

**Von der Verteilungs- zur Wirtschaftskrise
Die Rolle der zunehmenden Polarisierung als strukturelle
Ursache der Finanz- und Wirtschaftskrise**

Ao Prof Dr Engelbert Stockhammer

1. Einleitung

Die gegenwärtige Wirtschaftskrise ist die schärfste seit der Weltwirtschaftskrise der 1930er Jahre. Als Ursachen der Krise werden zumeist Entwicklungen im Finanzsektor angeführt:

- die Deregulierung des Finanzsystems, das u.a. das originate-and-distribute Bankenmodell (Kredite werden vergeben und „weiterverkauft“) ermöglichte; die Entwicklung neuer Finanzinstrumente wie der mortgage backed securities (MBS), collateralized debt obligations (CDO) und credit default swaps (CDS), falscher Gehaltsschemata für Manager, die Anreize gaben erhöhte Risiken einzugehen;
- die zu expansive Geldpolitik der FED nach dem Börsenkrach 2000; die Bael II Regulierung, die de facto einen Anreiz schuf Kredite weiterzuverkaufen bzw. mit CDS zu „versichern“;
- internationale Außenhandelsungleichgewichte und die zugehörigen Kapitalflüsse (manchmal „savings glut“ genannt).

Zu diesen Punkten gibt es eine umfangreiche Diskussion und eine reichhaltige Literatur. Einer der dramatischen sozioökonomischen Veränderungen seit 1980 erhält jedoch vergleichsweise geringe Aufmerksamkeit als potenzielle Krisenursache: die Polarisierung der Einkommensverteilung (Stiglitz und Fitoussi 2009, Stockhammer 2009a, 2009b, Horn et al 2009). Dieser Aspekt soll in diesem Forschungsprojekt näher untersucht werden.

Seit den frühen 1980er Jahren ist es in praktisch allen OECD-Ländern zu einer Polarisierung der Einkommensverteilung gekommen. Diese nahm in verschiedenen Ländern unterschiedliche Formen an. In den angelsächsischen Ländern kam es zu einer Polarisierung der personellen Einkommensverteilung. Speziell die Spitzeneinkommen erlebten ein spektakuläres Wachstum (Piketty und Saez 2003, 2007; OECD 2008). Seit 1980 konnte das oberste Einkommensperzentil seinen Anteil am Volkseinkommen in den USA um 10%-Punkte erhöhen. In den kontinentaleuropäischen Ländern kam es zu einem starken Fall der Lohnquote, also der funktionellen Verteilung. Seit 1980 ist die Lohnquote im Euro-Raum um rd 10%-Punkte gefallen. Angesichts dieser dramatischen Veränderung der Einkommensverteilung ist zu erwarten, dass sie auch makroökonomisch relevante Auswirkungen hat. Verschiedene Autoren haben einen Zusammenhang zwischen den Phänomenen der Polarisierung der Einkommensverteilung und der gegenwärtigen Krise postuliert (Wade 2009, Rajan 2010), jedoch wurden die Mechanismen bisher kaum ausführlich diskutiert. In diesem Artikel soll einerseits ein konzeptioneller Rahmen präsentiert werden um verschiedene Kanäle, durch die die Polarisierung der Einkommensverteilung zur Krise beigetragen hat, zu identifizieren und andererseits die verschiedenen Kanäle empirisch untermauert werden.

Unsere These ist, dass die Krise als Produkt der Interaktion von Deregulierung am Finanzsektor mit der Polarisierung der Einkommensverteilung zu sehen ist. Kurz gefasst ist die Erklärung die folgende. Seit den frühen 1980er Jahren hat sich der Neoliberalismus als wirtschaftspolitisches Paradigma durchgesetzt. Dieser beinhaltet eine Änderung der wirtschaftspolitischen Ausrichtung, insbesondere eine Deregulierung der Finanzsektors und eine Reihe sozial- und steuerpolitischer Maßnahmen, die zu einer Polarisierung der Einkommensverteilung führten. Aus makroökonomischer Perspektive haben sich zwei Wachstumsmodelle herausgebildet: ein kredit-getriebenes und ein export-getriebenes. Die USA und Großbritannien sind Paradebeispiele für ersteres, Deutschland und China für zweiteres. Der potentielle Nachfragemangel durch die Polarisierung der Einkommensverteilung wurde in der kreditgetriebenen Gruppe durch kreditfinanziertes Konsumwachstum und in der zweiten Gruppe durch Exportwachstum kompensiert. Möglich wurde das Kreditwachstum durch die Deregulierung des Finanzsektors, durch eine Immobilienpreisblase und durch Kapitalzuflüsse (aus den exportgetriebenen Ländern).

Aus Kaleckianischer Sicht stellen kreditgetriebenes Wachstum und exportgetriebenes Wachstum die Reaktion auf dasselbe zugrundeliegende Phänomen dar. Die Polarisierung der Einkommensverteilung bedeutet, dass für breite Bevölkerungsschichten, z.B. den repräsentativen Arbeitnehmerhaushalt, die Realeinkommen kaum wachsen. Daher gibt es eine potenzielle Stagnation der Konsumausgaben. Dies wird in einer Ländergruppe durch vermehrte Kreditvergabe und in der anderen Gruppe durch Aussenorientierung kompensiert. Gemäß dieser Analyse sind Veränderungen der Einkommensverteilung zentral mit den Ungleichgewichten verbunden, die in der Krise 2008 eruptiert sind. Die Analyse legt einige Forschungsfragen nahe, die im folgenden empirisch untersucht werden sollen: Lässt sich eine Gruppierung in kredit-getriebene und export-getriebene Wachstumsmodelle tatsächlich nachweisen? Gibt es Evidenz für die Effekte von Veränderungen der Einkommensverteilung auf die Konsumausgaben? Kann die steigende Verschuldung von US-Haushalten mit der Polarisierung der Einkommensverteilung in Verbindung gebracht werden? Gibt es Evidenz, dass die Polarisierung der Einkommensverteilung die Spekulationsneigung erhöht hat?

Diese Fragen sollen im Folgenden näher untersucht werden. Vorweg gilt es festzuhalten, dass unsere Analyse keineswegs die Zentralität von Fehlentwicklungen im Finanzsektor für die Erklärung der gegenwärtigen Krise in Frage stellt. Diese ist unumstritten. Die Arbeitshypothese ist vielmehr, dass die Krise *nur im Zusammenwirken von Fehlentwicklungen im Finanzsektor und zunehmender Ungleichverteilung ihre Wirkung entfallten konnte*. Die intendierte Krisenerklärung ist damit als eine reichhaltige, makroökonomisch orientierte Erklärung zu verstehen.

2. Die Finanz- und Wirtschaftskrise 2007-10¹

Ab Mitte 2006 begannen die Immobilienpreise in den USA zu fallen; damit endete ein mehr als ein Jahrzehnt anhaltender Immobilienboom. Dies stellt eine mögliche Markierung für den Beginn der Krise dar, auch wenn es zunächst kaum wahrgenommen wurde. Der Immobilienpreisboom hatte gewaltige Auswirkungen, weil mit ihm eine Kreditvergabemaschinerie in Laufen gekommen war, die den Wachstumspfad der USA bestimmen sollte. Bevor wir uns seiner weiteren Diskussion der Krisenursachen widmen, soll hier noch ein kurzer Überblick über den Verlauf der Krise gegeben und ihre unterschiedlichen Phasen herausgearbeitet werden.

Die Finanzkrise begann in einem scheinbar obskuren Bereich des US-amerikanischen Finanzsystems: im subprime Markt, dem Markt für Derivate auf Hypothekarkredite niedriger Bonität. Dies gab der Krise ihren ersten Namen: *die subprime Krise*. Im Zuge des Immobilienbooms wurden Kredite zunehmend an Kreditnehmer geringer Bonität, dem sogenannten subprime Bereich vergeben. Selbst die nunmehr berühmten NINJA Loans (no income, no jobs, no assets) wurden vergeben. Dies war möglich weil die Banken die Kredite bündelten und in Form von Asset backed securities (ABS) und, darauf aufbauend, Collateralized Debt Obligations (CDOs) weiterverkauften. Die Krise brach im Bereich dieser Derivate aus, verursachte große Verluste bei verschiedenen Akteuren auf den Finanzmärkten und breitete sich dann auf andere Märkte aus.

Im Sommer 2007 erreichte die Krise das Zentrum der modernen Finanzwelt, den Interbankenmarkt, auf dem sich die großen Banken gegenseitig kurzfristige Kredite geben. Hier stiegen die Zinsen um einen Prozentpunkt an. Nicht dramatisch, aber ein klares Indiz, dass sich die Banken gegenseitig zu misstrauen begonnen hatten. Die Zentralbanken reagierten mit umfangreichen Liquiditätsspritzen. In dieser *ersten Phase* der Krise wurde sie als Krise eines Marktsegments, schließlich als eine Krise des US-Immobilien- und Finanzmarkts wahrgenommen. In Europa wurde sie in dieser Phase - durchaus mit einer gewissen Häme – vorwiegend als US-Problem dargestellt. Probleme einzelner europäischen Banken wurden als Einzelfälle gewertet, die durch übertriebenes Engagement im US-Markt betroffen seien.

Die Krise forderte verschiedene Opfer, wie die britische Hypothekbank Northern Rock, die Investment Bank Bear Stearns und zahlreiche kleinere US-amerikanische

¹ Dieser Abschnitt beruht auf Stockhammer (2009, 2010, 2011) und Beigewum und Attac Oesterreich (2010).

Hypothekendarfinanzierer. Der große Knall kam im Sommer 2008 als Lehmann Brothers, eine der fünf Wall Street Investment Banken in Konkurs ging. Panik machte sich breit auf den Finanzmärkten. Die misstrauten sich gegenseitig, der Zinssatz am Interbankenmarkt stieg um fünf Prozentpunkte und schließlich hörten die Banken auf, sich gegenseitig Geld zu leihen. Eine veritable *Finanzkrise* war ausgebrochen. Auch für (nicht finanzielle) Firmen war es schwierig neue Mittel aufzunehmen. Der Zusammenbruch des globalen Finanzsystems stand im Raum, und konnte nur mit Interventionen in Form gewaltiger Summen seitens der Regierungen der großen Industriestaaten verhindert werden.²

Speziell mussten die Banken gerettet werden, die aufgrund des Zusammenbruchs der Märkte in massive Refinanzierungsschwierigkeiten geraten waren. Symbolträchtig erklärte die EU im Oktober 2008, dass kein systemisch wichtiges Finanzunternehmen in der EU in Konkurs gehen werde. Ein Kapitalismus ohne Pleite (zumindest für die Großen) war ausgerufen.

In der wirtschaftspolitischen Diskussion wurde für einige Monate der Keynesianismus wiederentdeckt. Frankreichs Präsident Sarkozy rief eine notwendige „Neugründung des Kapitalismus“ aus. Die G20, das erstarkte internationale wirtschaftspolitische Koordinationsgremium der 20 größten Volkswirtschaften der Welt, verabschiedete einen Plan zur internationalen Re-Regulierung der Finanzmärkte. Diese Pläne sind zwar im Detail weitreichend, allerdings zielen sie keineswegs auf eine grundlegende Veränderung ab. Sie könnten eher als Versuch gekennzeichnet werden, den Neoliberalismus stabiler zu machen. Jedoch ist bisher von diesen Absichten noch kaum etwas umgesetzt und, mit der Entspannung auf den Finanzmärkten drohen die Reformen im Sand verlaufen.

In einer *dritten Phase* ab dem Spätherbst 2008 wurde aus der Finanzkrise endgültig eine *Wirtschaftskrise* und sie erfasste den ganzen Globus. Die Industrieproduktion brach in allen Regionen ein. General Motors und Opel sind nur die prominentesten Beispiele für eine Vielzahl von Firmen, die vor dem Aus standen. Die Krise schwappte aber auch in die Länder des Südens und nach Osteuropa über. Gleichzeitig wurde klar, dass die Finanzkrise nicht bloß eine vorübergehende Vertrauenskrise im Finanzsektor war. Die krisenbedingte Kreditverknappung sowie die negativen Erwartungen übertrugen sich auf den Rest der Wirtschaft und eine globale gesamtwirtschaftliche Rezession setzte ein; die meisten Industrieländer erfuhren einen Rückgang des BIP in der Größenordnung von 4 bis 5 %-Punkten, die schwerste Krise seit den 1930er Jahren. Die Wirtschaftspolitik schnürte

² Die EU schätzt die Summe der Rettungspakete auf 2343 Mrd. Euro (in 2008-09; siehe Anhang A.1)

Konjunkturpakete und verabschiedete sich kurzfristig von der Orientierung an einer rigiden Budgetpolitik.

Ab dem Frühjahr 2009 schienen unmittelbar größere Verwerfungen und neue Turbulenzen auf den Finanzmärkten fürs erste gebannt zu sein. Gleichzeitig wurden die realen Auswirkungen zunehmend sichtbar, die Anzahl der Konkurse im produzierenden Gewerbe wuchs und die Arbeitslosigkeit stieg. Seitens der Finanzindustrie mehrten sich nun Indizien für das Bestreben, eine drohende fundamentale Veränderung zu verhindern. So intensivierten sich Lobbying-Bemühungen, um die Regulierungsdebatte zu beeinflussen, und größere Eingriffe in das bestehende Regelwerk und Geschäftstreiben der Finanzindustrie abzuwehren.

Die Rückkehr zur Normalität setzte ein. Aber diese Normalität sollte nicht so rosig sein, wie die des Booms. Die wirtschaftliche Erholung blieb brüchig und die Finanzmärkte blieben nervös; die wirtschaftliche Entwicklung verlief in verschiedenen Ländern recht unterschiedlich. Für große Teile der Bevölkerung in den englischsprachigen Ländern wurden die Krisenauswirkungen erst jetzt spürbar. So steigt die Zahl der Obdachlosen und der Langzeitarbeitslosen in den USA weiter an. Die relativ kräftige, exportgetriebene Erholung, die in Deutschland und Österreich 2010 einsetzte, ist international eher untypisch.

Aber den weitreichendsten Effekt hatte die Krise auf die Staatshaushalte: Die schwerste Krise in Generationen und umfangreiche Bankenrettungspakete hinterließen riesige Löcher in den Budgets und die Staatsschulden stiegen. So nahm die Krise im Lauf des Jahres 2009 ihre nächste Wendung: sie wurde zu einer *Staatsschulden-Krise* (sovereign debt crisis). Bereits zuvor hatten einige periphere Länder (Ungarn, Litauen, Pakistan, Island) internationale Hilfspakete in Anspruch genommen, aber das erste Opfer in der Euro Zone war Griechenland und mit ihm schließlich das Euro System.

Im Winter 2009/10 sah sich Griechenland zunehmend höheren Zinsätzen auf seine Verschuldung ausgesetzt. Griechenland hatte (unter Mithilfe der dafür gut bezahlten Wall Street Banken, namentlich Goldman Sachs³) die Staatsschuldenstatistiken geschönt und die zunehmende nervösen Finanzmärkte waren nun nur gegen steile Zinsaufschläge bereit, Griechenland mit neuen Krediten zu versorgen. Aber Griechenland war nicht allein. Mit ihm sollten die anderen Länder der 'alten Peripherie Europas' in die Krise geraten: Italien, Spanien, Portugal und Irland. Tatsächlich zeigt sich ein fundamentaler Konstruktionsfehler

3 Siehe „Goldman Sachs half Griechenland bei Schuldenkosmetik“, <http://www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,676346,00.html>

des Euro Systems: mit den fixen Wechselkursen hatten die südeuropäischen Länder zwar deutlich geringere Inflationsraten erreicht als in der Vergangenheit dennoch lagen ihre Realzinsen noch deutlicher unter jenen Deutschlands, aber sie verloren dennoch seit der Euro Einführung langsam aber stetig an Wettbewerbsfähigkeit gegenüber Deutschland. Deutschlands Leistungsbilanzüberschüsse (rund 2/3 davon innerhalb des Euroraums) betragen mehr als 5% des BIP, was nicht zuletzt auf die stagnierenden Reallöhne Deutschlands zurückzuführen ist (Lapavitsas et al 2010, Horn und van Treeck 2011, Stockhammer 2011).

Das griechische Problem war damit nur die Spitze eines Eisbergs. Zwar wurde eine gewaltige European Financial Stability Facility (EFSF) ins Leben gerufen. Allein die Finanzmärkte waren davon nicht hinreichend beruhigt. Im Dezember 2010 geriet dann Irland in die Krise. Anders als Griechenland hatte Irland vor der Krise keine Budgetprobleme, sondern diese sind ausschließlich auf die Platzen der Immobilienblase und die Rettungspakete für die Banken zurückzuführen.

Die griechische Krise stellte noch in anderer Hinsicht einen Wendepunkt dar: die Wirtschaftspolitik schwenkte nun wieder auf einen orthodoxen Kurs um und erklärte keynesianische Konjunkturpolitik angesichts unwilliger Finanzmärkte für unmöglich. Griechenland und Irland erhielten europäischen Unterstützung nur unter der Bedingung drakonischer Sparmaßnahmen; die neugewählte konservative Regierung in Großbritannien betrachtet ausgeglichene Staatshaushalte als die zentrale Voraussetzung für wirtschaftliches Wachstum und die EU will die Budgetpolitik ihrer Mitgliedsstaaten weiter einschränken. Nachdem die Wirtschaft die schwerste Krise seit den 1930er Jahren durchmacht ist die Wirtschaftspolitik im 19. Jahrhundert angekommen.

3. Krisenursachen

Der Großteil der Diskussion um die Krisenursachen betont mikroökonomische Faktoren. Dies kommt in verschiedenen Ausrichtungen und Schwerpunkten. Erstens Ansätze, die Anreize für Bankmanager in privatwirtschaftlichen Verträgen oder die Verwendung von Modellen mit inkorrekten Annahmen über die Häufigkeit und Korrelation von Schocks in der Risikoanalyse von Banken. Diese Argumente behandeln Problem im privaten Sektor und unterstellen rationales Verhalten. Zweitens gibt es Argumente, die Regulierungsfehler hervorheben, wie das Basel II System, das einen Anreiz für Banken geschaffen hat in off-balance sheet aktiv zu werden um Kapitalvorschriften zu umgehen. Implizit unterstellen diese Argumente meist Rationalverhalten im privaten Sektor. Drittens gab die Krise Ansätzen der

Verhaltensökonomie neues Aufwind, die nicht-rationales Verhalten wie Herdenverhalten betonen.

Aus makroökonomischer Perspektive ist der Immobilienpreisboom (v.a. in den USA) zentral, der einen gewaltigen Anstieg der Haushaltsverschuldung ermöglicht hat. Über die Gründe für diese Blase auf den Immobilienmärkten besteht keine Einigkeit. Wiederrum spannen die mikroökonomischen Argumente das Spektrum von falschen Anreizen (für rationale Individuen) in privaten Verträgen, falsche Regulierung (für rationale Individuen) und irrationales Verhalten seitens der Haushalte und der Akteure auf den Finanzmärkten. Klar ist, dass die Größenordnung des Anstiegs der Haushaltsverschuldung historisch außergewöhnlich ist und dass die falsche Risikobepreisung auf den Finanzmärkten und die steigende Haushaltsverschuldung sich gegenseitig verstärkten. Klar ist auch, dass in den USA die Sparquote der Haushalte bereits in den beiden Jahrzehnten vor der Krise einen rückläufigen Trend aufwies (siehe Grafik A1 im Appendix): Konsum wurde teils durch steigende Verschuldung finanziert.

Ein genuin makroökonomisches Argument in der Krisenerklärung bezieht sich auf die umfangreichen Kapitalzuflüsse, die die USA in den Jahren vor der Krise erfuhr. Die These des ‚savings glut‘ wurde durch Bernanke (2005) bekannt gemacht, der dafür u.a. die Südost-asiatischen Zentralbanken verantwortlich machte. Reinhart und Reinhart (2008) zeigten, dass Episoden starker Kapitalzuflüsse (‚capital flow bonanzas‘) meist zu spekulativen Blasen und, schlussendlich, Krisen führen.

Abbildung 1 stellt zentrale makroökonomische Mechanismen der Krise dar. Veränderungen im Finanzsystem, die durch die Deregulierung (oder durch falsche Regulierung) ermöglicht wurden führten zu einer Blase auf den Finanz- und Immobilienmärkten, die mit steigender Haushaltverschuldung einherging. Die zunehmende Verschuldung ermöglichte einen kräftiges Konsum- und Wirtschaftswachstum (in den USA), das sich Außenhandelsdefiziten niederschlug. Die resultierenden Kapitalzuflüsse wiederum trugen ihrerseits zur spekulativen Blase bei.

Abbildung 1 Die übliche Krisenerklärung

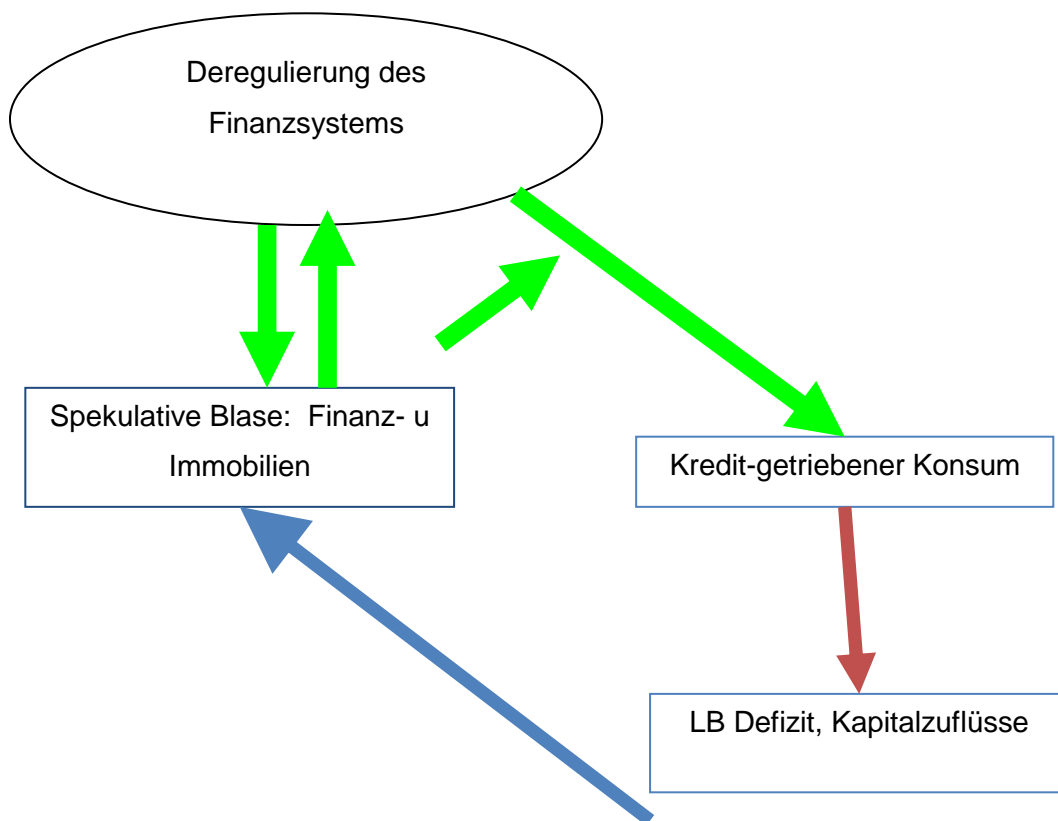


Abbildung 1 fasst wichtige makroökonomische Mechanismen zusammen, die die meisten Analysen betonen würden. Zwei Punkte sind hervorzuheben. Erstens gibt es, wie betont, verschiedene Ansichten über die mikroökonomischen Gründe dieser Entwicklungen. Diese reichen: von neoklassische Ansätzen, die Staatsversagen über falsche Regulierung postulieren, über verhaltensökonomische Ansätze, die nicht-rationales Verhalten von Akteuren hervorheben und keynesianische (speziell in der Nachfolge H. Minskys), die endogene Instabilität des privaten Finanzsektors betonen, der durch die Deregulierung Vorschub geleistet wurde.

Eine Reihe von Kommentatoren hat die Parallele von steigender Polarisierung der Einkommensverteilung in den 1920er Jahren und vor der aktuellen Krise betont. Zumeist sind diese Ansätze jedoch analytisch nicht weit entwickelt. Im folgenden Abschnitt sollen diese Ansätze in einem keynesianische und regulationstheoretisch motivierten Rahmen dargestellt werden.

4. Veränderungen der Einkommensverteilung

Die Einkommensverteilung hat dramatische Veränderungen in den letzten Jahrzehnten erfahren. Dabei gibt es bemerkenswerte Unterschiede zwischen den Ländern. Die

(bereinigten) Lohnquoten sind in den kontinentaleuropäischen Ländern und Japan seit 1980 um fast 10%-Punkte gefallen (Grafik 1). Der Rückgang in den USA und in Großbritannien fiel moderater aus. Die englischsprachigen Länder haben hingegen deutlichere Veränderungen der personellen Einkommensverteilung. So ist der Einkommensanteil des obersten 1% der Bevölkerung in den USA von rund 8% (1980) auf über 18% (2005) gestiegen (Grafik 2). Die Entwicklungen in den anderen englischsprachigen Ländern sind ähnlich. In den kontinentaleuropäischen Ländern und Japan hingegen hat sich deren Einkommensanteil kaum verändert. Ein wesentlicher Teil dieser Spitzeneinkommen sind auf die exorbitant Managementgehälter (in den englischsprachigen Ländern). Werden die Managementgehälter den Profiten statt den Löhnen zugeschlagen so entwickelt sich die derart bereinigte Lohnquote in den USA ähnlich wie jene in Europa. Dies wird auch offensichtlich, wenn man die (inflationsbereinigten) Medianlöhne betrachtet. Diese sind in den USA von 1980 bis 2005 um 2.8% gewachsen; im untersten Einkommensquintil kam es gar zu einem Rückgang von 3.1% und die Top 10% wuchsen um 21% (OECD 2008).

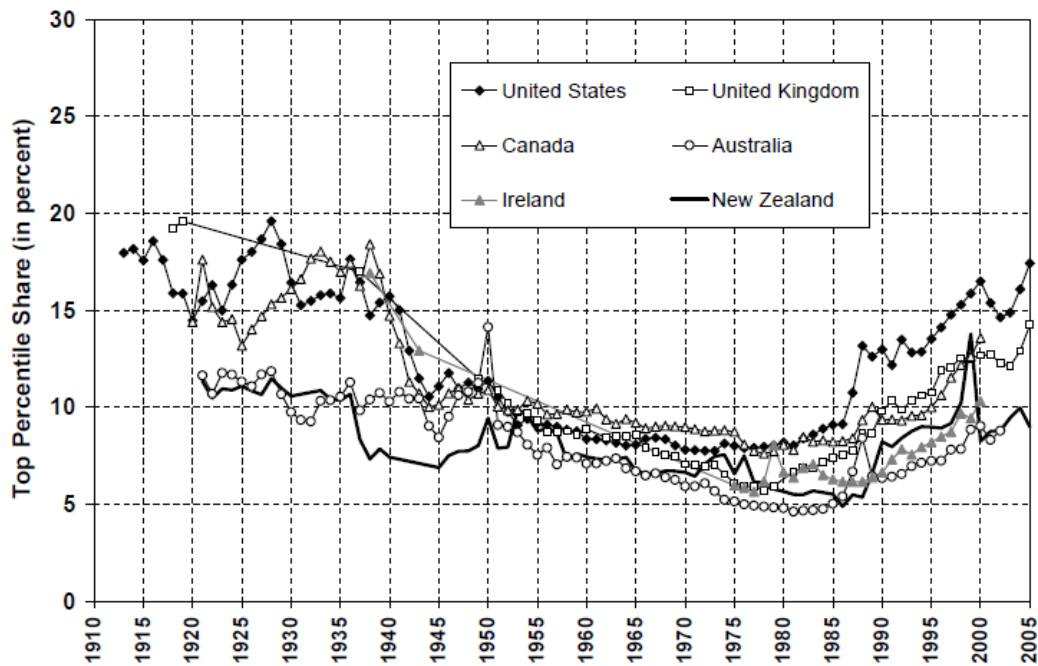
Grafik 1 Bereinigte Lohnquoten



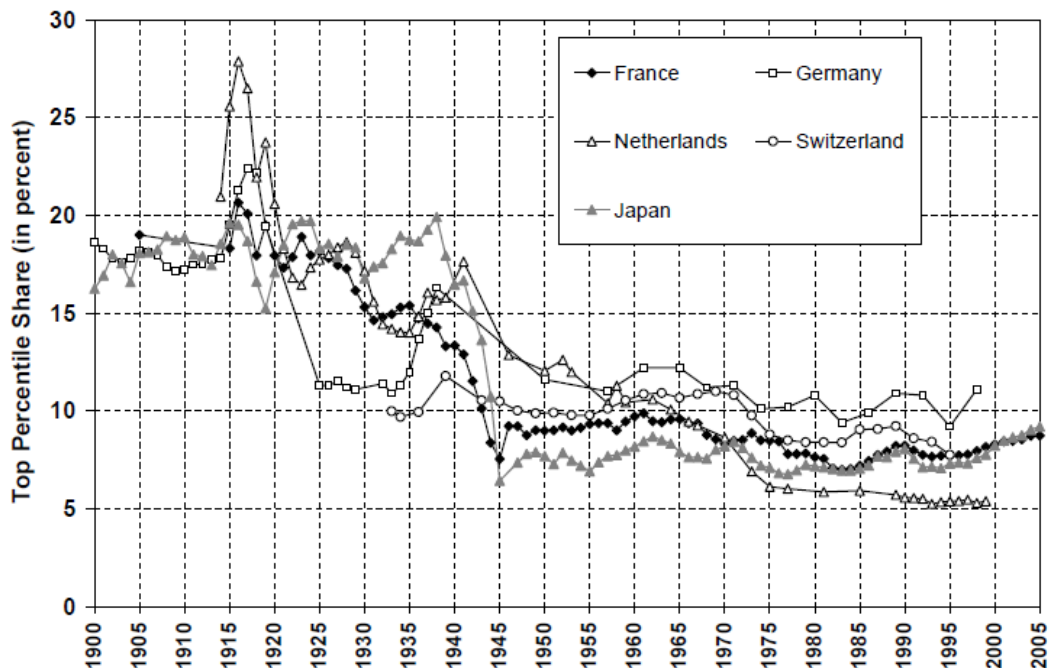
Source: AMECO⁴

⁴ http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/ameco/index_en.htm

Grafik 2 Einkommensanteil des obersten 1% in Englisch-sprachigen Ländern



Grafik 3 Einkommensanteil des obersten 1% in Kontinental-Europa und Japan



Quelle: Atkinson, Piketty and Saez (2010), Figures 7A and 7B

Diese dramatischen Veränderungen in der Einkommensverteilung haben zu einer Reihe an Studien zu deren Ursachen geführt. Bemerkenswert ist, dass in der letzten Zeit auch die internationalen Mainstream Institution zu den Determinanten der *funktionalen* Einkommensverteilung Studien veröffentlicht haben. IMF (2007a) und EC (2007) finden dass

der technologische Wandel die Hauptursache des Rückgangs der Lohnquote darstellt und dass die Globalisierung ein sekundärer Faktor war. Stockhammer (2009) setzt sich kritisch mit diesen Arbeiten auseinander und findet, basierend auf einer Panel Analyse für OECD Länder, dass die Ergebnisse bezüglich der Rolle des technologischen Wandels nicht robust sind und dass die finanzielle Globalisierung, (Handels-) Globalisierung und der Rückgang des gewerkschaftlichen Organisationsgrades die Hauptursachen waren. Die finanzielle Globalisierung war auch in ILO (2008) betont worden (allerdings ohne ökonometrische Evidenz) Rodrik (1998), Harrison (2002) und Jayadev (2006) hatten ebenfalls, in Analysen für OECD und Entwicklungsländer Evidenz für den Effekt der Liberalisierung der internationalen Kapitalflüsse auf die funktionale Einkommensverteilung gefunden. Bemerkenswerterweise hatte IMF (2007b) in einer Studie für OECD und Entwicklungsländer gezeigt, dass ausländische Direktinvestitionen zu einer Spreizung der *personellen* Einkommensverteilung führen. Onaran (2009) zeigte für ausgewählte Entwicklungsländer, den langanhaltenden negativen Effekt von Finanzkrisen auf die Einkommensverteilung.

5. Polarisierung der Einkommensverteilung und Krisenursachen

Es gibt eine augenfällige Parallele zwischen der Krise der 1930er Jahre und der heutigen Krise: in beiden Fällen war es vor der Krise zu einer Polarisierung der Einkommensverteilung gekommen. Dies hat verschiedenen Autoren zur dazu veranlasst einen kausalen Zusammenhang zwischen der Polarisierung der Einkommensverteilung und der Finanzkrise zu vermuten. Allerdings liegen bisher kaum detaillierte Analysen des Zusammenhangs vor. Dieser Abschnitt versucht anhand von vier Hypothesen einen solchen Zusammenhang zu belegen. Dabei gilt es vorweg klarzustellen, dass damit nicht die Polarisierung der Einkommensverteilung *anstelle* von finanzieller Faktoren betont wird, sondern die Polarisierung der Einkommensverteilung *in Wechselwirkung* mit finanziellen Faktoren gesehen wird, ganz im Sinne von Horn und van Treeck (2011), die „drei Us“ als Krisenursachen betonen: Ungleichheit, internationale Ungleichgewichte und unterregulierte Finanzmärkte.

These 1: Die Polarisierung der Einkommensverteilung führt ceteris paribus zu stagnierenden Nachfrage, v.a. zu stagnierender Konsumnachfrage.

Wie in Abschnitt 4 besprochen, ist es in den letzten Jahrzehnten zu einer dramatischen Veränderung der Einkommensverteilung gekommen. Was sind die makroökonomischen Effekte dieser Umverteilung? Genauer: was sind die Effekte auf die aggregierte Nachfrage?

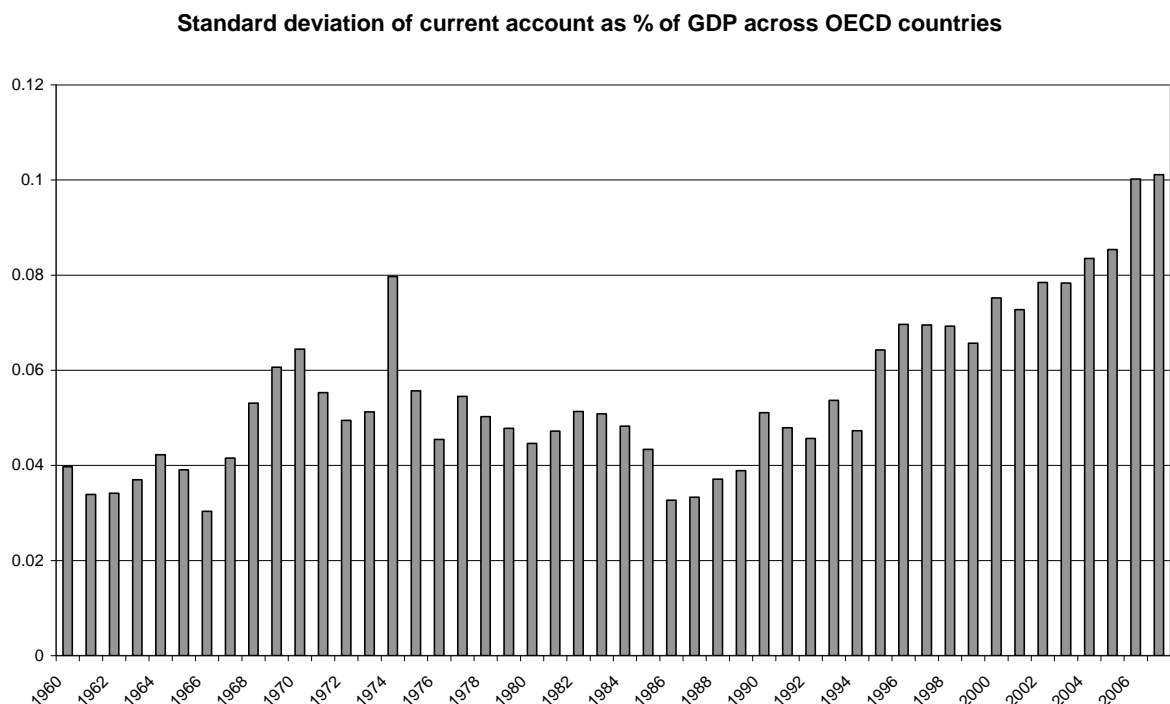
Ceteris paribus würde man von einem Sinken der Lohnquote einen dämpfenden Effekt auf die Konsumausgaben (da Bezieher von Lohneinkommen üblicherweise eine höhere marginale Konsumneigung als Kapitaleinkommen haben) und einen expansive Effekt auf die Investitionsausgaben erwarten (da Profite, bei gegebener Nachfrage positiv auf Profite reagieren). Der Effekt auf die Nettoexporte sollte (wegen steigender Wettbewerbsfähigkeit) für individuelle Länder positiv sein; allerdings ist dieser Effekt in unserem Kontext zu qualifizieren, da die Lohnquote ja in den meisten Ländern gefallen ist. Aus Kaleckianischer Perspektive würde man einen dämpfenden Effekt auf die Aggregate (heimische) Nachfrage erwarten. Bhaduri und Marglin (1990) schlagen ein post-keynesianisches Makromodell zur Analyse solcher Fragestellungen vor, das sowohl Lohn-getriebene als auch profit-getriebene Nachfragerregime erlaubt. Dieses Modell wurde Gegenstand einer Reihe empirischer Arbeiten. Bowles und Boyer (1995), Stockhammer und Onaran (2004), Naastepad and Storm 2006/07, Hein and Vogel (2008), Stockhammer und Stehrer 2011). Stockhammer et al. (2009) finden z.B. ein Spardifferential (zwischen Profit- und Lohneinkommen) von ca 0,4 für den Euro Raum. Da der Rückgang der Lohnquote rund 10%-Punkte (seit 1980), würde man eine Reduktion der Konsumquote um rund 4%-Punkte (des BIP) im gleichen Zeitraum wegen der Veränderung der Einkommensverteilung erwarten.

Neben den Veränderungen der funktionellen Einkommensverteilung haben auch Veränderungen der personellen Einkommensverteilung einen Effekt auf die Sparquoten, da untere Einkommensgruppen eine niedrigere Sparneigung haben als obere Einkommensgruppen. Für Deutschland haben dies kürzlich Stein (2009) anhand von Daten des Sozioökonomischen Panels nachgewiesen. Sie findet zwischen dem obersten und untersten Einkommensquartil eine Differenz der Sparquoten, die von 6,5%-Punkten (1995) auf 11,7%-Punkte (2007) angestiegen ist. Auch Brenke (2011) argumentiert, dass für Deutschland Entwicklungen der Einkommensverteilung zur schwachen Entwicklung des privaten Konsums wesentlich beigetragen haben. Der Hintergrund der makroökonomischen Entwicklungen ist der einer der potenziell stagnierenden Nachfrage, namentlich der einer potenziell stagnierenden Konsumnachfrage.

These 2: die Deregulierung internationaler Kapitalflüsse hat die Außenhandelsrestriktionen für Länder gelockert und damit die Entwicklung zweier Wachstumsmodelle ermöglicht: eine (v.a. angelsächsische Gruppe) mit kreditfinanziertem Konsumwachstum als Wachstumsmotor (und Außenhandelsdefiziten) und einer zweiten Gruppe von exportorientierten Ländern mit gedämpfter heimischer Nachfrage und substanziellen Exportüberschüssen.

Grafik 4 zeigt die Standardabweichung der Leistungsbilanzpositionen (der OECD Staaten). Dies ist ein Maß für die Zunahme der internationalen Außenhandelsungleichgewichte. Dies illustriert, dass die Ungleichgewichte vor dem Ausbruch der Krise keine kurzfristige Ausnahmerecheinung sind, sondern Teil eines längerfristigen Trends: Die Freigabe der Wechselkurse und Kapitalflüsse nach dem Ende des Bretton Woods System hat nicht nur zu instabilen Wechselkursen geführt, sondern auch zu zunehmenden Ungleichgewichten in den Außenhandelsbilanzen. Kapitalflüsse und damit die Wechselkurse hängen nicht nur von Exporten und Importen ab, sondern auch von spekulativen (im weiten Sinn) Motiven. Da diese oft prozyklisch sind und eigene Instabilitäten generieren, wurde durch die externe Finanzderegulierung de facto die Außenhandelsrestriktion der Volkswirtschaften gelockert. Nationale Wirtschaften können höhere Leistungsbilanzdefizite aufweisen – und für längere Zeiträume – als im Bretton Woods System. Allerdings ist die Anpassung an die Ungleichgewichte meist eine schmerzhaft. Wie von Reinhart und Reinhart (2008) gezeigt, enden Episoden von starken Kapitalzuflüssen, d.h. Leistungsbilanzdefiziten, meist zu spekulativen Blasen auf den Finanz- und Immobilienmärkten und enden in heftigen Rezessionen.

Grafik 4 Standardabweichung der Leistungsbilanz als % des BIP, OECD Länder



Quelle: AMECO

Die Globalisierung, genauer die finanzielle Globalisierung, hat damit ironischerweise in einer wichtigen Dimension den Spielraum auf temporäre unterschiedliche Entwicklungen in verschiedenen Ländern erhöht: Außenhandelsungleichgewichte können länger als im Bretton Woods System aufrechterhalten werden; nämlich solange sie durch die entsprechenden Kapitalflüsse alimentiert werden. Dies ist der Hintergrund vor dem die Herausbildung zweier Wachstumsmodelle zu verstehen ist.

Tatsächlich bildeten sich am Vorabend der Krise beträchtliche Ungleichgewichte heraus. So hatte Deutschland 2007 einen Leistungsbilanzüberschuss von 7,9% des BIP und die USA ein Defizit von 5,2% (Tabelle A.1 und Tabelle A.2 im Appendix). Wie bereits Grafik 4 nahelegt, sind diese Ungleichgewichte nicht plötzlich entstanden, sondern kennzeichnend für die Entwicklungen der letzten Jahrzehnte. Unsere Hypothese ist, dass diese internationalen Ungleichgewichte Ausdruck unterschiedliche Wachstumsmodelle sind. Speziell ist die Hypothese, dass sich Kredit-getriebene (oder Finanz-getriebene, „finanzialisierte“) und Export-getriebene („neomerkantilistische“) Wachstumsmodelle etabliert haben; und dass diese Modelle (auch) als Reaktion (oder Kompensation) der wegen der Polarisierung der Einkommensverteilung stagnierenden heimischen Nachfrage zu sehen sind. Tabelle 1 gibt eine Übersicht über prominente Beispiele. Bemerkenswert ist, dass sich finanzialisierte und export-getriebene Modelle sowohl im Zentrum als auch in der Peripherie finden lassen.

Tabelle 1 Kredit- und exportgetriebene Wachstumsmodelle in Zentrum und Peripherie

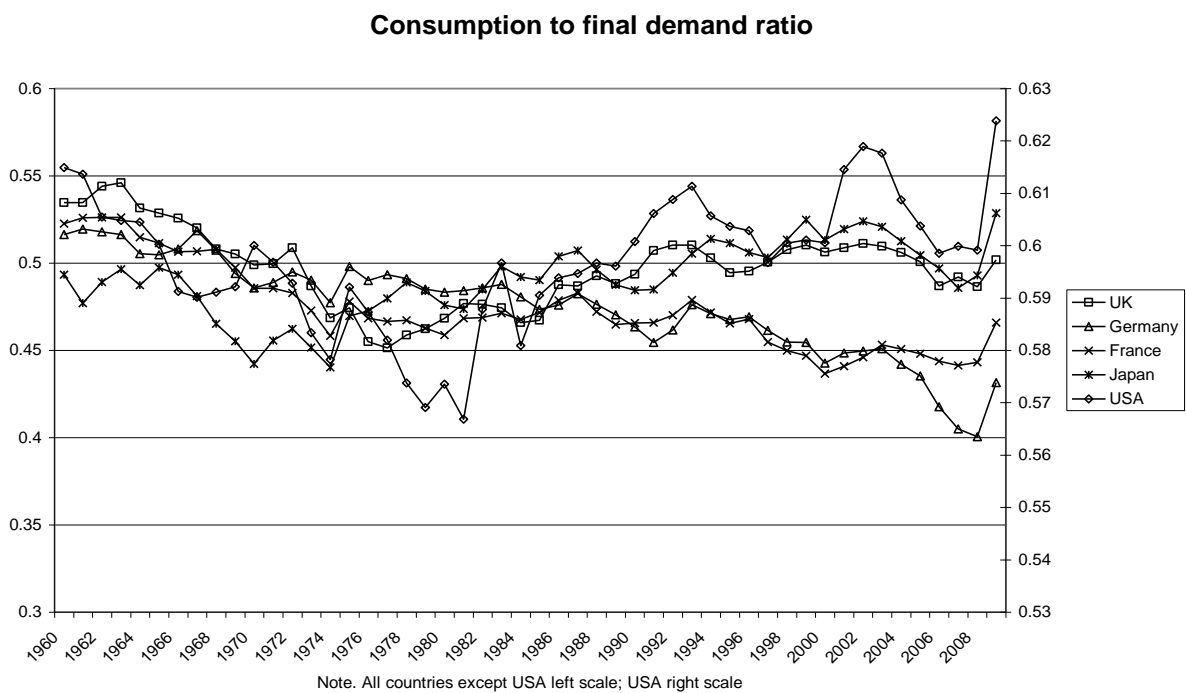
	Kredit-getrieben	Export-getrieben
Zentrum	USA, GB	Deutschland, Österreich, Japan
Peripherie	Griechenland, Irland, Portugal, Spanien	China

Die historischen Hintergründe und Entwicklungspfade der in Tabelle 1 angeführten Länder sind komplex. Die USA und Großbritannien war schon lange Beispiele „markt-basierter“ Finanzsysteme und internationale Finanzzentren und erfuhren in den 1980er Jahren einen Liberalisierungsschub der zu einer Welle von Finanzinnovation führte. Speziell in den USA hat die Politik zur Förderung von Besitz von Eigenheimen eine ideologische und, aufgrund der schwachen öffentlichen Pensionvorsorge, eine sozialpolitische Dimension (Eggert und Krieger 2009). Für die Länder der südeuropäischen Peripherie (welche Irland inkludiert) war die Finanzialisierung stark von der europäischen Integration und der damit verbundenen finanziellen Liberalisierung geprägt. Diese beinhalteten einheitliche europäische Zinssätze und starke intra-europäische Finanzflüsse. Während Deutschland schon lange eine Export-orientierte Strategie verfolgte (zu Deutschland siehe auch Horn et al. 2010), ist die

Obsession mit Exportüberschüssen in Südost-Asien nicht zuletzt als Reaktion auf die Krise 1997/98 zu verstehen.

Den unterschiedlichen Leistungsbilanzpositionen entsprechen, wenig überraschend, unterschiedliche Zusammensetzungen der Gesamtnachfrage. Für die kreditgetriebenen Ökonomien ist ein starkes Ansteigen der Konsumquote zu vermerken (Grafik 5), während in den exportorientierten Modellen, die Konsumquote spürbar zurückging.

Grafik 5 Konsumausgaben als Anteil der Endnachfrage



Der Anstieg der Konsumquote in den englischsprachigen Ländern ging mit einem starken Anstieg der Haushaltsverschuldung einher. (Tabelle 2 zeigt die Veränderung der Verschuldung der privaten Haushalte in %-Punkten des BIP. Während in Deutschland die Verschuldung der privaten Haushalte von 2000 bis 2008 sogar um 11%-Punkte des BIP gesunken ist (und in Österreich um 7%-Punkte gestiegen ist), stieg sie in den USA um 26 und in Großbritannien um 28%-Punkte; in Irland gar um 61 und in Spanien um 33%-Punkte. Für Japan ließen sich leider keine direkt vergleichbaren Daten finden. Nach Girouard et al (2006, Figure 1) sank die Haushaltsverschuldung von 1995 bis 2004.

Tabelle 2 Zunahme der privaten Haushaltsverschuldung im internationalen Vergleich

Increase in HH debt (in % GDP) 2000/04 and 2000/08

Germany	-2.74	-11.34	USA	18.85	26.13
Netherlands	24.35	29.1	United Kingdom	20.89	28.13
Austria	7.05	7.21			
			Ireland	35.07	61.72
Euro area (12)	8.96		Greece	18.26	
France	8.35	15.75	Spain	22.01	32.53
Belgium	4.67	11.22	Italy	13.05	18.09
			Portugal	14.08	21.31
Switzerland	2.85	0.96			
Denmark	18.21	36.08	Estonia	30.8	47.13
			Latvia	24.37	40.66
			Lithuania	14.65	32.98

Source: Eurostat, except USA: FoF

Insgesamt scheint die Zweiteilung in Kredit-getriebene und in export-getriebene Ökonomie damit mit Daten konsistent zu sein: Jene Länder mit hohen Leistungsbilanzdefiziten sind auch jene mit dem höchsten Anstieg der privaten Haushaltsverschuldung. Deutschland, Österreich und Japan auf der einen und die USA und Großbritannien auf der anderen Seite sind die Paradebeispiele. Mit leichten Variationen passen auch Griechenland, Irland, Portugal und Spanien gut in dieses Schema. In Griechenland stieg die öffentliche Verschuldung ebenfalls stark an; Irland hatte zwar Leistungsbilanzdefizite aufgrund hoher Gewinnzahlungen an ausländische Investoren, aber über längere Zeit Nettoexportüberschüsse (für die anderen Länder sind die Unterschiede zwischen Leistungsbilanzpositionen und Nettoexportpositionen gering); die Neuen Mitgliedsstaaten der EU in Mittel- und Osteuropa wären auch in dieser Gruppe. Einige Länder, die bisher nicht diskutiert wurden, fügen sich allerdings nicht nahtlos ein: So haben beispielsweise die

Niederlande und Dänemark sowohl hohe Leistungsbilanzüberschüsse als auch einen starken Anstieg der Haushaltsverschuldung.

These 3 Die Polarisierung der Einkommensverteilung hatte einen wesentlichen Beitrag zur steigenden Haushaltsverschuldung in den USA.

Die Verteilung der Haushaltsverschuldung ist in der Forschung ein unterbelichtetes Thema. Zumeist sind die Primärdaten nicht in einer Form aufbereitet verfügbar, die die Untersuchung der Verteilung über längere Zeiträume erlauben würde. Einzig für die USA gibt es mehrere Untersuchungen und relative gut verfügbare Daten. In der Folge wird daher nur die USA diskutiert.

In der Literatur finden sich beide Extrempositionen; einerseits dass die steigende Verschuldung ein Ersatz für Lohnwachstum sei (und daher die unteren Einkommensgruppen sich stärker verschuldet haben) *„rising household indebtedness should be seen principally as a response to stagnant real wages and retrenchments in the welfare state, i.e. as the counterpart of enduring changes in income distribution“* (Barba and Pivetti 2009, 114); andererseits, dass der Anstieg der Verschuldung (genauer: der Rückgang der Sparquoten) vor allem auf die obersten Einkommensschichten beschränkt sei: *„essentially all of the increased spending apparent in the aggregate data (the acceleration in the saving rate’s decline shown in figure 1) can be attributed to an increase in the propensity to consume out of income undertaken by the richest households in the U.S.“* (Maki and Palumbo 2001, 3).

Die Studie von Maki und Palumbo (2001) war eine der ersten, die sich mit solchen Fragen beschäftigte und wurde breit rezipiert. So finden sich deren Argumente z.B. in den marxistisch inspirierten Arbeiten von Brenner (2003) und Glyn (2006) wieder. Maki und Palumbo untersuchen den Vermögenseffekte im Konsumverhalten der US Haushalte basierend auf Daten des Survey of Consumer Finances (SCF) von 1992 bis 2000. Sie finden dass *„all of the consumption boom really can be attributed to the richest groups of households“* (Maki und Palumbo (2001, 22).

Einige Bemerkungen zur Klärung sind notwendig. Erstens steht die Sparquote im Zentrum der Analyse von Maki und Palumbo und nicht die Verschuldung. Es mag naheliegend erscheinen, dass jene mit dem stärksten Rückgang der Sparquote sich auch am meisten verschuldet haben. Dies ist aber logisch nicht zwingend. Zweitens ist der Zeitraum der Studie zu beachten: in der Phase bis 2000 entwickelte sich vor allem ein Blase auf den Aktienmärkten und noch nicht auf den Immobilienmärkten. Die buchhalterischen (!)

Vermögenszuwächse, und damit die Möglichkeiten Kredit aufzunehmen, waren damit weit weniger breit gestreut als nach 2000. Drittens, konnten spätere Studien die Ergebnisse von Maki und Palumbo (mit derselben Fragestellung für denselben Zeitraum) nur mit Einschränkungen replizieren: sie finden einen breiten Rückgang der Sparquote für Eigenheimbesitzer (Bibow 2010).

Die Gegenposition wird von Barba und Pivetti (2009) ohne detaillierte Datenanalyse und von Ed Wolf (2010) basierend auf einer Primärdatenanalyse vertreten. Beide argumentieren, dass der Anstieg der Verschuldung in erster Linie aus dem Versuch des Erhalts der relativen Konsumposition unter Bedingungen der Einkommensstagnation breiter Bevölkerungsschichten resultiert. Statuserhalt war nur durch Verschuldung möglich.

Kennickell (2009) bietet eine ausführliche Präsentation der SCF Daten, auf die sich die gesamte Diskussion stützt, von 1989 bis 2007. Anhand dessen, soll hier die Positionen evaluiert werden. Tabelle 3 Schuldenanteil nach Einkommensgruppen. Die Gruppierung ist dabei jene Kennickells, der Haushalte in den unteren 50%, das 50-90-Perzentil, 90.-95.Perzentil, 95.-99.Perzentil und das oberste Einkommensprozent untergliedert. Der Gesamteindruck der Verteilung der Schulden ist, bei allen Schwankungen, die auch auf die Stichprobengröße des SCF zurückzuführen sein kann, einer der Stabilität der Verteilung der Schulden. Die unteren 90% der Bevölkerung hatten beispielsweise 1989 74,9% der Schulden und 2007 73,3%.

Tabelle 3 Schuldenanteile nach Einkommensgruppen, USA

	debt				
	<50	50-90	90-95	95-99	99-100
1989	23,4	51,5	9,9	9,8	5,4
1992	25,7	46,7	9,1	12,4	6,1
1995	30,4	45,9	8,6	9	6,1
1998	28,8	45,3	8,2	12,2	5,5
2001	26	48	8,6	11,5	5,9
2004	24,2	48,6	8,3	11,5	7,3
2007	26,7	46,6	7,7	13,7	5,3

Source: Kennickell (2009)

Schulden müssen aus dem laufenden Einkommen bedient werden. Und die Verteilung des Einkommens hat sich, wie diskutiert, stark verändert. Tabelle 4 fasst daher das Schulden-zu-Einkommensverhältnis zusammen. Dies gibt einen deutlichen Trend: relativ zum Einkommen sind die Schulden bei unteren Einkommensgruppen deutlich stärker gewachsen. So stiegen die Schulden für die untere Einkommenshälfte von 61% (1989) auf 137% (2007) und für die nächsten 40 Einkommensperzentile von 81% auf 148%; zwar stiegen auch die Schulden in den obersten 10% stärker als die Einkommen (beim obersten Einkommensprozent sind die Schwankungen deutlich stärker als der Trend), aber mit klar schwächerer Dynamik.

Tabelle 4 debt-to-income nach Einkommensgruppen, USA

debt-to-income ratio

	bot50	_50-90	_90-95	_95-99	top1
1989	0,61	0,81	0,71	0,50	0,25
1992	0,72	0,88	0,80	0,77	0,57
1995	0,89	0,92	0,77	0,67	0,43
1998	1,00	0,97	0,92	0,81	0,40
2001	0,89	0,99	0,73	0,59	0,32
2004	1,14	1,36	1,10	0,91	0,60
2007	1,37	1,48	1,07	0,95	0,37

Source: Kennickell (2009)

Während die Verteilung der Schuldenvolumina relativ stabil geblieben ist, sind die Schulden bei den unteren Einkommensschichten im Vergleich zu den oberen Einkommensgruppen deutlich schneller gestiegen. In diesem Sinn kann die These, dass der Anstieg der privaten Haushaltsverschuldung mit der Polarisierung der Einkommensverteilung verbunden ist, als bestätigt gelten.

These 4 Die Polarisierung der Einkommensverteilung hatte einen wesentlichen Beitrag zur Entwicklung der spekulativen Finanzanlagen, da die Superreichen eine höhere Neigung zur Spekulation haben.

In der kritischen Öffentlichkeit gibt es eine weitverbreitete Meinung, dass die Polarisierung der Einkommensverteilung, speziell die Herausbildung einer Schicht von Superreichen die gesellschaftliche Spekulationsneigung erhöht. Das zugrundeliegende Argument besagt, dass mit zunehmenden Reichtum die Konsummöglichkeiten ausgeschöpft werden und daher zunehmend spekulative Aktivitäten gesetzt werden. So argumentiert z.B. Huffschmied (2002), dass durch die Polarisierung der Einkommensverteilung eine Überschussliquidität entstanden sei, die die Preise für Finanzanlagen in die Höhe getrieben habe. Außerdem ist die Polarisierung der Einkommensverteilung in den letzten Jahrzehnten klar mit einem Strukturwandel im Finanzsektor verbunden, d.h. Reichtum ist heutzutage stärker mit finanziellen Aktivitäten verbunden als dies z.B. in den 1960er Jahren der Fall war.

In den Wirtschaftswissenschaften gibt es dazu jedoch praktisch keine Arbeiten. Ein wesentlicher Grund dafür ist, dass es aus makroökonomischer Sicht der Begriff der Spekulation schwer zu operationalisieren ist. Dem umgangssprachlichen Gebrauch würde am ehesten eine Definition als risikoreiche Veranlagungsstrategie mit hoher Fremdkapitalquote entsprechen.

Klar ist, dass die reichen Haushalte deutlich risikoreichere assets halten. So hält das oberste Einkommensprozent (in den USA 2007) 62,4% aller bonds, 51,9% der Aktien und 46,7% der mutual und Hedge Funds (Kennickell 2009, Figure A3a).

Photis Lysandrou (2011) hat eine der ganz wenigen Arbeiten vorgelegt, die versucht in Bezug auf die aktuelle Krise die Verbindung zwischen Einkommensverteilung, Spekulation und Krise detailliert herauszuarbeiten. Lysandrous Argument enthält drei Schritte: die Krise brach im Markt für Derivate auf subprime Kredite aus; dieses Marktsegment ist ganz wesentlich aufgrund der Nachfrage für diese Produkte durch Hedge Funds entstanden; Hedge Funds sind im wesentlichen eine Institution für Superreiche - "the chief driving force behind the creation of the structured credit products that triggered the crisis was a global excess demand for investable securities and that key to the build-up of this excess demand was the huge accumulation of private wealth." (Lysandrou 2011, 3)

Hedge Funds hielten rund die Hälfte aller CDOs (Lysandrou 2011, Fig 9). Die assets, die von Hedge Funds gemanagt werden haben sich von 2000 bis 2007 mehr als vervierfacht. Aufgrund der hohen Mindesteinlagen sind Hedge Funds vor allem für Superreiche und für institutionelle Anleger, die einen Teil ihres Portfolios mit hohe Risiko veranlagen möchten. Waren Hedge Funds 2000 noch praktisch zur Gänze für Individuen, so machten Institutionen

2007 bereits fast die Hälfte der assets under management der Hedge Funds aus. Die Superreichen identifiziert Lysandrou mit den Hight Net Wealth Individuals (HNWI), das sind Individuen mit Nettovermögen von mehr als einer Million US\$. HNWI verfügen über rund ein Fünftel der gesamten Finanztitel, aber über mehr als die Hälfte der Anteile an alternative investments, die besonders risikoreich veranlagen (Lysandrou 2011, Tab 1).

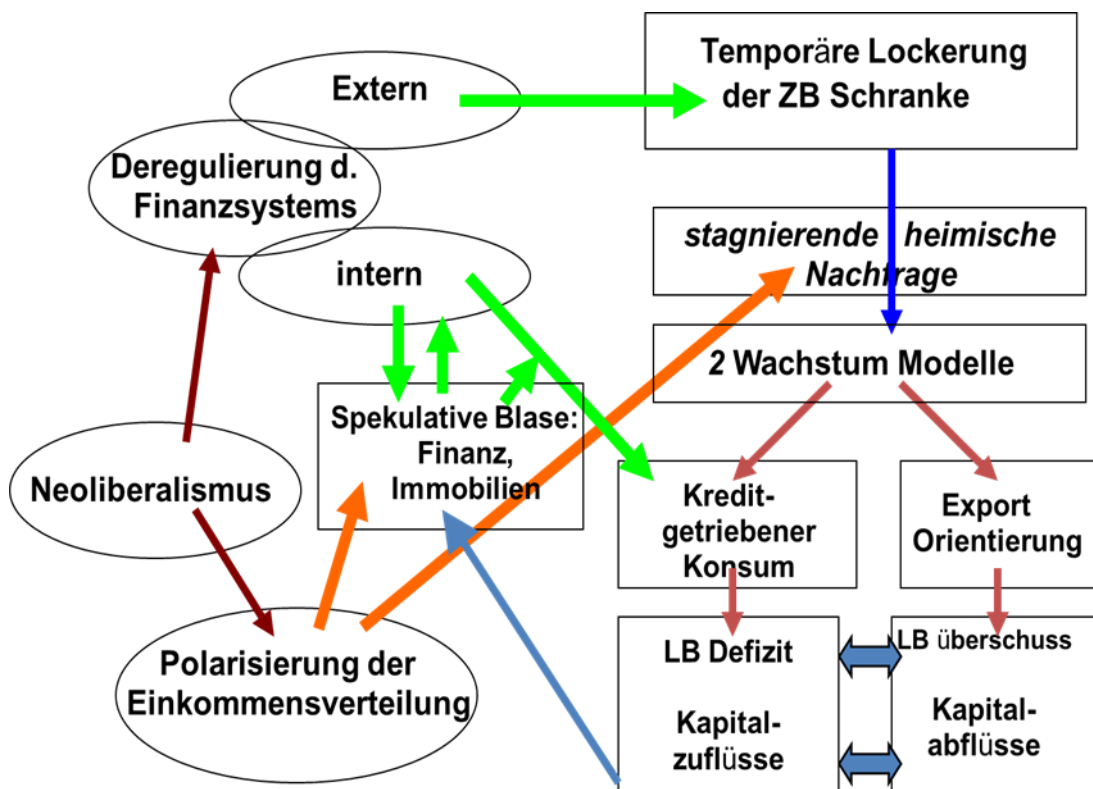
Die zentrale wirtschaftspolitische Folgerung seiner Analyse sieht Lysandrou in der These, das seine egalitärere Vermögensverteilung helfen würde künftige Finanzkrisen zu vermeiden: „A major policy implication that follows from the above analysis is that the world's wealth has to be more equitably distributed if global financial crises are to be avoided“ (Lysandrou 2011, 22).

6. Conclusio

Diese Studie untersuchte die Frage, wie weit die Polarisierung der Einkommensverteilung als ein Faktor zu den Ursachen der gegenwärtigen Finanz- und Wirtschaftskrise beigetragen hat. Das gleichzeitige Ansteigen der Ungleichheit und die heftige folgende Krise, die vom Finanzsektor ausging, wurden mehrfach als Parallele zwischen den 1930er Jahren und der Gegenwart hervorgehoben. Die Studie hat vier Kanäle näher beleuchtet, über die die zunehmende Ungleichheit zur Krise beigetragen haben kann. Die Effekte der zunehmenden Ungleichheit sind dabei nicht in Konkurrenz zu finanziellen Faktoren zu verstehen, sondern in Wechselwirkung mit diesen. Erstens führt die Polarisierung der Einkommensverteilung zu einer potenziell stagnierenden Nachfrage, da untere Einkommenschichten tendenziell eine höhere Konsumneigung aufweisen. Zweitens entwickelten unterschiedliche Ländergruppen unterschiedliche Strategien zur Kompensation dieses Nachfragemangels. In den englischsprachigen Ländern (und Südeuropa) bildete sich ein kredit-getriebenes Wachstumsmodell heraus, während in anderen Ländern wie Deutschland, Japan und China eine export-orientiertes Wachstumsmodell entstand. Diese unterschiedlichen Strategien wurden möglich durch die Liberalisierung der internationalen Kapitalflüsse und führten zu internationalen Außenhandelsungleichgewichten. Drittens wurde gezeigt, dass der Anstieg der privaten Haushaltsverschuldung in den USA zum Teil auf eine stärkere Verschuldung der unteren Einkommenschichten zurückzuführen ist. Schuldenwachstum ersetzte Lohnwachstum als Konsummotor. Dies war ein Wachstumsmodell, das nicht nachhaltig funktionieren konnte. Viertens erhöhte die Polarisierung der Vermögensverteilung die Spekulationsneigung. Speziell wurde gezeigt, dass die Herausbildung des Marktes für Derivate auf subprime Kredite auch auf die hohe Nachfrage nach diesen Derivaten durch Hedge Funds zurückzuführen ist. Hedge Funds wiederum werden, aufgrund der hohen

Mindesteinlagen, vor allem vom Anlage suchenden Kapital der Superreichen (und von institutionellen Anlegern) gespeist. Verteilungsfaktoren spielten daher sowohl bei der Herausbildung der globalen Ungleichgewichte als auch bei der Nachfrage nach subprime Krediten und der Nachfrage den Derivaten aus subprime Krediten eine wichtige Rolle. Die Polarisierung der Einkommensverteilung ist daher in Wechselwirkung mit der Deregulierung des Finanzsektors als wichtige Ursache der Krise zu verstehen. Dies ist in Abbildung 2 zusammenfassend dargestellt.

Abbildung 2 Die Entstehung der Krise



Diese Analyse hat direkte wirtschaftspolitische Implikationen. Es besteht ein breiter Konsens (wenn auch oft nicht der notwendige politische Wille), dass eine strengere Regulierung des Finanzsektors notwendig ist. Die in diesem Projekt untersuchten Hypothesen legen, den Schluss nahe, dass zur Vermeidung künftiger Wirtschafts- und Finanzkrisen auch eine Änderung in der Einkommensverteilung notwendig ist. Eine sozial ausgewogene Einkommens- und Vermögensverteilung ist kein Luxus, der nach erfolgter wirtschaftlicher Stabilisierung in Angriff genommen werden kann, sondern ist integraler Bestandteil eines stabilen Wachstumsregimes. Lohnwachstum ist eine Voraussetzung für Konsumwachstum ohne Verschuldung und breit gestreute Vermögensbildung neigt weniger zu spekulativen Exzessen als Vermögensbildung in den Händen weniger Superreicher, wie dies in den letzten Jahrzehnten der Fall war.

Wie ist eine Änderung der Einkommensverteilung zu erreichen? Dazu sind sowohl Änderungen in der Steuerpolitik als auch Änderungen in der Lohn- und Arbeitsmarktpolitik wünschenswert. Maßnahmen im Bereich der Steuerpolitik umfassen unter anderem Änderungen bei der Vermögensbesteuerung, Maßnahmen zur effektiveren Besteuerung des Finanzsektors (Finanztransaktionssteuer u. ähnl.) und die Schließung von Steueroasen. Im Bereich der Lohn- und Arbeitsmarktpolitik sind ebenfalls tiefgreifenden Änderungen notwendig, da ohne diese die Verteilung der Primäreinkommen nicht egalitärer gestaltet werden kann. Ziel muss die Etablierung einer produktivitätsorientierten Lohnpolitik sein. Diese würde sowohl die wirtschaftspolitische Gesamtstrategie in Deutschland als auch in der Europäischen Union in grundsätzlicher Weise ändern, da beide derzeit auf die Erhöhung der Wettbewerbsfähigkeit und damit auf Lohnzurückhaltung setzen. Diese Strategie stand auch Pate für die Auflagen im Rahmen der Rettungspakete für Irland und Griechenland, die beide verteilungspolitische Eingriffe beinhalten. So wurde für Irland eine Senkung des Mindestlohnes und für Griechenland eine weitere Aufweichung des Kollektivvertragsverhandlungssystems festgeschrieben. Beides wird weiter zur Polarisierung der Einkommensverteilung beitragen. Die europäische Wirtschaftspolitik muss realisieren, dass erstens eine einheitliche Währungsunion auch eine aktive Lohnpolitik benötigt und zweitens Löhne nicht nur einen Kostenfaktor sondern auch eine wichtige Quelle der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage darstellen. Dementsprechend ist eine produktivitätsorientierte Lohnpolitik zu fördern und ein institutioneller Rahmen für flächendeckende Kollektivvertragsverhandlungen.

Literatur

Atkinson, A, Piketty, T, Saez, E, 2010. Top Incomes in the Long Run of History. *Journal of Economic Literature* forthcoming, <http://elsa.berkeley.edu/~saez/atkinson-piketty-saezJEL10>

Barba, A, Pivetti, M, 2009. Rising household debt: Its causes and macroeconomic implications—a long-period analysis. *Cambridge Journal of Economics* 33, 113-37

Beigewum, Attac Österreich 2010. Mythen der Krise: Einsprüche gegen falsche Lehren aus dem großen Crash. Hamburg: VSA Verlag

Bernanke, Ben, 2005. The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit. Speech by Ben Bernanke at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>

Bibow, J. (2010): Financialization of the U.S. household sector: The “subprime mortgage crisis” in U.S. and global perspective, *IMK Studies* 3/2010

Brenke, Karl, 2011. Einkommensumverteilung schwächt privaten Verbrauch. Wochenberichte des DIW Berlin Nr 8/2011, 2-12

Brenner, R. (2003): *The boom and the bubble*. London: Verso

Eggert, W, Krieger, T, 2009. „Home Ownership“ als Substitut für Sozialpolitik. Zum Entstehen der Finanzkrise in den USA. *Wirtschaftsdienst* 6/2009, 390-96

European Commission 2007. The labour income share in the European Union. Chapter 5 of: Employment in Europe, pp. 237-72

Fitoussi, J.-P./Stiglitz, J. E. (2009): The Ways Out of the Crisis and the Building of a More Cohesive World, OFCE Document de travail, 17

Girouard, N, Kennedy M, André, C, (2006) Has the rise in debt made households more vulnerable? OECD Economics Working Paper 535 (ECO/WKP(2006)63)

Glyn, A. (2006): *Capitalism unleashed: Finance, Globalization and Welfare*. Oxford University Press.

Harrison, A, 2002. Has globalization eroded labor's share? Some cross-country evidence, Mimeo, UC Berkeley.

Harvey, D. (2005): *A short history of neoliberalism*. Oxford: Oxford University Press

Hein, E, Vogel, L, (2008) Distribution and growth reconsidered – empirical results for Austria, France, Germany, the Netherlands, the UK and the USA. *Cambridge Journal of Economics*

Horn, G, Sturn, S, van Treeck, T, 2010. Die Debatte um die deutsche Exportorientierung. *Wirtschaftsdienst* 1/2010, 22-28

Horn, G, van Treeck, T, 2011. Ungleichheit und außenwirtschaftliche Ungleichgewichte. Eine Keynesiansiche Erklärung. In: Tagungsband zur Tagung der Keynes-Gesellschaft 2010, im Erscheinen

Horn, Gustav A. / Dröge, Katharina / Sturn, Simon / van Treeck, Till / Zwiener, Rudolf (2009) [Von der Finanzkrise zur Wirtschaftskrise \(III\)](#). Die Rolle der Ungleichheit. IMK Report, Nr. 41, September 2009.

http://www.boeckler.de/show_product_imk.html?productfile=HBS-004487.xml

Huffschiemied, Jörg, 2002. *Politische Ökonomie der Finanzmärkte*. Aktualisierte und erweiterte Auflage. Hamburg: VSA Verlag

ILO, 2008. World of Work Report 2008. Income inequalities in the age of financial globalization. Geneva: ILO

IMF, 2007a. The globalization of labor. Chapter 5 of World Economics Outlook April 2007. Washington: IMF

IMF, 2007b. Globalization and inequality. Chapter 4 of World Economic Outlook, Oct 2007

Jayadev, A, 2007. Capital account openness and the labour share of income. Cambridge Journal of Economics 31, 423-443

Kennickell, Arthur, 2009. Ponds and streams: Wealth and income in the U.S., 1989 to 2007. Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series 2009-13

Livingston, James, 2009. Their Great Depression and ours. *Challenge* 52, 3, 34-51

Lysandrou, Photis, 2009. Global Inequality and the Global Financial Crisis: The New Transmission Mechanism. Paper presented at the conference The World Economy in Crisis – The Return of Keynesianism?, Berlin Oct 2009

Lysandrou, Photis, 2011. Global inequality, wealth concentration and the subprime crisis: a Marxian commodity theory analysis. *Development and Change* forthcoming

Maki, D, Palumbo, M, 2001 Disentangling the Wealth Effect: A Cohort Analysis of Household Saving in the 1990s, Board of Governors of the Federal Reserve System, Finance and Economics Discussion Series, 2001-21.

Naastepad, R, Storm, S (2006/07), OECD demand regimes (1960-2000), *Journal of Post-Keynesian Economics* 29 (2): 213-248

OECD 2008. Growing unequal? Income distribution and poverty in OECD countries. Paris: OECD

Onaran, Ö. (2009): Wage share, globalization, and crisis: The case of manufacturing industry in Korea, Mexico, and Turkey, *International Review of Applied Economics*, 23(2), 113-134

Piketty, T, Saez, E, 2003. Income inequality in the United States, 1913-1998. *Quarterly Journal of Economics*, 118 (1): 1-39

Piketty, T, Saez, E, 2007. Income inequality in the United States, 1913-1998. In: A.B. Atkinson and T. Piketty (eds.): *Top Incomes in a Global Perspective*, Oxford University Press

Rajan, Raghuram, 2010. Fault Lines. How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy. Princeton: Princeton University Press

Reinhart, C, Reinhart, V, 2008. Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present. [NBER Working Paper No. W14321](#)

Rodrik, D, 1998. Capital mobility and labor. Manuscript. <http://ksghome.harvard.edu/~drodrik/capitalm.pdf>

Stein, Ulrike, 2009. Zur Entwicklung der Sparquoten der privaten Haushalte - eine Auswertung von Haushaltsdaten des SOEP. IMK Working Paper 10-2009

Stockhammer, E, 2009. The finance-dominated accumulation regime, income distribution and the present crisis. Vienna University of Economics & Business. Dept. of Economics Working Paper No. 127.

Stockhammer, E, 2009. Was hat die Einkommensverteilung mit der Finanzkrise zu tun? *Zukunft* 5/2009: 6-9

Stockhammer, E. (2009): Determinants of functional income distribution in OECD countries. IMK Studies, Nr. 5/2009 . Düsseldorf 2009.

Stockhammer, E, 2011. Peripheral Europe's debt and German wages. *International Journal for Public Policy* forthcoming

Stockhammer, E, Onaran, Ö and Ederer, S. (2009) Functional income distribution and aggregate demand in the Euro area. *Cambridge Journal of Economics* 33 (1): 139-159

Stockhammer, E, Stehrer, R, 2011. Goodwin or Kalecki in demand? Functional income distribution and aggregate demand in the short run. *Review of Radical Political Economics* forthcoming

Wade, Robert, 2009. The global slump. Deeper causes and harder lessons. *Challenge* 52, 5, 5-24

Wolff, Edward, 2010. Recent trends in household wealth in the United States: Rising debt and the middle-class squeeze—An Update to 2007. Levy Economics Institute Working Paper 589

Lysandrou, Photis, 2010. The primacy of hedge funds in the subprime crisis. Paper presented at the FMM conference 2010, Berlin

Goda, Thomas, 2011. Global wealth concentration and the subprime crisis: a quantitative estimation of causal links. Unpublished manuscript

Appendix

Tabelle A.1

Tabelle A.1 State aid granted in the context of the financial and economic crisis to the financial sector in 2008 and 2009 per Member State, figures in billion €						
	Approved amounts 2008-2010	Actual use 2008	Aid element 2008*	Actual use 2009	Aid element 2009*	Aid element as a % of national GDP 2009
United Kingdom	850,30	182,34	62,28	282,41	119,91	7,7%
Ireland	723,31	0,34	0,03	11,29	11,03	6,7%
Denmark	599,66	586,22	56,48	14,44	8,03	3,6%
Germany	592,23	192,07	51,08	262,68	100,00	4,2%
France	351,10	81,37	25,59	129,48	26,75	1,4%
Spain	334,27	99,35	0,94	60,31	7,32	0,7%
Netherlands	323,60	17,03	14,04	75,00	9,70	1,7%
Belgium	328,59	55,86	21,47	120,43	32,29	9,6%
Sweden	161,56	1,29	0,34	79,39	8,50	2,9%
Austria	91,70	10,79	0,99	30,94	9,35	3,4%
Greece	78,00	0,00	0,00	25,12	12,18	5,1%
Finland	54,00	0,12	0,00	0,00	0,00	Not used
Portugal	20,45	4,76	0,52	0,65	0,07	0,0%
Italy	20,00	0,00	0,00	4,05	4,05	0,3%
Slovenia	12,00	0,00	0,00	2,00	0,20	0,6%
Luxembourg	11,59	3,98	2,78	2,72	0,88	2,3%
Hungary	10,33	0,00	0,00	2,57	0,35	0,4%
Poland	9,24	0,00	0,00	0,00	0,00	Not used
Latvia	8,78	0,94	0,94	0,86	0,86	4,6%
Slovakia	3,46	0,00	0,00	0,00	0,00	Not used
Cyprus	3,00	0,00	0,00	2,23	0,23	1,4%
Lithuania	1,74	0,00	0,00	0,00	0,00	Approved in 2010
Total	4588,90	1236,47	237,48	1106,54	351,68	

Source:

DG

Competition,

http://ec.europa.eu/competition/state_aid/studies_reports/expenditure.html

Table A.2

current account (%GDP) 2007

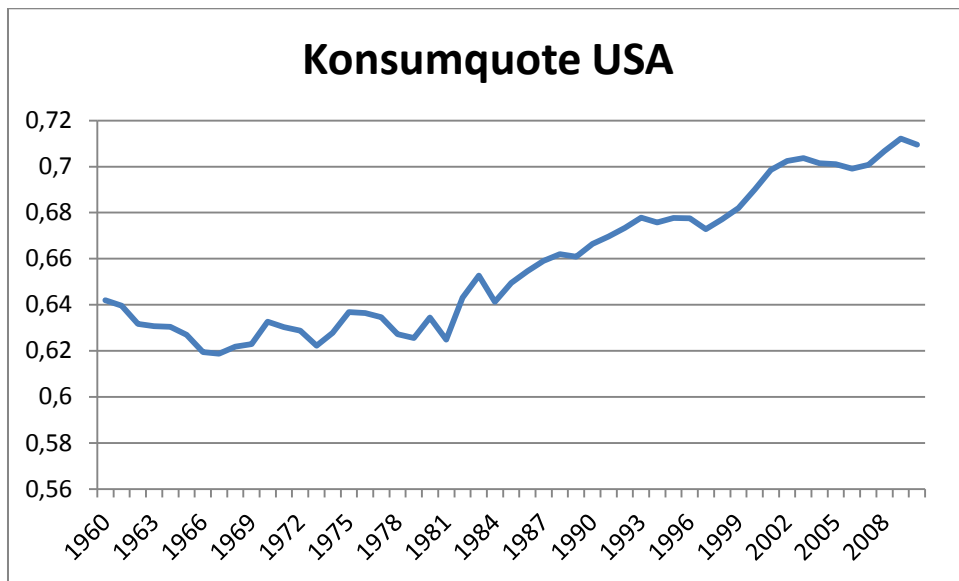
Germany	7,9	United Kingdom	-2,7
Austria	3,6	United States	-5,2
Netherlands	8,7		
		Greece	-14,5
Japan	4,8	Ireland	-5,3
China	5,2	Spain	-10
		Portugal	-9,4
		Italy	-2,4
Norway	14,1		
Sweden	8,8	New Zealand	-8
Switzerland	10	Australia	-6,1
Denmark	1,5		
Finland	4,2	Iceland	-20,1
		Estonia	-17,8

Tabelle A.3

Current account (% GDP), mean 2000-07

Germany	3,8	United Kingdom	-2,3
Austria	1,7	United States	-5,0
Netherlands	5,6		
		Greece	-8,5
Japan	3,4	Portugal	-8,9
China	2,1	Spain	-5,8
		Italy	-1,3
France	0,6	Ireland	-2,1
Sweden	6,2		
Switzerland	11,9	Czech Republic	-4,275
Denmark	2,7	Hungary	-7,388
Finland	6,2	Poland	-3,4
		Estonia	-11,06

Grafik A1



Quelle: AMECO

Anmerkung. Konsumquote = private final consumption expenditures/GDP [at current prices]