

## **MINSKY-PARADOXON: NACH DER KRISE, VOR DER KRISE? (statt Vorwort)**

Der vorliegende Sammelband „*Estnische Gespräche über Wirtschaftspolitik*“ erscheint nunmehr in der 18. Ausgabe. In originaler Länge sind die einzelnen Beiträge auf der beigelegten CD-Rom und in Kurzfassung im vorliegenden Sammelband dokumentiert.<sup>1</sup> Zur Qualitätssicherung wurden sie zuvor anonym rezensiert, und zwar von Wirtschaftswissenschaftlern aus dem Aus- und Inland. Die Beitragsbände als selbstständige Sammlungen wissenschaftlicher Artikel erscheinen im Berliner Wissenschafts-Verlag (früher Berlin-Verlag Arno Spitz) in Kooperation mit dem estnischen Verlag Mattimar OÜ.

Die Dokumentationen haben das Ziel, wirtschaftliche Entwicklungen in der Europäischen Union zu analysieren und daraus wirtschaftspolitische und – soweit notwendig – auch ordnungspolitische Schlussfolgerungen zu ziehen. Nach der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise erlangt dieses Anliegen eine besondere Bedeutung.

Nach dem Ende der sowjetischen Okkupation hat Estland einen niedrigen Pauschalsteuersatz (Flat-Tax) eingeführt und die Steuern auf einbehaltene Gewinne sogar gänzlich abgeschafft, um seine internationale Wettbewerbsfähigkeit zu stärken und Investitionen aus dem Ausland zu stimulieren. Diese Maßnahmen waren zunächst erfolgreich. Estland erzielte – wie Lettland und Litauen auch – zum Teil zweistelligen Steigerungsraten seines Bruttoinlandprodukts. Mit der weltweiten Finanz- und der sich daraus entwickelnden Wirtschaftskrise fand diese Entwicklung dann ein jähes Ende. Estland und die anderen zwei baltischen Staaten erleben die schwersten konjunkturellen Rückschläge seit der Wiedererlangung ihrer Unabhängigkeiten.<sup>2</sup> Während zuvor die öffentlichen Haushalte in Estland noch deutliche Überschüsse erzielten, welche den Schuldenbestand auf 3,5 Prozent des Bruttoinlandproduktes reduzierten, hat sich nunmehr diese Entwicklung – vorerst – umgekehrt. Das Vertrauen der Investoren ist dramatisch gesunken

Ein Problem für Estland könnte dessen fester Wechselkurs zum Euro sein. Da Estland bestrebt ist, so schnell wie möglich der Währungsunion beizutreten, hat es die noch aus der DM-Zeit herrührende, auch nach der Euro-Einführung ihr von der Europäischen Zentralbank weiterhin zugestandene Currency-Board-Regelung beibehalten. Danach ist die Eesti Pank verpflichtet, zur Stabilisierung ihrer Währung jederzeit – wenn notwendig – am Euro-Krone-Devisenmarkt zu intervenieren. Hier stellt sich die Frage, ob eine Abwertung der estnischen Krone die Konjunktur hätte spürbar stützen können. Einerseits wäre es denkbar, dass eine Abwertung die internationale Wettbewerbsfähigkeit Estlands gestärkt und damit die Endnachfrage über den Außenhandel belebt hätte; andererseits ist fraglich, ob damit bei der relativ geringen Exportabhängigkeit Estlands spürbare expansive Effekte erzielt worden

---

<sup>1</sup> Je nach Wahl des Verfassers in deutscher, englischer oder estnischer Sprache.

<sup>2</sup> Das Bruttoinlandprodukt war in Estland im dritten Quartal 2009 im Vorjahresvergleich um 15,6 Prozent gesunken (Eesti Pank und Eesti Statistikaamet)

wären. Außerdem ist zu berücksichtigen, dass über 90 Prozent der Auslandskredite auf Euro-Basis fakturiert werden, so dass sich damit der Schuldendienst für Estland drastisch verteuert hätte, zumal die Ratingagentur Standard & Poor's (S&P) die Kreditwürdigkeit Estlands von A auf A- herabgestuft hat.

Wenn die verheerenden Entwicklungen der letzten Jahre, die 2007 durch die Subprime-Krise ausgelöst worden sind, überwunden sein sollten, wird man sich fragen müssen, was getan worden ist, um eine Wiederholung solcher Krisen zu verhindern. Nachdem es die Finanzwirtschaft gewesen ist, welche die Misere ausgelöst hat, steht diese nun verständlicherweise im Blickpunkt der Reformer. Die wichtigste Erkenntnis ist: Die Kapitalmärkte haben in modernen Volkswirtschaften eine so große Bedeutung, dass sie nicht mehr dem freien Spiel der Kräfte überlassen werden dürfen, sondern ordnungspolitisch zu zügeln sind. Anderenfalls besteht die Gefahr, dass es erneut zu Verwerfungen auf den Finanzmärkten kommt und dann zur Abwendung eines völligen Zusammenbruchs die Verluste wieder durch Einsatz gewaltiger Steuermittel sozialisiert werden, wodurch letztendlich die breite Bevölkerung die Lasten zu tragen hat.

– Zunächst muss bei den Ratingagenturen angefangen werden. Diese sind zukünftig bei einer länderübergreifenden Agentur zu registrieren und strengen Bewertungsrichtlinien sowie einer permanenten Aufsicht zu unterwerfen. Dabei ist darauf zu achten, dass Rating und Beratung strikt voneinander getrennt werden, damit es nicht zu Interessenkollisionen kommt.

– Jene Finanzinstitute, die verbriefte Forderungen verkaufen, müssen verpflichtet werden, einen Teil der emittierten Wertpapiere selbst zu behalten<sup>3</sup>, damit sie das Risiko dieser Papiere mit tragen.

– Darlehensnehmer müssen gegenüber Kreditinstituten in besonderer Weise geschützt werden, indem Abtretungen von Darlehensforderungen sowie Übertragungen jeglicher Art an Unternehmungen ohne Banklizenz nur mit Genehmigung der jeweiligen Bankkunden zulässig sind.

– Weiterführende Forderungen zielen darauf ab, Kreditinstituten den rein spekulativen Eigenhandel mit Wertpapieren und Derivaten zu verbieten, bei denen kein Bezug zur Realwirtschaft mehr besteht. Auch sind ihnen Beteiligungen an Hedge-Fonds und Private-Equity-Gesellschaften zu untersagen. Damit soll eine Trennung von Geschäfts- und Investmentbanken erreicht werden, so dass sich die Aktivitäten der Geschäftsbanken zukünftig wieder auf ihre Kerngeschäfte, die so genannten Kundengeschäfte<sup>4</sup>, beschränken. Verbleibende Risiken müssen ausreichend mit Eigenkapital unterlegt werden.

---

<sup>3</sup> Im Gespräch sind Selbstbehalte in Größenordnungen von fünf bis zehn Prozent; der Arbeitskreis 'Europa' der Friedrich-Ebert-Stiftung fordert auf der Grundlage einer internationalen Regelung sogar einen Risikoverbleib von mindestens 20 Prozent.

<sup>4</sup> Nämlich die Einlagen- und Kreditgeschäfte, welche die Vermittlung von Kaufkraft zwischen Kapitalanlegern und Kreditsuchenden zum Gegenstand haben: „Der Bankier soll Kreditrisiken bewerten und nicht Spekulant sein.“ (Frankreichs Präsident Nicolas Sarkozy auf dem Wirtschaftsforum in Davos im Januar 2010)

- Die Fixgehälter der Mitglieder von Vorständen und Aufsichtsräten müssen begrenzt oder dürfen nur bis zu bestimmten Höchstbeträgen als steuerrelevante Kosten anerkannt werden.
- Die Boni der Manager und sonstigen Führungskräfte sind auf lange Zeiträume auszurichten (mindestens drei Jahre) und auf 30 Prozent der Fixgehälter zu begrenzen.
- Vorstandsmitglieder und Aufsichtsräte müssen zukünftig für Fehler, die ihre Unternehmungen belasten, haften (Wegfall der Boni und gegebenenfalls der Fixgehälter).
- Soweit Führungskräfte Teile ihrer Gehälter in Form von Anteilsrechten an ihren Unternehmungen erhalten, dürfen sie diese erst nach Ablauf bestimmter, nicht zu kurz bemessener Fristen wieder veräußern, damit sie ihre Entscheidungen nicht an kurzfristigen Erfolgen, sondern an nachhaltigen Zielen ausrichten.
- Heftig umstritten ist die Forderung, zumindest Kreditinstitute in ihrer Größe so weit zu beschränken, dass sie nicht mehr ganze Volkswirtschaften gefährden und als systemrelevante Institutionen gewissermaßen erpressen können, so dass letztendlich der Steuerzahler für deren Missmanagement haften muss.

Ob durch die Verwirklichung all dieser Reformvorschläge<sup>5</sup> zukünftig ähnliche Krisen, wie sie die Volkswirtschaften in den zurückliegenden Jahren erfahren haben, vermieden werden können, ist fraglich. Hyman Minsky hatte bereits in den 70er Jahren des vorigen Jahrhunderts auf ein Phänomen hingewiesen, das inzwischen als 'Minsky-Paradoxon'<sup>6</sup> wiederentdeckt und durch die Ereignisse der zurückliegenden Jahre bestätigt worden ist. Es besagt, dass in Marktwirtschaften mit durchgängig dezentralen Entscheidungen der Unternehmungen, Banken und Haushaltungen<sup>7</sup> die Finanzsysteme in expansiven Konjunkturphasen zunehmend instabil werden. Der Kern des Übels liegt in der zunehmenden Verschuldung der Privatwirtschaft in Zeiten der konjunkturellen Überhitzung. In der Anfangsphase der Prosperität verhalten sich die Wirtschaftssubjekte bei Abschlüssen von Kreditverträgen zunächst noch vorsichtig, indem sie vorsorglich darauf achten, dass die zu finanzierenden Objekte ausreichend rentabel sind und der Schuldendienst aus den laufenden Einnahmen problemlos bedient werden kann. Mit fortschreitender Überhitzung der konjunkturellen Entwicklung und inflationär aufgeblähten Erträgen werden sie immer leichtsinniger. Erfolge führen zu größeren Wagnissen. Die Akteure unterschätzen die Risiken und überschätzen die Gewinnaussichten. Die Lust am Spekulieren nimmt zu und schließlich gefährliche Ausmaße an. Bald genügt es ihnen, wenn die Cashflows nur noch die Zinszahlungen decken; schließlich kann

<sup>5</sup>Vgl. im Übrigen: Estnische Gespräche über Wirtschaftspolitik, Jahrgang 2009, Vorwort, S. 15 f.

<sup>6</sup> „Die Stabilität ist instabil!“ Siehe hierzu: Minsky, P. Hyman, John Maynard Keynes – Finanzierungsprozesse, Investitionen und Instabilität des Kapitalismus, (1975) 2008 (Metropolis); derselbe, Die Hypothese der finanziellen Instabilität, Challenge, White Plains, N. Y. 1977, S. 20ff.; derselbe, The Financial Instability, in: Handbook of Radical Political Economy, Philip Arestis & Malcolm Sawyer (Hrsg.), 1993; derselbe, Stabilizing An Unstable Economy, 1986 (Yale University Press), 2008 (Quebecor World); derselbe, Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance, New York 1982.

<sup>7</sup> wodurch Konjunkturschwankungen praktisch unvermeidlich sind.

man ja – so scheint es – jederzeit problemlos prolongieren oder umschulden. Nimmt diese Entwicklung exzessive Ausmaße an, können die Zinsen nur noch durch neue Kredite finanziert werden. Dann hofft man darauf, dass die Kapitalmärkte den Finanzierungsbedarf weiterhin befriedigen, weil das als Sicherheit dienende Vermögen –wie bisher – an Wert zunimmt. Ist das aber plötzlich nicht mehr der Fall, bricht alles zusammen. Der Vertrauensschwund in der Wirtschaft greift um sich, das Angebot auf den Kapitalmärkten sinkt drastisch, wodurch eine Abwärtsspirale in Gang gesetzt wird. Das instabile Finanzierungssystem reißt die reale Wirtschaft mit in den Abgrund.

Genau das war die Situation der beginnenden Finanzkrise auf dem US-Immobilienmarkt im Jahre 2007 und der sich dann im Herbst 2008 nach dem Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers weltweit ausdehnenden Wirtschaftskrise. Der neoklassisch infizierte Glaube an funktionierende freie Märkte, stabile Gleichgewichte und unfehlbar rational handelnde Wirtschaftssubjekte hat sich als trügerisch erwiesen. Da auch zukünftig die Gier nach immer höheren Gewinnen und Macht und die daraus resultierende Instabilität nicht auszuschalten sein wird, ist es wichtig, dass starke öffentliche Institutionen geschaffen werden, die imstande sind, die Wirtschaft auf Einhaltung der Reform-Vorgaben zu überwachen und gegebenenfalls stabilisierend einzugreifen. Dabei kommt den Zentralbanken eine Schlüsselrolle zu, indem sie die immer komplexer werdenden Finanzsysteme kontrollieren und die Entwicklungen neuer Finanzstrukturen steuern. In Zeiten der Globalisierung ist dabei eine internationale Koordination unabdingbar, damit die Finanzmarktakteure nicht den Zuständigkeitsbereichen der einzelnen nationalen Aufsichtsbehörden ausweichen und diese gegeneinander ausspielen können. Wichtig ist, dass weltweit einheitliche Standards festgelegt werden, wodurch Kapitalmarktexzesse verhindert werden können, ohne die Funktionstüchtigkeit der Kreditwirtschaft zu beeinträchtigen.

Februar 2010

Manfred O. E. Hennies  
Kiel / Warder, Deutschland

Matti Raudjärv  
Tallinn / Pirita-Kose und Pärnu, Estland