 200 000 alten Menschen Arbeit zu geben. Vielmehr wollte man die Einkommen derjenigen Familien (in Korea gehören Dreigenerationenhaushalte noch zur Normalität), deren Hauptnährer in der Krise arbeitslos geworden war, stützen, weil man erwartete, dass mit Hilfe dieses zusätzlichen Einkommens die Hypotheken weiter bedient werden würden – und die Banken vor einer weiteren Verschlechterung ihrer Situation geschützt werden könnten.

- Wenn sich die EU und einige ihrer Mitgliedsländer nicht von den Vorstellungen der früheren, neoliberalen IWF-Pakete lösen können (was der IWF schon getan hat), dann wird das nur zu einer Verschärfung der Lage der von der Krise am meisten betroffenen Länder führen. Ohne die Solidarität und Unterstützung der von der Krise weniger betroffenen Länder besteht die Gefahr, dass die Krise zu einem infiniten Regress ausartet. Wie es Korea in der Asienkrise vorgemacht hat, besteht der einzig sinnvolle Weg im Umbau und der Modernisierung alter Strukturen, nicht in deren Zerstörung. Auch Argentinien hat es nach langen Jahren geschafft, unter Missachtung der damaligen IWF-Auflagen eine geradezu atemberaubende Wende zu vollführen. Wir sollten deshalb nicht an unserer eigenen Mutlosigkeit verzagen, wenngleich wir in Europa mit unseren gefestigten Strukturen sicherlich mehr Geduld und auch Geld werden aufbringen müssen.

Die Krisenländer sollten nicht bestraft, sondern dabei unterstützt werden, aus ihren spezifischen Strukturproblemen herauszuwachsen. Dazu muss gerade auch durch die Überschussländer wie Deutschland ein expansives wirtschaftliches Klima geschaffen werden, das es ihnen selbst und den Krisenländern erlaubt, sich aus der fatalen Dynamik von Leistungsbilanzüberschüssen und -defiziten, bzw. von Ersparnisexport und Verschuldung zu befreien. Ohne diese Wende sieht die Zukunft düster aus.

Da wir es vorgezogen haben, die Banken zu retten und damit den Krisenstaaten zusätzliche Staatsschulden aufzubürden und jetzt daran gehen, ihre Glaubwürdigkeit durch die Androhung von Insolvenzverfahren weiter zu untergraben, ist es für die Krisenländer nur noch schwieriger geworden, sich aus dieser fatalen Dynamik zu befreien. Ein *haircut* der privaten Banken hätte Erleichterung gebracht. Ein Schuldenschnitt der jetzt auf dem Staat lastenden Schulden würde nicht nur einen gefährlichen Präzedenzfall schaffen, sondern auch die Finanzierung der staatlichen Defizite, ohne die den Krisenländern die erforderliche Wende nicht gelingen kann, gefährden. Es liegt auf der Hand, dass Garantien bzw. die vorübergehende Übernahme der Schuldpapiere der Krisenländer durch die EZB ein gut geeignetes und notwendiges Mittel sind, diese Wende zu unterstützen und der Spekulation gegen die Krisenländer den Wind aus den Segeln zu nehmen. Hartnäckige Wirtschaftskrisen können nicht ohne entschiedenes staatliches Handeln und ohne die vorübergehende Erhöhung der Staatsausgaben überwunden werden.

Die politischen Verhältnisse in Nordafrika und anderen arabischen ändern verändern sich seit einigen Monaten dramatisch. Die EU und ihre Mitgliedsländer hatten sich bislang gut mit den dortigen autoritären Regimen arrangiert, weil sie sich davon Stabilität in der Nachbarschaft und Unterstützung bei der Eindämmung der Migration nach Europa erhofften. Einige dieser Länder sind bei ausländischen Banken hoch verschuldet. Die neuen, hoffentlich freiheitlicheren und demokratischeren Regierungen müssen die Wirtschaft umbauen und auf einen Modernisierungskurs bringen, wenn sie den Erwartungen ihrer Bürger gerecht werden wollen. Spätestens dann wird sich die Frage stellen, inwieweit Europa sie dabei unterstützen kann und will. Eine zentrale Frage dabei ist der Umgang mit den Altlasten der früheren autoritären Regime. Ohne eine Entlastung laufen wir, wie zuvor in Argentinien, Gefahr, die neu gewonnenen demokratischen und politischen Fortschritte und den wirtschaftlichen Umbau zu gefährden.



## Literatur

- Bagú, Sergio** (1949): *Economía de la sociedad colonial*, Buenos Aires, Editorial Ateneo.
- Bhagwati, Jagdish N.** (2007): *In Defense of Globalization*, Oxford University Press, Oxford.
- Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)** (1998): *History of the 1990s*, Vol. 1: An Examination of the Banking Crises of the 1980s and Early 1990s, Washington D.C.
- Hansen, Roger D.** (1971): *La política del desarrollo mexicano*, México D.F.
- Hellwig, Martin F.** (2008): The Causes of the Financial Crisis, *CESifo Forum*, 4/2008.
- Hellwig, Martin F.** (2010): Capital Regulation after the Crisis: Business as Usual? *MPI Collective Goods Reprint*, Nr. 2010/31, 07/2010.
- Kampeter, Werner** (1990): *Kapitalmärkte und Devisenmärkte als Herausforderung der Wirtschaftspolitik*, Campus Verlag, Frankfurt.
- Kampeter, Werner** (2000): *Das voreilige Ende des »koreanischen Modells«: staatlicher Rückzug als Ursache der Finanzkrise*, Friedrich-Ebert-Stiftung, Internationale Politikanalyse, Bonn.
- Kampeter, Werner** (2004): *Soziale Demokratie in Japan: Vorbild für Deutschland?* Friedrich-Ebert-Stiftung, Internationale Politikanalyse, Bonn.
- Korea Development Bank (KDB)** (2011): *IMF to highlight Korea's capital control*, Press Release, 24.2.2011.
- Nakaso, Hiroshi** (2001): The Financial Crisis in Japan during the 1990s: How the Bank of Japan responded and the lessons learnt, *BIS Papers*, No 6/2001.
- Obstfeld, Maurice und Rogoff, Kenneth** (2000): The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause?, in: Bernanke, Ben und Rogoff, Kenneth, *NBER Macroeconomics Annual 2000*, 15, The MIT Press: 339–390.
- Otte, Max** (2009): Die Finanzkrise und das Versagen der modernen Ökonomie, in: *Aus Politik und Zeitgeschichte*, 52: 9-16.
- Plender, John** (2011): Property: Overarching problems, in: *Financial Times*, 26.11.2011.
- Reynolds, Alan** (2011): The Myth of Corporate Cash Hoarding, in: *Wall Street Journal*, 24.2.2011.
- Schulmeister, Stephan** (2010): New Deal für Europa, in: *Le Monde diplomatique*, 09/ 2010.
- Shaxson, Nicolas** (2010): *Treasure Islands: Tax Havens and the Men who Stole the World*, London: The Bodley Head.
- Sohmen, Egon** (1969): *Flexible Exchange Rates*, Chicago/London (erste Auflage 1961).
- Wikipedia** (2011): *Argentine economic crisis (1999–2002)*, Criticism of the IMF: [http://en.wikipedia.org/wiki/Argentine\\_economic\\_crisis\\_%281999%E2%80%932002%29](http://en.wikipedia.org/wiki/Argentine_economic_crisis_%281999%E2%80%932002%29) (aufgerufen am 15.02.2011).



## Über den Autor

**Dr. Werner Kampeter**, Internationale Politikanalyse,  
Friedrich-Ebert-Stiftung, Berlin.

## Impressum

Friedrich-Ebert-Stiftung  
Internationale Politikanalyse | Abteilung Internationaler Dialog  
Hiroshimastraße 28 | 10785 Berlin | Deutschland

Verantwortlich:  
Dr. Gero Maaß, Leiter Internationale Politikanalyse

Tel.: ++49-30-269-35-7745 | Fax: ++49-30-269-35-9248  
[www.fes.de/ipa](http://www.fes.de/ipa)

Bestellungen/Kontakt hier:  
[info.ipa@fes.de](mailto:info.ipa@fes.de)

Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Ansichten  
sind nicht notwendigerweise die der Friedrich-Ebert-Stiftung.

Diese Publikation wird auf Papier aus nachhaltiger Forstwirtschaft  
gedruckt.



**ISBN 978-3-86872-670-1**