

**Finanzkrise: Anlass, Ursachen,
Strategien, inklusive Blick nach vorne**

Karl Aiginger

Finanzkrise: Anlass, Ursachen, Strategien, inklusive Blick nach vorne

Karl Aiginger

Vortrag anlässlich des Seminars
"International Monetary Economics" an der
Wirtschaftsuniversität Wien, 20. Jänner 2009,
adaptiert am 22. April 2009

WIFO-Vorträge, Nr. 104

Karl Aiginger*

Finanzkrise: Anlass, Ursachen, Strategien, inklusive Blick nach vorne

Abstract

Die Finanzkrise hat einen Einbruch der Realwirtschaft nach sich gezogen, tiefer als jeder Produktionsrückgang seit 50 Jahren, wenn auch nicht vergleichbar mit der Weltwirtschaftskrise der Dreißiger Jahre. Die Ursachen für die Krise liegen nicht nur im Finanzsektor, sondern auch in makroökonomischen Ungleichgewichten, Regulierungs- und Koordinierungsversagen. Bezüglich der Dauer der Krise zeigen vergangene Erfahrungen, dass sie unterschiedlich lange für den Aktienmarkt, Produktion und Beschäftigung anhalten wird und dass die Erholung schrittweise und langsam sein wird. Die wirtschaftspolitischen Lösungsansätze werden systematisiert und es wird analysiert, wie man die Krise als Chance nutzen kann. Es wird die Hypothese gewagt, dass einige Elemente des europäischen Modells (Längerfristigkeit, Stakeholdermodell) Vorbildwirkung für die Welt nach der Krise bieten könnten, eventuell eingebunden in eine aktive, kooperative US-Politik.

Vortrag gehalten im Seminar "International Monetary Economics" an der
Wirtschaftsuniversität Wien am 20. Jänner 2009

Adaptiert am 22. April 2009

* Der Autor dankt Gerhard Allgäuer, Burghard Feuerstein, Franz Hahn, Helmut Kramer, Karl Pichelmann, Sonja Schneeweiss, Margit Schratzenstaller, Helene Schuberth, Hans Seidel, Egon Smeral, Hannes Stattmann, Peter Szopo, Gunther Tichy, Thomas Url und Ewald Walterskirchen für wertvolle Anregungen. Die Aussagen des Artikels verbleiben jedoch die persönlichen Ansichten des Autors und geben nicht in jedem Fall die Meinung der Kritiker wider. Dagmar Guttmann und Karolina Trebicka bin ich für die wissenschaftliche Assistenz dankbar. Erscheint im Steirischen Handbuch der Politik und in der WIFO-Vortragsreihe.

1. Einleitung

Die Internationale Wirtschaft befindet sich in ihrer schwersten Krise seit der Weltwirtschaftskrise in den Dreißigerjahren des vorigen Jahrhunderts. Die Auswirkung der Krise auf Produktion und Arbeitsmarkt ist bisher deutlich geringer, das Einkommens- und Wohlfahrtsniveau um ein Vielfaches höher. Die Wirtschaftspolitik hat entscheidend zur Abmilderung beigetragen, ist allerdings weiter gefordert. Die Frage, wie lange die Krise dauern wird, kann nicht mit Sicherheit beantwortet werden, wenn es auch empirische Erfahrungen aus – allerdings nicht ganz vergleichbaren – vorangegangenen Krisen gibt. Und die Krise könnte unterschiedlich lange dauern, auf Aktienmärkten, in der realen Wirtschaft und auf dem Arbeitsmarkt. Offen sind sowohl der Zeitpunkt als auch das Tempo der Erholung in der Realwirtschaft, wie auch die strukturellen Veränderungen die es geben wird und geben soll. Das "Nachher" muss aber schon jetzt diskutiert werden, da es die optimalen Maßnahmen zur Krisenbewältigung beeinflussen sollte.

Wir diskutieren den Auslöser, aber auch die tieferen Ursachen der Krise in Abschnitt 2. Ein Zusammenbruch in einem Segment des amerikanischen Immobilienmarktes hat in mehreren Wellen den gesamten Finanzmarkt und dann die Realwirtschaft in allen Regionen der Welt erfasst. Das Tempo und die internationale Synchronisierung über Branchen und Regionen war besonders angesichts der vermuteten "Multipolarität" der Weltwirtschaft, der Unterschiede in den Wirtschaftssystemen und den Problemlagen¹ überraschend. Der kleine "Auslöser" und die rasche Verbreitung deuten an, dass es sich nicht um einen "Betriebsunfall" handelt, sondern um eine tiefere Krise, die mehrere Fehlentwicklungen aufzeigt.

Ob die Reaktion der Wirtschaftspolitik ausreichend ist und wie lange die Krise dauern wird ist nicht abzuschätzen. Empirische Erfahrungen werden berichtet und ein kurzer Vergleich über Ausgangsniveau der Einkommen vor der Krise und des bisherigen Verlustes bei Einkommen und Aktienkurs (Abschnitt 3). Die Wirtschaftspolitik hat national, regional, international – ganz im Gegensatz zu den meisten früheren Krisen – tendenziell richtig reagiert, wobei der strategische Gehalt der Reaktionen, das Tempo und die Intensität – besonders in der EU – noch höher sein könnten (Abschnitt 4).

Die Diskussion über die wirtschaftliche Dynamik, aber auch die langfristigen negativen oder auch positiven gesellschaftlichen Veränderungen nach der Krise scheint spekulativ, sie muss aber dennoch begonnen werden. Viele tiefer liegende mikro- und makroökonomische Probleme sind durch die Feuerwehrmaßnahmen nicht gelöst. Das Nachher sollte die Reaktionen beeinflussen, die in der Krise sinnvoll sind (Abschnitt 5). Der letzte Abschnitt fasst zusammen.

¹ Konjunkturlage, Außenhandelsdefizit bzw. -überschüsse, Einkommenshöhe, Rohstoffknappheit bzw. -ressourcen, Budgetlage waren nach Ländern und Regionen sehr unterschiedlich. Die Globalisierung, die in den letzten Jahren zur Angleichung der Einkommen zwischen Ländern beigetragen hatte (vgl. den Aufholprozess von China, Indien, Osteuropa) wirkt nun durch Synchronisierung als negativer Verstärker.

2. Ursachen, Ablauf und Übertragung auf Realwirtschaft

Der kleine Auslöser

Die vordergründige Ursache – also eigentlich der Auslöser – war die lockere Kreditvergabe am US Immobilienmarkt (an das "Subprime-Segment"). Sie löste einen Boom in der Errichtung von Eigenheimen aus. Da sich auch die US- Konjunktur nach der Dot-Com-Krise zu Beginn dieses Jahrzehnts rasch erholte, stiegen die Preise von Haus- und Grundbesitz. Mit der Höhe der Haus- und Grundstückspreise stieg die Kreditwürdigkeit (die Besicherungsgrundlage). Steigende Immobilienpreise, steigende Aktienkurse erhöhten dann wieder Konsum und Beschäftigung, ein kumulativer Prozess kam in Gange.

Die billige Vergabe von Krediten an Personen, deren Kreditwürdigkeit und Einkommen nach normalen Kriterien nicht hoch und stabil genug waren, war auch politisch gewollt, jeder Amerikaner inkl. Zuwanderern sollte ein Haus besitzen. Die Kredite wurden auch akzeptiert, da die Zinssätze am Anfang niedrig waren und die Rückzahlungsraten erst später fällig waren bzw. steigen sollten². Das Risiko für die Banken wurde reduziert indem die Risiken gebündelt wurden, nach Risikoklassen unterteilt, verbrieft und verkauft. Die Weitergabe des Risikos erfolgte teilweise an nicht konsolidierte Töchter (Conduits), Zweckinstitute (Special Purpose Vehicles) und auch an nationale und internationale Banken inkl. Schweiz und Deutschland. Durch die Weitergabe musste der Verkäufer (der das Risiko kennen musste) keine Rückstellungen machen. Durch die guten Ratings (AAA) der verbrieften Kredite – durch vom Verkäufer beauftragte, aktienmarktnotierte Ratingagenturen – mussten Käufer für sie nur eine sehr geringe Eigenkapitalreserve ansetzen.³ Deshalb konnten die Investoren (Banken) große Volumina kaufen.

Als die Zinsen stiegen (u.a. inflationsbedingt), der Hauszyklus gesättigt war und die Geldpolitik restriktiver wurde, platzte die Blase. Die Preise und damit die Besicherungsgegenstände brachen zusammen. Viele Kreditnehmer kamen zusätzlich in die Phase mit den höheren Rückzahlungsraten und Zinssätzen, welche sie nun nicht durch neue billige Kredite ersetzen konnten. Häuser und Grundstücke mussten verlassen werden oder es wurde nicht weitergebaut, andere Kreditnehmer mussten ihren Konsum einschränken und verloren ihre Kreditbasis.

Die Banken hatten uneinbringbare Kredite, die nicht oder weitaus zu gering mit Eigenkapital unterlegt waren. Das Problem für die Banken vergrößert sich, weil leer stehende Häuser sehr schnell an Wert verlieren. Ausfälle betrafen nun auch bisher als relativ sicher geltende Tranchen der Verbriefungen.

² Teilweise lag auch die Spekulation zugrunde, dass man, sobald höhere Rückzahlungsraten zu bezahlen waren, der Kredit getilgt und durch einen neuen, wieder billigen Kredit ersetzt werden konnte. Letzten Endes war auch das Risiko eines Kredites für den Hausbau in den USA niedriger: Häuser können von den Eigentümern verlassen werden, wenn der Wert des Hauses geringer ist als die ausstehende Kreditsumme. Die Eigentümer sind dann in manchen US-Staaten schuldenfrei (im Gegensatz zu Europa ist der Kredit an die Immobilie gebunden und nicht an die Person).

³ Z.B. $1,6\% (8\% * 20\%)$. Für eine Kritik der Ratingagenturen siehe Freixas (2009).

Die längerfristigen Ursachen

Die Turbulenzen auf einem kleinen Subsegment des amerikanischen Marktes⁴ hätten nicht gereicht, um eine weltweite Krise auszulösen. Überraschend war die Verbreitung dieser verbrieften Immobilienkredite in den Portfolios von Banken in der ganzen Welt. Internationale Banken hatten große Volumina gekauft und zusätzlich außerhalb der Bankbilanz (in ungenügend beachteten Spezialfirmen) gehalten. Nach dem Platzen des Immobilienbooms wurden die Bilanzen nach anderen riskanten Veranlagungen (Verbriefungen, garantieunterlegte Risikogeschäfte, ABS, CDS⁵ etc.) untersucht, und es wurden große Abschreibungen notwendig. Mit jeder negativen Schlagzeile sanken die Aktienkurse und damit die Werthaltigkeit der Aktiva, neue Abwertungen wurden notwendig. Banken begannen sich gegenseitig zu misstrauen und liehen sich gegenseitig kein Geld mehr.

Mit dem Konkurs der Lehman Brothers Inc. im September 2008 ging dann das Vertrauen verloren, dass große Schiffe nicht sinken können. Es entstand neuer Abschreibungsbedarf, neue Risikoeinschätzungen sinkende Aktienkurse etc.⁶

Es gibt jedoch tiefere makroökonomische und mikroökonomische Gründe für die Instabilität des Finanzmarktes – generell und zu diesem Zeitpunkt – und dafür, warum ein Zusammenbruch in einem Teilmarkt des Immobilienmarktes eines Landes zum Zusammenbruch des gesamten Marktes führen konnte.

Einer davon liegt im weltweiten Überschuss an anlage- und renditesuchendem Kapital, der sich im letzten Jahrzehnt aufgebaut bzw. verstärkt hatte. China, Russland und andere rohstoff- und öltreiche Länder hatten Währungsreserven aufgebaut, teilweise auch weil sie eine Aufwertung ihrer Währung bewusst bremsen (China). Das unerwartet hohe Wachstum der Weltwirtschaft – sie expandiert in fünf Jahren um 25% – brachte volkswirtschaftliche Ersparnisse und betriebswirtschaftliche Gewinne, die nicht vollständig investiert wurden. Die Entwicklung war darüber hinaus ungleichgewichtig, mit höherem Wachstum in Ländern mit niedrigem Pro-Kopf-Einkommen und großem Aufholbedarf (Osteuropa) bzw. niedrigerem Wachstum in Europa und den USA. Das hohe Wachstum zeigte Knappheiten bei Rohstoffen und Energie auf, der Bedarf an Nahrungsmitteln stieg und wurde durch Umstellung der Ernährung (in Richtung Fleischkonsum) in Schwellenländern und durch ungünstige Ernten verstärkt. Damit bot sich die Möglichkeit, die realen Ungleichgewichte für Spekulationsgeschäfte zu nutzen.

Die Niedrigzinspolitik z.B. in den USA nach der Dot.com-Krise um die Jahrtausendwende wurde relativ spät und zögerlich korrigiert. Taylor (2009) zeigt wie viel expansiver die US-Fed war im Vergleich zu einer Regel, die Inflationsgefahr und Konjunktur (Outputlücke)

⁴ Vielleicht 10% des Immobilienmarktes, jedoch deutlich unter 1% der Wirtschaftsleistung der USA und 0,1% des Welt-BIP.

⁵ ABS Asset Backed Securities, Besicherung eines Wertpapiers (falls Hypothek, dann Mortgage Backed Securities); auch Collateralized Debt Obligation genannt; CDS Credit Default Swap, handelbares Wertpapier, das dem Inhaber eine Zahlung zusagt, wenn eine zugrundeliegende Anleihe oder ein Kredit nicht zurückgezahlt wird (also eine Art Kreditversicherung, die allerdings handelbar ist, z.B. Zahlungsausfall erfolgt eine Auszahlung auch wenn der Inhaber keinen Schaden hat.

⁶ Die Verluste anderer Finanzinstitute an dem Konkurs werden wieder mit ca. 1000 Mrd. \$ gescheitert (1% als US-BIP).

berücksichtigt hätte, und hält die zu wenig restriktive Geldpolitik nach Abebben der Dot.com-Krise für einen zentralen Krisenverstärker.⁷

Das anlagesuchende Kapital wurde in hohem Masse in den USA investiert. Es ermöglichte hier ein kreditfinanziertes Wachstum des Konsums und einen Bauboom ohne genügend Eigenkapital, es finanzierte das Handelsbilanzdefizit und das Budgetdefizit in den USA. Schon bekannte und teilweise auch schon Jahrzehnte bestehende Ungleichgewichte wurden weitergetragen. Staatsnahe Fonds (Sovereign Wealth Funds) in Russland, China, Indonesien, sowie den Ölststaaten versuchten, "westliche" Firmen zu kaufen. Dies zeigt, wie Kapital eine neue Anlageform suchte und sucht (neben Staatspapieren und Aktienfonds).

Die weltweit liberalisierten Finanzmärkte ermöglichten und verbreiterten das Wachstum, sie leiteten es in viele Teile der Welt. Die unterschiedlichen Wachstumsraten nach Ländern, nach Produkten (Edelmetalle, Rohstoffe, Öl, Nahrungsmittel) und Industrien ermöglichten und erforderten sehr unterschiedliche Renditen. Damit war es möglich auch bei einem weltweiten Kapitalüberhang durch gute Auswahl hohe Renditen zu erzielen. Dieser erfreulichen – den Suchprozess verstärkenden und Ungleichgewichte reduzierenden – Tendenz von Finanzmärkten steht eine weniger angenehme Eigenschaft dieser Märkte gegenüber, nämlich zu "überschießen". Steigende Preise lösen steigende Erwartungen aus, die dann zu zyklischen Ungleichgewichten und Spekulationswellen führen. Deswegen unterliegen Finanzmärkte einer strengeren Regulierung als Produktmärkte.

Die bestehende Regulierung wurde in den letzten Jahren jedoch durch eine Vielzahl von Finanzinnovationen und auch durch die stärkere Internationalisierung der Finanzmärkte – bei gleichzeitiger De-Regulierung – unterlaufen. Investmentbanken sind anders (weniger) reguliert als Banken, Hedge Fonds weniger als Pensionsfonds, Zweckgesellschaften weniger als ihre Gründer, multinationale Firmen werden von der nationalen Finanzmarktaufsicht ungenügend kontrolliert.

Die Ungleichgewichte nach Ländern und Produktmärkten und die hohen Erträge durch Finanzinnovationen waren der Nährboden für unrealistisch hohe Renditeerwartungen⁸, die nur noch durch immer riskantere Konstruktionen und unrealistische Risikobewertung erfüllt werden konnten. Finanzinnovationen dienten nicht mehr nur dazu, Ungleichgewichte schneller auszugleichen bzw. sich gegen Risiken abzusichern (Hedging), sondern verstärkten noch Spekulationen auf sinkende Kurse etc. Erfolgreiche Spekulationen wurden wesentlich ertragreicher als Realinvestitionen. Auf diesen Zug sprangen große Teile einer neuen Schicht von Finanzinvestoren auf, es mischten sich allerdings auch betrügerische Anleger dazu.

Generell war der Druck Renditen zu erwirtschaften, die über den historischen Durchschnitt und dann auch noch über den aktuellen lagen, enorm. Wer hohe Renditen erwirtschaftete oder zumindest ausweisen konnte, wurde mit Bonuszahlungen überhäuft. Bonifikationen wurden oft an die Eigenkapitalverzinsung gebunden. Das Eigenkapital im engeren Sinn wurde jedoch durch Zwischenformen (hybrides Kapital, Mezzaninfinanzierung etc.) ausgeweitet,

⁷ Greenspan gibt zu, dass niedrige Zinsen einen erheblichen Beitrag lieferten, aber betont, dass es eher die langfristigen festverzinslichen Zinssätze am Immobilienmarkt waren, die nicht von der Fed beeinflusst werden konnten (Greenspan, March 11, 2009, The Fed did not cause the Housing bubble).

⁸ Der Vorstandsvorsitzende der Deutschen Bank Ackermann bezeichnet 25% als Renditeziel.

und die zunehmende Fremdmittelaufnahme wurde mit dem höheren Eigenkapital im weiteren Sinn begründet. Dadurch wurden einerseits hohe Renditen auf das engere Haftungskapital erzielt (Hebelwirkung = Leverage-Effekt) , andererseits überschuldeten sich die Unternehmen ("over-leveraging"). Die eine oder andere "Zwischenform" zwischen Eigenkapital und Fremdkapital sollte sich in einer Krise als nicht tragfähig herausstellen.

Die nationalen und besonders die internationalen Regulierungen – obwohl im Finanzmarkt ausgeprägt – hielten nicht Schritt mit den Innovationen. Die ideologischen Modeströmungen waren hilfreich für riskante Transaktionen und verzögerten die Anpassung der Regulierungsinstrumente (siehe Zeugenaussage von Alan Greenspan, dass er der Selbstregulierung zu stark vertraut hatte). Auch die nationalen Regulierungsagenturen in Europa erkannten die Probleme nicht ausreichend. Die personelle Verflechtung zwischen Finanzwelt, Politik und Management war eng (besonders zwischen Investmentbanken und US-Regierung). Unvereinbarkeiten wie etwa die Notierung von Rating-Agenturen am Aktienmarkt – mit dem notwendigen Druck Gewinne zu erzielen – wurden nicht gesehen.

Zusätzlich wurden – wenig beachtet und diskutiert – einige zentrale Regeln in den letzten Jahren noch gelockert. Die Bewertung der Vermögensbestände an dem jeweils aktuellsten Kurs (mark to market- Regel) wurde ausgedehnt, Leerverkäufe wurden erleichtert (nunmehr musste man die Aktien, die man zu verkaufen versprach nicht einmal ausborgen, wenn man sie nicht hatte). Greenspan proklamierte, dass man "Blasen" nicht durch Geldpolitik bekämpfen sollte, sondern auf ihr Platzen warten sollte und dann "aufräumen". Der Markt habe ein Interesse (und die Fähigkeit) sich selbst zu regulieren.

Das amerikanische Prinzip, auch die kürzestfristigen Informationen zu nutzen und Quartalsgewinne hoch zu werten (für Bonuszahlungen und Aktienbewertungen), setzte andere Wirtschaftssysteme stark unter Druck. Bilanzregeln, die eine rasche Berichtigung von Assets nach dem jeweiligen Kurs verlangen (IFRS), wirkten nach begonnenem Abschwung krisenverstärkend.

Übersicht 1: Systematisierung der Ursachen der Krise

Auslöser:	<ul style="list-style-type: none"> • Ungesicherte Kredite an US-Hausbesitzer • Politisch begrüßt, trickreich verkauft • Gebündelt, geratet, weitergegeben
Regulierungsversagen:	<ul style="list-style-type: none"> • Unterschätzung, Ideologie, Selbstregulierungsthese • Überwältigt von Innovationen, Internationalisierung, Heterogenität • Prozyklik in Regeln verstärkt (mark to market) • Oligopolstruktur, Aktienmarktnotierung von Ratingagenturen • Unterschätzung kumulativer, systemischer Risiken • Schattenbanken, ungenügend regulierte Derivatmärkte
Überhöhte Renditeerwartungen:	<ul style="list-style-type: none"> • Durch Heterogenität der Gewinne nach Länder/Firmen nicht erkannt • Eigenkapitalergänzungen, Auslagerung von Risiken • Nicht vollständige Absicherung systematischer Risiken • Anstieg der Verschuldung (Leveraging): Banken, Realwirtschaft, Konsumenten
Fehler in Anreizsystemen/ Risikomanagement:	<ul style="list-style-type: none"> • Bonus für kurzfristige Erfolge, Stock Options • Fusions- und Größenillusion • Spekulation als attraktiver Berufszweig • Höhere Erträge in Finanzkapital relativ zu Realkapital • Risikolose Versprechungen von Beratern, Pensionsfonds
Makroökonomische Ungleichgewichte:	<ul style="list-style-type: none"> • Überschusse der "Emerging Asian Countries", Ölländer • Dreifaches Defizit der USA: Handel, Budget, Sparen • Unzureichende Geldmengenreduktion nach Erholung 2002 • Reinvestition des anlagesuchenden Kapitals in USA
Verstärker:	<ul style="list-style-type: none"> • "Bubbles" bei Währungen, Rohstoffen, Öl, Nahrungsmitteln • Spezialisierte (just in time) Beziehungen Abnehmer/Zulieferer • Zunehmende Unternehmensgröße (weltweite Oligopole) • Kurzfristigkeit der Gewinne, Bilanzregeln, Analysehorizont • Knappheit Rohstoffe, Energie, Nahrung; Autokrise • Ungleiche Einkommens- und Vermögensverteilung • Kreditvergabe und Weitergabemodell ("originate to distribute")
Schwäche der weltweiten Koordinierung:	<ul style="list-style-type: none"> • IMF, Weltbank, G7, Wettbewerbskontrolle, Steueroasen • Unterschätzung systemischer Risiken durch Multipolarität

Die Übertragung auf den Realsektor, weltweit

Die Finanzmarktkrise traf auf eine sich abschwächende gute, sehr gute Konjunkturlage mit Knappheitssignalen bei Öl, Rohstoffen, Nahrungsmitteln und inflationären Tendenzen. Die hohe Inflation (4% in EU, zweistellig in vielen Ländern) erforderte höhere Zinsen und

geldpolitische Gegensteuerung. Die steigenden Zinssätze und die größere Verunsicherung bewirken eine restriktivere Kreditvergabe (zur Lösung der oben geschilderten eigenen Probleme des Finanzsektors) und damit eine Krise der Realwirtschaft. Die Aktienkurse brachen weltweit ein, ebenso die Preise auf Rohstoff- und Energiemärkten. Investitionen gingen zurück, zuerst bei großen Bauprojekten und bei Direktinvestitionen, dann im Ausrüstungsbereich; zuerst in den USA, dann in allen europäischen Ländern und – da amerikanische und europäische Banken und Unternehmungen die Expansion im Osten führend mittragen – auch in den Erweiterungsländern. Da Chinas Wachstum auf den Exporten u.a. in die USA basierte, übertrug sich die Krise auch auf China. Der Rückgang der Auftragseingänge und der Wachstumsaussichten ließen den Aktienkurs weltweit sinken, damit entstanden neue Löcher in den Bilanzen von Firmen und Banken, die Aktien als Besicherungsgrundlage in ihrem Portefeuille hatten. Die Versuche, das Verhältnis zwischen Krediten und Kapital zu verbessern (de-leveraging), entwickelte sich zu einem "moving target": was angesichts des Aktienkurses von gestern eine Verbesserung in der Eigenkapitalrate war, war gemessen an den Kursen von morgen keine Verbesserung. So sind kumulative Prozesse bestellt. Die Krise der Finanzwirtschaft erfasste die Realwirtschaft, internationale und volatile Bereich oder solche mit vernachlässigter Technologieentwicklung (Automobilsektor) zuerst und am stärksten.

Das Wachstum der Weltwirtschaft sinkt von 5% (2007) auf 3% (2008) und heuer (2009) wird es wahrscheinlich den ersten Rückgang der Weltwirtschaftsleistung seit der Weltwirtschaftskrise 1929/32 geben. Die Wirtschaften der USA und Europas sind schon im letzten Quartal 2008 geschrumpft, und die Wirtschaftsleistung in beiden Regionen wird auch heuer um mindestens 2% bis 3% zurückgehen. Die Auftragseingänge sinken in den letzten Monaten zweistellig, in manchen Branchen bis zu einem Drittel, im Autobereich teilweise um 50%.

3. Empirische Erfahrungen mit früheren Krisen

Ein gewagter Vergleich mit der Weltwirtschaftskrise 1929/32

Die Finanzkrise und ihre Auswirkungen auf die Realwirtschaft sind nicht abgeschlossen. Daher ist kein endgültiger Vergleich über die Schwere und Dauer möglich. Was leichter möglich ist, ist das Ausgangsniveau festzustellen. Die österreichische Wirtschaftsleistung liegt heute preisbereinigt beim achtfachen der Wirtschaftsleistung zur Zeit der Weltwirtschaftskrise. Ein Rückfall um einige Prozent, wie er heute erwartet wird, ist schmerzhaft, besonders wenn er die schwächeren Einkommen überproportional betrifft. Der Ausbau des Sozialsystems, Pensionen und Mindestsicherung sowie das öffentliche Gesundheitssystem schützen jedoch ungleich besser vor Hunger und Armut. Auch wenn man – wie der Autor – der Ansicht ist, dass es heute für einen reichen Staat zu hohe manifeste Armut und potentielle Armutsgefährdung gibt (definiert nach dem heutigen Standard von 60% des Medianlohnes), so ist die Qualität der Armut eine andere.⁹

⁹ Vgl. die Definition von absoluter Armut (die mit einem Tageseinkommen von 1\$ oder 2\$ – preisbereinigt – definiert ist) mit dem Begriff der relativen Armut, die vom Standard einer Gesellschaft abhängig ist und z.B. an der Latte von 60% des Medianeinkommens gemessen wird.

Der Rückgang der Wirtschaftsleistung in Österreich betrug zwischen 1929 und 1933 22% (-10% im Jahr des größten Rückganges 1932), der Rückgang in den USA war 28%, in Deutschland immerhin 16%. Die Arbeitslosenquote erreichte in Österreich 25%, die Beschäftigung ging von 2 Mio. auf 1,6 Mio. zurück (-20%). Die Dimension ist auch in dieser dynamischen Betrachtung unterschiedlich.

Auch die Aktienkurse sind in der Weltwirtschaftskrise stärker eingebrochen als heute. Der Aktienkursindex von Standard & Poor – für den die wahrscheinlich verlässlichste Rückrechnung besteht – brach zwischen 2. Quartal 1929 und 2. Quartal 1932 um 82% ein (also er sank auf weniger als ein Fünftel). Heute beträgt der Rückgang der US- Kurse etwa bei 50% (Anfang 2009 gegen Jahresbeginn 2007), und der Kurs liegt damit auf einem Wert in der Mitte der Neunziger Jahre. Es gibt einige Monate, in denen der Rückgang ähnlich dramatisch war wie in der Weltwirtschaftskrise (etwa nach dem September 2008).¹⁰ Und es ist nicht beruhigend, dass auch damals der Rückgang in Etappen stattfand, und man immer wieder hoffte den Boden erreicht zu haben.

Vergleich mit Dauer und Tiefe anderer Krisen

Reinhart – Rogoff (2009) haben 120 Krisen in den letzten 100 Jahren auf Dauer und Stärke untersucht. Dies ist ein anspruchsvolles und nicht unproblematisches Unternehmen, da die Krisen unterschiedliche Ursachen, verschiedene räumliche Ausdehnung hatten und die Länder sich in sehr unterschiedlichen Entwicklungs- und Verschuldenssituationen befanden. Die Krisen reichen von der Weltwirtschaftskrise 1929 über das "verlorene Jahrzehnt" in Japan. Krisen in Asien 1997 und in den skandinavischen Ländern in den neunziger Jahren werden in den Vergleich einbezogen. Im Durchschnitt dauerten die Krisen nach den Indikatoren sehr unterschiedlich- vielleicht auch für heute die wichtigste Erkenntnis. Die Krise gemessen an Hauspreisen dauerte 6 Jahre, für den Aktienkurs 3½ Jahre. In der Produktion dauerten Krisen durchschnittlich zwei Jahre, in der Arbeitslosenquote allerdings über 4 Jahre. Setzt man den Beginn der Rezession in den USA im 1. Quartal 2008, wäre zu Jahresbeginn 2010 das "statistische" Ende. Die Wirkung auf den Arbeitsmarkt dauert aber jedenfalls viel länger. Allerdings sollten diese Erkenntnisse nicht überschätzt werden. Erstens gibt es auch andere Daten (z.B. *Caprio et al.*, 2003, *Davis–Karim*, 2008), zweitens sind verschiedene Krisen kaum miteinander vergleichbar. Zwei entscheidende Charakteristika der jetzigen Krise stechen hervor. Erstens ist sie weltweit und nicht regional (das könnte sie verlängern) und zweitens hat die Wirtschaftspolitik rasch gegengesteuert (bei den meisten anderen Krisen war sie stark restriktiv).

4. Reaktion der Wirtschaftspolitik

Die Aufgabe der Wirtschaftspolitik in der derzeitigen Krisensituation ist es

- den Zinssatz zu senken und die Geldmenge auszuweiten (bzw. den Rückgang der Geld- und Kreditmenge zu bremsen),

¹⁰ Vgl. *Eichengreen – O'Rourke* (2009).

- Unsicherheit zu reduzieren, von der Absicherung von Spareinlagen bis zur Bestandsgarantie von Systembanken,
- die fehlende private Nachfrage durch öffentliche Nachfrage zu ergänzen bzw. die private Nachfrage durch Anreize (z.B. Steuersenkung) zu stimulieren,
- das Vertrauen dort herzustellen, wo psychologische Faktoren (Unsicherheit) die reale Problemlage überzeichnen;
- konjunkturwirksame Maßnahmen sollen auch langfristige positive Wachstums- und Beschäftigungswirkungen haben bzw. zur Lösung der großen Herausforderungen beitragen (Klimawandel, Migration);
- nicht zuletzt muss die Krisenursache analysiert und die Wiederholungsgefahr verringert werden, die Strategie muss für die Zeit nach der Krise eine positive Entwicklung ermöglichen.

Im Prinzip hat die Wirtschaftspolitik weltweit und in Österreich tendenziell richtig reagiert. Dies ist auch ein erfreulicher Gegensatz zur Weltwirtschaftskrise der 30er Jahre (1929/32) des letzten Jahrhunderts. Die Geldpolitik wurde aktiv eingesetzt, die öffentliche Nachfrage gestärkt, nationale Aktionen wurden koordiniert und es wurde (noch) nicht versucht, die eigene Position zulasten des Nachbarn zu verbessern, indem etwa die Importe gedrosselt und neue Handelsschranken errichtet wurden. Dies ist ein großer Erfolg ökonomischen Denkens (genauer der Makroökonomie) und demonstriert einen gewaltigen politischen Lernprozess.¹¹ Besonders zu begrüßen ist, dass auch Ökonomen und Institutionen, die immer proklamiert haben, dass Gleichgewichte am Markt von selbst eintreten, nun eine aktive monetäre und fiskalische Gegensteuerungspolitik unterstützen bzw. durchführen.

Geldpolitik, Fiskalpolitik, Garantien

Ob die Reaktionen schnell und stark genug waren wird sich noch zeigen, ebenso ob der Konsens erhalten bleibt, wenn die Krise länger anhält und wenn die negativen Begleiterscheinungen der Rezepturen (Budgetdefizite, Verstaatlichungen und Geldschwemme) wieder beseitigt werden müssen. Es wird auch zunehmend Konflikte geben, wenn Asymmetrien in den nationalen Maßnahmen die Wettbewerbsfähigkeit einzelner Firmen verzerren und Verteilungskonflikte, wenn die Frage diskutiert wird, wer die Lasten der Krise tragen muss und welche Aktivitäten vom Staat finanziert werden. Aber die generelle Reaktion der Wirtschaftspolitik war ermutigend, ideologiefrei und situationsadäquat.

Die Geldpolitik hat den Zinssatz gesenkt, in den USA und Japan rasch und praktisch auf Null, die EZB hat im Sommer 2008 nochmals ihre Zinsen erhöht und ist auch zögerlicher. Die Notenbanken haben darüber hinaus alle Register zur Ausweitung der Geldmenge gezogen: sie haben Geld zur Verfügung gestellt, Wertpapiere aufgekauft (Quantitative Easing), mitgeschmiedet an Garantieprogrammen und Bankenpaketen. Man kann darüber diskutieren, warum kurzfristige Einlagen der Banken bei der Zentralbank noch immer einen

¹¹ Es ist zu hoffen, dass dies auch so bleibt. Da sich die negativen Auswirkungen auf die Realwirtschaft noch verstärken, wird die Politik unter Druck kommen. Schon heute gibt es den Versuch, Wechselkurse zu beeinflussen, die eigenen nationalen Banken und Firmen abzusichern, die heimische Wirtschaft bei Konjunkturpaketen zu bevorzugen.

positiven Zinssatz haben (und nicht ein Pönale, weil sie die Interbankenkredite verringern), aber das ist schon eine Frage für Spezialisten.

Die Staaten übernehmen Garantiefunktionen: in hohem Ausmaß für Spareinlagen, teilweise auch für Anleihen und in geringerem Ausmaß für Kredite. Sie verhindern den Zusammenbruch von großen Banken und Finanzinstitutionen und stützen in gewissen Fällen auch einzelne große Unternehmen (Autoindustrie).

Übersicht 2: Krisenbekämpfungsstrategien (neben Reformen der Regulierung)

Geldpolitik	<ul style="list-style-type: none"> • Zinssatz senken • Ausweitung der Geldmenge • Ankauf von Papieren bis zu Privatkrediten
Fiskalpolitik	<ul style="list-style-type: none"> • Nationale, internationale, regionale Konjunkturprogramme • Aufhebung formeller/Informeller Grenzen für Neuverschuldung • Langfristige Konsolidierung vorbereiten • Doppeldividenden von Ausgaben stärken (Nachfrage, Bildung) • Anreizstrukturen der Besteuerung verbessern
Absicherungen	<ul style="list-style-type: none"> • Sparguthaben • Kleinkredite • Langfristige Industriefinanzierung • Niedrige Pensionen, Mindestsicherung • Armut durch Beschäftigung bekämpfen
Risiken reduzieren	<ul style="list-style-type: none"> • Währungsschwankungen: Koordination, Korridore • Anreizstrukturen verbessern: Transparenz, Bilanzregeln
Arbeitszeit	<ul style="list-style-type: none"> • Kurzarbeit mit Schulung; Zertifikate, Qualifikationen • Jugendarbeitslosigkeit durch Ausbildungsangebote • Informelle Jobs professionalisieren
Mismatch Angebot Nachfrage reduzieren	<ul style="list-style-type: none"> • Berufswahl • Umschulung, Mitnahme von Rechten • Wahlmöglichkeiten einfache/komplexe Produkte (Auto, PC)
Puffer und Reserven wiedereinführen	<ul style="list-style-type: none"> • Längerfristige Erfolgskriterien statt kurzfristiger • Nicht marktmäßige Beziehungen, Vertrauen • Lagerhaltung, Regionale Beziehungen • Festzinsreserven, einfachere Finanzprodukte • Diversifikation in Produktion und Zulieferung • Stärkere Monopolkontrolle, Unvereinbarkeiten beachten
Europäisches Modell forcieren	<ul style="list-style-type: none"> • Mittelfristige, konsensuale Lösungen stärken • Ökologische Vorreiterrolle ausbauen • Umwelttechnologie zu führendem Wirtschaftszweig • Elektroauto und Solartankstellen forcieren • Niedrige Einkommen von Sozialabgaben entlasten

Konjunkturpakete werden geschnürt, die Ausgaben werden ausgeweitet, die Einnahmen durch Steuersenkungen (von Einkommensteuer bis Mehrwertsteuer) zurückgenommen. Die staatlichen Defizite dürfen in einer Reihe von Ländern¹² weit über die magische Drei-Prozent-Grenze steigen, in den USA und in Großbritannien wird die Neuverschuldung zweistellig. In manchen Ländern gibt es auch kurzfristige Kaufanreize (Verschrottungsprämien).

Strategischer Gehalt der Reaktionen

Noch immer wird zu wenig beachtet und diskutiert, wofür die zusätzlichen Gelder ausgegeben werden und welche Wirkungen Steuersenkungen langfristig haben.¹³ Im Vordergrund steht der Versuch rasch Wirkung zu erzielen. Fast automatisch denken manche Länder dabei an die Ausweitung von Bauausgaben und die Kürzung von Steuern, die als belastend für den Konsum betrachtet werden (Umsatzsteuern). Dennoch wäre es klüger das Geld für langfristig wirksame und notwendige Maßnahmen auszugeben, schon wenn die Krise kurz dauert - umso mehr wenn sie länger dauert. Erhöhungen von Bauinvestitionen scheinen leicht steuerbar, allerdings wird unterschätzt, dass von dem Beschluss der Ausgabe bis zum Baubeginn in der Regel fast ein Jahr vergeht, außerdem liegt der Anteil der Importe besonders bei Großbauten (Tunnel, Eisenbahn) und in einem kleinen Land hoch. Generell sind Bauinvestitionen – ab einem in Europa schon lange erreichten Entwicklungsniveau – weniger wachstumswirksam: Maschinen haben eine stärkere Wirkung auf Wachstumspfad und Konkurrenzfähigkeit, immaterielle Investitionen in Humankapital und Wissen in reichen Ländern noch mehr. Besser wäre es, die Ausgaben für Bildung (von Kindergarten bis Universitäten) oder für Forschung und Gesundheit, aber auch im Umweltschutzbereich zu erhöhen, weil dies stärker arbeitsplatzschaffend ist¹⁴ und auch den Wachstumspfad hebt. Dagegen wird fälschlich eingewandt, dass diese Ausgaben erst langfristig wirken. Dies ist für die angebotsseitige (Potential- und wettbewerbsstärkende) Wirkung wichtig. Für die Wertung als Krisenbekämpfung zählt aber der Nachfrageeffekt. Und dieser ist im Moment der Ausgabe gegeben, wenn ein Zusatzlehrer/eine Zusatzlehrerin angestellt wird, ein Schulgebäude erweitert oder energetisch saniert wird. Die Verringerung der Wirkungen eines Konjunkturpaketes durch Importe ist bei immateriellen Investitionen auch schwächer als in der Bauwirtschaft. Analysiert man die tatsächlichen Konjunkturpakete, so ist die Umschichtung von Bau zu Bildung in einigen Ländern in Ansätzen zu sehen (z.B. in den USA).

Längerfristige Aspekte sollten auch bei Steuerreformen berücksichtigt werden. Es scheint vordergründig attraktiv, die Umsatzsteuer zu senken, damit mehr konsumiert wird. Oder den Benzinpreis sowie Kfz-Steuern zu senken, damit mehr gefahren und mehr Autos gekauft werden. Langfristig wäre es aber besser Einkommensteuern zu senken, weil dann generell mehr produziert und konsumiert wird. Besonders wirksam ist eine Senkung der Steuern und Sozialabgaben (Lohnnebenkosten) im Niedriglohnbereich, weil dann mehr Arbeitsplätze

¹² Die EU-Kommission rechnet z.B. für die EU für das Jahr 2009 mit 12 und für das Jahr 2010 mit 17 Defizit-Sündern mit dem Ziel, einen mittelfristigen Anpassungspfad auszuarbeiten (während sie ermutigt, kurzfristige Defizite auszuweiten).

¹³Vgl. *Spilimbergo et al.* (2008).

¹⁴ 1 Mrd. € Ausgaben für den öffentlichen Konsum (in diesen Bereich fallen öffentliche Bildungsausgaben) ergeben 17.000 Beschäftigte, Bauinvestitionen 10.000 Beschäftigte (mit höheren Werten für Gebäudesanierungen und Bauhilfsgewerbe, niedrigeren bei Straßen- und Tiefbau).

entstehen. Letzteres wäre übrigens auch kurzfristig die wirksamste Konjunkturstütze (Lohnnebenkostensenkung bei niedrigen Einkommen hat einen hohen Konsumeffekt). In diese Richtung wirken würde auch die Befreiung des ersten Vollzeitbeschäftigten von den Sozialversicherungsbeiträgen nach einer Firmengründung.

Umweltprobleme: hinausschieben oder anpacken

Im Umweltbereich wird die Krise vielfach zum Anlass genommen, einen Stopp bei Umweltsteuern, bei den Emissionszertifikaten und bei den maximalen Emissionen von PKW zu verlangen. Die Priorität des Klimazieles wird auch im Bewusstsein der Bevölkerung geringer.

Eigentlich wäre die Krise der ideale Zeitpunkt, in dem man energetische Sanierung und neue Technologien forciert, die für die Bewältigung mittelfristiger Probleme unabdingbar sind. "Nach der Krise" werden die Energieknappheit und die Erderwärmung wieder ein großes, wenn nicht das wichtigste, Problem sein. Wenn alternative Antriebe heute (noch) mehr kosten, dann wäre es wichtig die technische Entwicklung zu beschleunigen, nicht den Kauf von Autos der letzten Generation zu subventionieren. Erneuerbare Energiequellen sind jetzt zu forcieren, dies stützt die Nachfrage und hilft dem Klima (und erspart Österreich spätere Strafzahlungen wegen Nicht-Erreichung der Kyoto-Ziele). Österreich hat die Chance bei Umwelttechnologie eine führende Rolle zu spielen, mit Ländern Partnerschaften für den (partiellen) CO₂-Ausstieg zu schmieden, und die österreichische Automobil-Zulieferungsindustrie könnte sich auf effiziente Autos mit alternativem Antrieb spezialisieren und damit eine unverzichtbare Position in der Wertschöpfungskette für viele Produzenten zu generieren.

5. Nach der Krise

Wir wissen nicht genau wie lange die Krise dauert und wie tief sie wird. Aber eines ist sicher, es wird wieder eine Erholung geben, eine Welt "nach der Krise". Die Welt wird und soll allerdings nach der Krise anders aussehen als heute.

Verringertes mittelfristiges Wachstum

Sicher ist, dass es keine rasche Rückkehr zu den bisherigen Wachstumsraten gibt. Die Weltwirtschaft wird nicht um 5% real pro Jahr wachsen, wie sie es in den letzten fünf Jahren getan hat, Österreich nicht um 2,5% und die USA nicht um 3%. Ursache dafür ist der Anstieg der Unsicherheit und die symmetrischen Risiken, die allen Firmen, Konsumenten, Investoren lebhaft im Gedächtnis bleiben werden (und auch ihre positiven Wirkungen haben). Jede Firma wird versuchen eine bessere Eigenkapital-Fremdkapitalrate zu halten; Besicherungen oder Quasi-Eigenkapital werden kritischer gesehen, Konsumenten werden sich nicht so sorglos verschulden (bzw. müssen – wie in den USA – durch Ersparnisse ihre bisherigen Schulden abbauen), Kredite in fremden Währungen und mit gewagten Rückzahlungsprodukten werden nicht mehr zum Hausbau genutzt werden können. Eine Phase der Korrektur der Eigenmittel-Fremdmittel-Relation über alle Wirtschaftssubjekte (Banken, Unternehmen, Konsumenten) ist eine Periode schwächeren Wachstums.

Niedrige Wachstumsraten führen dazu, dass die in der Krise gestiegene Arbeitslosenquote nicht abgebaut wird. Für Österreich ist ein Anstieg der Wirtschaftsleistung um gut 2% nötig um die Arbeitslosenrate zu senken. Das bestätigt, dass die Krisenlänge unterschiedlich ist, je nachdem, welchen Indikator man verwendet. Selbst wenn die Produktion 2010 wieder leicht steigt, wird die Arbeitslosenquote nicht zurückgehen sondern eher noch weiter steigen (auch wenn diese Schwelle durch Höherqualifizierung und Nachholen von Schulabschlüssen gesenkt werden kann)¹⁵.

Es gibt zwar auch die These, dass das Wachstum nach der Krise ähnlich sein wird wie vorher, weil es von Arbeitskräftepotenzial (-wachstum) und technischem Fortschritt bestimmt wird. Diese Formel, die auch einen raschen Abbau der Arbeitslosigkeit ermöglichen würde, ist für die gegebene Situation aber meines Erachtens nicht zutreffend.

Rücknahme von Defiziten und Geldschwemme

Die Eingriffe der Wirtschaftspolitik hinterlassen Schäden, wie jede Brandlöschung. Die Geldmenge ist bei weitem zu groß, wenn das normale Kreditgeschäft auch nur zur Hälfte wieder läuft. Die staatlichen Defizite werden in vielen Ländern bei 10% der Wirtschaftsleistung liegen und nur langsam schmelzen (weil Steuersenkungen vorgenommen wurden und die Wirtschaft nur langsam wächst). Defizitabbau durch massive Erhöhungen der Gewinn- und Lohnsteuern wird nicht sinnvoll sein, weil dies nochmals den Aufschwung dämpfen würde. Stützungen, Kapitalspritzen, Garantien müssen zurückgenommen werden. Manche Eingriffe werden leichter zurückgenommen werden, manche schwerer. Klagen über Wettbewerbsverzerrung sind zu erwarten. Eine höhere Inflation könnte sich nach der Krise einstellen (auch von Regierungen zwecks Entschuldung toleriert werden). Wichtigster Pfeiler des Schuldenabbaus wird eine Effizienzsteigerung der Verwaltung sein.

Intelligente Regulierung

Die Finanzmarktregulierung wird auf eine neue Basis gestellt. Es werden alle Produkte in die Regulierung und die Reservevorschriften eingebunden. Die Bildung von Zweckgesellschaften oder die Weitergabe von schlechten Risiken wird nicht mehr so leicht sein, z.B. könnte es verpflichtend werden, bei jeder Verbriefung den riskantesten Teil in den eigenen Büchern belassen zu müssen. Die nationalen Regulierungsbehörden werden enger vernetzt, internationale ergänzende Regulierungsbehörden sind in Diskussion (Larosiere Plan, 2009). Prüfungen sollten in regelmäßigem Abstand, auch von nationalen Behörden anderer Länder durchgeführt werden, um den "nationalen Filz" zwischen Regulierern und Regulierten in den Hintergrund zu drängen. Für multinationale Finanzinstitute, muss eine spezielle Regulierungstechnik gefunden werden, wahrscheinlich auch eine multinationale Aufsicht. Die Vorschriften für Ratings müssen geändert werden, die Notierung von Rating-Agenturen am Aktienmarkt hinterfragt werden, jedenfalls Auftraggeber und Auftragnehmer besseren Regeln unterworfen werden. Regeln für Rettungsaktionen, müssen verbessert werden, um in späteren Krisen rasch aber nicht wettbewerbsverzerrend einzugreifen. Systemische Risiken müssen

¹⁵ Geringer „Mismatch“ zwischen Qualifikation von Angebot und Nachfrage senkt die Arbeitslosenquote. Sie liegt heute bei fast 15% bei unqualifizierten Arbeitskräften und bei 2% bei Universitätsabsolventen.

stärker in die Modelle eingebaut werden, die zur Regulierung genutzt werden. Ein besonders wichtiges Element einer intelligenten Regulierung sind antizyklische Unterlegungsvorschriften. Für Kredite einer bestimmten Risikoklasse sollten in der Hochkonjunktur höhere Rücklagen verlangt werden und in der Rezession niedrige (diesen Punkt und die prozyklische Wirkung der Basel II Vorschriften betont *Hahn* (2003 und 2008, im Jahr 2003 fast allein in der allgemeinen Literatur). Die falsche prozyklisch wirkende Regulierung verstärkt die den Finanzmärkten innewohnende Tendenz, dass in euphorisierten Phasen zu viele Kredite gegeben werden, in Rezessionen zu wenige ("Makro-prudential regulation" ist antizyklisch und verlangt höhere Reserven in guten Jahren (*Hahn*, 2008)).

Keine Renaissance des Staates als Eigentümer

Das Verhältnis Staat – Privatwirtschaft wird nach der Krise neu definiert werden. Die Selbstregelungskräfte des Marktes haben in einem entscheidenden Punkt versagt, allerdings auch die tausenden Mitarbeiter in der Finanzmarktaufsicht in 27 europäischen Ländern und die mehrschichtigen, spezialisierten Aufsichtsorgane in den USA. Die Weltwirtschaft ist trotz neuer regionaler Schwerpunkte ("multipolare Welt") extrem synchron eingebrochen. Deswegen muss der Stabilität und der systemischen Risiken eines globalisierten Finanzmarktes in Zukunft mehr Aufmerksamkeit geschenkt werden. Wenn ein Vielfaches der Wirtschaftsleistung jedes Jahr am Finanzmarkt umgesetzt wird, dann stabilisieren neue Produkte nicht nur, sondern können auch destabilisieren. Dieser Effekt kommt zu den aus der Geschichte bekannten Optimismus-Pessimismus-Wellen hinzu.

Trotzdem liegt die Lösung meines Erachtens nicht in einem höheren Anteil an staatlichen Unternehmungen und in einer höheren Staatsquote. Der Staat soll seine Aufgabe der Regulierung von Märkten, bei denen es Marktversagen und große Volatilität gibt, verstärken und an die neuen Gegebenheiten der Produktvielfalt, der Speziallösungen, der Internationalisierung und Globalisierung anpassen. Die Rolle als Eigentümer von Unternehmen und Banken kann eine kurzfristige Notwendigkeit sein. Je länger der Staat die Unternehmerfunktion ausübt, desto sicherer zeigen sich die Nachteile von Staatseigentum (Einfluss von Politik, Auswahl der Manager, weiche Budgetrestriktion, enge, an der Vergangenheit orientierte Interessen). Wir kennen das von den Milliardenverlusten der Verstaatlichten Industrie, der Servicequalität der Bahn, den neuen Verlusten von AUA und ÖBB. Wir erinnern uns, dass es ein Jahr gedauert hat, ein Telefon ("Festnetzanschluss") zu bekommen (bevor es Liberalisierung und Konkurrenz durch private Anbieter bei der "Post" gegeben hat). Spekulationen haben deutsche Landesbanken, österreichische Gemeinden auch getätigt, und Kanalnetz und Straßenbahnen sind nach Amerika verkauft und zurück geleast worden. Das eingegangene Risiko wurde krass unterschätzt; davon abgesehen, dass Gemeinden an einem Steuerschlupfloch verdienen wollten, das für diesen Zweck nicht gedacht war (es war "nur" Geld des US-Steuerzahlers, das hier benutzt wurde).

Wenn hohe Schulden zurückgezahlt werden sollen, ohne dass die Staats- oder Abgabenquote steigt, so müssen die Ausgaben zurückgeführt werden. D.h. dass es für alle Staatsausgaben nach der Krise extreme Budgetrestriktionen geben wird, auch für Forschung, Bildung, moderne Infrastruktur, Umweltausgaben, Gesundheit, Alter. Gerade diese Geldknappheit der öffentlichen Hand, ist ein wichtiges Argument für den oben skizzierten

strategischen Ansatz. Nur wenn wir in der Krise genau in diese Zukunftsbereiche investieren, bekommen sie insgesamt jene Mittel, die sie benötigen. Und das Wachstum wird ein paar Zehntel Prozent höher ausfallen, wenn in der Krise in Ausbildung, Weiterbildung, Innovation, Umwelttechnologie und neue Antriebssysteme beim PKW investiert wurde- auch und gerade mit einer Abdeckung großzügig bemessener "externen Kosten" durch den Staat. "Nachher" wird gespart, hoffentlich weniger bei Zukunftsinvestitionen als bei anderen, aber jedenfalls auch hier.

Finanztransaktionssteuer: aus mehreren Gründen sinnvoll

Die Krise- oder die Zeit kurz danach- ist der ideale Zeitpunkt zur Einführung einer Finanztransaktionssteuer, d.h. die Einhebung einer minimalen Abgabe von vielleicht 0,1% bei jeder Finanztransaktion (Kauf und Verkauf von Wertpapieren usw.)¹⁶. Der Zeitpunkt ist wirtschaftlich günstig, weil anlagesuchendes Kapital weiter reichlich vorhanden sein wird, es ist politisch günstig, weil die USA und Großbritannien - bisherige Bremser - ein hohes Budgetdefizit haben werden und irgendeine Steuer erhöhen müssen. Es ist ein kleiner Beitrag des Sektors, der die Krise mit verursacht hat und davon extrem hohe Einnahmen hatte, zur Schadensbewältigung. Eine Finanztransaktionssteuer bremst minimal jenes extreme Segment der kurzfristigen Transaktionen, das nicht der Gleichgewichtsbildung sondern der Spekulation dient. Natürlich sollte die Finanztransaktionssteuer möglichst weltweit eingeführt werden, Europa und USA wären ein wichtiger Beginn.

Die Austrocknung der Steueroasen, und die Vereinheitlichung und Verschärfung der Auskunftspflichten bei Verdacht der Steuerhinterziehung sind ein Schritt zu einer internationalen Finanzarchitektur, die auch die Finanztransaktionssteuer erleichtern wird.

Die größte Gefahr: neuer Protektionismus

Historiker sind sich einig, dass die Weltwirtschaftskrise durch protektionistische Maßnahmen entscheidend verstärkt und verlängert wurde. Diesmal waren zumindest die ersten Reaktionen wenig protektionistisch. Koordination zwischen den EU- Mitgliedern, aber auch zwischen EU und den USA wurde aktiv unternommen, eine gemeinsame Problemsicht auch zusammen mit den aufstrebenden Ländern China und Russland entwickelt (Ausweitung der Treffen auf die G20), Bankenhilfen wurden koordiniert und machen nicht unbedingt an der Landesgrenze halt.

Allerdings gab und gibt es Ansätze zu Klauseln in den Hilfspaketen, die die jeweiligen inländische Wirtschaft offen (Frankreich), abgeschwächt (USA) oder klammheimlich (überall) bevorzugen. Die Spitzen dieses aufkeimenden Protektionismus wurden durch Proteste oder Verhandlungen eliminiert. Versuche werden wiederkehren, besonders wenn die Krise länger dauert, Firmen in Konkursgefahr kommen und die Arbeitslosigkeit steigt. Protektionismus kann viele Dimensionen haben, die Abwertung (bewusst oder durch Verzicht auf Interventionen) der Währung ist eine Methode. Die Struktur der Konjunkturprogramme wird oft auf die

¹⁶ Komplexere Vorschläge differenzieren nach dem Risikogehalt der Anlagegüter.

Bedürfnisse der eigenen Wirtschaft abgestimmt. Die Aufforderung, "heimische Produkte" zu kaufen oder den Urlaub "daheim" zu verbringen, ist "Protektionismus sofft".

Wenn die politischen Spannungen steigen und radikale Parteien an Einfluss gewinnen, werden sich protektionistische Strömungen verschärfen. Die Offenheit des Systems ist gefordert.

Die Krise als Chance

Die Welt nach der Krise kann auch eine bessere sein. Private Unternehmen und globale Märkte dominieren, aber sind rationaler und internationaler reguliert. Innovationen erhöhen die Wirtschaftsleistung und orientieren sich auch an gesellschaftlichen Zielen (Gesundheit, Umwelt, Armutsbekämpfung), Investitionen in den Realsektor bekommen wieder mehr Gewicht als Finanzspekulationen. Die Orientierung von Gehältern, Firmenwert richtet sich wieder mehr an langfristigen Kriterien, Bilanzkosmetik ist nicht mehr im selben Ausmaß möglich. Finanzsektor und Rating-Agenturen unterliegen besseren Spielregeln.

Wichtig dabei ist zu beachten, dass auch nach der Krise wieder viele Probleme in ihrer "alten Hierarchie" auftreten. Die Wettbewerbsfähigkeit eines reichen Landes wie Österreich wird durch Ausbildung, Innovation, neue Technologien geprägt. Osteuropa und der Nachbargürtel werden ebenso wie China, Indien und Südamerika überdurchschnittlich wachsen. Die Erderwärmung wird weiterhin ein zentrales Problem darstellen. Migration wird ebenso notwendig sein, wie es wichtig ist die Integration der Migrantinnen und Migranten zu verbessern.

Angesichts der schweren Folgen der Krise soll sie keine Ursache für Triumph und Schadenfreude sein. Einige Ursachen der Krise sind auf Charakteristik des "amerikanischen Weges" oder des "angelsächsischen Modells des Wirtschaftens" zurückzuführen. Erstens die Orientierung an kurzfristigen Gewinnen, zweitens die Bindung der Managergehälter an den Aktienkurs (an Stelle breiter Performancekriterien)¹⁷, drittens die Schaffung immer neuerer Wege Konsum und Hausbau zu fördern, ohne dafür Ersparnisse aufbauen zu müssen. Letztlich ist auch der Glaube an die Selbstregulierungskraft aller Märkte und im Besonderen des Finanzmarktes – trotz gegenteiliger Evidenz – in den USA stärker. Innovative Modelle sind jedenfalls erlaubt, selbst wenn sie tendenziell Regulierungen unterlaufen. Hinzu kommt, dass die USA und Großbritannien die eigenen Vorgaben eines ausgeglichenen Budgets dramatisch missachtet haben und die Krise mit dem höchsten Budgetdefizit begonnen haben.

Kein "business as usual" nach der Krise

Die Finanzkrise wird aus jetziger Sicht nicht die Dimensionen der Weltwirtschaftskrise erreichen, sie ist aber auch keine gewöhnliche Krise. Dies zeigt eine Auflistung der Ursachen in Übersicht 1. Sie ist eine Kombination von makroökonomischen Fehlentwicklungen, von Marktversagen und irrationaler Erwartungsbildung, Fehlern in Anreizstruktur und Risikomanagement, Schwächen in der wirtschaftspolitischen Koordination und in der Regulierung. Die

¹⁷ Zusätzliche Auszahlung eines Teils des Managergehalts in Optionen auf Aktien des eigenen Betriebes.

makroökonomischen Ursachen sind nicht leicht zu beseitigen, wenn die Akteure unterschiedliche wirtschaftliche und politische Ziele haben und keine Koordination besteht oder sogar gewollt ist. Letztlich will China einen Handelsbilanzüberschuss um erstens seinen Entwicklungsrückstand aufzuholen, zweitens die noch immer in die Städte drängende Agrarbevölkerung im Exportsektor zu beschäftigen, drittens militärisch und politisch stark zu sein und viertens nie vom Währungsfonds abhängig zu werden. Deswegen wird China die Währung nicht genügend, d.h. parallel zu Produktivität aufwerten. Die USA wollen gleichzeitig den Konsum forcieren, technologisch führend sein und hohe Militärausgaben tätigen. Der Finanzsektor will hohe Renditen erzielen und wenig reguliert sein und die Eigenkapitalrenditen durch höhere Verschuldung steigern können. Aktionäre wollen hohe Renditen sehen und sind daher interessiert, dass Firmen die besten Manager anstellen, und durch Anreizstrukturen die Verfolgung von Gewinnzielen energisch bei ihrem Management durchsetzen. Die hohen Bonuszahlungen und die Bindung der Entlohnung an den Aktienkurs waren die Antwort auf das stärkere Auseinanderklaffen von Zielen der Manager und der Eigentümer¹⁸. Die Beseitigung der Makroökonomischen Ungleichgewichte, intelligentere Regulierung und eine ausgefeilte, an eher langfristigen Erfolgen aller Stakeholder orientierte Anreizstruktur in Unternehmen ist notwendig, aber nicht leicht.

Europa zwischen "besserem Modell" und "zögerlichem Krisenmanagement"

Europa ist nicht frei von Problemen: das geringe Wachstum vor allem in Deutschland, Frankreich und Italien schon vor der Krise - das Verfehlen der Ziele gerade dieser Länder in Forschung, Bildung und Umwelt - sind auch kein Ruhmesblatt. Aber insgesamt dürften nach der Krise mehr Bausteine des Europäischen Modells gefragt sein. Die Orientierung an kurzfristigen Gewinnen ist in Europa nicht so stark ausgeprägt, die Interessen der "anderen Stakeholder" werden stärker berücksichtigt. Neben aktienmarktnotierten Unternehmen bestehen in Europa gemischte Eigentumsstrukturen (teils Streubesitz, teils strategische Eigentümer oder Stiftungen, teils öffentliches Eigentum), die Gruppe der industriellen Mittelbetriebe und der Klein- und Mittelbetriebe ist größer). Die Bewertungen sind nicht so eng an den Tageswert gebunden, Stock Options nicht so weit verbreitet. Weltweit blicken viele Länder immer häufiger nach Europa in der Orientierung ihrer Wirtschaftssysteme. Dies gilt obwohl es kein einheitliches Europäisches Modell gibt. Am relativ attraktivsten dürfte das skandinavische Modell sein, in dem Offenheit im Sinne der Bejahung der Globalisierung kombiniert wird mit hoher Verantwortung des Staates für Bildung, Chancengleichheit, ebenso Absicherung mit Flexibilität und Eigenleistungen der Bürger. Die Ausweitung der EU, die erfolgreiche Einführung des Euro und das beginnende politische Krisenmanagement in den Nachbarländern findet starke Beachtung. Eine Diskussion über ein erfolgreiches zukünftiges "Europäisches Modell" könnte und sollte aufbrechen¹⁹ und die Dominanz des Modells der "einzigen verbleibenden Weltmacht" in Frage stellen.

¹⁸ Vgl. die Literatur über Managerial Economics, nach der Manager Eigeninteressen, Unternehmensgröße und Belegschaftszahlen maximieren. Der Stakeholder Value-Ansatz war die Antwort auf dieses Problem. Er schlug vor, die Manager enger an die Interessen der Aktienbesitzer zu binden (durch Bonuszahlungen und Stock Options).

¹⁹ Ein Warnsignal sind die Probleme in den "Randzonen" Europas, wie Irland, Spanien im Westen und in Ungarn, Bulgarien und den Baltischen Ländern im Osten.

Allerdings müsste die Europäische Union in der Koordination der Wirtschaftspolitik in der Krise und auch nach der Krise eine noch stärkere Rolle einnehmen. Die Konjunkturpakete auf nationaler Ebene sind in der EU kleiner als in den USA (nach Schätzung von *Saha – Weizäcker, 2009*), die EU weite Konjunkturunterstützung durch Gemeinschaftsprojekte ist eher klein. Die Ermunterung durch Aussetzen der Stabilitätsziele (und Ankündigungen stärkerer Konsolidierungsanforderungen) nach der Krise müssen verstärkt werden ("Blaue" Briefe werden geschickt allerdings ohne Sanktionen – wie es im Vertrag für außergewöhnliche Umstände vorgesehen ist).

Es scheint allerdings fast, als würden langsam wieder die Kräfte an Bedeutung gewinnen, die einer Budgetstabilisierung Vorrang vor Arbeitsplatz erhalten geben. Die Solidarität mit den neuen Mitgliedsländern wird auch mehr aus dem Blickwinkel des Eigennutzens gesehen als aus Gemeinschaftssicht. Auch müsste die EU der unseligen Wirkung der US-Rating Agenturen stärker entgegentreten. Die Zahlungsfähigkeit eines Landes kann nicht nur am Budgetdefizit, der Nähe zu einem Krisenherd gemessen werden, sondern auch an Wachstumspotential, Reformfähigkeit, Konsensbildung, der Vermeidung von Sozialen und Ökologischen Zukunftslasten. Außerdem handeln die Rating Agenturen mit aller Kraft und geringem Verständnis gerade der makroökonomischen Steuerung entgegen. Während die Regierungen versuchen koordiniert Konjunkturprogramme zu forcieren (die wirksamer sind als einzelne, weil jedes einzelne den Nachbarn mehr zu Gute kommt als der eigenen Volkswirtschaft), verstärken Rating Agenturen die ungenügende Abstimmung der internationalen Wirtschaftspolitik (den Coordination Failure), indem sie jeden einzelnen Staat unter Druck setzen die höchste Bonitätsstufe (AAA) zu verlieren, wenn er die Staatsausgaben erhöht.

6. Zusammenfassung

Die Finanzkrise i.e.S. könnte ihren Höhepunkt 2009 überschreiten, die Krise der Realwirtschaft setzt erst mit voller Schärfe ein. Sie wird 2009 dominieren und sicher 2010 sowie auch mittelfristig Konsequenzen haben. Damit sind auch weitere Rückkoppelungen auf den Finanzsektor nicht auszuschließen. Und selbst nachdem die Produktion sich stabilisiert hat, wird eine Periode langsamen und ungleichgewichtigen Wachstums kommen. Die Wende am Arbeitsmarkt wird wahrscheinlich mehrere Jahre benötigen. Protektionismus und politische Radikalisierung sind nicht ausschließbar.

Die Krise ist die größte Herausforderung unserer Generation und auch der Akzeptanz unseres marktwirtschaftlichen westlichen Wirtschaftssystems mit einem starken und immer zentraler und globaler werdenden Finanzsystem. Die Liberalisierung und die Globalisierung des Finanzsystems hat entscheidend zum starken Wachstum der Weltwirtschaft (+25% in den Jahren 2002 bis 2008) beigetragen; auch dazu, dass die Oststaaten einen unerwartet großen Teil ihres Rückstandes aufholen konnten und hunderte Millionen Menschen in China, Indien die (niedrig definierte) Armutsschwelle überschritten haben. Das globalisierte Finanzsystem hat auch zu einer Verstärkung von Preisschwankungen bei Rohstoffen, Öl und Nahrungsmitteln geführt. Und die Krise wird viele Arbeitsplätze kosten und Nachteile für Gruppen bringen, die gerade bessere Lebenschancen zu erwarten begonnen hatten.

Die Krise wird nicht das Ausmaß der Weltwirtschaftskrise erreichen, weil die Wirtschaftswissenschaft aus den Zwanzigerjahren des letzten Jahrhunderts gelernt hat und die Wirtschaftspolitik diese Lehren weitgehend befolgt. Selbst Wissenschaftler, Politiker und Institutionen, die zum Entstehen der Krise durch extreme Marktgläubigkeit beigetragen haben, arbeiten konstruktiv und unideologisch an der Schadensbegrenzung mit oder hüllen sich vorläufig in Schweigen.

Die Reaktionen der Wirtschaftspolitik sind breit, wenn auch in manchen Ländern und Sparten langsam und nach Regionen nicht lückenlos. Ein strategischer Ansatz fehlt allerdings oft, d.h. es wird nicht das gemacht, was langfristig nützlich ist (für späteren Anstieg von Einkommen und Beschäftigung, zur Lösung des Klimaproblems). Die Steuerstruktur wird zum Beispiel nicht so verändert, dass die Schaffung von Arbeitsplätzen leichter wird oder dass Emissionen vermieden werden. Es geschieht oft das, was kurzfristig am nötigsten scheint (Ankurbelung der Autokäufe, Bauprogramme). Die Vergabe öffentlicher Gelder erfolgt oft nach dem Prinzip des größten Bedarfs (und dem Risiko, schlechte Firmen im Markt zu halten), nicht nach den größten Chancen. Länder, die ihre Mittel strategischer und zukunftsorientierter verwenden, werden nach der Krise erfolgreicher sein, besonders deswegen, weil es dann eine extreme Knappheit bei der öffentlichen Finanzierung geben würde.

Die Krise als Chance nutzen, erfordert nicht nur die Verbesserung der Regulierungsregeln, sondern auch der Anreizstrukturen (längerfristige Ziele einbauen), eine Bremsung des weit überproportionalen Anstiegs der Finanzinvestitionen (z.B. durch eine Finanztransaktionssteuer) und der Kontrolle und Transparenz von neuen Finanzprodukten. Höhere Risikopuffer (in Form von höherem Eigenkapital) bei systemrelevanten Wirtschaftssektoren wie Banken werden notwendig sein.

Wichtigste Reformmaßnahmen am Finanzmarkt i.e.S. sind eine intelligenterere, internationalere Regulierung, der Einbezug von Finanzinnovationen in die Regulierung, Selbstbehalt bei Verbriefungen, Transparenz des Risikos bei Weitergaben und antizyklische Unterlegungsvorschriften (höhere in der Hochkonjunktur, niedrigere in Rezessionen). Kurzfristig in einzelnen Fällen notwendig, aber nicht langfristig sinnvoll ist es, den Staat als Eigentümer von Finanzinstitutionen zu propagieren. Es besteht auch wenig Spielraum, die Staatsquote oder Abgabenquote zu erhöhen, wenn sie schon zwischen 40% und 50% liegt. Es wird nach der Krise eine Phase geringeren Wachstums geben, weil die steigende Unsicherheit und die höhere Eigenfinanzierung zunächst einmal das Wachstum bremsen wird. Es wird auch nicht leicht werden, die Schäden, die durch die Feuerwehreaktionen entstanden sind, wieder zu beseitigen (Geldmengenausweitung, Subventionsstruktur, Rückzahlung der staatlichen Anteile).

Die Krise hat nicht nur Ursachen am Finanzmarkt selbst, sondern in fundamentalen weltwirtschaftlichen Ungleichgewichten, in Regulierungsmängeln und -fehlern und in mikroökonomischen Anreizstrukturen. Es gibt seit Jahren einen Anstieg anlagesuchenden Kapitals und eine sehr starke Heterogenität des Wachstums und der Renditen nach Ländern, Produkten, Rohstoffen. Ebenso trägt das dreifache Defizit der USA in der Handelsbilanz, den Budgetausgaben und dem Spardefizit zur weltweiten Instabilität bei. Spiegelverkehrt gibt es Überschuldung bei den US-Konsumenten und immer höhere Fremdkapitalraten relativ zum haftenden Eigenkapital in den Finanzinstitutionen (Leverage-Faktor). Viele Rohstoffe sind

knapp geworden, ihrer effizienten Nutzung wird zu wenig Beachtung geschenkt, ebenso wie den verfügbaren oder zu entwickelnden Alternativen.

Es wird nach der Krise keine schnelle Rückkehr zum "Business as usual" geben. Im wirtschaftlichen Teil bedeutet das niedrigeres Wachstum und nur sehr langsamen Rückgang der Arbeitslosigkeit. Verhaltensweisen (Risikobewertung) und Spielregeln (Regulierung) werden sich ändern. Ob man dies als Paradigmenwechsel bezeichnen soll oder als Nachadjustierung des bisherigen marktwirtschaftlichen Modells wird erst die Zukunft zeigen und es ist notwendig, das derzeitige und das zukünftige Paradigma näher zu beschreiben, bevor man hier rasch urteilt. In einigen Punkten ist jedenfalls eine Neuorientierung notwendig, z.B. kann man nicht einerseits die Folgen der Klimaerwärmung kennen und dennoch die Emissionen weiter steigern. Große Einkommens- und Vermögensunterschiede führen zu politischen und sozialen Spannungen. Nachhaltige Steigerungen von Gewinnen und Einkommen werden als Ziel stärker in den Vordergrund treten verglichen mit maximalen, kurzfristigen Einkommen. Die Akzeptanz unseres Gesellschafts- und Wirtschaftssystems insbesondere bei der Jugend ist nicht mehr voll gegeben und muss neu erarbeitet werden, damit politische Spannungen nicht den wirtschaftlichen Krisen folgen.

Das Europäische Sozioökonomische Modell hat einige Charakteristika (langfristigeres Denken, stabilere nicht nur marktmäßige Beziehungen, höherer Stellenwert der sozialen Kohäsion und der nachhaltigen Entwicklung), deren Missachtung die Krise begünstigt haben. Es sollte und wird daher in Zukunft weltweit als attraktiver angesehen werden. Es muss jedoch selbst weiterentwickelt werden und sich besser auf die Bedingungen weltweiten Wirtschaftens einstellen, wie es etwa in Schweden, Dänemark und Finnland durch die Reformen der letzten 15 Jahre geschehen ist. Und Europa muss noch stärker und koordinierter gegen die Krise und ihre Folgen für den Arbeitsmarkt vorgehen. Und jeden Protektionismus vermeiden und die schwächeren Mitglieder und die Nachbarn unterstützen. Dann können wir in Österreich und in Europa von der Krise besonders viel lernen.

Lassen wir uns Hoffnung machen durch die Einschätzung des **US-Ökonomen Jeffrey Sachs**, der in der Financial Times mit einer positiven Charakterisierung Europas der gängigen "These des europäischen Niederganges" entgegnet:

"Europa ist ein Friedensmodell, hat starke Demokratien, es gibt keine soziale Unterklasse. Europa verhandelt bei politischen Konflikten statt zu bombardieren, hat die höchste Lebenserwartung und geringste Kindersterblichkeit. Europa zeichnet sich aus durch hohe Energieeffizienz und Bekenntnis zu alternativen Energien, Europäer haben mehr Freizeit" (frei übersetzt, gekürzt, Original siehe Übersicht 3).

Übersicht 3

Jeffrey D. Sachs (Columbia University, Director of the Earth Institute, Columbia University, New York, NY, US) in Financial Times 19.08.2008

Im Gegensatz zur Ansicht:

.... "Europe in decline ... increasing irrelevance relative economic decline"

"What about Europe's internal peace, strong democracies, social market systems that avoid a US-style underclass, strong scientific and technological capacity, high educational attainments, generosity in aid given to the low-income world compared with aid given by other high-income countries, a proclivity to negotiate rather than to bomb, the highest life expectancy and lowest child mortality of any world region, impressive commitments to alternative energy and energy efficiency, high environmental awareness, ample leisure time for the broad population, and the stabilisation of the overall population, not to mention very high levels of self-reported life satisfaction in world surveys?"

Literaturhinweise

- Aiginger, K., The Three Tier Strategy Followed by Successful European Countries in the 1990s, *International Review of Applied Economics*, Vol.18(4), 2004, pp. 399-422, 2004.
- Aiginger, K., Guger, A., The European Social Model: from an alleged barrier to a competitive advantage, in *Journal of Progressive Politics*, Vol. 4.3, pp. 40-47, 2005.
- Aiginger, K., Guger, A., The European Socio-Economic Model, Differences to the USA and Changes Over Time, in Giddens A. (ed.), *Global Europe; Social Europe*, 2006.
- Androsch, H., "Der Krise gemeinsam gegensteuern!" *Europäische Rundschau*, 2009/1.
- Buiter, W.H., Lessons from the global credit crisis for social democrats, background paper for the Dr. J.M. Den Uyzelling 2008, given on December 15, 2008, in the Rode Hoed, Amsterdam.
- Calomiris, Ch.W., *Banking Crises*, NBER Reporter No 4, 2008
- Caprio, G., Klingebiel, D. Laeven, L. and Noguera, G., "An update off he Caprio-Klingebiel database, 1996, 1999", *Banking Crises Database*, October, 2003.
- Cooper, G., *The Origin of Financial Crises*, Harrian House, 2008.
- Davis, E.P., Karim, D., "Could early warning systems have helped to predict the sub-prime crisis?", *National Institute Economic Review*, 206, October, 2008.
- Eichengreen, B., O'Rourke, K.H., *A Tale of Two Depressions*, 6. April 2009;
<http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3421>
- Freixas, X., The credit rating industry: Incentives, shopping and regulation, *VOX*, Research-based policy analysis and commentary from leading economists, 18 March 2009; <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3286>
- Goldman-Sachs, *Effective Regulation: Part 1: Avoiding Another Meltdown*, Global Market Institute, March 2009.
- Greenspan A.: The fed didn't cause the Housing Bubble, *Greenspan associates*, March 11, 2009.
- Gurria, A., The long term starts now, *OECD Observer* 270/271, 2009;
http://www.oecd.org/document/56/0,3343,en_2649_201185_41985400_1_1_1_1,00.html
- Hahn, F.R., Die neue Basler Eigenkapitalvereinbarung ("Basel II") aus makroökonomischer Sicht, *WIFO-Monatsberichte*, 2/2003 .
- Hahn, F.R., Internationale Bankenkrise und die Rolle von Finanzaufsicht und Finanzinnovationen, *WIFO-Monatsberichte* 8/2008.
- Hellwig, M., *Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis*, Reprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods, Bonn, 2008/43.
- Ketzler, R., Schäfer, D., Nordische Bankenkrise der 90er Jahre: Gemischte Erfahrungen mit "Bad Banks", *Wochenbericht des DIW Berlin* Nr. 5/2009.
- Mooslechner, Peter: *Finanzkrise, quo vadis?*, *Contures* 4, 2008
- Reinhart, C.M., Rogoff, K.S., *The Aftermath of Financial Crises*, American Economic Association meeting in San Francisco, January 3, 2009.
- Larosière, Report, *Causes & repair of the Financial Crisis*, Brussels, 2009.
- Saha D., Weizäcker J. Estimating the size of European stimulus packages for 2009: an update, *Bruegel*, 20.2.2009
- Scheiblecker, M., Auswirkungen der Finanz- und Immobilienkrise auf die Realwirtschaft, *WIFO-Monatsberichte* 8/2008.
- Schulmeister, St., Handelsdynamik und Preisschwankungen auf Finanzmärkten und das Stabilisierungspotential einer Finanztransaktionssteuer, *WIFO-Monatsberichte* 8/2008.
- Schulmeister, St., Die neue Weltwirtschaftskrise – Ursache, Folgen, Gegenstrategien, mimeo, 2009.
- Schulmeister, St., Asset Price Fluctuations, Financial Crises and the Stabilizing Effects of a General Transaction Tax, mimeo, 2009.
- Smeral, E., *The Impact of the Financial and Economic Crisis on European Tourism*, Mimeo, WIFO, 2009.
- Spilimbergo, A., Symansky, St., Blanchard, O., Cottarelli, C., *Fiscal Policy for the Crisis*, IMF Staff Position Note, December 29, 2008.
- Summer, M., *Die Finanzkrise 2007/08 aus der Perspektive der ökonomischen Forschung*, *Geldpolitik & Wirtschaft*, Quartalsheft zur Geld- und Wirtschaftspolitik Q4/08, OeNB, 2008.
- Taylor, J.B., *The Financial Crisis and the Policy Responses: An empirical analysis of what went wrong*, NBER Working Paper 14.631, 2009.
- Tichy, G., *Subprime crisis – Alleinschuld der Banken?* mimeo, 2008.
- World Economic Forum, *The Future of the Global Financial System, A Near-Term Outlook and Long-Term Scenarios*, A World Economic Forum Report, 2009.

© 2009 Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung

Medieninhaber (Verleger), Hersteller: Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung • Wien 3, Arsenal, Objekt 20 • A-1103 Wien, Postfach 91 • Tel. (43 1) 798 26 01-0 • Fax (43 1) 798 93 86 • <http://www.wifo.ac.at/> • Verlags- und Herstellungsort: Wien

Kostenloser Download: http://www.wifo.ac.at/www/jsp/index.jsp?fid=23923&id=35586&typeid=8&display_mode=2