

Vom regulierten Kapitalismus zur Instabilität

Hansjörg Herr

Das in den 1950er und 1960er Jahren existierende System eines gebändigten Kapitalismus, der seinerzeit eine prosperierende Entwicklung ermöglichte, war das Ergebnis gezielter politischer Gestaltung als Reaktion auf die Weltwirtschaftskrise der 1930er Jahre. Die Erosion dieser Kapitalismusvariante begann in den 1970er Jahren und mündete in ein neoliberales Globalisierungsprojekt. Der Beitrag vertritt die These, dass das Modell des regulierten Kapitalismus in den 1970er Jahren an politischen Rahmenbedingungen und Motiven gescheitert ist – und keineswegs an sich zuspitzenden inneren Widersprüchen. Das bedeutet im Umkehrschluss: Die (Wieder)Erschaffung eines „guten“, sozialverträglichen Kapitalismus ist politisch möglich.

1

Einleitung

Das Modell des regulierten Kapitalismus, das nach dem Zweiten Weltkrieg unter der Hegemonie der USA etabliert wurde, brach in den 1970er Jahren in erster Linie aufgrund der politischen Destabilisierung in den USA und Großbritannien in dieser Phase zusammen. Die konservativen Regierungen, die in diesen Ländern an die Macht kamen, setzten ein neoliberales Globalisierungsprojekt mit Deregulierungen vor allem der nationalen und internationalen Finanzmärkte und der Arbeitsmärkte durch. Vermögensmärkte einschließlich der Wechselkurse verloren ihren Anker und machten permanenten Vermögensmarktblasen und Finanzkrisen Platz. Die Subprime-Krise war der vorläufige Endpunkt dieser Entwicklung. In Deutschland setzten die neoliberalen Reformen vergleichsweise spät ein, jedoch standen sie ab Ende der 1990er Jahre denen in Großbritannien oder in den USA nicht nach. Der Beitrag geht im Abschnitt 2 der Frage nach, warum das „goldene Zeitalter des Kapitalismus“ (Marglin/Schor 1992) zerbrach und zu neoliberalen Reformen geführt hat. Abschnitt 3 diskutiert die Strukturmerkmale des neoliberalen Globalisierungsprojektes und Abschnitt 4 betrachtet dessen Auswirkungen auf Deutschland. Abschnitt 5 zeigt Handlungsanforderungen für die Rückkehr zu einem regulierten Kapitalismus auf, basierend auf der These, dass eine solche Umkehr – den politischen Gestaltungswillen vorausgesetzt – möglich ist und angesichts

der aktuellen weltwirtschaftlichen Instabilität ganz oben auf die politische Agenda gehört.

2

Die Geburt des neoliberalen Globalisierungsprojektes

2.1 DAS ALTE SYSTEM

Die Weltwirtschaft kam in den 1930er Jahren in eine tiefe Krise.¹ Diese wurde nach dem Zerfall der Weltwirtschaft in verschiedene Blöcke auf Basis nationaler Politiken überwunden – vom New Deal in den USA bis zum deutschen Faschismus. Gemeinsam war diesen Politiken eine im Vergleich zur Situation vor der Krise gewichtigere Rolle des Staates. Dies galt nicht nur für die Fiskalpolitik, sondern auch für staatliche Regulierungen der Finanz- und Arbeitsmärkte. Die internationalen Finanz- und Warenmärkte waren seit der Krise der 1930er Jahren sowieso starken Regulierungen unterworfen.

Erst in der zweiten Hälfte der 1940er Jahre wurden unter der Führung der USA im marktwirtschaftlich orientierten Teil der Welt wieder weltwirtschaftliche Strukturen aufgebaut. Eine zentrale Rolle fiel dabei dem System von Bretton Woods zu. Das Bretton-Woods-System war ein System fester Wechselkurse mit engen Bandbreiten von $\pm 1\%$ um den politisch festgelegten Leitkurs. Das System gab der Weltwirtschaft einen stabilen Rahmen, denn es verhinderte erratische und destabilisierende Wechselkursbewegungen und reduzierte die Unsicherheit, die einem marktwirt-

schaftlichen System aufgrund von Marktprozessen immer anhaftet. Der Internationale Währungsfonds (IWF) wurde gegründet, um Anpassungsprozesse innerhalb des Systems abzufedern, denn Wechselkursanpassungen sollten nur in Ausnahmefällen stattfinden. Der IWF legte in seinen Statuten, die bis heute gelten, fest, dass jedes Land seinen internationalen Kapitalverkehr nach eigenem Ermessen regulieren kann.

Zusammen mit den jeweils spezifischen nationalen Regulierungen wurde Ende der 1940er Jahre ein regulierter Typus des Kapitalismus etabliert, der spezifische internationale Kapitalströme erlaubte (z. B. ausländische Direktinvestitionen der USA in Europa), in den folgenden Jahrzehnten den Welthandel aufblühen ließ² und beileibe nicht nur in Deutschland zu einem Wirtschaftswunder führte.

Die inländischen Finanzmärkte waren strikt reguliert. Beispielsweise stellte die Immobilienfinanzierung in faktisch allen Ländern ein spezifisches und weitgehend

¹ Zur empirischen Absicherung dieses Teils vgl. Dullien et al. (2009).

² Prosperierender Handel kann auch bei protektionistischen Maßnahmen von Ländern stattfinden. Beispielsweise prosperierte der Welthandel vor dem Ersten Weltkrieg trotz hoher Importzölle und anderer protektionistischer Maßnahmen. Dies galt auch in den 1950er und 1960er Jahren.

Hansjörg Herr, Dr., ist Professor für Supranationale Integration an der Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin. Arbeitsschwerpunkte: Monetäre Makroökonomie, Währungs- und Finanzsysteme, Entwicklungsökonomie.
e-mail: hansherr@hwr-berlin.de

reguliertes Segment des Finanzmarktes dar. In einer Reihe von Ländern gab es Zinsobergrenzen (etwa in den USA) oder eine direkte Steuerung des Kreditvolumens der Banken durch die Zentralbank (etwa in Japan). Nicht-Bank-Finanzintermediäre wie Investmentfonds etc. waren nicht existent oder unbedeutend. Anleihe- und Aktienmärkte spielten zwar in angelsächsischen Bankensystemen eine größere Rolle als in Kontinentaleuropa und Japan, hatten jedoch auch dort einen insgesamt untergeordneten Status. Arbeitsmärkte waren in den meisten Ländern durch starke Gewerkschaften und/oder Arbeitgeberverbände gekennzeichnet, die für einen großen Anteil der Arbeitnehmer Lohnverhandlungen führten. Die Lohnspreizung war, gemessen an der jetzigen Situation, gering. Und auch die Einkommensverteilung war, verglichen mit heute, deutlich ausgeglichener. Sozialstaatliche Mechanismen sicherten die großen Lebensrisiken in der überwiegenden Mehrheit der Länder ab. Es konnte von Mittelklassegesellschaften gesprochen werden, in Japan, den meisten Ländern Europas und auch in den USA.³

In faktisch allen westlichen Ländern dominierte ein Stakeholder-Kapitalismus, der unter anderem auf die Partizipation der Arbeitnehmer in den Unternehmen achtete. Auch in den USA hatten Großunternehmen den Charakter bürokratischer Organisationen, die sich dem Gemeinwohl verpflichtet fühlten (Galbraith 1967). Es gab einen breiten öffentlichen Sektor, der in der Regel über die Bereitstellung öffentlicher Dienstleistungen hinausging und Unternehmen im produzierenden Sektor und Finanzbereich umfasste.

2.2 DIE NEOLIBERALE REVOLUTION

Dieser im historischen Maßstab erfolgreiche Kapitalismus kam in den 1970er Jahren in eine Krise, die in zwei Phasen verlief. Das System von Bretton Woods, das die Stellung des US-Dollars festschrieb, zerbrach 1973. Zum Ersten, weil der US-Dollar Ende der 1960er Jahre eine Vertrauenskrise erlebte, da die expansive Wirtschaftspolitik im Rahmen des damals eskalierenden Vietnamkrieges und der innenpolitischen Spannungen aufgrund der Bürgerrechtsbewegung eine Abwertung der US-Währung erwarten ließ. Eine Reihe von Zentralbanken, insbesondere die Deutsche Bundesbank, mussten auf den Devisenmärkten massiv US-Dollars gegen ihren Willen auf-

kaufen, um den Dollarwert nicht absacken zu lassen. Die USA unternahmen keine Anstrengungen, durch restriktive Geldpolitik, die in dieser Phase notwendig gewesen wäre, die Schwäche ihrer Währung zu bekämpfen. Zum Zweiten hatte sich ein intellektuelles Klima durchgesetzt, das feste Wechselkurse als unnötige staatliche Regulierung ansah. Die meisten einflussreichen Ökonomen der damaligen Zeit plädierten für flexible Wechselkurse, weil man sich davon im Ergebnis eine nationale Wirtschaftspolitik versprach, die von außenwirtschaftlichen Einflüssen unbehelligt ist.⁴

Im Ergebnis ließ man das Bretton-Woods-System fahrlässig zerbrechen, ohne ernsthaft seine Reform zu erwägen. Sofort ergaben sich Instabilitäten. Einige Währungen werteten massiv ab, andere entsprechend auf. Länder, die von Abwertungen betroffen waren, mussten aufgrund steigender Importpreise Preisniveauschübe hinnehmen, die gleichzeitig die Realeinkommen reduzierten. Großbritannien und Italien stürzten 1976 in heftige Währungskrisen. Der US-Dollar stabilisierte sich zwar nach der Abwertungsphase im Verlauf des Zusammenbruchs des Bretton-Woods-Systems, jedoch folgte 1979 eine neue Abwertungskrise. Verschärft wurden die Preisniveauschübe durch die beiden Ölpreisschocks im Jahre 1973 und 1979.

Der endgültige Niedergang des Systems der Nachkriegsordnung wurde dann mit dem Wahlsieg von *Margret Thatcher* in Großbritannien im Jahre 1979 und mit der Präsidentschaft *Ronald Reagans* in den USA ab 1981 eingeläutet. Beide initiierten eine neoliberale Revolution, die zeitversetzt auf andere Länder überschwappte.

2.3 DIE SPEERSPITZEN DER NEOLIBERALEN REVOLUTION

Die Frage drängt sich auf: Wie war es möglich, dass Ende der 1970er Jahre in Großbritannien und in den USA Regierungen mit einem explizit radikalen neoliberalen Programm an die Macht kamen? Denn ein Jahrzehnt zuvor hatte es in der westlichen Welt noch ganz anders ausgesehen: Reformregierungen mit sozialdemokratischen bis hin zu sozialistischen Orientierungen waren an der Macht, und selbst die konservativen Regierungen dieser Zeit hatten im Kern sozialdemokratische Orientierungen. Die Gewerkschaftsbewegung war stark und soziale Bewegungen in vielfältigen Bereichen begannen sich zu formieren,

von den Studentenbewegungen bis hin zu ökologischen Bewegungen. Allerdings: Es gelang diesen Regierungen einschließlich der Bewegungen nicht, ein kohärentes Reformprojekt zu etablieren, das makroökonomische Stabilität garantieren konnte. Etwas zynisch kann man sagen, dass in vielen Ländern Lohnerhöhungen mit Revolution verwechselt wurden.

Schauen wir uns die Entwicklung in Großbritannien und den USA, die Speerspitzen der neoliberalen Revolution, etwas genauer an. Beide Länder befanden sich in den 1970er Jahren in einer makroökonomisch äußerst labilen Lage, da beide von Ölpreiserhöhungen, Abwertungen und Lohnerhöhungen betroffen waren, welche die Inflationsraten eskalieren ließen (*Abbildung 1*). Dazu kam in beiden Ländern eine politische Destabilisierung.

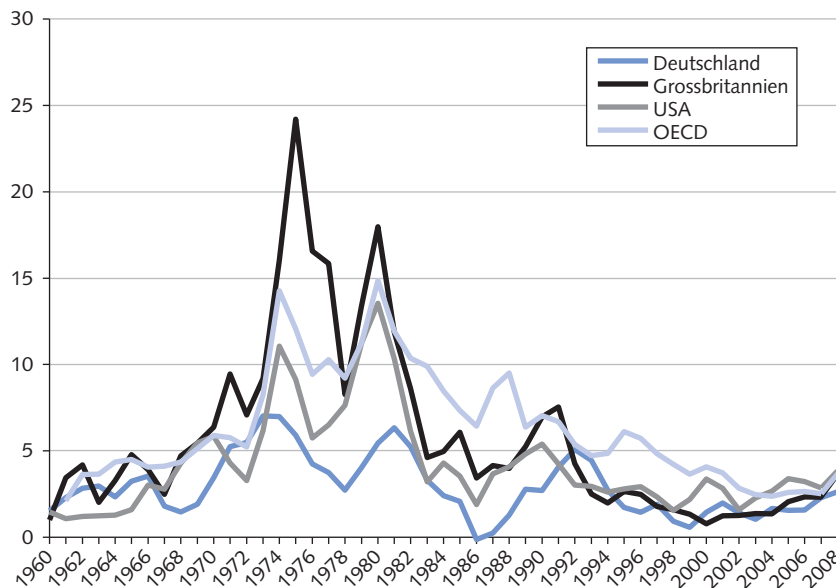
In Großbritannien gab es in den 1970er Jahren eine schnelle Abfolge von Regierungen, die die Gewerkschaften nur partiell zu einer Kooperation bewegen konnten. Lohnerhöhungen waren deutlich zu hoch und führten zu einem anhaltenden Inflationsproblem. Im „Winter der Unzufriedenheit“ kam es von November 1978 bis März 1979 zu einer breiten Streikwelle, die das soziale Leben in Großbritannien faktisch lahmlegte. In dieser Phase gewann *Margaret Thatcher*, die später als „eiserne Lady“ in die Geschichte einging, im Mai 1979 die Wahlen, startete ihr konservatives Projekt und nahm einen bedingungslosen Kampf gegen die Inflation und die Gewerkschaften auf. Hohe Wachstums- und Beschäftigungsverluste wurden in Kauf genommen (Scharpf 1987).

Die USA wiederum litten unter einer für ein Leitwährungsland zu hohen Inflationsrate. Auch hier scheiterte Ende der 1970er Jahre der Versuch, die Gewerkschaften kooperativ einzubinden und zu einer gemäßigten Lohnpolitik zu bewegen. Hinzu kam in dieser Phase eine Reihe außenpolitischer Niederlagen – der Vietnamkrieg ging verloren, im Iran war die Islamische Revolution erfolgreich und die Sowjetunion marschierte in Afghanistan ein. *Ronald Reagan*, der in diesem Umfeld ge-

³ So konstatiert z. B. Paul Krugman (2002, S. 1): "For the America I grew up in – the America of the 1950's and 1960's – was a middle-class society, both in reality and in feel. (...) But that was long ago. The middle-class America of my youth was another country."

⁴ Diese Position hat Friedman (1953) schon früh vertreten, Johnson (1972) wiederholte das Argument.

Abb. 1: Inflationsraten in ausgewählten OECD-Ländern
– in % –



Quelle: Ameco 2009.

WSI MITTEILUNGEN

wählt wurde, nahm wie *Margaret Thatcher* sofort den Kampf mit den Gewerkschaften auf.

Wie beim Übergang zu flexiblen Wechselkursen wurde die konservative Revolution durch marktradikale theoretische Konzepte abgesichert und befördert, die zunehmend die Köpfe der politischen Berater (wie auch die Vorlesungssäle) eroberten. Hierzu zählten unter anderem die Vorstellung effizienter Finanzmärkte (Fama 1970) und der Ansatz Rationaler Erwartungen (Lucas 1981), die beide von der Annahme ausgingen, dass Märkte sich selbst regulierende stabile Systeme seien.

2.4 DIE SITUATION IN DEUTSCHLAND

In Deutschland kam es im Jahre 1969 im „heißen Herbst“ zu wilden Streiks mit dem Ziel, höhere Löhne durchzusetzen. Um das Heft wieder fest in die eigene Hand zu nehmen, griffen die Gewerkschaftsführungen in den Folgejahren die Politik höherer Lohnforderungen offensiv auf. Die Lohnentwicklung in Deutschland eskalierte, als im öffentlichen Dienst Lohnabschlüsse von über 12 % durchgesetzt wurden, die ein Signal für die Gesamtwirtschaft setzten. Die Deutsche Bundesbank reagierte mit harter restriktiver Geldpolitik. Die Ökonomie rutschte daraufhin in eine tiefe Rezession mit hohen Wachstums- und Beschäftigungsverlusten. Die Inflationsent-

wicklung blieb in der Bundesrepublik Deutschland danach moderat, weil sich die Lohnerhöhungen deutlich reduzierten und andererseits die starke D-Mark das Preisniveau stabilisierte. Im Jahre 1982 kam die konservativ-liberale Regierung unter *Helmut Kohl* an die Macht, die zwar fiskalpolitisch und rhetorisch konservativ agierte, jedoch im Vergleich zu den USA und Großbritannien keine massiven institutionellen Reformen durchsetzte. Diese sollten erst viel später unter *Gerhard Schröder* stattfinden.

2.5 ZWISCHENFAZIT

Zusammenfassend gilt, dass die Ursachen für die Krise der 1970er Jahre nicht in tiefen kapitalistischer Gesetzmäßigkeiten zu suchen sind – etwa im Gesetz einer fallenden Profitrate oder sich zuspitzender ökonomischer Widersprüche. Auch kann die Krise nicht durch Veränderung in der Produktionstechnologie erklärt werden – etwa im Abschied von einer „fordistischen“ Massenproduktion. Es muss von einem Versagen der Reformbewegungen gesprochen werden, die keine Anpassungen des alten Regulierungssystems an die neuen Gegebenheiten zustande brachten. Das heißt: Die makroökonomische Entwicklung destabilisierte sich aus politischen Gründen. Dies eröffnete es konservativen Regierungen, das alte System insgesamt zu

diskreditieren und auf marktradikale Lösungen zu setzen. Ein Versagen der Reformkräfte zu konstatieren, ist hier nicht moralisch gemeint. Gewerkschaften, soziale Bewegungen und Reformregierungen rutschten weitgehend unbewusst in die Instabilität der 1970er Jahre hinein. Denn erstens gab es keine klaren Vorstellungen, wie ein umfassendes Reformprojekt jenseits des Modells der Nachkriegszeit aussehen sollte. Und zweitens hat der Erfolg des goldenen Zeitalters des Kapitalismus aufgrund der Reduzierung der Arbeitslosenquoten die Marktmacht der Arbeitnehmer gestärkt, die höhere Geldlöhne durchsetzen wollten und konnten. Die ökonomischen und politischen Kosten einer inflationär wirkenden Lohnpolitik erkannten sie nicht. In diesem Sinne sind die 1950er und 1960er Jahre an ihrem Erfolg zerbrochen.

3

Dimensionen der Deregulierung

3.1 FINANZMÄRKTE

Sofort nach der Regierungsübernahme von *Margret Thatcher* und *Ronald Reagan* wurden die Finanzmärkte in Großbritannien und den USA dereguliert und bekamen zugleich einen höheren Stellenwert. Finanzmarktakteure und -institutionen wurden machtvoller, die Logik der Finanzmärkte setzte sich allmählich in allen Bereichen der Gesellschaft durch und die nationalen Finanzmärkte der wichtigen Industrieländer und auch teilweise der Entwicklungsländer begannen, sich zu integrieren (Epstein 2005).

Die Verbriefung von Kreditverhältnissen nahm drastisch zu. Verbriefung an sich ist ein altes Finanzinstrument und erleichtert die Übertragung von Forderungen. Da verbrieft Kredite auf Sekundärmärkten gehandelt werden, erhöht sich durch Verbriefung die individuelle Liquidität. Allerdings nimmt die Liquidität im Finanzsystem insgesamt nicht zu, da nicht alle gleichzeitig ihre Kreditforderungen verkaufen können. Verbriefung birgt ein Moral-Hazard-Problem. Das heißt der erste Kreditgeber achtet nicht auf die Qualität des Kredits, wenn er den Kredit an andere verkaufen kann. Wird ein Kredit mehrmals weitergereicht und möglicherweise tran-

chert und mit anderen Krediten gemischt, dann kann der letzte Halter der Forderung die Qualität des Kredits nicht mehr einschätzen. Die Subprime-Krise ist ein Beispiel dafür.

Insbesondere in den angelsächsischen Ländern wurde die Segmentierung der Finanzmärkte aufgehoben. Beispielsweise wurde der Markt für Immobilienkredite mit dem Rest des Kreditmarktes verbunden. Und während der Kreditexpansion vor dem Ausbruch der Subprime-Krise wurden verbrieft zweiteklassige Immobilienkredite in die gesamte Welt verkauft.

Nicht-Bank-Finanzintermediäre erhöhten ihren Marktanteil im Finanzsystem. Dies hatte drei Konsequenzen: Erstens sind Investmentbanken, Hedge-Fonds, Private-Equity-Fonds etc. risikofreudiger als traditionelle Banken. Sie agieren zweitens mit einem größeren Kredithebel. Und drittens – was die ersten zwei Tendenzen verstärkt – sind sie weniger reguliert als Geschäftsbanken oder unterliegen keinerlei Regulierung. Nimmt man die Finanzgeschäfte hinzu, die über Offshore-Zentren oder nicht offiziell organisierte Börsen abgewickelt werden, dann hat sich ein gigantisches Schattenbankensystem ohne adäquate Regulierung entwickelt.

Finanzinstitutionen arbeiteten zunehmend mit quantitativen Risikomodellen, die auf der Theorie effizienter Finanzmärkte und rationaler Erwartungen beruhen. Diese Modelle basieren auf historischen Daten und unterstellen, dass sich vergangene Entwicklungen in der Zukunft fortsetzen. Mithilfe ehemaliger Kreditausfallraten, Korrelationen zwischen der Preisentwicklung von Vermögenswerten etc. wurden „optimale“ Wertpapiere gebastelt. In der Subprime-Krise hat sich dann gezeigt, dass historische Daten und Erfahrungen kein guter Orientierungspunkt für künftige Entwicklungen sind. Zuvor unkorrelierte Kreditrisiken wie Immobilienkredite, Kreditkartenkredite oder Kredite an Entwicklungsländer wurden zur Überraschung einiger Agenten im Finanzsystem alle gleichzeitig faul. Quantitative Risikomodelle haben zudem den Nachteil, dass sie prozyklisch wirken, da in Expansionsphasen Risiken systematisch unterschätzt und in Krisenphasen überschätzt werden.

Auch Institutionen, die für die Überwachung von Finanzinstituten zuständig sind, basierten ihre Ansätze auf quantitativen Risikomodellen. Basel II erlaubte bankspezifische Risikomodelle zur Berech-

nung der Eigenkapitalhinterlegungspflicht von Banken. Buchführungsnormen wurden so verändert, dass Vermögenswerte immer nach aktuellen Marktpreisen bewertet werden müssen. Ratingagenturen, welche die Qualität von Finanzprodukten bewerten, nutzen ebenfalls quantitative Risikomodelle. All diese Entwicklungen haben die Eigenkapitalhaltung selbst im regulierten Teil des Finanzsystems reduziert und prozyklische Effekte verstärkt (Hellwig 2008).

Die stärkere Finanzmarkt- und Risikoorientierung schlug sich in der Verkürzung des Zeithorizonts der auf Finanzmärkten Agierenden nieder. Verbunden damit ist eine stärkere spekulative Orientierung, die noch nicht einmal nach Fundamentalfaktoren bei der Bewertung von Vermögenswerten sucht. Dadurch wurden Entwicklungen auf Vermögensmärkten mit starken Rückkopplungsmechanismen möglich.

Kapitalströme zwischen verschiedenen Währungsräumen nahmen massiv zu, wurden instabil und erzeugten destabilisierende Wechselkursbewegungen und große Leistungsbilanzungleichgewichte in entwickelten Ländern und Entwicklungsländern. Der US-Dollar hat seine Stabilität eingebüßt. Aber auch der Euro und davor die D-Mark oder der Yen sind international keine stabilen Währungen. Entwicklungsländer wurden von Perioden mit hohen Kapitalzuflüssen und plötzlichen Kapitalabflüssen betroffen. Da die Periode der Kapitalzuflüsse mit einem Aufbau der Auslandsverschuldung in Fremdwährung verbunden ist, führten die Kapitalabflüsse zu simultanen zerstörerischen Währungs- und inländischen Finanzmarktkrisen (Herr/Hübner 2005).

Schließlich hat sich durch die Veränderungen auf den Finanzmärkten eine Shareholder-Value-Orientierung in den Unternehmen mit dem Ziel durchgesetzt, das Management ausschließlich den Interessen der Aktionäre zu unterwerfen. Zu diesem Zweck wurde das Management nach der relativen Entwicklung des Aktienkurses des eigenen Unternehmens entlohnt. Die Folge dieses Philosophiewechsels in der Unternehmensführung war, dass neben dem Finanzsektor auch der Unternehmenssektor kurzfristigen Zielen unterworfen wurde. Aktienrückkäufe, hohe Dividendenausüttungen und ein hoher Kredithebel wurden zu Instrumenten der Erhöhung der Eigenkapitalrendite. Selbst *Rappaport*

(2005), der das Shareholder-Value-Prinzip in den 1980er Jahren populär gemacht hat, geißelt die für die realökonomische Entwicklung schädliche Kurzfristorientierung des modernen Managements.

Die Veränderungen auf den Finanzmärkten haben zu dem geführt, was erwartet werden konnte, nämlich zu einer drastischen Zunahme von Instabilität. Aktienmärkte (mit dem New-Economy-Boom in den 1990er Jahren, dem Zusammenbruch 2000-2001, dem Aktienboom nach 2003 und dem Zusammenbruch nach 2008) und Immobilienmärkte (der nahezu weltweite Immobilienboom nach 2003 mit dem Kollaps mit der Subprime-Krise) haben ihre Anker verloren; ihre Preisentwicklung kann mit Fundamentalfaktoren nicht erklärt werden. Der gigantische Anstieg internationaler Kapitalströme erzeugte, wie schon vermerkt, destabilisierende Wechselkursbewegungen und Leistungsbilanzungleichgewichte, die ökonomisch ebenfalls nicht durch Fundamentalfaktoren erklärbar sind. Schließlich wurden der Ölpreis und selbst Nahrungsmittel spekulativen Preisschwankungen unterworfen.

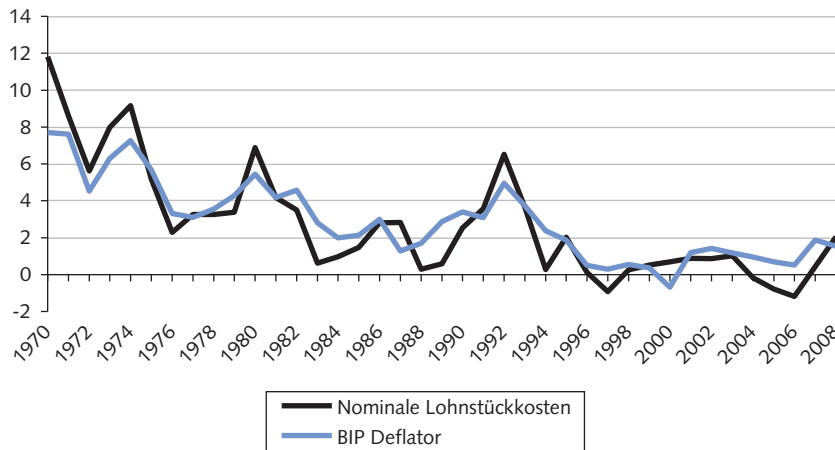
Begleitet werden Vermögensmarktblasen von Kreditexpansionen, wobei es zu positiven Rückkopplungen kommt. Denn steigende Vermögenspreise erhöhen den Wert der Pfänder der Schuldner sowie das Vermögen der Gläubiger und regen darüber das Kreditangebot an. Gleichzeitig steigt die Kreditnachfrage, da sich Schuldner reicher fühlen und ihre Kreditaufnahme erhöhen. Die mit steigenden Preisen angeregte Spekulation erhöht ebenfalls die Kreditnachfrage. Im Verlaufe einer Vermögensmarktdeflation verlaufen die Prozesse umgekehrt; sinkende Preise und vorsichtige Kreditvergabe verstärken sich gegenseitig.⁵

3.2 ARBEITSMARKT

Der industrielle Sektor in den Industrieländern wurde restrukturiert. Erstens lagerten Unternehmen Produktionen und Dienstleistungen aus. Dies hat mit der Ausnutzung von Skaleneffekten zu tun, jedoch auch mit einer Regulationsarbitrage. Outsourcing wurde aus Unternehmenssicht vorteilhaft, weil die Arbeitnehmer in den ausgelagerten Unternehmen weniger ver-

⁵ Neu sind diese Prozesse nicht. Sie wurden in ihrer Grundstruktur beispielsweise beschrieben von Fisher (1933), Minsky (1990) oder Kindleberger (1996).

Abb. 2: Lohnstückkosten und Inflationsrate (BIP-Deflator) in Deutschland – in % zum Vorjahr –



Quelle: Ameco 2009.

WSI MITTEILUNGEN

dienten, prekäre Arbeitsverhältnisse akzeptieren mussten und gewerkschaftlich nicht oder seltener organisiert waren. Zweitens konnten Unternehmen durch die verstärkte Internationalisierung der Produktion ihre Wertschöpfungsketten rund um den Globus optimieren, was zulasten industrieller Produktion in den entwickelten Ländern ging. Oft reichte die Androhung der Verlagerung der Produktion, Arbeitnehmer gefügig zu machen. Drittens führte die Privatisierungswelle dazu, dass zuvor öffentliche Unternehmen auf Kosten der Beschäftigten entweder komplett restrukturiert oder zumindest einzelne Funktionen ausgelagert wurden. Eine Welle von Mergers & Acquisitions einschließlich feindlicher Übernahmen half, die Restrukturierungen umzusetzen.

In den meisten Ländern führte diese Entwicklung zu einer Schwächung der Gewerkschaften, die durch gewerkschaftsfeindliche Politiken nochmals verstärkt wurde. Die Lockerung der Arbeitsgesetzgebung, die Etablierung eines Sektors prekärer Arbeitsverhältnisse sowie eines Niedriglohnssektors, beispielsweise in der Form von Leiharbeit oder befristeten Arbeitsverhältnissen, und die Spreizung der Lohnstruktur wären hier als Stichworte zu nennen (ILO 2008).

3.3 GESAMTWIRTSCHAFTLICHE RÜCKWIRKUNGEN

Die Deregulierung der Arbeitsmärkte hat einen potenziell destabilisierenden Effekt auf die Ökonomie, denn in Krisenphasen sind nominelle Lohnsenkungen und da-

mit Deflationen nicht mehr auszuschließen. Das Preisniveau wird mittelfristig durch die nominellen Lohnstückkosten determiniert. Letztere steigen mit nominellen Lohnerhöhungen und sinken mit Produktivitätssteigerungen.⁶ *Abbildung 2* zeigt für Deutschland, wie eng der Zusammenhang zwischen Lohnstückkosten und Preisniveauentwicklung ist.

Bestimmen die Löhne das Preisniveau, dann ist die Verteilung des Einkommens unabhängig von den Löhnen. Die Verteilung hängt vom Profitaufschlag ab, der primär vom Vermögensmarkt determiniert wird.⁷ Eine Rolle spielt nicht nur der Zinssatz, sondern auch die Intensität des Drucks von Institutionen auf Vermögensmärkten zur Erhöhung der Profite. Die Shareholder-Value-Orientierung, die größere Macht finanzieller Agenten und die gestiegene Rolle der Finanzmärkte lassen eine Abnahme der Lohnquote ebenso erwarten wie die hohen Renditen im Finanzsystem, die als Maßstab der Verwertung aller Kapitalanlagen herangezogen werden. In der Tat sind die bereinigten Lohnquoten in den meisten Ländern der Welt ab den 1970er Jahren deutlich gefallen (Ameco 2009). Der kombinierte Effekt der Veränderung der Lohnquote und der Lohnstruktur hat zu einer deutlich ungleicheren Einkommensverteilung geführt, was eines der Charakteristika der Entwicklung der vergangenen Jahrzehnte ist.

Mit dem neoliberalen Globalisierungsprojekt kam die Deflation zurück. Nach der Immobilien- und Aktienblase in der zweiten Hälfte der 1980er Jahre fiel Japan in eine tiefe Krise, die Mitte der 1990er Jahre

zu sinkenden Lohnstückkosten und Deflation führte. *Alan Greenspan*, der ehemalige Präsident der amerikanischen Zentralbank (Fed), hatte nach dem Platzen der New-Economy-Blase im Jahre 2000 ebenso Angst vor deflationären Entwicklungen wie sein Nachfolger *Ben Bernanke* nach dem Ausbruch der Subprime-Krise. Deutschland schrammte in verschiedenen Jahren an einer Deflation entlang, da die Nominallohnerhöhungen in Deutschland ab Mitte der 1990er Jahre zu niedrig waren.

Deflationäre Prozesse sind für eine Volkswirtschaft extrem destruktiv, da sie die reale Schuldenlast erhöhen. Zudem werden bei Deflationserwartungen Investitionen und der Kauf von langlebigen Konsumgütern in die Zukunft verschoben. Seit der katastrophalen Deflation der 1930er Jahre versuchen Zentralbanken in aller Welt, deflationäre Entwicklungen zu vermeiden. Allerdings sind sie bei der Deflationsbekämpfung im Vergleich zur Inflationsbekämpfung zahnlose Tiger. Sie können ihren Refinanzierungszinssatz auf null senken, jedoch kann dies bei Deflation hohe reale Zinsen nicht verhindern. Zudem können sie Banken nicht zur Kreditexpansion zwingen. Eine Zentralbank ist zur Verhinderung kumulativer deflationärer Entwicklungen auf starre nominelle Löhne angewiesen.

Finanzmarktderegulierung und die Schwächung des Lohnankers stellen eine destabilisierende Kombination dar und könnten sich in einer Krise gegenseitig verstärken. Es besteht die Gefahr, dass Finanzmarktkrisen über ihre negativen Arbeitsmarkteffekte zu nominellen Lohnsenkungen führen, die in einen Deflationsprozess münden, der die Ökonomie weiter destabilisiert. Es bleibt eine offene Frage, ob sich die Subprime-Krise in eine solche Richtung entwickelt oder nicht.

⁶ Vgl. zum Zusammenhang zwischen Löhnen, Preisen und Verteilung Keynes (1930); Herr (2009) und Heine/Herr (2008).

⁷ Kurzfristig wirken verschiedene Faktoren auf die Verteilung ein, beispielsweise eine Überschussnachfrage auf den Gütermärkten, die einen Preisniveauschub auslöst, der kurzfristig zu steigenden Profiten führt. Auch ein steigender Monopolgrad auf Gütermärkten und internationale Einflüsse können den Profitaufschlag beeinflussen.

4

Die Entwicklung in Deutschland

4.1 DIE NEOLIBERALEN REFORMEN DER SCHRÖDER-REGIERUNG

Die nach dem kurzen Vereinigungsboom der Jahre 1991 und 1992 in Deutschland einsetzende Rezession hinterließ tiefe Spuren in der nun gesamtdeutschen Wirtschaft. Forderungen nach neoliberalen Arbeitsmarktreformen nach dem Vorbild der USA und Großbritanniens wurden immer lauter. Zwar gab es ab 1994 die ersten Deregulierungen und Flexibilisierungen auf dem Arbeitsmarkt, so richtig in Fahrt kam der Zug der Deregulierung aber erst unter der rotgrünen Regierung (1998–2005). Im Zusammenhang mit der Agenda 2010 und den Vorschlägen der Hartz-Kommission wurde unter anderem nach einjähriger Zahlung des Arbeitslosengelds (ALG I) ein Arbeitslosengeld II eingeführt, das jedoch nach der Logik der Sozialhilfe nur im Falle der Bedürftigkeit gewährt wird. Die Zumutbarkeitskriterien zur Verweigerung eines Arbeitsplatzes wurden verschärft. Doch auch die traditionellen Absicherungen des „Normalarbeitsverhältnisses“ wurden kontinuierlich zurückgedrängt, unter anderem durch die Förderung von Ich-AGs, Minijobs und die Lockerung des Kündigungsschutzes in kleineren Betrieben.

Die Reformintensität auf dem deutschen Arbeitsmarkt überstieg die Intensität der Reformen nach dem Wahlsieg *Thatcher* in Großbritannien (Carlin/Soskice 2007). Als Folge von politischen Eingriffen, aber auch der Schwierigkeiten, in Ostdeutschland nach der Vereinigung tragfähige Produktions-, Arbeitsmarkt-, Tarif- und Interessenvertretungsstrukturen aufzubauen, bildete sich in Deutschland ein dualer Arbeitsmarkt heraus. In einem Teil funktioniert der hergebrachte koordinierte Lohnbildungsmechanismus noch, obwohl auch hier Flexibilisierungen auf Unternehmensebene die Regel sind. Im anderen Teil herrscht ein Manchesterkapitalismus, da Arbeitnehmer weder durch Tarifverträge noch durch einen allgemeinen gesetzlichen Mindestlohn abgesichert sind.

4.2 EINFLÜSSE DER EUROPÄISCHEN WÄHRUNGSUNION (EWU)

Auch die EWU hat die ökonomischen Rahmenbedingungen für Deutschland radikal verändert. Da in der EWU keine Wechselkursanpassungen möglich sind, führen unterdurchschnittliche nominelle Lohnstückkostenerhöhungen zu einer Erhöhung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der entsprechenden Region. *Abbildung 2* zeigt, dass die Lohnstückkosten in Deutschland ab 1995 nahezu unverändert blieben. Im EWU-Durchschnitt sind die Lohnstückkosten zwischen 1999, der Gründung der Währungsunion, und 2009 um etwa 15 % gestiegen; in Portugal, Spanien, Italien und Griechenland stiegen die Lohnstückkosten in dem Zeitraum gar über 20 % und 30 % (Ameco 2009). Die Folge war, dass Deutschland seine Wettbewerbsfähigkeit deutlich erhöht und große Leistungsbilanzüberschüsse insbesondere innerhalb der EWU aufgebaut hat, die für die EWU destabilisierend sind (Herr/Kazandziska 2007; Dullien/Fritsche 2008). Die Stagnation der Lohnstückkosten in Deutschland ist einerseits das Resultat der Erosion der deutschen Arbeitsmarktinstitutionen und der hohen Arbeitslosigkeit. Sie kann andererseits auch als merkantilistisch orientierte Lohnzurückhaltung seitens der Tarifpartner interpretiert werden, die über Exporterfolge Profite und Beschäftigung sichern wollten.

Einen Wachstumsboom hat die Exportorientierung für Deutschland, abgesehen von 2006 und 2007, nach 1995 nicht gebracht. Dies liegt unter anderem daran, dass der traditionelle positive Rückkopplungsmechanismus hoher Leistungsbilanzüberschüsse in Deutschland unter den Bedingungen der EWU nicht mehr funktioniert. Früher haben hohe Leistungsbilanzüberschüsse zur Aufwertung der D-Mark geführt, die durch niedrige Zinssätze der Deutschen Bundesbank abgemildert wurden. Die niedrigen Zinssätze regten die Binnenkonjunktur an, und die moderaten Aufwertungen gekoppelt mit relativ hohem inländischen Wachstum bremsen den Anstieg der Überschüsse und erhöhten den Anstieg des Lebensstandards im Inland. Dieser Mechanismus ist innerhalb der EWU nicht mehr möglich. Deutschland hat nun nicht mehr die niedrigsten Realzinsen in Europa, sondern innerhalb der EWU die höchsten, da Deutschland innerhalb der EWU die niedrigste Inflationsrate hat. Und Deutschland befindet sich, dem

alten Instinkt folgend, innerhalb der EWU in einem ungebremsen Lohndumping, das zwar die Exporte fördert, jedoch die Binnenkonjunktur stagnieren lässt.

Die skizzierten Schocks (neoliberale Reformen, Vereinigungsfolgen und EWU) haben aus Deutschland ein anderes Land gemacht. Es kam zu hoher Arbeitslosigkeit, zu einer enormen Lohnspreizung und dem schnellen Anstieg prekärer Beschäftigung. Das Viertel der Beschäftigten mit den niedrigsten Löhnen in Deutschland musste zwischen 1995 und 2006 beispielsweise Reallohnneinbußen von fast 14 % hinnehmen; insgesamt stagnierten die Reallöhne in Deutschland im angegebenen Zeitraum, während die Profite anstiegen und die Einkommensverteilung ungleicher wurde (Bosch et al. 2008, S. 425; Kadritzke in diesem Heft).

4.3 FINANZMÄRKTE IN DEUTSCHLAND

Die Deregulierung der Finanzmärkte begann in Deutschland – analog zu den Reformen auf dem Arbeitsmarkt – erst relativ spät. Auch sie erfolgte überwiegend ab 1998 unter der rotgrünen Bundesregierung (vgl. Hein/van Treeck 2008):

Eine erste Etappe dieses Prozesses war die Abschaffung der Börsenumsatzsteuer (bereits 1991). In mehreren späteren Reformen wurden die Anlagemöglichkeiten von Kapitalanlagegesellschaften vor allem im Bereich der Derivate erweitert (Finanzmarktförderungsgesetz). 1998 wurden Aktienrückkäufe vereinfacht (Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich). Die Steuerreform 2000 reduzierte die Körperschaftssteuer auf 25 % (davor 40 %) für einbehaltene und auf 30 % für ausgeschüttete Gewinne. Noch wichtiger war, dass Veräußerungsgewinne, die zuvor voll besteuert wurden, bei Kapitalgesellschaften nun steuerfrei und bei Privatpersonen und Personengesellschaften nur gering besteuert wurden. Dies läutete das Ende der Deutschland AG ein, die durch die gegenseitige Eigentumsverflechtung großer deutscher Unternehmen gekennzeichnet war. Beteiligungen wurden in großem Umfang verkauft und die Erlöse weitgehend zur Internationalisierung der Unternehmen verwendet (Streeck 2009). 2004 wurde das vorgeschriebene Anfangskapital von Investmentfonds abgesenkt, Hedgefonds wurden zugelassen, Investment-

fonds wurden annähernd die gleichen Geschäfte zugestanden (Investmentmodernisierungsgesetz). Im Jahre 2007 wurde die Absenkung der Körperschaftsteuer auf 15 % beschlossen sowie die Einführung einer Abgeltungssteuer von 25 % bei Veräußerungsgewinnen von Privatpersonen und Personengesellschaften (Unternehmenssteuerreform). Real-Estate-Investment-Trusts wurden von der Körperschafts- und Gewerbesteuer befreit (REIT-Gesetz) und Informationspflichten von Kapitalanlagegesellschaften aufgehoben oder vereinfacht; deren Anlagemöglichkeiten wurden erweitert und das vorgeschriebene Anfangskapital weiter abgesenkt (Investmentänderungsgesetz). 2008 trat die steuerliche Förderung von bestimmten Private-Equity-Investoren in Kraft (Private-Equity-Gesetz). Gegen den Trend war nur das Risikobegrenzungsgesetz von 2008, das die Transparenz bei Kapitalbeteiligungen seitens der Finanzinvestoren erhöhte.

EU-weit wurden ab dem 1. Januar 2007 die Regelungen von Basel II umgesetzt, wobei Deutschland schon früher Kernregelungen von Basel II eingeführt hatte. Dadurch wurden auch in Deutschland prozyklisch wirkende Regulierungen etabliert sowie die Eigenkapitalhaltung der Banken abgesenkt.

Deutschland war gerade auf dem Weg, sein „altmodisches“ Finanzsystem den „modernen“ Systemen in den USA und Großbritannien anzupassen, als die Subprime-Krise den Träumen des Finanzsystems einen vorläufigen Rückschlag bereitete. Allerdings: Das Finanzsystem in Deutschland wurde nicht wegen giftiger inländischer Produkte an den Rand des Zusammenbruchs getrieben, sondern aufgrund der Geschäfte mit ausländischen Vermögensanlagen.

Die Folgen der internationalen Finanzkrise wären für Deutschland noch gravierender gewesen, wenn sich nicht die zuvor existierende „Modernisierungsblockade“ in der Krise als förderlich erwiesen hätte: Das bei binnenwirtschaftlichen Prozessen noch althergebrachte deutsche Bankensystem war im Vergleich zu den USA oder Großbritannien nicht in der Lage und willens, die Kredite an den privaten Haushaltssektor drastisch auszuweiten. Es kam in Deutschland somit während der vergangenen Dekade nicht zu einem Wachstumsprozess, der über die kreditfinanzierte Konsum- und Immobilienverschul-

dung der Haushalte stimuliert wurde. Die negativen Nachfrageeffekte der ungleichen Einkommensverteilung wurden in Deutschland somit nicht durch das Finanzsystem kompensiert. Was in der Finanzkrise ein Glücksfall war, ist neben den hohen Realzinsen und der Erhöhung der Unsicherheiten im Verlauf der neoliberalen Arbeitsmarktreformen der dritte Faktor, der das im OECD-Vergleich äußerst schlechte deutsche Wachstum ab Mitte der 1990er Jahre erklärt.

5

Rückkehr zu einem „guten“ Kapitalismus

Das Fazit lautet: Der regulierte Kapitalismus, der aus der Krise der 1930er Jahre hervorging, ist in den 1970er Jahren *politisch* gescheitert. Das bedeutet aber auch: Die Rückkehr zu einem „guten“ Kapitalismus, der den derzeitigen Gegebenheiten angepasst wird, ist – den politischen Gestaltungswillen vorausgesetzt – möglich. Ein solches Projekt kann zwar scheitern, jedoch scheitert es dann an den Problemen, adäquate Regulierungen durchzusetzen, und nicht an den Gesetzmäßigkeiten des Kapitalismus. Die 1970er Jahre haben außerdem gezeigt, dass ein Reformprojekt die makroökonomische Stabilität beispielsweise in Form der Verhinderung eskalierender inflationärer Prozesse gewährleisten muss.

Reformen müssen auf allen Ebenen angegangen werden (Dullien et al. 2009). Auf dem Arbeitsmarkt in Deutschland muss der erodierte Lohnbildungsmechanismus neu geordnet werden. Erstens müssen Flächentarifverträge wieder in allen Branchen und Regionen eingeführt werden. Dies kann durch umfassende Allgemeinverbindlicherklärungen von Tarifverträgen erreicht werden. Vorzuziehen wäre eine Zwangsmitgliedschaft aller Unternehmen in Arbeitgeberverbänden, wie es beispielsweise in Österreich der Fall ist. Da Gewerkschaften in den letzten Jahren teilweise nur sehr niedrige Tarifabschlüsse durchsetzen konnten, ist zweitens die Einführung eines allgemeinen gesetzlichen Mindestlohns überfällig. Zudem sind prekäre Arbeitsplätze systematisch auszutrocknen. Empfehlenswert sind Sozialversicherungssysteme mit Zwangsmitgliedschaft aller Einkommensempfänger, also auch Selbstständiger oder Beamter.

Beim Finanzsystem besteht die Gefahr, dass die eingeleiteten Deregulierungen ihre destabilisierenden Wirkungen auch in der Zukunft entfalten. Deswegen muss das Finanzsystem so reformiert werden, dass es die Finanzierung von Investitionen in der Realökonomie übernehmen kann und gleichzeitig seiner Instabilitätspotenziale beraubt ist. Für diesen Zweck ist in Deutschland ein bankenbasiertes System mit einer untergeordneten Rolle von Investmentbanken, Hedge-Fonds oder Private-Equity-Fonds die beste Lösung. Das Sparkassensystem und die Genossenschaftsbanken, die deutschen Varianten der sonst so gelobten „Microfinance“, haben sich bewährt und sind zu stärken. Ansonsten sind alle Finanzinstitutionen zu regulieren und zu überwachen. Finanzprodukte müssen wie Arzneimittel einer Zulassungskontrolle unterworfen werden. Bei Verbriefungen muss der Verkäufer einer Forderung einen hohen Anteil der Risiken bei sich behalten, prozyklische Regulierungen wie Basel II müssen verändert werden und das Finanzsystem muss insgesamt seine Eigenkapitalhaltung erhöhen.

Für eine langfristig positive Entwicklung in Deutschland ebenso wie in der EWU ist es notwendig, dass Deutschland mittelfristig in eine Konstellation einer ausgeglichenen Leistungsbilanz kommt. Eine solche Konstellation kann durch steigende Importe erreicht werden und muss nicht mit der absoluten Schrumpfung der Exportsektoren verbunden sein. Da Deutschland seine größten Überschüsse innerhalb der EWU realisiert, sind stärkere Lohnsteigerungen in Deutschland (und geringere in den EWU-Defizitländern) als Anpassungsmechanismus erforderlich. Zudem sind höhere Lohnsteigerungen in Deutschland zur Verhinderung deflationärer Gefahren sowie zur Senkung der deutschen Realzinssätze notwendig.

Von zentraler Bedeutung für eine stabile deutsche und europäische Entwicklung ist ein binnenwirtschaftlich getragenes Wachstum in Deutschland, das auf der Konsumnachfrage und der Investitionsnachfrage beruht, die sich in einer stabilen Proportion entwickeln. Nicht nur in Deutschland muss die Einkommensverteilung deutlich egalitärer gestaltet werden. Alle Politiken, die zu einer stärker ausgeglichenen Einkommensverteilung (Reduzierung der Lohnspreizung, Erhöhung der Lohnquote, steuerliche Eingriffe etc.) und

einer Reduzierung der Unsicherheit der individuellen Lebenslagen führen, stärken die Konsumnachfrage und sind hilfreich. Zur Erhöhung der Lohnquote ist die Macht von Finanzinstituten zu reduzieren und

der schädliche Shareholder-Kapitalismus zurückzudrängen.

Auf internationaler Ebene ist ein System relativ stabiler Wechselkurse gefordert, das destabilisierende Leistungsbi-

lanzungleichgewichte unterbindet. Eingriffe in den internationalen Kapitalverkehr sind dazu ebenso notwendig wie neue weltweite Strukturen der Global Governance.

LITERATUR

- Ameco** (2009): Datenbank der Europäischen Kommission, Brüssel
- Bispinck, R./Schulten, T.** (2009): Re-Stabilisierung des deutschen Flächentarifvertragssystems, in: WSI-Mitteilungen 4, S. 201–217
- Bosch, G./Kalina, T./Weinkopf, C.** (2008): Niedriglohnbeschäftigte auf der Verliererseite, in: WSI-Mitteilungen 8, S. 423–429
- Carlin, W./Soskice, D.** (2007): Reformen, Makroökonomische Politik und Wirtschaftsentwicklung in Deutschland, in: Schettkat, R./Langkau, J. (Hrsg.): Aufschwung für Deutschland, Frankfurt a. M., S. 104–165
- Dullien, S./Fritsche, U.** (2008): Does the Dispersion of Unit Labour Cost in the EMU Imply Long-run Convergence, in: International Economics and Economic Policy 3, S. 269–295
- Dullien, S./Herr, H./Kellermann, C.** (2009): Der gute Kapitalismus, Bielefeld
- Ebbinghaus, B.** (2002): Der Mitgliederschwund deutscher Gewerkschaften im historischen und internationalen Vergleich, MPIfG Working Paper 02/3
- Epstein, G. A.** (Hrsg.) (2005): Financialisation and the World Economy, Cheltenham
- Fama, E.** (1970): Efficient Capital Markets. A Review of Theory and Empirical Work, in: Journal of Finance 2, S. 383–417
- Fisher, I.** (1933): The Debt-Deflation Theory of Great Depressions, in: Econometrica 4, S. 337–357
- Friedman, M.** (1953): The Case for Flexible Exchange Rates, in: Ders.: Essays in Positive Economics, Chicago, S. 157–203
- Galbraith, J. K.** (1967): The New Industrial State, New York
- Hein, E./van Treeck, T.** (2008): Finanzmarktorientierung – ein Investitions- und Wachstumshemmnis?, IMK-Report 26, Januar
- Hellwig, M.** (2008): Systemic Risk in the Financial Sector. An Analysis of the Subprime-Mortgage Crisis, MPI Preprint 43
- Heine, M./Herr, H.** (2008): Die Europäische Zentralbank. Eine kritische Einführung in die Strategie und Politik der EZB und die Probleme der EWU, Marburg
- Herr, H.** (2009): The Labour Market in a Keynesian Economic Regime: Theoretical Debate and Empirical Findings, in: Cambridge Journal of Economics 5, S. 949–965
- Herr, H./Hübner, K.** (2005): Währung und Unsicherheit in der globalen Ökonomie. Eine geldwirtschaftliche Theorie der Globalisierung, Berlin
- Herr, H./Kazandziska, M.** (2007): Wages and regional coherence in the European Monetary Union, in: Hein, E./Prieue, J./Truger, A. (Hrsg.): European Integration, Marburg
- International Labour Organisation (ILO)**: (2008): Global Wage Report 2008/09, International Labour Office, Geneva
- Johnson, H. G.** (1972): The Case for Flexible Exchange Rates, 1969, in: Ders.: Further Essays in Monetary Economics, Winchester, S. 198–222
- Keynes, J. M.** (1930): Vom Gelde, Frankfurt a. M.
- Kindleberger, C. P.** (1996): Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises, New York
- Krugman, P.** (2002): For Richer, in: The New York Times, 20. Okt.
- Lucas, R. E. Jr.** (1981): Studies in Business Cycle, London
- Marglin, S./Schor, J.** (1992): The Golden Age of Capitalism. Reinterpreting the Postwar Experience, Oxford
- Minsky, H. P.** (1990): John Maynard Keynes. Finanzierungsprozesse, Investitionen und Instabilität des Kapitalismus, Marburg (englische Erstausgabe 1975)
- Rappaport, A.** (2005): The Economics of Short-Term Performance Obsession, in: Financial Analysis Journal 3, S. 65–79
- Scharpf, F.** (1987): Sozialdemokratische Krisenpolitik in Europa, Frankfurt a. M.
- Soskice, D.** (1990): Wage Determination: The Changing Role of Institutions in Advanced Industrial Countries, in: Oxford Review of Economic Policy 4, S. 36–61
- Streek, W.** (2009): Re-Forming Capitalism. Institutional Change in the German Political Economy, Oxford