



Finanz- und Wirtschaftskrise:

Turbulenzen auch für die Wirtschaftstheorie

Das (neue?) Verhältnis von Markt und Staat

Globalisierung - Krise - Sozialpolitik

Jahrestagung der Gesellschaft für Sozialen Fortschritt e. V.
in Kooperation mit der Evangelischen Akademie Loccum
5./6. Oktober 2010, Loccum



Torsten Windels
Chefvolkswirt
NORD/LB

Thesen zur Wirtschaftstheorie

Übersicht – Thesen zur Wirtschaftstheorie

- Einleitung
- Grundmodell
- Asymmetrische Information
- Entscheidungen unter Unsicherheit
- Dynamik und Zeit
- Wettbewerb und Marktmacht
- Systemische Probleme
- Externe Effekte
- Netzwerkeffekte
- Öffentliche Güter
- Fazit
- Diskussionsfragen

Einleitung – Bankökonomien – Monetäre Ökonomik

- Bankökonomien arbeiten am aktuellen Datenrand, Finanzmarktökometrie spielt zunehmende Rolle, Finanzmarktkrise hat aber deren Grenzen/Defizite gezeigt
- Ziel: Prognose bankrelevanter Parameter (Inflation, Wachstum, Geldpolitik, Renditen, Zinsstrukturen, Risikospreads, Währungen, Branchen, Demografie, Kundensegmente, Regulation/Finanzpolitik, ...)
- Interpretation von Daten und Dynamiken ist theorieabhängig
- Erfahrungswissen hat an Bedeutung gewonnen (Geschichte, Berufserfahrung, gutes fundamentales Verständnis von Wirtschaft und Gesellschaft)
- Volkswirte haben das Risiko überwiegend nicht erkannt
- Volkswirte haben aktuell Probleme die Lage zu analysieren und die nächsten Ereignisse vorherzusagen
- Volkswirte sind dennoch gefragt wie selten
- Vielen Volkswirten fehlt Verständnis für kapitalmarktbezogene Prozesse (Kettenreaktionen, Reaktionsweisen von Finanzmarktakteuren)
- Interdisziplinarität wird wichtiger (Geschichte, Soziologie, Psychologie, Statistik, ...)

Grundmodell

- Homo oeconomicus – handelt egoistisch, rational (Geld)
- Unsichtbare Hand führt die Einzelpläne über den Preismechanismus des Marktes zum gesellschaftlichen Optimum in Güterversorgung und Wachstum
- Ungleichgewichte (Arbeitslosigkeit, Armut) sind Störungen der Marktordnung (Preismechanismus)
- EU: Wachstum durch Liberalisierung und Marktöffnung (Binnenmarkt zielt auf economies of scale, Euro auf Finanzmarkt effizienz)
- Ökonomie funktioniert immer und überall gleich
- Staat ist Wächter der Ordnung (Eigentumsrechte, Militär, Wettbewerb)
- Öffentliche Güter auf dem Rückzug begriffen (Infrastruktur, Bildung, Forschung, Vorsorge)
- Globaler Wettbewerb erzwingt profitabelste Strukturen als Durchsetzung der ökonomischen Vernunft
- Staatliche Intervention: Anmaßung von Wissen (Hayek)

Asymmetrische Informationen

- ABS-Anleihen: Produzent wusste mehr als Ratingagentur oder Käufer
- Anerkannte Lösungen:
 - gesetzliche Aufklärungspflichten des Verkäufers (z.B. Prospekt mit Haftung), Informationspflichten des Käufers
 - Spieltheoretisch optimierte Anreizstrukturen (Vermeidung von moral hazard)

Entscheidungen unter Unsicherheit

- Die Welt ist unsicher
- Wirtschaftliche Entscheidungen (sparen/konsumieren, investieren) erfordern Erwartungen zur Zukunft
- Erwartungen sind unsicher und veränderlich
- Finanzmarktpreise sind Erwartungspreise
- Geänderte Erwartungen ändern Aktienpreise und Zinsen
- „An der Börse wird nicht geklingelt“, „Ich suche die Erwartungen des Marktes und frage nicht nach meiner Erwartung oder der Begründetheit von Preisbewegungen“
- Gerüchte, Manipulationen, Marktmacht und volatile Risikoneigungen machen den Markt (Bsp. Risikomodelle und GR-Bonds)
- Der Markt macht die Konjunktur, nicht die Konjunktur macht den Markt
- WYBIWYG (what you believe is what you get), self-fulfilling prophecies
- Kein gutes Umfeld für Investitionen mit Zeitbedarf
- Märkte neigen zu irrationalalem Überschwang

Das Beispiel Griechenland

- OECD und EU-Kommission loben 2007 strukturelle Fortschritte in GR (Spread zu Binds am 02.01.2008: 30,4 bp)
- Okt. 2009: Verdoppelung des Staatsdefizit treibt Ratings/Spreads (Reihenfolge?)
- 2010: Steigende Spreads als Risikomaß des Marktes (IFRS-Bewertung) erhöhen Ausfallwahrscheinlichkeit (Zinslast) und treiben Spreads – keine Gegenbewegung
- Uneinheitliche Reaktion der EU-Mitglieder und unklare EU-Regeln (rettet EU GR oder nicht? D: Ja, aber ...) treiben Unsicherheit und Spreads
- Marktversagen: Keiner kauft, viele (wollen/müssen) verkaufen (gleichgerichtete Erwartungen) – Es fehlt staatlicher Akteur zur Korrektur der Erwartungen (analog: USD-Interventionen in den 80er)
- Spill overs: P – SP – IRL – I (PIGS/GIPSI) – EUR (Angriff?)
- Bankenkrise II + Risiko für Lebensversicherer: Wer hält PIGS-Anleihen? – (Risikomodelle verteuern Kauf, Neubewertung Staatsbonds)
- Euro-Rettungsschirm: 750 Mrd EUR (braucht EU europ. Währungsfonds?)
- Deutschland erzwingt Sparkurs in Europa (gut oder schlecht?)

Das Beispiel Griechenland – Chronologie (nach: BMF)

- **Oktober 2009:** Die neugewählte griechische Regierung gibt bekannt, dass die Staatsverschuldung des Landes bei 12,7 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) liegt, und korrigiert damit die bisherige Angabe stark nach oben.
- **16. Dezember:** In der Folge wird Griechenlands Kreditwürdigkeit von der Rating-Agentur Standard and Poor's herabgestuft. Entsprechend steigen die Risikoaufschläge für griechische Staatsanleihen und der Kurs des Euro fällt.
- **11. Februar 2010:** Die Staats- und Regierungschefs der Europäischen Union erklären ihre Bereitschaft, notfalls entschlossene und koordinierte Maßnahmen zur Sicherung der Finanzstabilität im Eurogebiet zu ergreifen.
- **16. Februar 2010:** Der ECOFIN-Rat verabschiedet eine Stellungnahme zum aktualisierten Stabilitätsprogramm Griechenlands. Hierin sieht der Rat Risiken für das Erreichen der im Programm genannten Haushaltsziele. Griechenland wird daher aufgefordert, zusätzliche Maßnahmen zu ergreifen, um ein Erreichen des neuen Defizitziels von 8,7 Prozent des BIP sicherzustellen.
- **3. März 2010:** Die griechische Regierung kündigt zusätzliche Sparmaßnahmen in Höhe von 4,8 Milliarden Euro oder rund 2% des BIP an, die sowohl die Einnahmen- als auch die Ausgabenseite betreffen.
- **4. März 2010:** Griechenland bringt eine 10-jährige Staatsanleihe in Höhe von 5 Milliarden Euro auf den Markt. Die Anleihe wird sehr gut von den Anlegern aufgenommen.
- **5. März 2010:** Das Parlament in Athen verabschiedet ein Sparprogramm. Unter anderem werden die Mehrwertsteuer und verschiedene Verbrauchssteuern erhöht. Die Renten werden eingefroren und die Bezüge für Beamte gekürzt. Die Sparmaßnahmen rufen landesweite Proteste hervor.
- **8. März 2010:** Die griechische Regierung legt einen Umsetzungsbericht zum Erreichen der Budgetziele des Stabilitätsprogramms vor.

Das Beispiel Griechenland – Chronologie (nach : BMF)

- **15. / 16. März 2010:** Die Finanzminister der Eurogruppe begrüßen die von Griechenland beschlossenen Maßnahmen. Gleichzeitig fordern die Minister die griechische Regierung auf, weitere Anstrengungen, auch bei strukturellen Reformen, zu unternehmen, um die Wettbewerbsfähigkeit des Landes zu erhöhen.
- **25. März 2010:** Die Staats- und Regierungschefs der Eurogruppe erklären grundsätzlich ihre Bereitschaft, unter Beteiligung des Internationalen Währungsfonds (IWF) mit einem Hilfspaket in Form von koordinierten bilateralen Darlehen zur Sicherung der Finanzstabilität und der Gemeinschaftswährung beizutragen. Unter diesem Aspekt sind Hilfen an Griechenland erforderlich.
- **11. April 2010:** Die Finanzminister des Eurogebiets legen weitere Details des Hilfspaketes fest: Der IWF und alle Eurostaaten werden sich am Hilfspaket beteiligen. Um die Zahlungsfähigkeit Griechenlands zu erhalten, werden 110 Milliarden Euro über drei Jahre bereitgestellt. Hiervon werden die Mitglieder der Eurozone bis zu 80 und der IWF bis zu 30 Milliarden Euro tragen. Der deutsche Anteil beträgt rund 22,4 Milliarden Euro. Gleichzeitig muss sich Griechenland zu umfangreichen Sparmaßnahmen und regelmäßigen Berichten in engem zeitlichem Abstand über den Stand der Umsetzung verpflichten.
- **15. April 2010:** Die griechische Regierung bittet die Europäische Kommission, den Internationalen Währungsfonds und die Europäische Zentralbank (EZB) darum, Gespräche über ein mehrjähriges Hilfsprogramm aufzunehmen.
- **19. April 2010:** Die Gespräche zum Hilfsprogramm werden aufgenommen. Die Regierung in Athen krüppt hieran jedoch noch keine explizite Bitte um finanzielle Hilfe.
- **22. April 2010:** Eurostat veröffentlicht seine regelmäßige Pressemitteilung zu Defiziten und Schuldenständen in den Mitgliedstaaten der EU. Das griechische Defizit für 2009 wird auf 1,3,6% des BIP nach oben revidiert, was zu weiter steigenden Renditeerwartungen an griechische Anleihen führt.
- **23. April 2010:** Griechenland beantragt aufgrund drohender Zahlungsunfähigkeit das internationale Hilfsprogramm.



Das Beispiel Griechenland – Chronologie (nach : BMF)

- **2. Mai 2010:** Die griechische Regierung vereinbart mit dem IWF, der EZB und der EU-Kommission ein dreijähriges Anpassungsprogramm und verpflichtet sich zu ambitionierten Konsolidierungsschritten. Ziel ist, das Vertrauen der Märkte in die griechische Haushalts- und Finanzpolitik wiederherzustellen und die griechische Wettbewerbsfähigkeit zu gewährleisten. Ferner erklären die Europäische Zentralbank und die Kommission in einer gesonderten Deklaration von EZB-Präsident Trichet und Kommissar Rehn, dass Griechenland sich nicht hinreichend auf dem Kapitalmarkt finanzieren kann und dass beide Institutionen die Implementierung des internationalen Hilfspaketes befürworten.
- **3. Mai 2010:** Das Bundeskabinett beschließt das „Währungsunion-Finanzstabilitätsgesetz“ und stimmt damit dem deutschen Beitrag für die Finanzhilfen für Griechenland zu.
- **5. Mai 2010:** Das griechische Parlament billigt das ehrgeizige finanz- und wirtschaftspolitische Anpassungsprogramm mit einem beachtlichen „Front Loading“ an Konsolidierungsmaßnahmen, zu dem sich die griechische Regierung verpflichtet hat.
- **7. Mai 2010:** Das „Währungsunion-Finanzstabilitätsgesetz“ wird nach intensiven Beratungen im Bundestag und Bundesrat verkündet und tritt am 8. Mai 2010 in Kraft. Neben der Regierungskoalition stimmten auch Bündnis 90/Die Grünen für den Gesetzentwurf, die SPD enthielt sich.
- **12. Mai 2010:** Der IWF zahlt seinen Teil des Kredits in Höhe von 5,5 Milliarden Euro an die griechische Regierung.
- **18. Mai 2010:** Die Eurostaaten überweisen 14,5 Milliarden Euro Kredithilfen an Griechenland. Der deutsche Beitrag beläuft sich auf 4,4 Milliarden Euro und wird von der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) ausgereicht.
- **19. Mai 2010:** Eine griechische Anleihe mit einem Volumen von 8,5 Mrd. Euro wird fällig, zu deren Refinanzierung die erste Kredittranche - unter vollständiger Respektierung des Ultima-Ratio-Gebotes des deutschen Verfassungsrechts - rechtzeitig ausgereicht wurde.



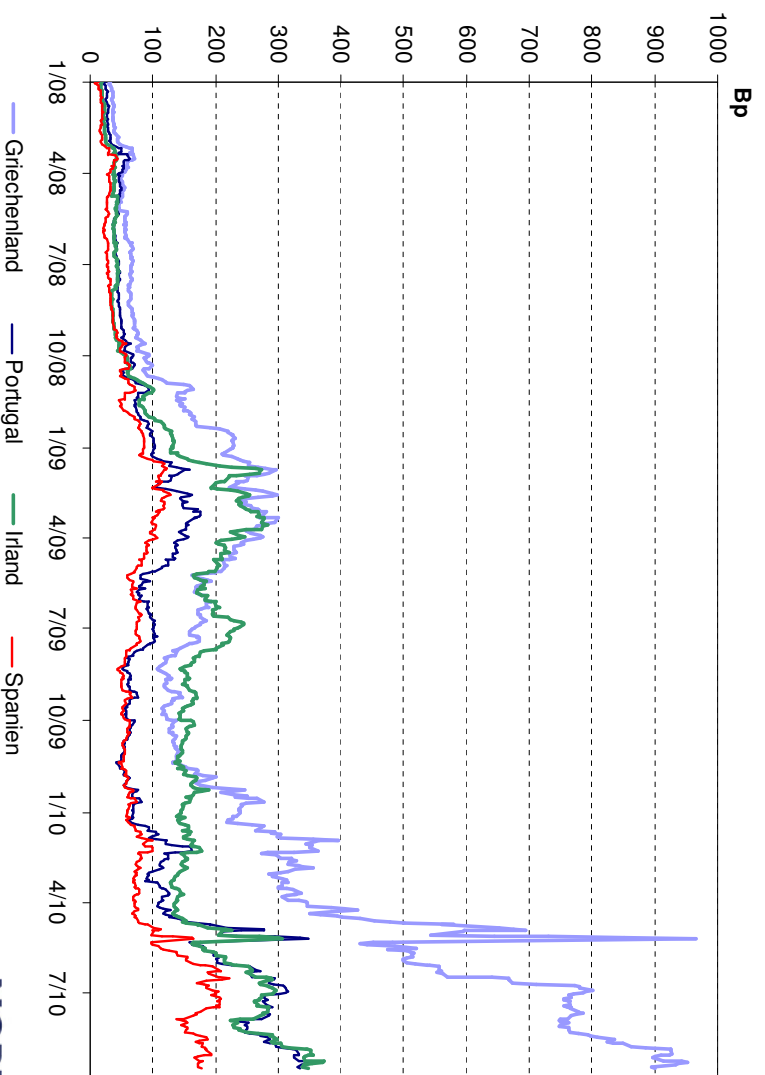
Das Beispiel Griechenland – Chronologie Rettungsschirm (nach : BMF)

- **Anfang Mai 2010:** Die Krise auf den Finanzmärkten spitzt sich dramatisch zu. Vor allem Risikoaufschläge für die Staatsanleihen einiger Euro-Mitgliedstaaten wie Portugal, Irland und Spanien steigen rapide und erreichen das Niveau, das im Fall von Griechenland im April zum Verlust des Zugangs zu den Kapitalmärkten führte. Auch europäische Banken lehnen sich - ähnlich wie in der letzten dramatischen Phase der Finanzkrise - kaum mehr untereinander Geld. Insgesamt verdichten sich dadurch innerhalb kürzester Zeit die Anzeichen einer akut bevorstehenden systemischen Krise.
- **7. Mai 2010:** Angesichts dieser Lage bekräftigen die Staats- und Regierungschefs der Eurozone, die EU-Kommission und die EZB ihre Entschlossenheit, die Stabilität, die Einheit und die Integrität des Euro-Währungsgebietes zu wahren und dafür alle zur Verfügung stehenden Mittel auszuschnöpfen. Die Staats- und Regierungschefs vereinbaren in diesem Zuge, alle notwendigen Maßnahmen zur Haushaltskonsolidierung zu ergreifen. Sie bitten den ECOFIN-Rat, über einen von der Kommission vorzulegenden Vorschlag für einen europäischen Stabilisierungsmechanismus kurzfristig zu entscheiden.
- **9. Mai 2010:** Bei einer Sondersitzung des ECOFIN-Rates beschließen die Minister ein über die Hilfen für Griechenland hinausgehendes Maßnahmenpaket um die Stabilität des Euro zu sichern und die Zahlungsfähigkeit der Mitgliedsländer des Eurogebietes sicherzustellen. Das Paket hat ein Gesamtvolumen von 500 Milliarden Euro. Hiervon fallen 60 Milliarden Euro auf einen Notfallfonds. Wenn ein Staat Hilfe bekommen will, muss er sich einem gemeinsamen Programm von EU und IMF mit strengen finanz- und wirtschaftspolitischen Auflagen unterwerfen. Zusätzlich haben die Mitgliedstaaten vereinbart, dass sie im Krisenfall zusätzliche Unterstützung leisten. Hierzu ist beabsichtigt, eine Zweckgesellschaft zu gründen, die durch Gewährung von Krediten von bis zu 440 Milliarden Euro eine drohende Zahlungsunfähigkeit von Mitgliedstaaten abwehren soll. Auch die Reformen zur Stärkung der Währungsunion sollen vorangebracht werden. Dazu trifft sich eine Task Force unter Vorsitz des Präsidenten des Europäischen Rates erstmalig am 21. Mai 2010.

Das Beispiel Griechenland – Chronologie Rettungsschirm (nach : BMF)

- **11. Mai 2010:** Die Bundesregierung bringt am 11. Mai 2010 in einer Sondersitzung das Gesetz auf den Weg, das den deutschen Anteil am Euro-Rettungspaket regelt. Das 60 Milliarden Euro-Volumen des Notfallfonds konnte bereits auf EU-Ebene in Kraft treten.
- **19. / 20. Mai 2010:** Auf einer Internationalen Finanzmarktkonferenz diskutieren hochrangige Experten zukünftige Reformen der Finanzmarktregulierung und Finanzaufsicht.
- **21. Mai 2010:** Bundestag und Bundesrat stimmen dem Gesetzentwurf zum Euro-Rettungspaket zu. Das „Gesetz zur Übereinnahme von Gewährleistungen im Rahmen eines europäischen Stabilisierungsmechanismus“ sieht vor, dass sich Deutschland mit Garantien von bis zu 123 Milliarden Euro (plus ggf. 24,6 Milliarden Euro) am Rettungspaket zur Stabilisierung der gemeinsamen Währung beteiligt.
- **22. Mai 2010:** Bundespräsident Horst Köhler unterzeichnet das Gesetz zum Euro-Rettungspaket.

Euroland – Staatsschuldenkrise (Kapitalmarktspreads zu Bunds (10J))



Thesen zur Wirtschaftstheorie

Dynamik und Zeit

- Niemand steigt zweimal in den gleichen Fluss (Heraklit)
- Keynes (1936, S 135):
„Spekulanten mögen als Luftblase auf einem steten Strom des Unternehmertums keinen Schaden anrichten. Aber die Lage wird ernst, wenn das Unternehmertum die Luftblase auf einem Strudel der Spekulation wird.“
- Sachverhalte können ihren Charakter mit dem historischen Kontext ändern
- Unterschiedliche Dinge brauchen unterschiedliche Regeln (Waren-, Arbeits- und Finanzmärkte)
- Unterschiedliche Entwicklungsphasen im Akkumulationsprozess, in der Geschichte der Volkswirtschaft erfordern unterschiedliche Marktverfassungen / Regulationen mit Ge- und Verboten (z.B. Kapitalmarktliberalisierungen in EL)
- Es ist Aufgabe der Regulation die Nützlichkeit ökonomischer Prozesse zu bewahren, Missbrauch und Systemgefahren zu verhindern.
- Das Credo „Der Markt hat immer Recht“ ist tot. Hayeks „Anmaßung von Wissen“ nur temporär/partiell richtig und tendenziell undemokratisch (Konsumentendemokratie)

Wettbewerb und Marktmacht

- Mono- oder oligopolistische Strukturen verteuern Finanzmarktprodukte
- Lösung: Wettbewerbsrecht, Entflechtung, Aufsicht
- Große Bank gegen kleine Anleger (Klagelkosten)
- Großes Land gegen kleines Land (Handelsstreit, Entschuldungsabkommen, IWF-Auflagen, Euro-Stabilitätspakt gegen Deutschland oder Griechenland)
- Anerkannte Lösungen: Sammelklagen, Umkehr der Beweislasten, Internationale Institutionen (WTO, EuGH)

Systemische Probleme

- Instrumente mit positiven Rückkopplungen (Carry Trades, Leerverkäufe)
- Regulatorisch:
 - Finanzmarktvernetzungen bergen negative Kettenreaktionen, Unternehmen wachsen aus nationalen Regulationsinstanzen heraus,
 - regulatorische Anpassungen (Bilanzrecht, Aufsichtsrecht, Basel II) haben unerkannte Systemwirkungen,
 - Regulierungsarbitrage
 - expansive Geldpolitik geht in unbeobachtete Assetpreise (Inflationstheorie)
 - Ablösung von realer und monetärer Sphäre bringt neue Qualitäten von Problemen (Umkehr von Konjunktur und Finanzmarktpreis-Zusammenhängen)
- Methodisch: Risikocontrolling suggeriert Beherrschung von Problemen und schmilzt Risikopuffer ab
- Lösung: Verbote, Regulierung, Anreize, Aufsicht

Externe Effekte

- Handlungen Einzelner führen zu Kosten, negativen Effekten Dritter (Öffentlichkeit oder Einzelner); klassisch: Emissionen (Wasser, Luft, Boden, Abfall, Lärm)
- Finanzmarktaktivitäten mit Bubble-Wirkungen in verschiedenen Asset-Märkten (Aktien, Rohstoffe, Immobilien, Renten) verursachen Fehlallokation und steigende Volatilitäten bis zu Rezession und schädigen damit Realwirtschaft (externer Effekt?)
- Anerkannte Lösungen: Internalisierung externer Effekte (Steuern, Gebühren), Versicherung oder Verbote; Verbesserung der Schutzrechte Dritter, makroprudentielle Aufsicht

Netzwerkeffekte

- Netzwerkeffekte können Quasi-Monopole erzeugen (Microsoft, Google) mit Problemen von Marktmacht. Monopolrenten, u.ä.)
- Handelsplätze mit hoher Liquidität
- USD bietet Netzwerkeffekte (vgl. Institutsgutachten Fj. 2010, Kap. 6 für EUR in SP):
 - relative Wertstabilität (ökonomisch, politisch, militärisch),
 - Großer Wirtschaftsraum (Volumensunabhängigkeit)
 - Senkt Transaktionskosten (vergleichbare Kalkulationsbasis mit geringer Anpassungsschwankung; zentrales Motiv für Währungsanbindung?)
 - Bringt Gewinne (Seignorage) und/oder niedrig verzinste Kredite für Emissionsland, verleitet zu monetär basiertem Wachstum (Geldillusion?)
- Forderung: Weltreserwewährung (Keynes-Plan 1944, Stiglitz-Kommission 2009)
- Negative Netzwerkeffekte durch hohe Abhängigkeit globalisierter Finanzmärkte (Ansteckungsgefahren)

Öffentliche Güter

- Finanzmarktstabilität als öffentliches Gut (Wer stellt dies in globalisierten Märkten her?)
- Banken zur volkswirtschaftlich „dienenden“ Funktion zurückführen (Hesse/Braasch 1994, Hoppenstedt 2004, Rehm 2008, Menkhof 2010)
- Börsengeböt: Finanzmarkttransaktionen immer über öffentlich regulierte, transparente Handelsplätze, Verbot von OTC, Rückführung von Bankhandelsplattformen (Aktien, Renten, Devisen) an Börsen, Verringerung von counterparty risk (Bsp.: CDS-Märkte, AIG)
- Bewertungskonflikt: Stabilität vs. Effizienz
- Prüffrage: Welche Organisations-/Regulationsform bietet höhere Wohlfahrtseffekte

Fazit

- Keine neuen Detailkenntnisse
- Krisenerfahrung könnte die Details von der Ausnahme zur Regel machen
- Menschen funktionieren anders (eine wesentliche Basisvariable des Modell ist falsch)
- Märkte funktionieren mit und durch Menschen, Märkte funktionieren unterschiedlich (Dynamik statt komparativer Statik zeigt veränderliche Rollen von Variablen)
- Methoden der Analyse sollten kritisch hinterfragt werden
- **WARNUNG:** Außenwirtschaftliche Öffnung ist keine unumkehrbare Entwicklung, sondern hängt auch von gesellschaftlicher Akzeptanz ab (1929 ff., Autarkiestreben)
- Weltwirtschaft / Europa am Scheideweg ??
- Spannende Zeiten für volkswirtschaftliche Analysen und Forschungen

Aber: keine wissenschaftliche Debatte in D um neue Erkenntnisse aus der Krise, Sparpolitik beendet Fiskalinterventionen zu früh

Diskussionsfragen

- Ist Spekulation, sind Derivate nützlich oder schädlich? Es kommt darauf an!
- Soll Estland dem Euro beitreten?
- Soll Griechenland austreten oder ausgetreten werden?
- Wie lässt sich das Binnenwachstum in Deutschland steigern?
- Ist Olivier Blanchards Idee von 4% Inflation zur Erleichterung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte hilfreich?
- Kenneth Rogoff: „Lest Geschichtsbücher, keine Ökonomiebücher“ (sinngemäß)
- Sind die Kapitalzuflüsse in die USA (=Attraktivität) Ursache der Leistungsbilanzdefizite oder ist es der kreditfinanzierte Konsum?
- Ist Politik wirksam (Wirtschaft, Geld, Konjunktur, Industrie, Technologie, Regional)?
- Gibt es Geldillusion?
- ...