

Verteilungstendenzen im finanzdominierten Kapitalismus und ihre makroökonomischen Folgen

⇒ 1 Einleitung

Die seit den 1980er Jahren in den USA und Großbritannien zu beobachtende Finanzialisierung von Ökonomie und Gesellschaft, d.h. einer in der Tendenz steigenden Bedeutung des Finanzsektors und dessen Dominanz über die nicht-finanziellen Sektoren, war in der Folgezeit auch in weiteren entwickelten und sich entwickelnden kapitalistischen Industrieländern zu beobachten; in Deutschland etwa ab Mitte der 1990er Jahre (Detzer et al. 2013).¹ Mit Epstein (2005, S. 3) kann Finanzialisierung verstanden werden als »increasing role of financial motives, financial markets, financial actors and financial institutions in

the operation of the domestic and international economies«. In diesem Beitrag sollen die Verteilungstendenzen in diesem finanzdominierten Kapitalismus sowie die sich daraus ergebenden makroökonomischen Folgen thematisiert werden. Wir werden hierbei in den folgenden Abschnitten exemplarisch auf die Entwicklungen in sechs wichtigen und gewisser Weise repräsentativen Ländern eingehen: USA, Großbritannien, Spanien, Deutschland, Schweden und Frankreich.²

Eckhard Hein, 1963 in Rotenburg/Wümme, Prof. Dr. habil, Studium der Wirtschaftswissenschaft in Bremen und New York, Professor für Volkswirtschaftslehre an der Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin. Neuere Veröffentlichungen: *Financialisation and the Financial and Economic Crises: Country Studies*, (Edward Elgar 2016, Mitherausgeber und Autor), *The Demise of Finance-dominated Capitalism: Explaining the Financial and Economic Crises* (Edward Elgar 2015, Mitherausgeber und Autor), *Distribution and Growth after Keynes: A Post-Keynesian Guide* (Edward Elgar 2014, Autor), *The Macroeconomics of Finance-dominated Capitalism* (Edward Elgar 2012, Autor).

GND: 112838316

DOI: [10.18156/eug-1-2016-art-4](https://doi.org/10.18156/eug-1-2016-art-4)

(1) Vgl. die Länderstudien zu Finanzialisierung, die im Rahmen des Projektes FESSUD (Financialisation, Economy, Society and Sustainable Development) im Auftrag der Europäischen Kommission erstellt wurden: www.fessud.eu.

(2) Zu den Details von Finanzialisierung und der Finanz- und Wirtschaftskrise in den genannten Ländern vgl. z.B. Evans (2016) zur USA, Lepper et al. (2016) zu Großbritannien, Ferrero/Galves/Gonzales (2016) zu Spanien, Detzer/Hein (2016) zu Deutschland, Stenfors (2016) zu Schweden und Cornilleau/Creel (2016) zu Frankreich.

In Abschnitt 2 unseres Beitrages wird die Makroökonomik eines finanzdominierten Kapitalismus aus einer post-keynesianischen makroökonomischen Perspektive beleuchtet. Abschnitt 3 widmet sich dann den Verteilungstendenzen in den oben genannten Ländern anhand verschiedener Indikatoren. Abschnitt 4 wird die vorherrschenden makroökonomischen Regime in diesen Ländern vor der Finanz- und Wirtschaftskrise sowie die damit verbundenen globalen Ungleichgewichte präsentieren, die dann in die Krise führten. In Abschnitt 5 werden wir uns danach den Veränderungen dieser Regime in der Krise und den Folgejahren widmen, und in Abschnitt 6 die sich daraus ergebenden Probleme und wirtschaftspolitischen Anforderungen skizzieren. Abschnitt 7 wird die wesentlichen Ergebnisse und die Politikimplikationen kurz zusammenfassen.

⇒ 2 Zur Makroökonomik des finanzdominierten Kapitalismus

Aus einer post-keynesianischen Perspektive können die makroökonomischen Implikationen der Finanzialisierung oder des finanzdominierten Kapitalismus wie folgt zusammengefasst werden (Hein 2012, Hein/Dodig 2015):

1. Im Hinblick auf die Einkommensverteilung trug die Finanzialisierung erstens zu einem Rückgang der Lohnquote und einem Anstieg der Profitquote bei, in der einbehaltene Gewinne, Dividenden und Zinszahlungen enthalten sind. Zweitens führte Finanzialisierung aber auch zu einer zunehmenden Ungleichheit in der personellen Verteilung oder der Haushaltsverteilung der Einkommen, und drittens insbesondere zu einer höheren Ungleichheit zwischen Arbeiterlöhnen und einfachen Angestelltegehältern auf der einen Seite und Top-Managementbezügen auf der anderen Seite. Wie jüngst in Hein (2015a) für eine Gruppe von entwickelten kapitalistischen Ländern dargestellt, gibt es deutliche empirische Belege für einen tendenziellen Rückgang der Arbeitseinkommensquote seit Anfang der 1980er Jahre, für einen Anstieg der Ungleichheit in der personellen Verteilung von Markteinkommen und auch von verfügbaren Einkommen mit nur wenigen Ausnahmen, sowie für einen Anstieg der Einkommensanteile der Top-Einkommen insbesondere in den USA und in Großbritannien, aber auch in einigen anderen Ländern. Für den Anstieg der Top-Einkommensquoten spielte dabei insbesondere der Anstieg der Top-Management-Gehälter eine Rolle. In der auf Kalecki (1954) zurückgehenden Verteilungstheorie spielen insbesondere die Preissetzungsmacht von Unternehmen auf Gütermärkten mit unvollständiger Konkurrenz sowie die Verhandlungsmacht der abhängig

Beschäftigten und ihrer Gewerkschaften bei der Lohnsetzung eine entscheidende Rolle. Mit Hein (2015a) können auf dieser Basis folgende Gründe für die Veränderung der funktionalen Einkommensverteilung im finanzdominierten Kapitalismus angeführt werden, die sich dann aber auch auf die personelle und die Haushaltsverteilung der Einkommen auswirkt: Erstens hat die Verhandlungsmacht der abhängig Beschäftigten und ihrer Gewerkschaften seit den 1980er Jahren in der Tendenz deutlich abgenommen; zweitens haben sich die Ansprüche der Vermögensbesitzer auf Profitausschüttungen mit der Shareholder Value Revolution deutlich erhöht; und drittens hat sich die sektorale Zusammensetzung der Volkswirtschaften in der Tendenz zu Gunsten der finanziellen Sektoren mit in der Regel niedrigeren Arbeitseinkommens- und höheren Profitquoten und zu Lasten der nicht-finanziellen Sektoren und des Staates mit höheren Arbeitseinkommensquoten verschoben.

2. Im Hinblick auf die Investitionen in den realen Kapitalstock bedeutete Finanzialisierung zunächst einen Anstieg der Macht der Aktionäre (Shareholder) gegenüber den Unternehmen, bzw. den Managern und den abhängig Beschäftigten. Dies kam insbesondere in einem Anstieg der Zielrenditen auf Aktien zum Ausdruck sowie durch verschiedene Veränderungen, die das Managerverhalten stärker an den kurzfristigen Renditeinteressen der Aktionäre ausrichten sollte, z.B. Bonuszahlungen, die an die Entwicklung des Aktienkurses gebunden sind, Aktienoptionen als Gehaltsbestandteile, etc. Gleichzeitig machten diese Veränderung aus den Managern selbst Aktionäre mit einem erheblichen Freiheitsgrad in der Gestaltung ihrer eigenen Bezüge. Diese Veränderungen erhöhten auf der einen Seite die Kurzfristorientierung von Kapitalgesellschaften. Das Management verzichtete zunehmend auf solche Investitionen in den Kapitalstock, die vielleicht erst langfristig Profite abwerfen, und investierte stattdessen in Finanzaktiva mit kurzfristig höheren Renditen (Präferenzkanal). Auf der anderen Seite führten hohe Dividenden und Aktienrückkäufe zwecks Steigerung des Aktienkurses dazu, dass den Kapitalgesellschaften notwendige interne Finanzierungsmittel für Investitionen in den Kapitalstock fehlten (interner Finanzierungsmittelkanal). Über den Präferenz- und den internen Finanzierungsmittelkanal führten Finanzialisierung und Shareholder Value Orientierung dann zu einer Dämpfung der Investitionen in den Kapitalstock, wie in den ökonometrischen Arbeiten von Stockhammer (2004), van Treeck (2008), Orhangazi (2008), and Onaran/Stockhammer/Grafl (2011) insbesondere für die USA, aber auch für Großbritannien und Frankreich belegt wurde. Eine Reihe von Länderstudien in Hein/Detzer/Dodig (2016) haben jüngst

zudem empirische Belege für einen negativen Einfluss der Finanzialisierung auf die Investitionen auch in anderen Ländern vorgelegt, wie z.B. in Deutschland (Detzer/Hein 2016).

3. Im Hinblick auf den Konsum erhöhte die Finanzialisierung die Möglichkeiten für vermögensbasierten und kreditfinanzierten Konsum der privaten Haushalte. Hierdurch konnten in einigen Ländern die kontraktiven Wirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage, die sich durch die oben genannten Verteilungseffekte auf den einkommensfinanzierten Konsum sowie durch dämpfenden Effekte der Finanzialisierung auf die Investitionen ergeben, kompensiert und sogar überkompensiert werden. Aktienkurs- und Immobilienpreisbooms erhöhten das nominale Vermögen von Haushalten, das dann als Sicherheit für Konsumkredite genutzt werden konnte. Veränderte Finanzierungsnormen, neue Finanzierungsinstrumente, und insbesondere der Verfall von Kreditwürdigkeitsstandards, der durch die Verbriefung von Krediten und durch Originate-and-Distribute Strategien der Geschäftsbanken hervorgerufen wurde, machte Kredite auch für untere Einkommenschichten ohne relevantes Vermögen zugänglich. Hierdurch stieg in einigen Ländern der private Konsum schneller als das Medianeinkommen und stabilisierte so die aggregierte Nachfrage. Gleichzeitig stiegen jedoch die Verschuldungsquoten der privaten Haushalte und damit nahm die Fragilität des Gesamtsystems zu. Eine ganze Reihe von empirischen Studien haben gezeigt, dass Finanz- und Immobilienvermögen einen signifikanten Einfluss auf den privaten Konsum haben, insbesondere in den USA, aber auch in Ländern wie Großbritannien, Frankreich, Italien, Japan und Kanada (Ludvigson/Steindel 1999; Mehra 2001; Onaran/Stockhammer/Grafl 2011; Boone/Girouard 2002), nicht jedoch in Deutschland (Dreger/Slacalek 2007). Zudem haben Barba/Pivetti (2009), Cynnamm/Fazzari (2008, 2013), Guttman/Plihon (2010), van Treeck/Sturn (2012) und van Treeck (2014) ausführliche Fallstudien zum vermögensbasierten und kreditfinanzierten Konsum präsentiert, ebenfalls mit einem Fokus auf die USA.

4. Im Hinblick auf die Leistungsbilanz hat die mit der Finanzialisierung einhergehende Liberalisierung der internationalen Kapitalmärkte und der Kapitalströme die Finanzierung steigender Leistungsbilanzungleichgewichte auf globaler, aber auch auf regionaler Ebene erleichtert, insbesondere im Euroraum. Einigen Ländern fiel es damit leichter, den Mangel an Binnennachfrage durch steigende Nettoexporte und damit Leistungsbilanzüberschüsse zu kompensieren. Ausführliche Analysen hierzu finden sich in Hein (2012, Kapitel 6), Hein/Dodig (2015), Hein/Mundt (2012), Horn/Joegbes/Zwiener (2009), Stock-

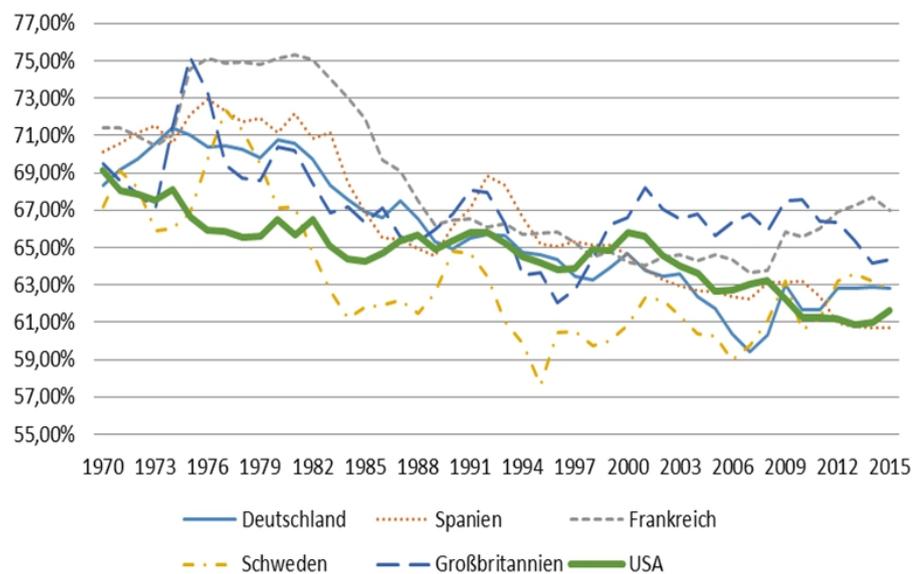
hammer (2010, 2012, 2015), UNCTAD (2009) und van Treeck/Sturm (2012). Mit dauerhaften und steigenden Leistungsbilanzdefiziten in einer Reihe von Ländern erhöhten sich jedoch die Probleme der Auslandsverschuldung, der spekulativen Kapitalbewegungen, der Wechselkursvolatilitäten und möglicher Währungskrisen (Herr 2012).

Im Folgenden werden wir insbesondere auf die Umverteilungstendenzen im finanzdominierten Kapitalismus, also auf das erste der oben genannten Elemente, sowie auf die makroökonomische Regime eingehen, die sich auf dieser Grundlage durch das Zusammenspiel der Elemente zwei bis vier ergeben haben. Wir werden dieses exemplarisch für sechs entwickelte kapitalistische Industrieländer tun: USA, Großbritannien, Spanien, Deutschland, Schweden und Frankreich.

⇒ 3 Langfristige Umverteilungstendenzen im finanzdominierten Kapitalismus

Wirft man einen Blick auf verschiedene Verteilungsindikatoren für die sechs Länder, so findet man die im vorherigen Abschnitt angesprochenen Umverteilungstendenzen im finanzdominierten Kapitalismus weitestgehend bestätigt (Hein 2015a). Für die funktionale Einkommensverteilung weist die Arbeitseinkommensquote in allen Ländern seit spätestens Anfang der 1980er Jahre bis zur Finanz- und Wirtschaftskrise 2007-9 eine fallende Tendenz auf (Abbildung 1). In einigen Ländern, wie den USA, Großbritannien und Schweden, setzte diese Tendenz schon früher ein. Inwieweit sich nach der Finanz- und Wirtschaftskrise eine Trendwende ergeben hat, ist gegenwärtig schwer abzuschätzen. Während sich in Großbritannien und Spanien der Abwärtstrend fortsetzt, scheint sich in Frankreich ein erneuter Anstieg anzudeuten und in den USA, Deutschland und Schweden scheint sich die Arbeitseinkommensquote auf niedrigem Niveau zu stabilisieren.

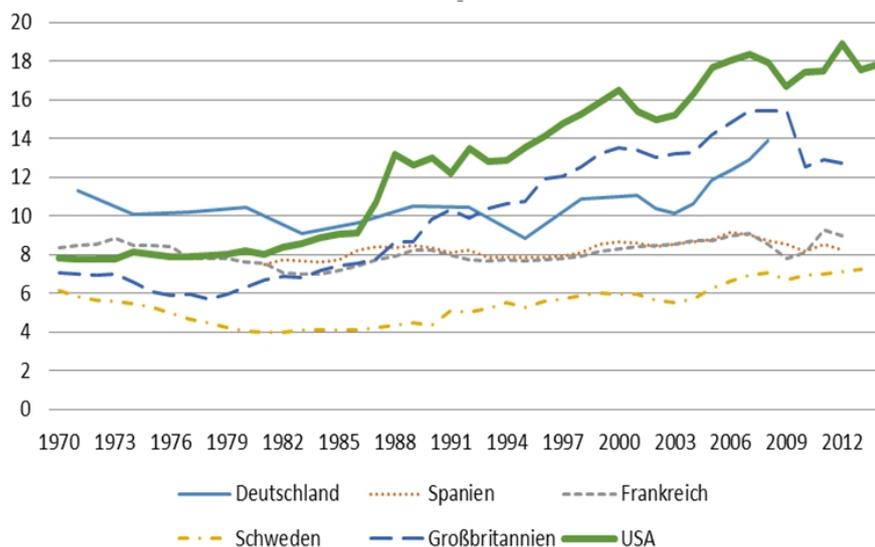
Abbildung 1: Arbeitseinkommensquoten (in Prozent des Bruttoinlandsproduktes zu Faktorkosten)



Quelle: AMECO Datenbank der Europäischen Kommission

Für die Einkommensquoten der Top-1-Prozent zeigt sich für die USA und Großbritannien ein in der Tendenz deutlicher Anstieg seit Anfang der 1980er Jahre mit der Beschleunigung der Finanzialisierung in diesen Ländern bis zur Finanz- und Wirtschaftskrise 2007-9 (Abbildung 2). In den USA wurde dieser Anstieg u.a. durch steigende Top-Managementgehälter getrieben (Hein 2015a). In Deutschland und Schweden, hier auf geringerem Niveau, beginnt der Einkommensanteil der Top-1 Prozent erst in den 1990er Jahren anzusteigen. In Frankreich und Spanien ist ein ansteigender Trend kaum zu beobachten, weder vor noch nach der Krise. Nach dem Einbruch in der Krise scheint sich der steigende Trend der Einkommensquoten der Top-1 Prozent in den USA und in Schweden fortzusetzen, wohingegen in Großbritannien keine Erholung sichtbar ist. Für Deutschland lässt sich aus Mangel an Daten keine Aussage für die Phase nach der Krise machen.

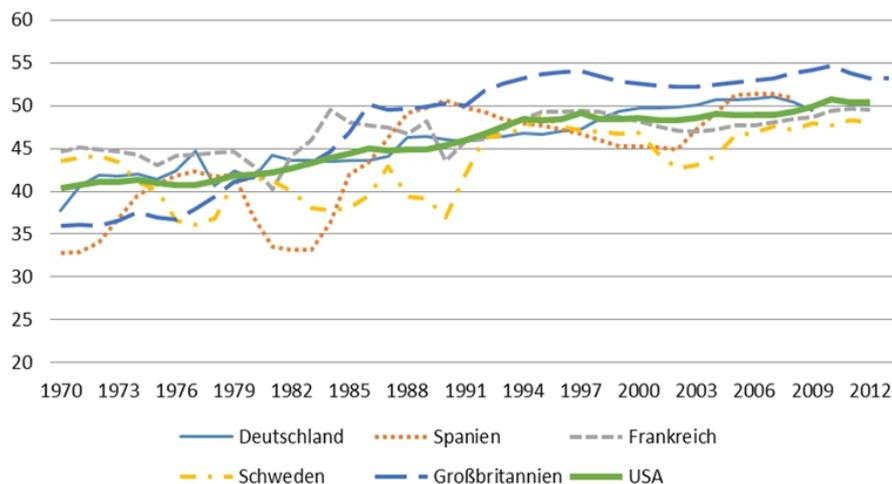
Abbildung 2: Top 1-Prozent Anteil am Volkseinkommen (in Prozent)



Quelle: The World Wealth and Income Database – WID

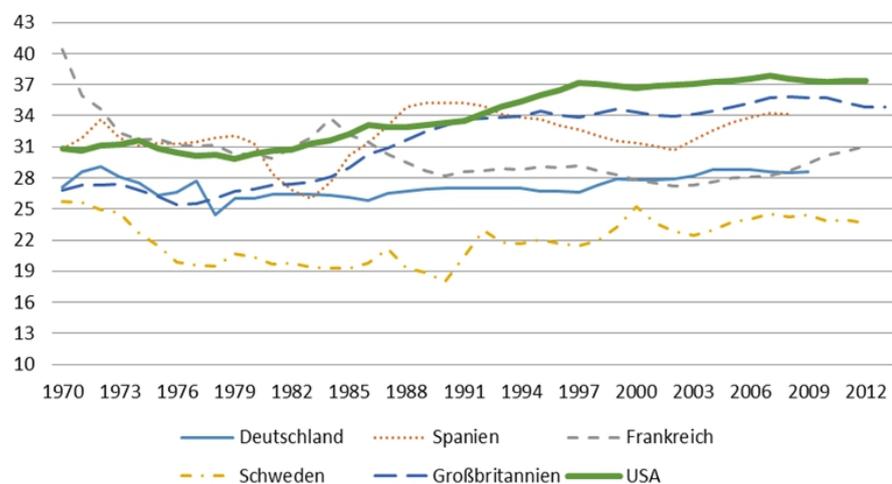
Wirft man zuletzt einen Blick auf den Gini-Koeffizienten als Indikator für die Verteilung der Haushaltseinkommen, so stellt man für die Markteinkommen, also vor Umverteilung durch den Staat, einen tendenziellen Anstieg in allen sechs hier betrachteten Ländern seit Beginn der 1980er Jahre fest (Abbildung 3), d.h. eine steigende Ungleichheit, die deutlich mit dem oben betrachteten Rückgang der Arbeitseinkommensquote korrespondiert. Hierbei ist seit der Krise keine Trendumkehr beobachtbar, teilweise aus Datenmangel. Für die Verteilung der verfügbaren Einkommen, d.h. nach staatlicher Umverteilung durch Steuern und Sozialtransfers, ergibt sich ein weniger einheitliches Bild (Abbildung 4). Hier weist Frankreich eine bemerkenswerte Konstanz nach einem Rückgang (!) in der Mitte der 1980er Jahre bis zur Finanz- und Wirtschaftskrise auf. Auch in Spanien und Großbritannien blieb der Gini-Koeffizient nach einem Anstieg in den 1980er Jahre dann bis zur Krise bemerkenswert konstant. In Deutschland war der Anstieg nur sehr moderat, und lediglich in den USA und Schweden ist ein deutlicher Anstieg beobachtbar, in Schweden jedoch von dem niedrigsten Niveau der hier einbezogenen Länder. Allerdings sollten die mit Hilfe des Gini-Koeffizienten gewonnenen Erkenntnisse nicht überinterpretiert werden, da hier bekanntlich die Ungleichheitsentwicklung am oberen und unteren Rand unterzeichnet wird.

Abbildung 3: Gini-Koeffizienten (1-100) für Markteinkommen



Quelle: SWIID (Standardized World Income Inequality Database)

Abbildung 4: Gini-Koeffizienten (1-100) für verfügbares Einkommen



Quelle: SWIID (Standardized World Income Inequality Database)

⇒ 4 Makroökonomische Regime vor der Krise und globale Ungleichgewichte

Unter den Bedingungen von Finanzialisierung, Einkommensumverteilungen zu Lasten der Arbeitseinkommen und der unteren Einkommensschichten, sowie von eher schwachen Investitionen in den Kapitalstock, haben sich in der Phase vor der Krise verschiedene Nachfrage- und Wachstumsregime herausgebildet. Diese wurden z.B. jüngst von Dodig/Hein/Detzer (2016) für einen Datensatz von 15 Ländern analysiert, ohne jedoch explizit auf die Verteilungsänderungen in diesen Länder einzugehen. Wir werden uns in diesem und dem fol-

genden Abschnitt teilweise ihrer Ergebnisse im Hinblick auf die Regimeanalysen in den sechs uns interessierenden Ländern bedienen.³ Um die Nachfrage- und Wachstumsregime zu unterscheiden, werden dabei einerseits die Finanzierungssalden der makroökonomischen Sektoren betrachtet, d.h. des externen Sektors (Rest der Welt aus der Sicht des jeweiligen Landes), des öffentlichen Sektors (Staat), sowie des privaten Sektors, der wiederum in private Haushalte und in Kapitalgesellschaften unterteilt werden kann. Abgesehen von statistischen und Rundungsdifferenzen sollten sich die Finanzierungssalden der jeweiligen Sektoren für ein bestimmtes Land und für einen bestimmten Zeitraum zu null addieren, da jedem Finanzierungsüberschuss eines Sektors ein entsprechendes Finanzierungsdefizit eines anderen Sektors gegenüber stehen muss. Zum anderen werden die Wachstumsbeiträge der großen Nachfrageaggregate – privater Konsum, öffentlicher Konsum, Investitionen und Außenbeitrag (Exporte von Gütern und Dienstleistungen minus Importe) – zum Wachstum des realen Bruttoinlandsproduktes (BIP) betrachtet. Hier sollten sich abgesehen von statistischen und Rundungsdifferenzen die Wachstumsbeiträge der Nachfrageaggregate in einem bestimmten Land zum Wachstum des realen BIPs in diesem Land aufaddieren. Wachstumsbeiträge und Finanzierungssalden geben nun Auskunft darüber, durch welche Nachfrageaggregate das Wachstum in einem bestimmten Land über eine bestimmte Zeitperiode getrieben wurde, und wie dieses Nachfragewachstum finanziert wurde. Wir folgen hier nun Dodig/Hein/Detzer (2016) und übernehmen die relevanten Daten für unsere sechs Länder für den Konjunkturzyklus vor der Finanz- und Wirtschaftskrise (Tabellen 1 und 2). Der Beginn eines Konjunkturzyklus wird dabei durch ein lokales Minimum der Wachstumsrate des realen BIPs definiert und unterscheidet sich daher zwischen den Ländern.

(3) Vgl. auch Hein (2012, Kapitel 6), Hein/Dodig (2015), Hein/Mundt (2012), Horn/Joebges/Zwiener (2009), Stockhammer (2010, 2012, 2015), UNCTAD (2009) und van Treeck/Sturn (2012), die ähnliche Analysen für unterschiedliche Ländergruppen mit zum Teil unterschiedlicher Terminologie präsentiert haben.

Tabelle 1: Sektorale Finanzierungssalden als Anteile am nominalen Bruttoinlandsprodukt, in Prozent, durchschnittliche Werte für den Konjunkturzyklus, frühe 2000er – 2008

	USA 2001- 2008	Groß- britannien 2002- 2008	Spani- en 2002- 2008	Deutsch- land 2003-2008	Schweden 2001-2008	Frank- reich 2003- 2008
Externer Sektor	4,7	2,2	6,3	-4,9	-6,9	0,4
Öffentlicher Sektor	-4,4	-3,4	0,0	-2,0	1,0	-3,1
Kapitalge- sellschaften	0,4	1,5	-4,2	1,2	3,2	-0,2
Private Haushalte	-0,5	-0,3	-2,1	5,7	2,4	2,9

Quelle: AMECO Datenbank der Europäischen Kommission, Berechnungen von Dodig/Hein/Detzer (2016)

Tabelle 2: Wachstum des realen Bruttoinlandsproduktes (BIP), in Prozent, und Wachstumsbeiträge der Nachfrageaggregate, in Prozentpunkten, durchschnittliche Werte für den Konjunkturzyklus, frühe 2000er – 2008

	USA 2001- 2008	Groß- britannien 2002- 2008	Spani- en 2002- 2008	Deutsch- land 2002-2008	Schweden 2001- 2008	Frank- reich 2003- 2008
Reales BIP Wachstum	2,1	2,5	3,1	1,5	2,6	1,7
Wachstumsbeiträge:						
Privater Konsum	1,7	1,7	1,6	0,3	1,0	1,0
Öffentlicher Konsum	0,3	0,5	0,9	0,2	0,2	0,4
Investitionen	0,2	0,4	1,1	0,4	0,9	0,7
Außenbeitrag	-0,1	-0,1	-0,7	0,6	0,5	-0,4

Quelle: AMECO Datenbank der Europäischen Kommission, Berechnungen von Dodig/Hein/Detzer (2016)

Bei Betrachtung der Finanzierungssalden und der Wachstumsbeiträge lassen sich nun drei Regime für den Konjunkturzyklus vor der Krise unterscheiden: a) ein schuldengetriebenes privates Nachfrageregime, b) ein exportgetriebenes merkantilistisches Regime und c) ein binnennachfragegetriebenes Regime.⁴

Das schuldengetriebene private Nachfrageregime findet sich u.a. in den USA, Großbritannien und in Spanien. Dieses Regime lässt sich durch einen negativen Finanzierungssaldo des privaten Haus-

(4) Dodig/Hein/Detzer (2016) differenzieren das binnennachfragegetriebene Regime in ein Regime reifer Volkswirtschaften mit nur geringen Wachstumsraten (z.B. Frankreich, Portugal, Italien) und in ein Regime aufholender Volkswirtschaften (z.B. Polen, Türkei, Ungarn).

haltssektors charakterisieren, der in einigen Ländern, wie z.B. Spanien, durch einen negativen Finanzierungssaldo des Sektors der Kapitalgesellschaften verstärkt wurde, so dass sich ein negativer Finanzierungssaldo des gesamten privaten Sektors ergab. Der externe Sektor hat einen positiven Finanzierungssaldo, d.h. die Länder des schuldengetriebenen privaten Nachfrageregime wiesen Leistungsbilanzdefizite auf, die durch Nettokapitalzuflüsse finanziert wurden. Diese Leistungsbilanzdefizite wurden zum einen durch eine hohe Dynamik der Binnennachfrage und damit der Importe relativ zu den Exporten verursacht, zum anderen durch einen Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit wegen überdurchschnittlicher Inflationsraten und ungünstiger Wechselkursentwicklungen. Die Wachstumsbeiträge der privaten Binnennachfrage und insbesondere des privaten Konsums waren dementsprechend sehr hoch, und die Wachstumsbeiträge des Außenbeitrages waren negativ. Ein Mangel an einkommensfinanzierter Konsumnachfrage und, zumindest in einigen Ländern, an Investitionsnachfrage, wurde hier also insbesondere durch kreditfinanzierte Konsumnachfrage kompensiert. Hierdurch ergab sich ein relatives hohes Wachstum im Konjunkturzyklus vor der Krise, und die Ökonomien des schuldengetriebenen privaten Nachfrageregimes waren die Nachfrage- und Wachstumslokomotiven der Weltökonomie. Allerdings beruhte dieses Wachstum auf einer steigenden privaten Verschuldung, die sich dann als nicht nachhaltig erwies und bekanntlich die Krise, beginnend in den USA, auslöste.

Das exportgetriebene merkantilistische Regime findet sich vor der Krise u.a. in Deutschland und Schweden. Dieses Regime zeichnet sich durch einen positiven Finanzierungssaldo der privaten Haushalte und auch der Kapitalgesellschaften aus, so dass der private Sektor sehr hohe Überschüsse generierte, die vom öffentlichen Sektor nicht absorbiert wurden. Der Finanzierungssaldo des externen Sektors war daher negativ, d.h. das exportgetriebene merkantilistische Regime wies hohe Leistungsbilanzüberschüsse und daher Nettokapitalabflüsse auf. Diese Leistungsbilanzüberschüsse beruhten zum einen auf einer schwachen Dynamik der Binnennachfrage und damit der Importe relativ zu den Exporten und zum anderen auf unterdurchschnittlichen Inflationsraten und günstigen Wechselkursentwicklungen, wodurch sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit verbesserte. Die Wachstumsbeiträge des privaten Konsums und der Binnennachfrage insgesamt waren relativ schwach, und das Wirtschaftswachstum wurde zu einem erheblichen Teil durch den Außenbeitrag, d.h. durch steigende Nettoexporte von Gütern und Dienstleistungen, getragen. Die Länder mit einem exportgetriebenen merkantilistischen Regime

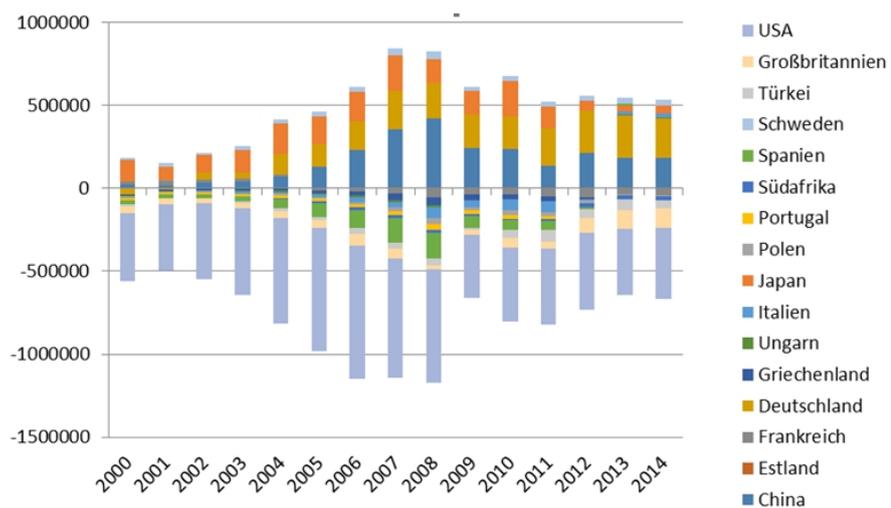
waren vor der Krise die Trittbrettfahrer der Weltkonjunktur und erzielten insgesamt ein relativ geringeres Wachstum. Die geringe Dynamik des einkommensfinanzierten Konsums und der Investitionen wurde (teilweise) durch steigende Nettoexporte ausgeglichen. Dieser Wachstumstyp war insbesondere auf die Verschuldungsbereitschaft und –fähigkeit der Defizitsektoren in den Ländern des schuldengetriebenen privaten Nachfragerregimes angewiesen, d.h. insbesondere der dortigen privaten Haushalte. Deren Tendenzen zur Überschuldung stellten damit auch eine latente Bedrohung für das Wachstum in den exportgetriebenen merkantilistischen Ländern dar.

Ein binnennachfragegetriebenes Regime dominierte vor der Krise u.a. in Frankreich. Dieses Regime weist deutliche Finanzierungsüberschüsse des privaten Haushaltssektors auf, die binnenwirtschaftlich durch den öffentlichen Sektor und die Kapitalgesellschaften absorbiert wurden. Zudem hatte auch der externe Sektor einen kleinen Überschuss, d.h. das binnennachfragegetriebene Regime wies ein leichtes Leistungsbilanzdefizit mit den entsprechenden Nettokapitalzuflüssen auf. Dieses beruhte teilweise auf der relativ guten Dynamik der Binnennachfrage und der Importe relativ zu den Exporten, teilweise jedoch auch auf einen Verlust von preislicher internationaler Wettbewerbsfähigkeit durch die Unterbietungsstrategien der exportgetriebenen merkantilistischen Länder. Die Länder des binnennachfragegetriebenen Regimes waren weniger von den Umverteilungsprozessen zugunsten der Arbeitseinkommen und der geringen Einkommensbezieher betroffen, und die Nachfrage und das Wachstum wurden daher hier insbesondere durch den einkommensfinanzierten privaten Konsum und die Investitionen getrieben. Auch der öffentliche Konsum trug erheblich zur Nachfrage bei, wohingegen der Wachstumsbeitrag des Außenbeitrages negativ war.

Die Ökonomien, die den beiden extremen Nachfrage- und Wachstumsregimen folgten, dem schuldengetriebenen privaten Nachfragerregime und dem exportgetriebenen merkantilistischen Regime, generierten in den Jahren vor der Finanz- und Wirtschaftskrise zunehmende Leistungsbilanzungleichgewichte in der globalen Ökonomie, aber auch innerhalb des Euroraums. Neben den hier analysierten Ländern waren daran insbesondere China und Japan als exportgetriebene merkantilistische Leistungsbilanzüberschussländer beteiligt (Abbildung 5). Diese Konstellation trug dann zur Tiefe und Dramatik der Krise des finanzdominierten Kapitalismus, der globalen großen Rezession 2008/09, entscheidend bei. Diese Krise begann bekanntlich als Finanzkrise in der wesentlichen Volkswirtschaft des schuldengetriebenen privaten Nachfragerregimes, den USA, und erfasste dann

über den Außenhandelskanal sowie über Ansteckungseffekte auf den internationalen Kapitalmärkten die globale Ökonomie, wobei die Volkswirtschaften des exportgetriebenen merkantilistischen Regimes zunächst durch eine besonders tiefe Rezession betroffen waren. Allerdings erholten sich diese Länder mit der Erholung der Weltkonjunktur, dominiert durch die weiterhin relativ dynamische Entwicklung in China, Indien und anderen aufholenden Volkswirtschaften, dann auch besonders schnell. Auf die damit verbundenen Veränderungen in der Regimekonstellation in den Jahren der Krise und danach werden wir im folgenden Abschnitt eingehen.

Abbildung 5: Leistungsbilanzen ausgewählter Volkswirtschaften, Mrd. US Dollar, 2000-2014



Quelle: World Economic Outlook Datenbank des IWF, Zusammenstellung und Abbildung aus Dodig/Hein/Detzer (2016)

⇒ 5 Veränderungen der Regime seit der Krise und Anforderungen an die Wirtschaftspolitik

Mit der tiefen Finanz- und Wirtschaftskrise 2007-9 haben sich in den Folgejahren einige Veränderungen in den Nachfrage- und Wachstumsregimen der hier untersuchten Länder ergeben. Wir betrachten hier den Durchschnitt der Entwicklung zwischen 2009 und 2014 (Tabellen 3 und 4).

Tabelle 3: Sektorale Finanzierungssalden als Anteile am nominalen Bruttoinlandsprodukt, in Prozent, durchschnittliche Werte, 2009 – 2014

	USA 2009- 2014	Groß- britannien 2009-2014	Spanien 2009- 2014	Deutsch- land 2009- 2014	Schwe- den 2009- 2014	Frankreich 2009-2014
Externer Sektor	2,7	3,1	1,2	-6,6	-6,1	2,0
Öffentlicher Sektor	-9,1	-7,9	-8,7	-1,2	-0,9	-5,4
Kapitalge- sellschaften	3,3	2,8	4,2	2,6	0,7	-0,7
Private Haushalte	4,0	1,9	3,3	5,2	6,2	4,1

Quelle: AMECO Datenbank der Europäischen Kommission, Berechnungen von Dodig/Hein/Detzer (2016)

Tabelle 4: Wachstum des realen Bruttoinlandsproduktes (BIP), in Prozent, und Wachstumsbeiträge der Nachfrageaggregate, in Prozentpunkten, durchschnittliche Werte, 2009 – 2014

	USA 2009- 2014	Groß- britannien 2009-2014	Spanien 2009- 2014	Deutsch- land 2009- 2014	Schwe- den 2009- 2014	Frankreich 2009-2014
Reales BIP Wachstum	1,3	0,8	-1,0	0,6	1,1	0,3
Wachstumsbeiträge:						
Privater Konsum	1,0	0,3	-0,8	0,5	0,9	0,2
Öffentlicher Konsum	0,0	0,2	0,0	0,2	0,4	0,4
Investitionen	0,1	0,1	-1,7	0,1	0,0	-0,3
Außenbeitrag	0,1	0,1	1,5	0,0	-0,2	0,0

Quelle: AMECO Datenbank der Europäischen Kommission, Berechnungen von Dodig/Hein/Detzer (2016)

In den Ländern mit schuldengetriebenen privaten Nachfrageregimen vor der Krise, den USA, Großbritannien und Spanien, mussten die überschuldeten Privatsektoren, d.h. private Haushalte und teilweise Kapitalgesellschaften, Schuldenbestände abbauen. Die Finanzierungssalden dieser Sektoren wurden daher durchgehend positiv und die Wachstumsbeiträge von privatem Konsum und Investitionen schrumpften erheblich – in Spanien waren sie für den hier betrachteten Zeitraum im Durchschnitt negativ. Die Stabilisierung erfolgte insbesondere in den USA und Großbritannien durch hohe Finanzierungsdefizite des öffentlichen Sektors, wodurch im Durchschnitt der

betrachteten Periode ein geringes aber positives Wirtschaftswachstum ermöglicht wurde, zu dem auch der Außenbeitrag leicht beitrug. Insgesamt blieben die Leistungsbilanzen dieser beiden Länder jedoch weiterhin deutlich negativ und der Finanzierungssaldo des jeweiligen externen Sektors daher deutlich positiv. Die USA und Großbritannien haben sich damit von einem schuldengetriebenen privaten Nachfrage regime zu einem binnennachfragegetriebenen Regime entwickelt, welches durch öffentliche Defizite stabilisiert wird. Durch die Bereitschaft, weiterhin hohe Leistungsbilanzdefizite zu akzeptieren, wird auch die globale Nachfrage in der Weltökonomie stabilisiert. Anders stellt sich die Situation in Spanien dar. Auch hier hat zunächst der öffentliche Sektor hohe Defizite akzeptiert und es so dem Privatsektor erlaubt, Finanzierungsüberschüsse zu generieren. Durch die Eurokrise seit 2010 und die in der Folge implementierte Austeritätspolitik (Dodig/Herr 2015, Hein 2013/14), wurden die öffentlichen Defizite reduziert, die öffentliche und private Binnennachfrage kollabierte, das reale BIP Wachstum wurde negativ, nur vom Außenbeitrag kamen insbesondere wegen der fallenden Importe positive Wachstumsbeiträge, und die Leistungsbilanz verbesserte sich und wurde in der jährlichen Betrachtung ab 2013 positiv (Abbildung 5). Spanien entwickelte sich damit von einem schuldengetriebenen privaten Nachfrage Regime in Richtung eines exportgetriebenen merkantilistischen Regimes.⁵

Auch in den exportgetriebenen merkantilistischen Ländern, Deutschland und Schweden, akzeptierte der öffentliche Sektor in der Krise zunächst hohe Defizite, um so den Privatsektor und den Wirtschaftsprozess zu stabilisieren. Allerdings konnten diese Defizite in der Folge passiv konsolidiert werden, insbesondere wegen der schnellen wirtschaftlichen Erholung, zunächst getrieben durch die Exporte. Der Finanzierungssaldo des Privatsektors blieb deutlich positiv, wobei sowohl private Haushalte als auch Kapitalgesellschaften Finanzierungsüberschüsse aufwiesen; in Schweden verschoben sich diese jedoch von den Kapitalgesellschaften zu den privaten Haushalten. Das Wirtschaftswachstum wurde in diesen Ländern nun ausschließlich durch die Binnennachfrage getrieben, vom Außenbeitrag ging im Durchschnitt von 2009-14 kein positiver Beitrag mehr aus; in Schweden war er sogar leicht negativ. Allerdings weisen diese Länder weiterhin hohe Leistungsbilanzüberschüsse auf, und damit Finanzierungsdefizite des

(5) Dodig/Hein/Detzer (2016) zeigen, dass diese durch die Austeritätspolitik im Euroraum erzwungenen Entwicklungstendenzen in Richtung eines exportgetriebenen merkantilistischen Regimes auch in anderen Eurokrisenländern, wie Griechenland und Portugal, zu beobachten sind.

jeweiligen externen Sektors; in Deutschland sind diese sogar höher als im Konjunkturzyklus vor der Krise, in Schweden etwas niedriger. Auch wenn vom Außenbeitrag keine positiven Wachstumsbeiträge mehr ausgingen, die Exportüberschüsse im Durchschnitt der Jahre also nicht mehr stiegen, können diese Länder wegen der hohen Nettoexporte und Leistungsbilanzüberschüsse weiterhin als exportgetrieben klassifiziert werden.

Das binnennachfragegetriebene Regime Frankreichs hat sich in der Krise und den Folgejahren wenig verändert. Die Finanzierungsüberschüsse des privaten Haushaltssektors wurden zu einem geringen Teil von den Kapitalgesellschaften absorbiert und zum deutlich größeren Teil vom öffentlichen Sektor. Wegen der Stabilisierungserfordernisse in der Krise und danach sind dessen Defizite gegenüber dem Zyklus vor der Krise deutlich gestiegen. Gleiches gilt für den Finanzierungssaldo des externen Sektors und damit das Leistungsbilanzdefizit Frankreichs. Die öffentlichen Defizite Frankreichs stabilisierten damit auch die globale Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen. Das bescheidene Wirtschaftswachstum Frankreichs wurde durch die Binnennachfrage getrieben, mit einem dominierenden Einfluss des öffentlichen Konsums.

Insgesamt haben sich die globalen Leistungsbilanzungleichgewichte seit der Krise gegenüber den Jahren vor der Krise leicht reduziert. Sie sind jedoch immer noch weitaus ausgeprägter als am Anfang der 2000er Jahre (Abbildung 5). Den hohen Leistungsbilanzüberschüssen der exportgetriebenen merkantilistischen Länder, insbesondere Deutschlands und Chinas, aber auch Japans, Schwedens und nun auch Spaniens stehen die Leistungsbilanzdefizite der binnennachfragegetriebenen Länder mit hohen öffentlichen Defiziten gegenüber, insbesondere die der USA, Großbritanniens und Frankreichs.⁶ Die Risiken einer solchen globalen Konstellation sind offensichtlich. Wenn immer mehr Länder, wie nun der gesamte Euroraum angetrieben durch die vorherrschende Austeritäts- und deflationäre Stagnationspolitik (Hein 2013/14), zu einer exportgetriebenen merkantilistischen Strategie übergehen, dann steht die Weltökonomie vor einem Aggregationsproblem, da es immer schwerer fallen wird, in anderen Weltregionen die erforderlichen Defizite zu generieren bzw. zu erzwingen. Die Folge sind dann globale Stagnationstendenzen, wie sie ja seit einigen Jahren auch im Mainstream der Volkswirtschaftslehre disku-

(6) Auf der Seite der Leistungsbilanzdefizitländer finden sich auch aufholende Industrieländer mit hohen Finanzierungsdefiziten des privaten Sektors, wie die Türkei in Abbildung 5 (Dodig/Hein/Detzer 2016).

tiert werden (Summers 2014, 2015, Hein 2016). Und in dem Maße, wie die globale Nachfragestabilisierung durch Finanzierungsdefizite des öffentlichen Sektors in den binnennachfragegetriebenen Ländern erfolgt, ergeben sich erhebliche wirtschaftspolitisch induzierte Risiken durch politisch gesetzte Obergrenzen für die Staatsverschuldung oder durch Schuldenbremsen für den öffentlichen Sektor.

⇒ 6 Wirtschaftspolitische Implikationen

Aus den im vorherigen Abschnitt beschriebenen Tendenzen und der Diagnose der gegenwärtig vorherrschenden Regimekonstellation mit den damit verbundenen Stagnations- und Instabilitätsrisiken, ergibt sich die unmittelbare Anforderung, die Rolle von öffentlichen Defiziten und Verschuldung zwecks Stabilisierung der globalen Makroökonomie zu akzeptieren und die Zielsetzung ausgeglichener oder überschüssiger öffentlicher Haushalte aufzugeben, wie sie insbesondere in Deutschland und dem Euroraum dominieren. Dies würde auch bedeuten, in die Makroökonomik die aktive Rolle der Fiskalpolitik und staatlicher Defizite bzw. Überschüsse für die kurz- und langfristige gesamtwirtschaftliche Stabilisierung zu reintegrieren, so wie von Arestis (2013), Arestis/Sawyer (2003, 2004), Hein/Stockhammer (2010, 2011) und Setterfield (2007) in der post-keynesianischen makroökonomischen Literatur schon seit längerem vorgeschlagen wurde.

Langfristig müssten jedoch auch die der gegenwärtigen Regimekonstellation zugrunde liegenden Strukturen verändert werden, die immer noch durch die Finanzialisierung dominiert werden. Da sich sowohl das schuldengetriebene private Nachfrageregime als auch das exportgetriebene merkantilistische Regime als sehr fragil und nicht nachhaltig erwiesen haben, und auch ein binnennachfragegetriebenes Regime, das im Wesentlichen auf öffentlichen Finanzierungsdefiziten basiert, erhebliche politische Risiken birgt, haben verschiedene Institutionen und Autoren als Alternative ein lohn- oder masseneinkommensgetriebenes Regime als nachhaltige Alternative vorgeschlagen (ILO 2012, Lavoie/Stockhammer 2013a, 2013b, Stockhammer/Onaran 2012, 2013). Da eine schwerpunktmäßige Orientierung auf die Umverteilung des Einkommens zugunsten der Lohnquote und der unteren Einkommensschichten jedoch einerseits die politischen Möglichkeiten einer solchen Umverteilung und andererseits auch die Wirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage überschätzt, haben andere Autoren die Idee einer masseneinkommensgetriebenen Erholung eingebunden in das umfassendere Konzept eines Keynesianischen New Deals auf globaler (aber auch auf europäischer) Ebene

(Hein 2011, 2012, Kapitel 7, 2015b, Hein/Mundt 2012, Hein/Truger 2010, 2012/13).⁷ Dieser Keynesianische New Deal sollte dabei als Politik-Paket verstanden werden, das die wesentlichen Strukturen und Probleme des finanzdominierten Kapitalismus angeht und folgende Elemente enthält: erstens eine Re-Regulierung des Finanzsektors, um die Verteilungsansprüche dieses Sektors zu reduzieren und die Wahrscheinlichkeit zukünftiger Finanzkrisen zu reduzieren; zweitens eine Re-Orientierung der makroökonomischen Politik insbesondere in den Leistungsbilanzüberschussländern, um die globale Nachfrage auf nicht-inflationärem Vollbeschäftigungsniveau zu stabilisieren; und drittens eine Re-Konstruktion der internationalen makroökonomischen Politik-Koordinierung, die die Umsetzung exportgetriebener merkantilistischer Strategien erschwert.

Die Re-Regulierung des Finanzsystems erfordert eine Reihe von Maßnahmen, die auf die Wiederherstellung der Funktionsfähigkeit des Finanzsektors im Sinne der Finanzierung der realen ökonomischen Aktivität abzielen sollten. Erstens beinhaltet sie Maßnahmen, welche die Transparenz auf den Finanzmärkten steigern sollen, um die Probleme asymmetrischer Informationen, asymmetrischer Erwartungen und damit fundamentaler Unsicherheiten zu reduzieren, die diesen Märkten inhärent sind. Hierzu gehören die Standardisierung und Überwachung aller Finanzprodukte. Transaktionen außerhalb der Bilanzen sollten verboten werden und alle Finanzintermediäre (Banken, Versicherungen, Hedge-Fonds, Private-Equity-Fonds, etc.) sollten national und international überwacht werden. Da das Rating als öffentliches Gut betrachtet werden kann, sollten unabhängige öffentlicher Rating-Agenturen an die Stelle der gegenwärtig dominierenden privaten Agenturen treten. Die Diversität des Bankensektors sollte vertieft werden, um dessen Widerstandsfähigkeit zu erhöhen. Zu diesem Zweck sollten öffentlich-rechtliche und genossenschaftliche Banken gestärkt werden, die Kredite für Haushalte und kleinere und mittlere Unternehmen bereitstellen. Finanzinstitute mit systemischer Relevanz sollten verstaatlicht werden, weil die Stabilität dieser Institutionen ebenfalls als öffentliches Gut betrachtet werden kann.

Zweitens sollte die Re-Regulierung den ökonomischen Akteuren im Finanz- ebenso wie im realwirtschaftlichen Sektor Anreize setzen, langfristiges Wachstum statt kurzfristiger Profite anzustreben. Die Möglichkeiten der Verbriefungen sollten deutlich reduziert werden, um Originate-and-Distribute Strategien zu vermeiden. Banken sollten

(7) Vgl. auch die Vorschläge von Palley (2012, Kapitel 9, 2013, Kapitel 12) und UNCTAD (2009).

wieder dazu gebracht werden, ihre originären Aufgaben zu erfüllen: potenzielle Schuldner und ihre Investitionsprojekte evaluieren, Kredite vergeben und die Verwendung von Krediten sowie die Erfüllung von Zahlungsverpflichtungen überwachen. Die Reduzierung oder das Verbot von Aktienrückkäufen sollte Manager davon abhalten, die Aktienpreise zu manipulieren. Um die Kurzfristorientierung des Managements von Kapitalgesellschaften einzuschränken, sollten Aktienoptionen als Teil der Managementvergütung reduziert und mit einer verlängerten Mindest-Haltedauer belegt werden. Um allgemein die kurzfristige Profitorientierung in Kapitalgesellschaften zu Gunsten einer langfristigen Orientierung an Produktivität steigernden Investitionen und Innovationen zurück zu drängen, sollten die Rechte anderer Stakeholder ausgebaut und die Mitbestimmungsrechte der abhängig Beschäftigten und ihrer Gewerkschaften erweitert werden.

Drittens sind Maßnahmen erforderlich, die die systemische Instabilität des Finanzsektors reduzieren. Hierzu zählen Eigenkapitalregulierungen für alle Finanzintermediäre, die antizyklische Eigenschaften aufweisen und die im Durchschnitt die Hebelwirkung von Krediten reduzieren und damit eine höhere Eigenkapitalbasis erfordern. Dies sollte die Widerstandsfähigkeit des Finanzsektors in Krisenphasen erhöhen. Dem gleichen Zweck dienen Asset-Based Reserve-Requirements für alle Finanzintermediäre.⁸ Sie weisen ebenfalls automatische antizyklische Eigenschaften auf. Differenzierte Reservesätze können zudem eingesetzt werden, um eine Überhitzung und die Bildung von Blasen in bestimmten Märkten zu vermeiden, aber auch, um Kredite und Investitionen in gesellschaftlich gewünschte Bereiche zu lenken. Letztlich sollte die Einführung einer allgemeinen Transaktionssteuer auf alle Finanztransaktionen und eine allgemeine Besteuerung von Veräußerungsgewinnen – auch für Körperschaften –, spekulative kurzfristige Finanzflüsse deutlich reduzieren und so zur Stabilität des Finanzsektors beitragen.

Eine effiziente Regulierung und Verkleinerung des Finanzsektors sollte auch zu einer Umverteilung des Einkommens zugunsten der Arbeitseinkommensquote und der unteren Einkommen beitragen, bzw. die Bedingungen für eine solche Umverteilung verbessern, und so positiv auf die makroökonomische Entwicklung zurückwirken. Zunächst wird ein Schrumpfen des Finanzsektors die sektorale Zusammensetzung der Wirtschaft zugunsten des öffentlichen und des nicht-finanziellen Sektors mit höheren Arbeitseinkommensquoten beein-

(8) Zu antizyklischen Kapitalanforderungen vgl. Goodhart (2009) und zu Asset-Based Reserve-Requirements vgl. insbesondere Palley (2004).

flussen. Zudem wird die Reduktion von Top-Managementgehältern und Verteilungsansprüchen von Aktionären den Kapitalgesellschaften Spielräume für höhere Lohnzahlungen ermöglichen. Schließlich wird eine Re-Orientierung des Managements auf das langfristige Unternehmenswachstum auch die Verhandlungsmacht der abhängig Beschäftigten und der Gewerkschaften erhöhen und so einen dämpfenden Effekt auf die Ansprüche an ausgeschütteten Gewinnen haben. Die makroökonomische Wirtschaftspolitik, insbesondere in den Leistungsbilanzüberschussländern, muss sich in Richtung Stimulierung von Binnennachfrage, Beschäftigung und damit auch Importen reorientieren. Dafür sollte die Zinspolitik der Zentralbank auf den Versuch verzichten, kurzfristig die Beschäftigung und langfristig die Inflation feinzusteuern, wie im dominierenden Neuen Konsens Modell vorgesehen, und stattdessen geringe reale Zinssätze anstreben, um so die gesamtwirtschaftliche Nachfrage, Produktion und Beschäftigung zu stimulieren. Ein leicht positiver realer langfristiger Zinssatz unterhalb der langfristigen Produktivitätswachstumsrate (und bei konstanter Bevölkerung damit unterhalb des realen BIP-Wachstums) scheint ein angemessenes Ziel zu sein: Dann wird zwar das reale Finanzvermögen der Vermögensbesitzer gegen Inflation geschützt, aber es kommt zu einer Umverteilung der Realeinkommenszuwächse zugunsten des produktiven Sektors, die sich positiv auf reale Investitionen, Beschäftigung und Wachstum auswirken sollte. Des Weiteren müssen Zentralbanken als Lender-of-Last-Resort agieren, nicht nur für den Bankensektor, sondern auch für den Staat (De Grauwe 2011). Dies würde es letzterem erlauben, seine stabilisierenden Funktionen zu erfüllen.

Die Fiskalpolitik des Staates sollte die Verantwortung für die reale Stabilisierung der Ökonomie, Vollbeschäftigung und eine gleichmäßigere Verteilung des verfügbaren Einkommens übernehmen. Progressive Einkommensteuern, relevante Vermögens- und Erbschaftssteuern sowie eine umverteilende Sozialpolitik würden die Bedingungen für eine masseneinkommensgetriebene Erholung verbessern. Falls dauerhafte Finanzierungsüberschüsse des Privatsektors das erforderlich machen, sollten mittel- und langfristig öffentliche Finanzierungsdefizite die aggregierte Nachfrage auf einem Niveau halten, das für nicht-inflationäre Vollbeschäftigung sorgt (Lerner 1943). Insbesondere in Leistungsbilanzüberschussländern mit hohen Finanzierungsüberschüssen des Privatsektors sollte der Staat entsprechende Haushaltsdefizite generieren, um einerseits die aggregierte Nachfrage zu stabilisieren und andererseits aber auch zum Abbau der internationalen Leistungsbilanzungleichgewichte beizutragen. Unvorteilhafte Ver-

teilungseffekte von Staatsverschuldung können vermieden werden, wenn die Zentralbanken mit ihrer Politik zu einem langfristigen Nominalzinssatz beitragen, der unterhalb des Trendwachstums des nominalen BIPs liegt (Domar 1944). Alternativ können ungewollte Verteilungseffekte durch entsprechende Kapitaleinkommens- und Vermögenssteuern natürlich von der Politik selbst korrigiert werden. Kurzfristige Nachfrageschwankungen sollten zudem durch antizyklische Reaktionen der Fiskalpolitik gedämpft werden.

Die Lohn- und Einkommenspolitik sollte, zusammen mit der Fiskalpolitik, die Verantwortung für die nominale Stabilisierung übernehmen, d.h. für die Stabilisierung der Inflationsrate auf einer Zielrate, die dann in dem Umfang, wie Ex- und Importe tatsächlich preiselastisch sind, auch zu einer ausgeglichenen Leistungsbilanz beiträgt. Zu diesem Zweck sollte im Gleichgewicht das Nominallohnwachstum der Summe aus dem Trendwachstum der Arbeitsproduktivität plus der Zielinflationsrate entsprechen. Um zum Abbau der hohen internationalen Leistungsbilanzungleichgewichte beizutragen, sollte das Nominallohnwachstum in den Leistungsbilanzüberschussländern in einer Anpassungsperiode die genannte Norm übertreffen. Das Nominallohnwachstum in den Leistungsbilanzdefizitländern sollte leicht dahinter zurückbleiben, ohne jedoch deflationäre Tendenzen zu begünstigen.

Die internationale Koordination der Wirtschaftspolitik sollte zudem anstreben, dass exportgetriebene merkantilistische Strategien nicht mehr verfolgt und durchgesetzt werden können. Dies bedeutet, dass Zielgrößen für Leistungsbilanzsalden Teil der Koordination der Wirtschaftspolitik auf globaler und regionaler Ebene werden sollten. Auf internationaler Ebene ist die Rückkehr zu einer Weltwährungsordnung mit festen aber anpassbaren Wechselkursen, symmetrischen Anpassungsverpflichtungen für Leistungsbilanzdefizit- und Überschussländern und regulierten internationalen Kapitalmärkten anzustreben. Keynes' (1942) Vorschlag einer International-Clearing-Union kann als Entwurf dafür gesehen werden: Bekanntlich schlug Keynes eine International-Clearing-Union in einem System fester aber anpassbarer Wechselkurse vor, mit dem Bancor als internationalem Geld für Transaktionen zwischen den Zentralbanken, der Clearing-Union als internationaler Zentralbank, die temporäre Leistungsbilanzdefizite finanziert, und ausgewählten Kapitalverkehrskontrollen zwecks Verhinderung spekulativer Kapitalbewegungen zwischen den Währungsräumen. Für die gegenwärtige Konstellation am wichtigsten ist jedoch, dass nach Keynes (1942) die Anpassungslasten nicht nur bei den Leistungsbilanzdefizitländern liegen, die ihre heimische Nachfrage drosseln (oder ihre Währung letztlich abwerten) müssen, sondern

dass auch Leistungsbilanzüberschussländer Anpassungen vornehmen müssen und die heimische Nachfrage stimulieren und damit die Importe steigern (oder ihre Währungen letztlich aufwerten) müssen. Die gesamte Last der Anpassung liegt damit nicht mehr nur bei den Defizitländern. Dies sollte einen allgemeinen Auftrieb für die weltweite Gesamtnachfrage geben, der in der Zukunft nicht nur kurz- sondern auch langfristig benötigt wird.

⇒ 7 Schlussfolgerungen

In diesem Beitrag haben wir die Verteilungsentwicklungen im finanzdominierten Kapitalismus für eine Gruppe von entwickelten kapitalistischen Industrieländern (USA, Großbritannien, Spanien, Deutschland, Schweden, Frankreich) skizziert und, vor dem Hintergrund einer postkeynesianischen Makroökonomik des finanzdominierten Kapitalismus, die gesamtwirtschaftlichen Folgen analysiert. Zunächst haben wir gezeigt, dass sich in den untersuchten Ländern tatsächlich ein für den finanzdominierten Kapitalismus typischer Rückgang der Arbeitseinkommensquote sowie ein Anstieg der personellen und Haushaltseinkommensungleichheit findet. In einigen Ländern ist zudem die Top-1 Prozent Einkommensquote gestiegen. Wir haben dann gezeigt, dass sich vor dem Hintergrund dieses Anstiegs der Ungleichheit, und der damit verbundenen Schwächung des einkommensfinanzierten Konsums, vor der Finanz- und Wirtschaftskrise zwei extreme Nachfrage- und Wachstumsregime entwickelt haben. Diese erlaubten es jeweils, die für den finanzdominierten Kapitalismus ebenfalls typische Investitionsschwäche sowie die Schwäche des einkommensfinanzierten Konsums (teilweise) zu kompensieren. Im schuldengetriebenen privaten Nachfrageregime, wie in den USA, Großbritannien und Spanien, erfolgte diese Kompensation durch den kreditfinanzierten Konsum der privaten Haushalte, und im exportgetriebenen merkantilistischen Regime, wie in Deutschland und Schweden, erfolgte die Kompensation durch steigenden Nettoexporte und entsprechend steigende Leistungsbilanzüberschüsse. Beide Regime beruhten auf letztlich nicht nachhaltigen Verschuldungsentwicklungen bei den privaten Haushalten in den Ländern des schuldengetriebenen privaten Nachfrageregimes, die gleichzeitig auch die komplementären Leistungsbilanzdefizitländer für die Länder des exportgetriebenen merkantilistischen Regimes waren. Die tiefe Finanz- und Wirtschaftskrise 2007-9 war damit auch die Krise dieser durch den finanzdominierten Kapitalismus hervorgerufenen Regime und der globalen Konstellation. Unsere Analyse der Phase seit der Krise hat gezeigt, dass sich Krisenländer in Rich-

tung des exportgetriebenen merkantilistischen Regimes entwickelt haben, das nun von immer mehr Ländern verfolgt wird. Dem steht jetzt eine Gruppe von Leistungsbilanzdefizitländern gegenüber, deren Nachfrage durch die Binnennachfrage getrieben wird und insbesondere durch Defizite des öffentlichen Sektors stabilisiert wird.

Hieraus haben wir geschlossen, dass die Wirtschaftspolitik sowie die akademische Forschung und Politikberatung kurzfristig die Rolle von öffentlichen Defiziten zwecks Stabilisierung einer ohnehin labilen Nachfrage und eines schwachen Wachstums nach der Krise akzeptieren sollten und auf die Propagierung und Umsetzung von öffentlichen Schuldengrenzen oder Schuldenbremsen verzichten sollten. Langfristig würde jedoch die Rückkehr zu einem nachhaltigen und nicht-inflationären Vollbeschäftigungswachstum die Implementierung eines globalen Keynesianischen New Deals mit dem Ziel eines masseneinkommensgetriebenen Wachstums erfordern, das eben nicht auf steigenden Verschuldungsquoten bestimmter Sektoren der Volkswirtschaft beruht und in diesem Sinne nachhaltig sein sollte. Als wesentliche Säulen wurden die Re-Regulierung des Finanzsektors, die Umverteilung von Einkommen und Vermögen von oben nach unten, die koordinierte makroökonomische Steuerung mit einer entscheidenden Rolle für die Fiskalpolitik, sowie die globale und regionale Koordination zwecks Vermeidung von exportgetriebenen merkantilistischen Strategien ausgemacht.

⇒ Literaturverzeichnis

Arestis, P. (2013): Economic theory and policy: a coherent post-Keynesian approach, in: *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, 10 (2): 243-255.

Arestis, P., Sawyer, M. (2003): Reinventing fiscal policy, in: *Journal of Post Keynesian Economics*, 26: 3-25.

Arestis, P. Sawyer, M. (2004): On fiscal policy and budget deficits, in: *Intervention: Journal of Economics*, 1 (2): 61-74.

Barba, A.; Pivetti, M. (2009): Rising household debt: its causes and macroeconomic implications – a long-period analysis, in: *Cambridge Journal of Economics*, 33: 113-137.

Boone, L.; Girouard, N. (2002): The stock market, the housing market and consumer behavior, in: *OECD Economic Studies*, 35: 175-200.

Cornilleau, G.; Creel, J. (2016): France, a domestic demand-led economy under the influence of external shocks, in: Hein, E.; Detzer, D.; Dodig, N. (Hg.), *Financialisation and the Financial and Economic Crises: Country Studies*, Cheltenham: Edward Elgar.

Cynamon, B.; Fazzari S. (2008): Household debt in the consumer age: source of growth – risk of collapse, in: *Capitalism and Society*, 3 (2): 1-30.

Cynamon, B.; Fazzari, S. (2013): Inequality and household finance during the consumer age, Working Paper No. 752, Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College.

De Grauwe, P. (2011): The European Central Bank: lender of last resort in the government bond markets?, Center for Economic Studies and Ifo Institute for Economic Research Working Paper 3569.

Detzer, D.; Dodig, N.; Evans, T.; Hein, E.; Herr, H. (2013): The German financial system, FESSUD Studies in Financial Systems, No. 3, Leeds University Business School.

Detzer, D.; Hein, E. (2016): Financialisation and the crises in the export-led mercantilist German economy, in: Hein, E.; Detzer, D.; Dodig,

N. (Hg.), *Financialisation and the Financial and Economic Crises: Country Studies*, Cheltenham: Edward Elgar.

Dodig, N.; Hein, E.; Detzer, D. (2016): *Financialisation and the financial and economic crises: theoretical framework and empirical analysis for 15 countries*, in: Hein, E.; Detzer, D.; Dodig, N. (Hg.), *Financialisation and the Financial and Economic Crises: Country Studies*, Cheltenham: Edward Elgar.

Dodig, N.; Herr, H. (2015): *Current account imbalances in the EMU: an assessment of official policy responses*, in: *Panoeconomicus*, 62 (2): 193-216.

Domar, E.D. (1944): *The 'burden of the debt' and national income*, in: *American Economic Review*, 34 (4): 794-828.

Epstein, G.A. (2005): *Introduction: financialization and the world economy*, in: Epstein, G.A. (Hg.), *Financialization and the World Economy*, Cheltenham: Edward Elgar.

Evans, T. (2016): *The crisis of finance-led capitalism in the United States*, in: Hein, E.; Detzer, D.; Dodig, N. (Hg.), *Financialisation and the Financial and Economic Crises: Country Studies*, Cheltenham: Edward Elgar.

Ferreiro, J.; Galves, C.; Gonzales, A. (2016): *Financialisation and the economic crisis in Spain*, in: Hein, E.; Detzer, D.; Dodig, N. (Hg.), *Financialisation and the Financial and Economic Crises: Country Studies*, Cheltenham: Edward Elgar.

Goodhart, C.A.E. (2009): *The Regulatory Response to the Financial Crisis*, Cheltenham: Edward Elgar.

Guttman, R.; Plihon, D. (2010): *Consumer debt and financial fragility*, in: *International Review of Applied Economics*, 24: 269-283.

Hein, E. (2011): *Redistribution, global imbalances and the financial and economic crisis – the case for a Keynesian New Deal*, in: *International Journal of Labour Research*, 3 (1): 51-73.

Hein, E. (2012): *The Macroeconomics of Finance-dominated Capitalism – and its Crisis*, Cheltenham: Edward Elgar.

Hein, E. (2013/14): The crisis of finance-dominated capitalism in the Euro area, deficiencies in the economic policy architecture and deflationary stagnation policies, in: *Journal of Post Keynesian Economics*, 36 (2): 325–354.

Hein, E. (2015a): Finance-dominated capitalism and re-distribution of income – a Kaleckian perspective, in: *Cambridge Journal of Economics*, 39: 907-934.

Hein, E. (2015b): Causes and consequences of the financial crisis and the implications for a more resilient financial and economic system: Synthesis of FESSUD Work Package 3, FESSUD Working Paper, No. 128, 2015, University of Leeds.

Hein, E. (2016): Secular stagnation or stagnation policy? Steindl after Summers, in: *PSL Quarterly Review*, 69 (276): 3-47.

Hein, E.; Detzer, D.; Dodig, N. (2016) (Hg.): *Financialisation and the Financial and Economic Crises: Country Studies*, Cheltenham: Edward Elgar.

Hein, E.; Dodig, N. (2015): Financialisation, distribution, growth and crises – long-run tendencies, in Hein, E.; Detzer, D.; Dodig, N. (Hg.), *The Demise of Finance-dominated Capitalism: Explaining the Financial and Economic Crises*, Cheltenham: Edward Elgar.

Hein, E.; Mundt, M. (2012): *Financialisation and the requirements and potentials for wage-led recovery – a review focussing on the G20*, Conditions of Work and Employment Series No. 37, Geneva: ILO.

Hein, E.; Stockhammer, E. (2010): Macroeconomic policy mix, employment and inflation in a post-Keynesian alternative to the New Consensus model, in: *Review of Political Economy*, 22 (3): 317-354.

Hein, E.; Stockhammer, E. (2011): A post-Keynesian macroeconomic model of inflation, distribution and employment, in: Hein, E.; Stockhammer, E. (Hg.): *A Modern Guide to Keynesian Macroeconomics and Economic Policies*, Cheltenham, Edward Elgar.

Hein, E.; Truger, A. (2010): Krise des finanzdominierten Kapitalismus – Plädoyer für einen keynesianischen New Deal für Europa und die Weltwirtschaft, in: *Wirtschaft und Gesellschaft*, 36 (4): 481-517.

Hein, E.; Truger, A. (2012/13): Finance-dominated capitalism in crisis – the case for a global Keynesian New Deal, in: *Journal of Post Keynesian Economics*, 35: 183-210.

Herr, H. (2012): International monetary and financial architecture, in: Hein, E.; Stockhammer, E. (Hg.), *A Modern Guide to Keynesian Macroeconomics and Economic Policies*, Cheltenham: Edward Elgar.

Horn, G.; Joebges, H.; Zwiener, R. (2009): From the financial crisis to the world economic crisis (II). Global imbalances: cause of the crisis and solution strategies for Germany, *IMK Policy Brief*, December 2009, Duesseldorf: Macroeconomic Policy Institute (IMK) at Hans-Boeckler Foundation.

ILO, International Labour Organization (2012): *Global Wage Report. Wages and Equitable Growth*, Geneva: ILO.

Kalecki, M. (1954): *Theory of Economic Dynamics*, London: George Allen and Unwin.

Keynes, J.M. (1942): Proposal for an International Clearing Union, in: *The Collected Writings of J.M. Keynes*, Vol. 25, London: Macmillan, 1980.

Lavoie, M.; Stockhammer, E. (2013a) (Hg.): *Wage-led Growth: An Equitable Strategy for Economic Recovery*, Basingstoke: Palgrave Macmillan.

Lavoie, M.; Stockhammer, E. (2013b): Wage-led growth: concept, theories and policies', in: Lavoie, M.; Stockhammer, E. (Hg.), *Wage-led Growth: An Equitable Strategy for Economic Recovery*, Basingstoke: Palgrave Macmillan.

Lepper, J.; Shabani, M.; Toporowski, J.; Tyson, J. (2016): Monetary adjustment and inflation of financial claims in the UK after 1980, in: Hein, E.; Detzer, D.; Dodig, N. (Hg.), *Financialisation and the Financial and Economic Crises: Country Studies*, Cheltenham: Edward Elgar.

Lerner, A.P. (1943): Functional finance and the federal debt, in: *Social Research*, 10 (1): 38-51.

Ludvigson, S.; Steindel, C. (1999): How important is the stock market effect on consumption?, in: *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, July: 29-51.

Mehra, Y.P. (2001): The wealth effect in empirical life-cycle aggregate consumption equations, in: *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 87(2): 45-68.

Onaran, Ö.; Stockhammer, E.; Grafl, L. (2011): Financialisation, income distribution and aggregate demand in the USA, in: *Cambridge Journal of Economics*, 35: 637-661.

Orhangazi, Ö. (2008): Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: a theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973-2003, in: *Cambridge Journal of Economics*, 32: 863-886.

Palley, T.I. (2004): Asset-based reserve requirements: reasserting domestic monetary control in an era of financial innovation and instability, in: *Review of Political Economy*, 16: 43-58.

Palley, T.I. (2012): *From Financial Crisis to Stagnation: The Destruction of Shared Prosperity and the Role of Economics*, Cambridge, UK: Cambridge University Press.

Palley, T.I. (2013): *Financialization: The Economics of Finance Capital Domination*, Basingstoke: Palgrave Macmillan.

Stenfors, A. (2016): Swedish financialisation: 'nordic noir' or 'safe haven'?, in: Hein, E.; Detzer, D.; Dodig, N. (Hg.), *Financialisation and the Financial and Economic Crises: Country Studies*, Cheltenham: Edward Elgar.

Stockhammer, E. (2004): Financialisation and the slowdown of accumulation, in: *Cambridge Journal of Economics*, 28: 719-741.

Stockhammer, E. (2010): Income distribution, the finance-dominated accumulation regime, and the present crisis, in Dullien, S.; Hein, E.;

Truger, A.; van Treeck, T. (Hg.), *The World Economy in Crisis - the Return of Keynesianism?*, Marburg: Metropolis.

Stockhammer, E. (2012): Financialization, income distribution and the crisis, in: *Investigación Económica*, 71(279): 39-70.

Stockhammer, E. (2015): Rising inequality as a cause of the present crisis, in: *Cambridge Journal of Economics*, 39: 935-958.

Stockhammer, E.; Onaran, Ö. (2012): Rethinking wage policy in the face of the euro crisis: implications of the wage-led demand regime, in: *International Review of Applied Economics*, 26: 191-203.

Stockhammer, E.; Onaran, Ö. (2013): Wage-led growth: theory, evidence, policy, in: *Review of Keynesian Economics*, 1: 61-78.

Summers, L.A. (2014): U.S. economic prospects: secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound, in: *Business Economics*, 49 (2): 65-73.

Summers, L.A. (2015): Demand side secular stagnation, in: *American Economic Review: Papers and Proceedings*, 105 (5): 60-65.

UNCTAD, United Nations Conference on Trade and Development (2009): *The Global Economic Crisis. Systemic Failures and Multilateral Remedies*, New York, Geneva: UNCTAD.

Van Treeck, T. (2008): Reconsidering the investment-profit nexus in finance-led economies: an ARDL-based approach, in: *Metroeconomica*, 59: 371-404.

Van Treeck, T. (2014): Did inequality cause the US financial crisis?, in: *Journal of Economic Surveys*, 28: 421-448.

Van Treeck, T., Sturn, S. (2012): *Income inequality as a cause of the Great Recession? A survey of current debates*, Conditions of Work and Employment Series No. 39, Geneva: ILO.

Zitationsvorschlag:

Eckhard Hein (2016): Verteilungstendenzen im finanzdominierten Kapitalismus und ihre makroökonomischen Folgen. (Ethik und Gesellschaft 1/2016: Vermögensungleichheit). Download unter: <https://dx.doi.org/10.18156/eug-1-2016-art-4> (Zugriff am [Datum]).



ethikundgesellschaft
ökumenische zeitschrift für soziaethik

1/2016: Vermögensungleichheit

Julian Bank

Leerstelle in der wirtschaftspolitischen Debatte? Die Piketty-Rezeption und Vermögensungleichheit in Deutschland

Hartmut Elsenhans

Polarisierung gefährdet Kapitalismus

Johannes Schmidt

Makroökonomische Wirkungen der Vermögenskonzentration

Eckhard Hein

Verteilungstendenzen im finanzdominierten Kapitalismus und ihre makroökonomischen Folgen

Dierk Hirschel

Soziale Ungleichheit, politische Ungleichheit und die Rolle der Stiftungen

Andreas Fisch

Gerechtfertigte Besteuerung von Vermögen und Erbschaften? Leitbilder für eine Steuerpolitik angesichts sozialer Ungleichheiten

Ulrich Klüh

Kapitalakkumulation durch Kapitalbesteuerung?
Eine kontextuelle Analyse der Vermögensbesteuerung

Giacomo Corneo

Öffentliches Kapital: Ein evolutionäres Programm für mehr Demokratie und Wohlstand