

Uwe Traber

Monetäre und reproduktive Akkumulation — Anmerkungen zu Hyman P. Minsky

1. Einleitung

Neuerdings entdeckt die Linke ihre Liebe zu Keynes. Während die offizielle Wissenschaft Keynes als toten Hund behandelt, besinnen sich die politischen Ökonomen auf Keynes zurück. Der Theoretiker des geläuterten Kapitalismus, der den Rentner sanft sterben sehen wollte, ist nicht mehr von der offiziellen Politikberatung besetzt. Die marxistische politische Ökonomie setzt sich nun verstärkt mit Keynes auseinander (vgl. Krüger u.a. 1984) und diskutiert in zunehmendem Maße bürgerlich-radikale Interpretationen seiner Schriften. Dazu gehören vor allen Dingen die »Fundamentalisten« oder »Post-Keynesianer« wie Davidson (1972; 1982), Shackle (1974) und Minsky (1975).

Zur selben Zeit gewinnen Aspekte der Kapitalakkumulation an Bedeutung, die in früheren Zeiten in der Krisenanalyse als erstem Stadium der Entwicklung alternativer Wirtschaftspolitik vernachlässigt wurden. Die Sphäre der Finanz- und Kreditbeziehungen — im nationalen wie im internationalen Rahmen — genießt wachsendes Interesse. Die Linke diskutiert (sei Dank) wieder Realitäten.

Diese doppelte Aufmerksamkeit ist Anlaß, einen dieser fundamentalistischen Theoretiker näher vorzustellen, der zugleich durch den Inhalt seines Ansatzes der gegenwärtigen Diskussion um Geld, Kredit und Banken nahesteht. *Hyman P. Minsky* versucht, »capitalist financial processes and the instability of capitalism« (1980) theoretisch konsistent in eine Verbindung zu bringen. Die Linke, die sich mit dem Verhältnis von »realer« (besser: reproduktiver) und monetärer Akkumulation beschäftigt, d.h. die Krisenanalyse durch Berücksichtigung des Kreditsystems zu erweitern sucht, nimmt diese Position verstärkt zur Kenntnis (Altvater 1984, Hickel 1984, Behrens/Steiger 1982, Altvater/Hübner/Stanger 1983). Wir wollen im folgenden untersuchen, welche Bedeutung Minskys Konzeption für diese Problemstellung gewinnen kann. Da keine deutschen Texte von ihm vorliegen, wollen wir zunächst mit einem kurzen Abriss seine Theorie bekannter machen und zugleich einige Problempunkte und theoretisch-methodologische Inkonsistenzen ansprechen. Danach soll in einem theoretischen Nachvollzug der Interaktion reproduktiver und monetärer Akkumulation während der zyklischen Krise und unter Bedingungen struktureller Überakkumulation versucht werden aufzuzeigen, an welchen Punkten die Gedanken Minskys gewinnversprechend aufgegriffen werden können und an welchen Problemstellungen er zu kurz greift.

2. Die »Wall-Street-Theorie« des Hyman P. Minsky

Minsky (wir beziehen uns im folgenden auf Minsky 1975) intendiert den Entwurf einer Theorie des kapitalistischen Krisenzyklus. In Übereinstimmung mit Keynes stellt er den dominierenden Charakter der Investitionsbewegung in den Mittelpunkt. Damit ist er auf die Analyse

der Produktions- und Finanz(ierungs-)verhältnisse der einzelnen Unternehmen verwiesen. Wie alle »Fundamentalisten« mißt Minsky dem Faktum, daß alle Handlungen der Unternehmensführungen von Unsicherheit über die wirtschaftliche Zukunft, insbesondere über die zukünftige Ertragslage geprägt sind, große Bedeutung bei. Die Investitionsbewegung wird erratisch, denn sie folgt wechselnden Einschätzungen der Zukunft. Daher ist auch die Bewegung der Gesamtwirtschaft instabil und folgt keinem »natürlichen«, ex ante festgelegten Wachstumspfad. Minsky übernimmt somit im Grundmuster Keynes' Erklärung der Instabilität bzw. Labilität des kapitalistischen Wirtschaftssystems (vgl. Keynes 1936, S. 265 f., sowie Krüger u.a. 1984, S. 230-246).

Neu an Minsky — und zugleich ein Abweichen von der von Keynes in der »Allgemeinen Theorie« vorgetragenen Auffassung — sind erstens seine Absolutsetzung des Unsicherheitsmoments, das jede wirtschaftliche Entscheidung und Aktivität im Kapitalismus beherrscht, und zweitens seine Vorstellung über den Mechanismus, über den die zunächst individuell-psychologische Haltung der Unsicherheit des vereinzelt Einzelnen objektiven ökonomischen Ausdruck findet und mittels dessen die Erwartungshaltungen der Investoren im Ausmaß ihrer Unsicherheit einander angeglichen werden. Für Minsky ist es der reale Ausdruck der mit der Unsicherheit ins Leben tretenden Liquiditätsprämie, der Zinsfuß auf Geld, dessen Höhe den Grad an Unsicherheit, der unter der Gesamtheit der Investoren durchschnittlich herrscht, zum Ausdruck bringt. Die Unsicherheit des Einzelnen über den Gang der Geschäfte ist der Motor der makroökonomischen Bewegung und exekutiert sich durch den Zinssatz. Der Finanzsektor, in welchem der Zinssatz seiner Höhe nach bestimmt wird, ist damit das dominante Oberzentrum einer kapitalistischen Ökonomie, der Kapitalmarkt der bestimmende in der Hierarchie der Märkte.

Exkurs: Unsicherheit als methodologisches Fundament einer ökonomischen Theorie

Der Fundamentalismus, als dessen Vertreter wir Minsky hier betrachten, versucht eine Keynes-Renaissance in striktem Gegensatz zur neoklassischen Gleichgewichtstheorie. Die Fundamentalisten postulieren die inhärente Instabilität des kapitalistischen Wirtschaftssystems. Zeigt die Allgemeine Gleichgewichtstheorie die Existenz eines optimalen Gleichgewichts, d.h. eines Systemzustands, der im Zustand optimaler Ressourcenallokation stabil bestehen kann, so liefert der Fundamentalismus eine Theorie periodischer suboptimaler Allokation (was er Konjunktur- bzw. Krisentheorie nennt). Der Unterschied besteht allerdings nur in der Wahl der Variablen, die den Allokationsprozeß steuert: sind es in der Allgemeinen Gleichgewichtstheorie die (Güter-)Preise in ihrer Funktion als Knappheitsindikatoren, so stellen für fundamentalistische Theoretiker das Geld bzw. monetäre Kontrakte (Kreditverhältnisse) das allokativen Instrument dar. Grundidee dabei ist, daß das Geld aufgrund der Unsicherheit der »Wirtschaftssubjekte« über eine ungewisse und unsichere wirtschaftliche Zukunft diese steuernde und dominante Bedeutung erhält. In Anlehnung an Keynes (1936, Kapitel 12 und 17) drückt sich die Unsicherheit, die als Grundcharakteristikum menschlichen Handelns gilt, in einer (vorausgesetzten) Geldwirtschaft in der Vorliebe für Liquidität aus.¹ In einer Geldwirtschaft, d.h. einem Wirtschaftssystem, in dem der Kontakt der »Wirtschaftssubjekte« durch Geld vermittelt ist und in dem damit auch Kreditbeziehungen bestehen, wird diese zunächst individuell-psychologische Marotte zur bedeutendsten Variablen, weil sie die Liquiditätsprämie hervorbringt. Diese ist kurz gesagt ein individueller hypothetischer Zinsfuß: die durch ihn ausgedrückte Verwertung muß mindestens geboten werden, soll ein Individuum auf den Besitz von Bargeld verzichten und sich stattdessen mit Geldsubstituten (Sichtdepositen, Termingeldern, Wertpapieren etc.) begnügen.² Die Liquiditätsprämie (und damit der zu bietende Zinssatz) ist um so höher, je größer einerseits die individuelle Unsicherheit bzw. das Sicherheitsbedürfnis, je »geldferner«, d.h. illiquider andererseits der gebotene Ersatz ist.

Die theoretische Legitimation erhält diese »fundamentale« Betonung der Unsicherheit durch Keynes' berühmtes Diktum: »We simply do not know« (1937, S. 114). In dem angeführten Artikel, auf den sich die Fundamentalisten in besonderem Maße stützen, stellt Keynes sein Konzept explizit dar; er weicht allerdings von der »Allgemeinen Theorie« ab, wo die Erwartungen über die ungewisse Zukunft nicht für sich alleine stehen und unbegründet bleiben, sondern rückgebunden werden an reale Abläufe. Die Philosophie der Fundamentalisten, Unsicherheit über alles zu setzen und aus der Unsicherheit der Erwartungen einen Allokationsmechanismus zu konstruieren, ist dem Keynes der »Allgemeinen Theorie« fremd.

Der fundamentalistische Ansatz zeigt innere methodische Schwächen.

1. Unsicherheit mißt sich an »Sicherheit«. Sicherheit heißt, um analytisch fruchtbar zu sein, Vertrauen in eine Vermutung und die schließliche Korrektheit dieser Vermutung. Sichere Voraussicht für alle gibt es aber nur in einem allgemeinen, markträumenden Gleichgewicht, das darüber hinaus keine Zeitverzögerungen kennt, wo nicht allein durch den bloßen Zeitablauf allokativer Verwerfungen entstehen. Das heißt weiter, »Sicherheit« und »vollkommene Voraussicht« ist — gemessen am perfekten Standard — unerreichbar. Daher ist ein Rekurs auf Unsicherheit, der Versuch, Unsicherheit als grundlegende Neuerung und dominierende Variable in die theoretische Analyse einzuführen, nicht revolutionär, sondern eher trivial.

2. Die Messung von Unsicherheit ist in kardinalen Einheiten nicht möglich. Ebenso wie der Nutzen kann die Unsicherheit oder das Vertrauen in die Zukunft nur ordinal (mehr/weniger) gemessen werden. Der Zustand des Vertrauens, der allgemeine Status der Unsicherheit, hängt von Konventionen und/oder individuellen Attituden ab. Sein Zusammenbruch, der die Krise herbeiführt, ist aber nach den Fundamentalisten auf eine Zunahme der Unsicherheit zurückzuführen, so daß ein Zirkelschluß entsteht: Die Zunahme der Unsicherheit basiert auf der Zunahme der Unsicherheit. Die initierende Unsicherheitszunahme kann daher nur exogen erklärt werden, nämlich aus falschen Erwartungen, die sich nicht mehr adäquat auf die Realität beziehen. Letztlich liegen entweder psychische Barrieren oder kognitive Impotenz der Investoren den Konjunkturen zugrunde.³

3. Das fundamentalistische Konzept bedeutet, daß Unsicherheit alle »Wirtschaftssubjekte« betrifft, daß die Unsicherheit mithin in allen volkswirtschaftlichen Bereichen und Sektoren und für alle wirtschaftlichen Handlungen (Sparen, Konsumieren, Investieren) gilt. Die Unsicherheit selbst ist dann ein »Systemcharakteristikum«. Dann aber kommt es nicht mehr auf den bloßen Umstand der Unsicherheit als solchen an, sondern auf die unterschiedliche Art und Weise, in der die »Wirtschaftssubjekte« auf Unsicherheit reagieren. Bei den Fundamentalisten reagiert nur der investierende Teil des privaten Sektors — also nicht die privaten Haushalte und der Staat — willkürlich und sprunghaft auf Erwartungsänderungen. Es wird dabei nicht deutlich, warum die Investitionsfunktion nicht so stabil ist wie die Konsumfunktion. Nimmt man jedoch Minskys Darstellung als implizite Erklärung, so wird erneut die zugrundeliegende Handlungstheorie deutlich: der Konsum hängt über die Konsumfunktion fest mit dem Einkommen zusammen, so daß hier kein Bewegungsspielraum sich eröffnet. Das wirtschaftliche Verhalten ist nicht durch Unsicherheit beeinflusst, sondern richtet sich streng funktional, zeitlich stabil nach der Höhe des Einkommens.⁴ Ebenso stabil ist das staatliche Handeln. Minsky unterstellt hier anscheinend, daß innerhalb des Staates als Körperschaft »Stabilisatoren« in Form von Gremien oder bürokratischen Hierarchien existieren, die ein »rationales« Handeln zustande kommen lassen.

Liegt der Grund für wirtschaftliche Konjunkturen, d.h. periodische Fehlallokationen, in der Unsicherheit der Einzelnen, so stellt sich sogleich die Frage, wie die *allgemeine* Unsicherheit entsteht und sich in Wellen fortbewegt, über welche Kontakte also die jeweils individuelle Unsicherheit den anderen »Wirtschaftssubjekten« mitgeteilt, mit ihnen kommuniziert wird. Wie entsteht aus den unsicheren Erwartungen der Einzelnen der allgemeine Zustand des Vertrauens? Relevant ist hier nicht die fachliche Detailausführung der Mikro-Makro-Aggregation, sondern die grundsätzliche Art und Weise, wie sich die Fundamentalisten die Interaktion der »Wirtschaftssubjekte« vorstellen und welches ihrer Meinung nach die Kommunikationskanäle (spricht gesamtwirtschaftliche Variablen) sind, die die Unsicherheit vermitteln.

Die kurzgefaßte Antwort: Die Verallgemeinerung der Verunsicherung in ökonomisch relevanter Form erfolgt über die finanzielle Institution des Kreditsektors, d.h. des Kapitalmarktes und der Börse sowie den Banken.

2.1. Die Argumentation en détail

Minsky legt eine traditionelle Analyse der ökonomischen Impulse vor, die der dominierende Finanzsektor in Richtung der anderen Sektoren und Märkte aussendet: die Portfolio-Optimierung eines Vermögenswertbesitzers soll die Bewegung der mikroökonomischen Variablen erklären.

Die Erwartungen der ökonomischen Agenten, welche die treibende Kraft der ökonomischen Bewegung darstellen, über eine unsichere Zukunft verkörpern sich in ihren Portfolios, und ihre Portfolioentscheidungen sind Entscheidungen unter Unsicherheit. Diese Handlungen richten sich auf die Optimierung des Portfolios hinsichtlich der Höhe der Erträge (Cash-flows) und der Sicherheit der Anlage (Grad an Liquiditätsnähe). Minskys Analyse ist strikt vermögensmarktbezogen; er kennt nur zinstragendes Kapital und ist somit konsequenter, aber auch einseitiger als Keynes.⁵

Die Portfolios enthalten Aktiva (Vermögenswerte, »capital assets«) und Passiva (Verbindlichkeiten, »cash payment commitments«), die sich wiederum nach Art und Sicherheit der Cash-flows und ihrer Höhe unterscheiden. Daneben besteht in den Aktiva noch ein Posten, der eine eigene Qualität besitzt: Geld. Geld generiert keine Cash-flows. In den Besitz von Geld kann ein Wirtschaftssubjekt nur durch die traditionell einkommenserzeugende Tätigkeit des Verkaufs gelangen. Die Verbindlichkeiten müssen aber in Geld bedient werden. Das Optimierungsproblem für den Portfolio-Besitzer liegt also darin, die Cash-flows, die die Aktiva erbringen, quantitativ und nach den Zeitpunkten der Fälligkeiten anzugleichen (eine typische Banktätigkeit). Dabei besteht der Unterschied zwischen Aktiva und Passiva im wesentlichen darin, daß die Geldabflüsse aus den Verbindlichkeiten als »sicher« anzusehen sind, da sie auf einklagbaren Abmachungen (Kreditverträgen) basieren, die Vermögenseinkünfte dagegen eine unsichere Sache sind, da sie von der Verfassung der Absatzmärkte oder allgemein gesprochen von der Lage der Konjunktur abhängen. Bargeld zu halten ist daher eine Angelegenheit der Vorsicht. Die Liquiditätsvorliebe entsteht für Minsky aus dem Bedürfnis, finanzielle Transaktionen im Zusammenhang mit Umschichtungen des Portfolios oder aufgrund von Verpflichtungen aus der Struktur des Portfolios vornehmen zu können. Minsky hat also, wenn er von »capital assets« in den Portfolios spricht, fiktive Titel bzw. zinstragendes Kapital im Sinn. Dies erhellt sich insbesondere aus seiner umstandslosen Annahme, diese Vermögenswerte hätten inhärente, nicht mehr weiter zu begründende oder zu erklärende Cash-flows, Geldzu- und -abflüsse zur Folge. Die erwähnten einkommenserzeugenden reproductiven oder »realen« Tätigkeiten dagegen bieten unter normalen Umständen offenbar keine Schwierigkeiten, solange sie nicht mit den capital assets zusammenhängen.

Geld wird Minsky (und auch Keynes) zufolge als Vorsichtsmaßnahme gegen die Unbilden der Marktwirtschaft gehalten. Während Keynes nicht weiter erläutert, worin diese Unwägbarkeiten en détail bestehen, die die Unsicherheit hervorbringen, präzisiert Minsky: Es sind unerwartete Marktereignisse, die dazu führen können, daß die optimale Abstimmung der zu- und abfließenden Cash-flows nach Höhe des Betrags und nach zeitlicher Fälligkeit über den Haufen geworfen wird. Sie zwingen zu einer Portfolioumschichtung, indem sie den Nachfragepreis für Vermögenswerte, den abdiskontierten Barwert alterieren. Die Bilanz wird aus

dem Lot gebracht, das (dynamische) finanzielle Gleichgewicht gestört. Dadurch — und dies ist der wesentliche Punkt für Minsky — ergeben sich Änderungen im einzelwirtschaftlichen Investitionsverhalten und damit auch in der gesamtwirtschaftlichen Investitionsmenge.

Während Keynes die zu Einkommen führende Investition vom Verhältnis von Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals (erwartete Rendite auf investiertes Zusatzkapital) und Marktzinsfuß auf Darlehen vergleichbarer Laufzeit abhängig machte, also auf einen Renditenvergleich abhob, vergleicht Minsky die absoluten Beträge der Aktiva und Passiva, indem er die Erträge und Zahlungsverpflichtungen mit einem Kalkulationszinsfuß kapitalisiert.

In der »General Theory« nimmt Keynes das Verhältnis von Marktzinssatz oder Rendite auf Finanzanlagen und Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals, d.h. eine primär realwirtschaftlich bzw. reproduktiv beeinflusste erwartete Rendite auf investiertes Zusatzkapital als Determinante für Investitionsentscheidungen. Damit weicht er von seiner Vorstellung ab, die er in der früheren Schrift »Treatise on Money« über das Verhältnis von Bestand und laufender Erzeugung formulierte; Minsky greift dagegen auf diese ältere Konzeption von Keynes zurück: Änderungen im Preis bestehender Vermögenswerte werden zum direkten Grund für Änderungen in der laufenden Erzeugung, in der Investitionsbewegung.⁶

Kapitalisierungsrate der erwarteten Erträge und Menge der Investition sind in der folgenden Weise miteinander verknüpft: der Nachfragepreis verändert sich umgekehrt wie die Kapitalisierungsrate. Erhöht er sich, wird eine größere Investitionsmenge induziert, denn die Investition wird bis zu dem Punkt ausgedehnt, an dem der Nachfragepreis nach Vermögenswerten gleich dem Angebotspreis ist. Der Angebotspreis ist jeweils individuell verschieden, weil von den je spezifischen (Produktions-, daher Kosten-) Verhältnissen der Unternehmen abhängig.

Die Kapitalisierungsrate für die Abdiskontierung der erwarteten Erträge einer Sachanlageinvestition verändert sich proportional mit der Kapitalisierungsrate für Rentenwerte, d.h. dem Geldmarktzinssatz für sichere Anlagen. Dabei ist die Differenz zwischen den beiden Raten um so größer, je unsicherer die Erträge aus Sachinvestitionen werden.⁷

Die Kapitalisierungsrate für die Erträge, die den Nachfragepreis nach Kapitalwerten schafft, ist so eng mit dem Marktzinssatz für Finanzanlagen verknüpft. Dieser Marktzinssatz determiniert darüber hinaus auch noch die Angebotspreise, indem er die Kostenstruktur im Unternehmen bestimmt. Je nach der Struktur der Mittel des Unternehmens, ob viel oder wenig Fremdkapital benutzt wird, erhöht sich der die Finanzierungskosten bestimmende Zinssatz, weil der Marktzinssatz um die speziellen Risikozuschläge des Unternehmers bzw. Borgers und den des Gläubigers erhöht wird. Mit steigender Fremdfinanzierung (relativ zum Gesamtkapital) steigt der Risikozuschlag, damit der Marktzinssatz und die Kosten und damit steigt der Angebotspreis, so daß der Marktzinssatz — im Verbund mit den beiden Risikozuschlägen — die Menge der Investition nach Tempo und Volumen bestimmt. Er bestimmt Angebots- und Nachfragepreise simultan.

Das Gläubigerisiko erhält auf dem Markt objektiven Ausdruck in Form verschärfter Kreditbedingungen, in erster Linie Zinszuschläge. Der Markt gibt somit zu jeder Zeit Auskunft über die als vernünftig eingeschätzte Ausdehnung der Fremdfinanzierung. Das Borgerrisiko reflektiert den allgemeinen Zustand des Vertrauens, d.h. der Unsicherheit. Beide Risiken unterliegen dabei Schwankungen im Verlaufe eines Konjunkturzyklus (vgl. Keynes 1936, S. 122): Im Aufschwung steigt die Bereitschaft, Kredit zu geben und zu nehmen. Dabei wird nun — so Minskys Krisen- und Konjunkturtheorie — ein Mißverhältnis zwischen erzielten Nettoprofiten und Schuldendienst aufgebaut, denn das Verhältnis der Barzahlungsverpflich-

tungen zu den erwarteten Erträgen steigt mit zunehmender Fremdfinanzierung. Dennoch bleibt während des Aufschwungs der Leverage-Effekt in Kraft, und es wird immer mehr Fremdkapital aufgenommen.

Der Boom hält so lange an, bis die Fristentransformation zu groß wird: je länger der Aufschwung bzw. die Prosperität dauert, desto mehr wird — so Minsky — der Grundsatz der fristenkongruenten Finanzierung der Anlageinvestitionen vernachlässigt. Langfristige Investitionen, die auch erst nach und nach Erträge abwerfen, werden kurzfristig finanziert, so daß für ein Unternehmen eine sofortige Belastung der Ertragsrechnung und der Liquiditätssituation eintritt, während die Amortisation der Investition erst nach gewisser Zeit kassenwirksam wird. Bei einigen Unternehmen, die ihre Erträge überschätzt haben, kann dies Notverkäufe von Vermögenswerten erforderlich machen. Sie müssen Aktiva liquidieren, um Bargeld zu beschaffen. Werden diese Liquiditätszwänge allgemein (weil z.B. Forderungen dubios werden und Zahlungsketten aufbrechen), setzt ein Preisverfall für Vermögenswerte ein, der Nachfragepreis sinkt⁸ und die Investitionen werden gedrosselt oder ganz suspendiert.

Wesentliche Bedeutung kommt in einem solchen zyklischen Prozeß den Finanzintermediären, den Banken zu, denn sie erweitern Umkreis und Wucht der geschilderten Disproportionen zwischen Einnahmen und Ausgaben mittels des bei ihnen gesammelten Geldes. Darüber hinaus setzen sie die Kreditbedingungen fest (die Sollkonditionen richten sich dabei im wesentlichen nach den Habenkonditionen, d.h. nach den Refinanzierungsbedingungen). Sie installieren eine Kreditkette, die aber trotz allem auf den erwarteten Erträgen der Unternehmen aufgebaut bleibt. Über die Banken, bei denen ebenfalls die Fristentransformation zugenommen hat und die von Zahlungsunfähigkeiten als erste getroffen werden, werden die Zusammenbruchstendenzen aus Überschuldung verallgemeinert: über den Zinssatz, der aufgrund gestiegener Refinanzierungskosten und erhöhten Abschreibungsaufwandes der Banken nach oben schnellte, werden bislang verschont gebliebene Unternehmen mit einem Steigen des Angebotspreises und einem Fallen des Nachfragepreises konfrontiert, der auch sie mit in die Tiefe des Konkurses zieht. Letzter Grund der Krise ist die Unvorsichtigkeit der Unternehmensführungen, die im Taumel der Profiteuphorie des Aufschwungs sich als überzogen erweisende Schuldenpositionen eingehen. Stellen sich die eingehenden Erträge als geringer als erwartet heraus, um die ihretwegen eingegangenen Verpflichtungen erfüllen zu können, setzt ein »run« auf Bargeld ein, damit ein Preisverfall für Vermögenswerte und gleichzeitig eine »Schulden-Deflation« (d.h. Geldkapitalentwertung). Die Investitionen werden in jedem Fall zurückgehen. Gleichzeitig werden nun kurzfristige Verbindlichkeiten längerfristig konsolidiert (um den erwarteten weiteren Zinssatzanstiegen zu entgehen), so daß bei langsam nachgebenden kurzfristigen Zinssätzen die langfristigen durchaus hoch bleiben können.

Aus diesem Prozeß der Schulden-Deflation, Investitionsdrosselung bzw. Desinvestition resultiert Depression und Arbeitslosigkeit. Der Weg aus der Depression hängt von der Stärke eingebauter Stabilisatoren, insbesondere des privaten Konsums, und antizyklischer staatlicher Politik ab.

Der Zinssatz wirkt für ein Unternehmen auf beiden Seiten dominant: auf der Seite des Nachfragepreises für Kapitalwerte durch die Kapitalisierung zukünftiger erwarteter Cash-flows, auf der Seite des Angebotspreises durch den Zuschlag des Gläubiger- und Borgerrisikos einerseits und die Kapitalisierung der Gebrauchskosten andererseits, insgesamt also durch die Erhöhung der Investitionskosten. Die Gebrauchskosten sind für Minsky nicht — wie für Keynes — Aufwand für den Verschleiß, d.h. für die Wertübertragung des konstanten Kapitals⁹,

sondern ein vom Unternehmen gerade noch akzeptierter bzw. bei Investitionen zu erzielen der Mindestbetrag der Netto-Erträge, der Quasi-Renten. Die Gebrauchskosten sind ein Standard für die »normale« erwartete Profitrate.¹⁰ Quantitativ sind die Gebrauchskosten bestimmt durch den Vergleich abdiskontierter möglicher zukünftiger Erträge mit den heutigen. Mit diesem Berechnungsmodus kommt erneut ein Kapitalisierungsfaktor ins Spiel, der ebenfalls entsprechend den finanziellen Umständen, in welchen das Unternehmen sich befindet, variabel ist. Die Kapitalisierungsrate wird dabei umso größer sein, je drückender die Liquiditätsschwierigkeiten einer Firma sind. Betriebswirtschaftlich ausgedrückt muß der Deckungsbeitrag einer Produktion hoch genug sein, um zu verhindern, daß die Anlagen liquidisiert, verkauft werden. Die Anforderung an den Deckungsbeitrag steigt. Damit wirkt der Finanzsektor auch auf der Angebotsseite dominierend. Der Marktzinssatz steuert somit — direkt oder indirekt — die Menge an laufender Investition und somit auch an laufender Produktion. In weiterer Instanz bestimmt er damit auch die Verhältnisse auf dem Arbeitsmarkt. Der Finanzsektor gewinnt die Suprematie.

2.2. Minskys Behandlung des reproduktiven Bereichs

Daß Minsky die »capital assets« der Unternehmen sofort mit allen Charakteristika zinstragenden Kapitals und fiktiver Titel versteht, daß er die Unternehmen des reproduktiven Bereichs letztlich doch nur als Finanzinstitutionen ansieht, hat weitreichende Konsequenzen. Für ihn gibt es keine qualitativen Differenzen zwischen den Erträgen einer Firma, die Waren produziert und verkauft und den Erträgen eines Aktien- etc. Spekulanten. Der investierende Unternehmenssektor ist für Minsky zwar ebenso wie für Keynes von Produktionsfunktionen u.ä. reglementiert; er interpretiert aber alle Vorgänge im Unternehmen pagatorisch. Alle realwirtschaftlichen Prozesse werden auf Zahlungsströme reduziert und vergleichbar gemacht. Das Unternehmen wird nur nach der Seite der Finanzen hin betrachtet. Die Restriktionen, denen ein reproduktives Unternehmen allein aufgrund seines im Anlagevermögen gebundenen Kapitals unterworfen ist, werden eliminiert.¹¹ Wenn Keynes diese Restriktionen anspricht, werden sie von Minsky flugs uminterpretiert (Gebrauchskosten).

Die alleinige Betrachtung der Unternehmensfinanzen ist jedoch eine unrichtige Vereinfachung (vgl. Gutenberg 1969, S. 2), denn in dieser Sichtweise wird die Entstehung eines Geldstroms und damit seine spezifische Qualität nebensächlich bzw. verschwindet vollständig. Ein Geldstrom kann — als Einnahme — aus Innen-, Selbst- oder externer Fremdfinanzierung stammen. Er kann Verhältnisse und Abläufe der güterwirtschaftlichen Sphäre widerspiegeln (d.h. aus dem Kreislaufprozeß des Kapitals entspringen) oder rein finanziellen Charakter tragen (d.h. auf Kredit oder andere Finanzierungsverhältnisse zurückgehen). Minsky befaßt sich nicht mit der Genesis und der spezifischen Qualität eines Geldstroms, sondern nur mit seiner quantitativen Dimension und seiner Auswirkung auf das finanzielle Gleichgewicht. Somit steht auch lediglich der Aspekt der Unternehmensliquidität, nicht aber der der Rentabilität, der Kapitalverwertung im Vordergrund (obwohl auch die Analyse des Rentabilitätsaspekts pagatorische Vorgänge zu berücksichtigen hat und auch reine Liquiditätsmaßnahmen Einflüsse auf die Verwertung haben). Die Investitionen werden daher nur unter diesem Aspekt gesehen; die Höhe der Rendite ist für Minsky nur deshalb relevant, weil damit der Leverage-Effekt zum Zuge kommt und die Verbindung zum Fremdkapital herstellt. Die Problematik von langfristiger Kapitalbindung, die Keynes im Blick hatte, als er die Unternehmungslust von der Spekulation abhob (vgl. Keynes 1936, S. 127ff.), bleibt außerhalb von Minskys kurz-

fristig angelegter Betrachtung. Die treibende Kraft der Bewegung des ökonomischen Systems ist die Unsicherheit im Finanzsektor, die sich objektiven Ausdruck im Zinssatz (und entsprechenden Zuschlägen) verschafft. Die Unsicherheit im Sektor der reproduktiven Unternehmen wird wohl im Borgerrisiko angesprochen; da dieses sich aber keinen objektivierten und meßbaren Ausdruck verschafft, keine Variable fixiert, durch die eine Information und Kommunikation der Einzelnen möglich ist, läßt Minsky sie fallen. Im Laufe seiner Argumentation wird schließlich auch die anfangs richtig getroffene Unterscheidung zwischen Kapitalisierungszinssatz von Rentenwerten und demjenigen von Realaktiva gegenstandslos: nur der Marktzinssatz auf Geld ist relevant. Die Unsicherheit über die Zukunft — sonst von Minsky so sehr betont — die bereits im Unternehmenssektor die Berechnung der Rückflüsse einer Investition erschwert, ist für ihn hier offensichtlich nicht vorhanden.

Diese Punkte — und noch einige andere — zeigen Minskys Desinteresse für Abläufe im reproduktiven Bereich. Dieser ist ihm nur dann wichtig, wenn er Cash-flows produziert. Diese Vernachlässigung der Restriktionen, die dem reproduktiven Bereich anhaften, zeigt sich vor allem in Minskys Ignorierung der Kapitalbindung in langfristigen Realaktiva bzw. Sachanlagevermögen. Damit begibt er sich aber der Möglichkeit, objektive und damit gesellschaftlich vermittelte, d.h. nicht nur in der individuellen Psyche wurzelnde Bestimmungsfaktoren für die Regulation — und damit die Dauer — eines industriellen Zyklus anzugeben. So bleibt er hinter Keynes zurück, der in der »Allgemeinen Theorie« gerade auf diese in Realaktiva vergegenständlichten Bindungen den größten Wert legte: nicht nur das Geld, auch die Gebrauchskosten sind »Verbindungsglieder zwischen Gegenwart und Zukunft« (Keynes 1936, S. 60); darüber hinaus bestimmen die Anlagedauer in Realaktiva sowie bestimmte Varianten der Lagerhaltung die Dauer des industriellen Zyklus (vgl. Keynes 1936, Kapitel 18 sowie Krüger u.a. 1984, S. 109-116 und 230-246).

Minsky verwendet das kategoriale Instrumentarium der »General Theory«, um die Argumentation der »Treatise on Money« vorzutragen. Sein Vorgehen, langfristige wirkende Trends zu kurzfristigen Determinanten der Konjunkturentwicklung heranzuziehen¹², fällt hinter Keynes zurück. Keynes hält deutlich an der letztlich bestimmenden Rolle des reproduktiven bzw. güterwirtschaftlichen Sektors, damit des Produktionsprozesses fest. Gegenüber Minsky stellt Keynes eher den Rentabilitätsgedanken in den Mittelpunkt. Keynes' Theorie atmet den Geist einer Interaktion von Geld- und Gütersphäre, beide Bereiche wirken gegenseitig aufeinander ein, wobei die Gütersphäre die Bedingungen schafft, unter denen die Geldsphäre sich entfaltet und bewegt. Minsky verwandelt diese Interaktion in ein reines Abhängigkeitsverhältnis, und kehrt dabei noch die Keynes'sche Hierarchie der Märkte um. Keynes' Theorie der Wirtschaftsregulation vermittelt der Erwartungen der Investoren, die sich auf vergangene reale Abläufe beziehen, hat einen anderen Stellenwert. Seine »Theorie des sich verschiebenden Gleichgewichtes« (Keynes 1936, S. 248) zeigt vielmehr genuin wertheoretische Dimensionen (vgl. dazu weiter Krüger u.a. 1984, S. 20 ff.), während Minsky eine »Ungleichgewichtstheorie« vorlegt.¹³

Minskys mikroökonomisches Modell stellt keine Alternative zu einer marxistischen Krisentheorie dar. Eine wissenschaftliche Analyse der Interaktion von monetärer und reproduktiver Akkumulation kann aus seiner Konzeption jedoch Nutzen ziehen. Insbesondere bei der Diskussion der Handlungsalternativen von Unternehmensführungen während zyklischer Krisenphasen und in Zeiten struktureller Überakkumulation, bei der Diskussion von »Oberflächenerscheinungen« also, wird der Einbezug zentraler Argumentationsfiguren von Minsky die marxistische Analyse um bislang vernachlässigte Aspekte erweitern. Aber auch auf

grundlegende Phänomene der überzyklischen Stagnation, insbesondere die zunehmend kurzfristige Orientierung der Handlungsträger des ökonomischen Systems macht sein Ansatz aufmerksam, wengleich er in diesem Punkt keine Erklärung liefern kann.

3. Verhältnis von Kreditsystem und reproduktiver Akkumulation — allgemein betrachtet

Ohne detailliert die »Ableitung« des Kreditsystems aus der Akkumulationsbewegung des reproduktiven (industriellen und merkantilen) Kapitals nachzuvollziehen, folgt zunächst eine kurze Zusammenfassung der »essentials« der Marxschen Analyse des Kreditüberbaus.

Die Akkumulation des reproduktiven Kapitals ist immer begleitet von der Akkumulation des Geldkapitals. Diese speist sich aus der naturwüchsigen Schatzbildung des reproduktiven Kapitals, der Anhäufung von Mehrwert und Amortisationsfonds des fixen Kapitals in Geldform. Von der weiteren Verwicklung durch die Dazwischenkunft von privater Ersparnis, d.h. der Verwandlung von Revenue in kurzfristiges zinstragendes Kapital, sowie der Staatsverschuldung und dem Ausland sei im folgenden abgesehen. Das Geldkapital, verwandelt in Investitionskredit, erhöht die Akkumulationsgeschwindigkeit durch einerseits schnelleren bzw. antizipierten Rückfluß des ursprünglich vorgeschossenen Kapitals, durch andererseits die Möglichkeit der schnelleren und leichteren Überwindung von Marktzugangsbarrieren, die in der wachsenden Minimalsumme des anzulegenden Kapitals liegen. Der Handelskredit, die zeitliche Trennung von Waren- und Geldübergabe, beschleunigt den Kapitalumschlag von der Seite der Warenzirkulation her, verkürzt die Zeit, in der das Kapital in Warenform, als Warenkapital, »gebunden« ist.¹⁴ Beide Varianten erhöhen die Verwertung des vorgeschossenen Kapitals.

Beide Spielarten — Handels- und Investitionskredit — bedeuten eine Erhöhung des Anteils des Fremd- oder Leihkapitals am insgesamt fungierenden Kapital, wobei dies keine lediglich zyklische, sondern eher eine zyklenübergreifende Tendenz ist. Dies hat zweierlei Konsequenzen: erstens ist damit eine erhöhte Beanspruchung der Unternehmensliquidität verbunden. Je nach Ausgestaltung der Verbindlichkeiten können kürzere Zahlungsabstände mit erhöhtem Zahlungsvolumen einhergehen, so daß die Aufrechterhaltung des finanziellen Gleichgewichtes tendenziell schwieriger und auch bedeutsamer wird. Zweitens resultiert aus erhöhtem Fremdkapitalanteil, also niedrigerer Eigenkapitalquote, eine erhöhte Verwundbarkeit des Unternehmens gegenüber den Unbilden der Marktwirtschaft. Verluste können nur noch kurzzeitig verkraftet werden, denn ist das Eigenkapital durch Verluste aufgezehrt, setzt die offizielle Liquidierung dieses Einzelkapitals, der Konkurs, ein. Es ist leicht einzusehen, daß dieser Punkt bei niedriger EK-Quote schneller erreicht, d.h. die Widerstandskraft des Kapitals gegenüber »schlechter Konjunktur« geschwächt ist.

Gesamtwirtschaftlich bedeutet die Umwandlung disponiblen Geld- in fungierendes Kapital auf der Basis des Kredits die Verwandlung von Geld- in zinstragendes Kapital. Das gesellschaftliche Gesamtkapital betrachtet erhöht sich der Anteil zinstragenden Kapitals; der reproduktiven Akkumulation läuft die Akkumulation zinstragenden Kapitals — und fiktiver Titel — parallel. Es findet eine tendenzielle Polarisierung von Eigentums- und Funktionsmerkmalen des Kapitals statt, das Kapital als Eigentum steht dem Kapital als Funktion gegenüber. Diese Trennung und Entgegensetzung ist der allgemeine Bestimmungsfaktor für das Verhältnis von Kreditsystem und Unternehmensbereich.

In der Bewegung des gesellschaftlichen Gesamtkapitals, den industriellen Zyklen, spielt die Interaktion von Geld- und Reproduktivkapitalakkumulation eine wichtige Rolle im Prozeß der Durchsetzung des Wertgesetzes, d.h. der Konkurrenz der Kapitalien. Wie oben angerissen weitet die Akkumulation des Geldkapitals, die Verwandlung desselben in zinstragendes Kapital, das mit einem verbrieften, fixierten und gesellschaftlich anerkannten Verwertungsanspruch ausgestattet ist, mittels der Verausgabung als Investitionskredit die Möglichkeit der Akkumulation des reproduktiven Kapitals tendenziell immer weiter aus. Mittels Fremdfinanzierung kann sich — bei günstiger Konjunktur — eine Rentabilitäts-erhöhung bewerkstelligen lassen (Leverage-Effekt); höhere Eigenkapitalrentabilität bedeutet zugleich auch höhere Akkumulationsgeschwindigkeit. Gleichzeitig bedeutet erhöhte Fremdfinanzierung aber auch erhöhte Verwundbarkeit, so daß im selben Moment die Markteinflüsse bedeutend größeres Gewicht auf die Unternehmenskonstitution erhalten. Entscheidungen über Investitionen, die zum überwiegenden Teil fremdfinanziert werden sollen, werden insofern erschwert, als die Auswirkungen einer Investitionsentscheidung größere Tragweite erhalten und dadurch schwerer zu kalkulieren — somit unsicherer — werden. Das Einzelkapital wird sehr viel abhängiger vom positiven Gang seiner Geschäfte, der Absatz der Waren wird wichtiger. Immer mehr Unternehmen werden von den Krisenprozessen — selbst von »normalen« zyklischen Krisen — kalt erwischt.

3.1. Interaktion von monetärer und reproduktiver Akkumulation während der zyklischen Krise

Der Einfluß des Kreditüberbaus auf den Gang der reproduktiven Akkumulation im Rahmen einer zyklischen Krise läßt sich wie folgt beschreiben: Absatzschwierigkeiten führen zunächst zu einer Verlangsamung des Kapitalumschlags, die Lägern nehmen zu, mehr Kapital wird in den Lägern »gebunden«. Pro Zeiteinheit wird damit weniger disponibles Geldkapital freigesetzt, gleichzeitig mit geringerem Umsatz (u.a. sind auch die Preise gesunken) erfolgt auch geringere Schatzbildung (Mehrwert, Amortisationsfonds).¹⁵ Das Angebot an disponiblen Geldkapital, damit an potentiell zinstragendem Kapital verknappt sich.

Zur selben Zeit bricht aus denselben Gründen der kommerzielle Kredit (verbrieft in Handelswechseln) zusammen, Zahlungsketten brechen auf, Forderungen und Wechsel werden dubios bzw. müssen abgeschrieben werden (weitere Kapitalvernichtung). Aus diesem Grund, aufgrund des drängenden Verlangens der Gläubiger nach Zinszahlung (und Kredittilgung)¹⁶ sowie aus dem erwähnten Grund des verlangsamten Kapitalumschlags erhöht sich die Zahlungsmittelnachfrage oder — in Keynes'schen Termini — die Liquiditätsvorliebe. Die Geld(mengen)nachfrage steigt, denn die Geldumlaufgeschwindigkeit hat sich verringert. Mit dem Langsamerwerden des Kapitalumschlags — und erst recht mit dem Aufbrechen der Krise mit ihren Folgen der Senkung der aggregierten Lohn- und Gehaltssumme sowie dem Rückgang der aggregierten Preissumme und damit den Unternehmensumsätzen — geht auch die Alimentierung des Finanzsektors zurück: der Umfang des disponiblen Geldkapitals, das zur Verwandlung in zinstragendes Kapital auf den Depositenkonten bereitliegt, wird geringer, ebenso die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes. Institutionelle Ausgestaltungen und Verfeinerungen des Kreditsystems, insbesondere die Ausgestaltung eines nationalen Bankensystems mit einer Zentralbank als »lender of last resort« in der Mitte, können dämpfend einwirken. Allerdings ist auch ihre Macht beschränkt, denn — normales Funktionieren dieses Bankensystems unterstellt — hängt die Fähigkeit der Zentralbank zur »Geldschöpfung« letzten Endes von der Geldbereitstellung des privaten Sektors ab. Mindestreservvorschriften

können wohl gelockert werden, aber sie beziehen sich auf die tatsächlich vorhandenen Sichteinlagen bei den Banken. Rediskontkontingente können erhöht werden, der Diskontsatz kann ermäßigt werden, aber letztlich kommt es für die Ausnutzung dieses Spielraums auf die Existenz genügender Mengen von Handelswechseln, die diskontierbar sind, an. Lediglich Lombardierung und Wertpapier-Pensionsgeschäfte können bis zu einem gewissen Grad, weil abhängig von der Zeitdauer, eine gewisse Loslösung von den Geldbewegungen des Nichtbankensektors ermöglichen (vom Ausland soll abgesehen werden). Letztlich heißt Lombardierung etc. auch nicht mehr als Formwechsel zinstragenden Kapitals aus der »Wertpapierform« in die Geldform.

Die Kreditnachfrage schichtet sich um: während der Handelskredit der Nichtbanken ausgeweitet wird (verlängerte Kreditoren- und Debitorenlaufzeiten), erhöht sich die Zahlungsmittelkreditnachfrage bei den Banken (»Betriebsmittelkredite«), und die Investitionskreditnachfrage geht deutlich zurück. Bezüglich der Laufzeitenstruktur des Gesamtkreditvolumens bedeutet dies eine Umstrukturierung hin zu kürzeren Laufzeiten und damit eine Anhebung der Zinssätze für »Kurzläufer« mit der Gefahr einer inversen Zinsstruktur, die vor allem dem Bankensystem gefährlich wird.

Zunächst steigt der kurzfristige (Geld-)Zinssatz, der im Maße der Dauer der Stockung und ihres Umfangs bzw. ihrer Intensität auch — mittels der Refinanzierung der Banken — den langfristigen (Kapital-)Zinssatz tangiert. Anders ausgedrückt: der Geldzinssatz wirkt auf den Kapitalzinssatz ein.

Die Wirkung der geschilderten Krisensituation (miese Absatzlage, hohe Finanzierungskosten infolge steigender Zinssätze und höherer Kreditnachfrage) auf die Unternehmen ist eine doppelte.

Einerseits ist die reproduktive Rendite, die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals gefallen und der Zinsfuß — zunächst für kurzfristige Anlagen (Festgelder) — gestiegen. Unter dem Rentabilitätsaspekt betrachtet wird es zumindest für kurze Zeit attraktiver, disponible Gelder zu »parken« als in Erweiterungsinvestitionen zu stecken und damit langfristig zu binden. Diese »Parkanlagen« werden solange aufrechterhalten bleiben, bis die Marktentwicklung gesteigerten Absatz, erhöhte Preise und damit gestiegene Umsatzrentabilität verspricht. Ist dies eingetreten, entspannt sich die Lage auf dem kurzfristigen Kreditmarkt und der Zinssatz wird nachgeben. Über das Bankensystem löst sich auch die Anspannung für den Kapitalzins. Mit dem Fortdauern der Depression, die ja zugleich eine Bereinigungskrise ist und individuelle Kapitale aus dem Markt drängt, erholen sich die Absatzaussichten. Forcierter technischer Fortschritt senkt die unternehmensinternen Kosten und verbessert hierüber die Rentabilität. Gleichzeitig sinkt der langfristige Kreditzinsfuß, erhöhte Rationalisierungsinvestitionen bringen den Aufschwung in die Abteilung I, von wo auch das Kreditsystem wieder vermehrt mit Geld versorgt wird. Insgesamt werden von beiden Seiten der Investitionsrechnung her (Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals und Zinsfuß) Erweiterungsinvestitionen — um die es hier geht — wieder rentabel.

Andererseits aber erweist sich der hohe Zinssatz während der Krise und der Depression als Treiber der Finanzierungskosten, so daß bei der gegebenen Absatzlage eine Investition aufgrund unzureichender Erlöse (Rückflüsse) unmöglich wird. An dieser Stelle erweist sich der Rekurs auf Minskys Portfoliomodell als fruchtbringend: in der betrachteten Situation liegen die mit der Investition verbundenen Finanzierungskosten über den Erträgen. Die Minskysche Cash-flow-Betrachtung ist hier richtig und wichtig, weil es sich um kurzfristige Aspekte handelt: die Durchführung der Investition würde die Liquidität des Unternehmens

— und damit seinen Bestand — gefährden. Diese Wirkung des hohen Zinsniveaus in der Depression, nämlich die hohen Finanzierungskosten, die kurzfristig auf die Liquidität drücken, ist meines Erachtens — darin folge ich Minsky — der primäre Umstand, der auf die Investitionsentscheidung Einfluß nimmt. Der Vergleich mit der Rendite aus einer Finanzanlage ist demgegenüber nur von sekundärer Bedeutung. Er wird dann ausschlaggebend, wenn die Investition in hohem Maße selbstfinanziert wird. Die Finanzanlage disponibler Gelder ist nur ein Notbehelf — das zeigt die Kurzfristigkeit der »Parkanlage« liquider Mittel. Erst längerfristig, mit dem Weiterbestehen miserabler Erlöschancen, wird der Rentabilitätsaspekt an Gewicht und Bedeutung gewinnen.

3.2. Modifikation der Verhältnisse in der strukturellen Überakkumulation

Die heutige Situation, so ist innerhalb der politökonomischen Linken Konsensus, ist nicht nur eine »normale« zyklische Krise und Depression. Sondern wir haben es mit einer strukturell veränderten Lage zu tun. In dieser strukturellen, d.h. überzyklischen Überakkumulation erhält die Interaktion von Geld- und Reproduktivkapitalakkumulation eine neue Dimension. Mit dem langfristig gesunkenen Niveau der Rentabilität des reproduktiven Kapitals wird der Zinsfuß, die Verwertungsrate des zinstragenden Kapitals bedeutsamer.

Die strukturelle Überakkumulation ist zum einen dadurch gekennzeichnet, daß die realisierte Verwertungsrate des reproduktiven Kapitals langfristig betrachtet gesunken ist, und daß die erwartete Rendite auf Zusatzkapital, die Keynesische Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals weiter sinkt. Zum anderen steigt gleichzeitig infolge erhöhter Ansprüche an die Fristentransformationsleistung des Bankensystems das Niveau des Zinsfußes (des gesamten Komplexes der Zinssätze für unterschiedliche Laufzeiten und Risikoklassen).¹⁷ In der Konsequenz gewinnt die oben geschilderte Situation der gesteigerten Attraktivität der Finanzanlagen an Gewicht. Finanzanlagen, d.h. zunächst die Anlage disponiblen Geldkapitals in Wertpapieren — vor allem Staatsschuldtiteln, aber auch Aktien und anderen Industripapieren — werden für den individuellen Investor renditeträchtiger.¹⁸ Der Gegensatz von Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals und Zinsrate, der schon im zyklischen Verlauf wichtig war, verschärft sich.

Durch die im Niveau angestiegenen Zinssätze werden Erweiterungsinvestitionen tendenziell unrentabler und unattraktiver. Auf der anderen Seite steigt tendenziell aufgrund der Refinanzierungsprobleme des Bankensystems im Zuge der erhöhten Fristentransformationsleistung¹⁹ für die einzelnen Unternehmen der Anteil kurzfristiger Finanzierung und/oder Kreditfinanzierung mit variablen Zinssätzen.²⁰ Darüber hinaus steigt auch die Empfindlichkeit des reproduktiven Bereichs gegenüber Zinssatzvariationen.

Die Erhöhung der Fristentransformation und der Versuch der Kompensation durch verminderte Risikotransformation (Erhöhung der Bonitätsanforderungen) bedeutet eine erhöhte Unsicherheit an den Finanzmärkten, insbesondere bei den Banken, was erhöhte Risikozuschläge auf die normalen Kredite bedeutet. Wir erhalten einen *circulus vitiosus*: erhöhte Fristentransformation bringt den Banken erhöhte Risiken, die sie per Zuschlag auf Interbankengeld bei ihrer Refinanzierung zu bezahlen haben. Dieser Zuschlag sowie der gestiegene Risikozuschlag bei ihren eigenen Kreditnehmern aufgrund von deren speziellen Risiken bringt das Zinsniveau erneut und damit auch dauerhafter nach oben. Insgesamt verhindert das hohe Zinsniveau seine eigene Entspannung und perpetuiert und verschärft sich.²¹

Doch die erhöhte Attraktivität von Finanzinvestitionen hat nicht nur die Konsequenz, daß

mehr disponibles Kapital kurzfristig fest angelegt wird, d.h. die Nachfrage nach anlagefähigen Titeln steigt. Gleichzeitig bedeutet sie für die reproduktiven Kapitale auch die Erleichterung der Eigenmittelaufstockung durch Emission von Anteilen, so daß ein vermehrtes Angebot an Titeln bereitgestellt wird. Damit wird die Möglichkeit eröffnet, Kredite zurückzuführen und die vertraglich stipulierten Zinszahlungen, die fixe Größen sind und den Erfolg mindern, zu vermeiden. Gleichzeitig können Einzelkapitale, die zu Publikumsgesellschaften werden, dadurch teilweise saftige Agio-Beträge einstreichen. Diese Möglichkeit eröffnet sich aber nur für Kapitale, die in Wachstumsbranchen angesiedelt sind bzw. deren Absatz als wenig konjunkturabhängig angesehen wird. Bei Neuemissionen entscheidet letztlich denn die »Unternehmungslust«, wengleich auch hier die »Spekulation« deutlich unangenehm auffällt (vgl. Börsen-Zeitung vom 13.6.1984 und vom 19.7.84). Der Fremdkapitalanteil kann dadurch gesenkt werden, was gleichzeitig wieder die Bonität, also die Möglichkeit, zusätzliches Fremdkapital aufzunehmen, erhöht. Das reproduktive Kapital, das zur Publikumsgesellschaft wird, erkaufte die Abkopplung vom Bankensystem mit einer verstärkten Abhängigkeit vom Markt für fiktive Titel, der Börse. Die Bildung von Gesellschaftskapital wird befördert und der Einfluß der »Spekulation« erhöht. Die Trennung von Kapital als Eigentum und Kapital als Funktion, die zunächst den Finanz- vom reproduktiven Unternehmenssektor trennte, macht sich jetzt innerhalb des letzteren geltend und verallgemeinert sich dadurch. Da die Neuemittenten, wenn sie an der Börse ankommen wollen, in Wachstumsbranchen liegen müssen, ist diese Methode nur eine neue Form der Konkurrenz, nämlich des Wettbewerbs um billige Außenfinanzierung. Die strukturelle Erhöhung der Fremdkapitalkosten wirkt sich somit primär branchenspezifisch aus. Die Separierung von Kapitaleigentum und -funktion wird aber nicht nur durch ein »go public« forciert, sondern auch — wenn nicht sogar noch mehr — durch Portfolioinvestitionen (ein Prozeß der »Konzentration« von Gesellschaftskapital).

Die mit der Krise verbundenen Insolvenzen treffen bevorzugt Gesellschaften in anderer Rechtsform, die über strukturell weniger Eigenkapital (relativ zum Gesamtkapital) verfügen; daneben werden im Zuge des in Depressionsphasen verstärkt ablaufenden Zentralisationsprozesses diese Einzelkapitale in Großunternehmen (die im Regelfall Aktiengesellschaften sind) einverleibt. Als Folge wird die Trennung von Kapital als Eigentum und als Funktion durch die direkte Verwandlung von Privat- in Gesellschaftskapital sowie im Zuge der Zentralisation forciert. Für die übernehmenden Unternehmen ist die eigentliche Finanzoperation des Erwerbs einer Mehrheitsbeteiligung an einer anderen Gesellschaft zugleich eine Realinvestition, denn wirtschaftlich betrachtet ist ein neues, größeres Einzelkapital (Konzern) entstanden. Die Mehrheitsbeteiligung ersetzt für die übernehmende Gesellschaft einerseits eine eigene Sachanlageinvestition, beseitigt andererseits (möglicherweise) einen Konkurrenten, so daß mit der »Realinvestition« auch zugleich Marktanteile (oder naturale Reserven) gekauft werden.

Dem Gesellschaftskapital bieten sich verschiedene Vorteile, die zeigen, daß dies eine Möglichkeit ist, mit der verstärkten kurzfristigen Orientierung der Ökonomie umzugehen:

- a) erhöhte Flexibilität der Gewinnverwendung, denn der vertraglich fixierte Schuldendienst nimmt ab,
- b) daher auch Erhöhung des Jahresergebnisses, denn ein Aufwandsposten fällt weg oder hat sich verkleinert,
- c) damit auch erhöhte Flexibilität in der Finanzplanung, denn die Ansprüche an die Liquiditätsplanung sind nicht mehr so hoch,

- d) erhöhter Eigenkapitalanteil führt zu gesteigerter Bonität und damit der Möglichkeit, weiteres Fremdkapital aufzunehmen, wenn dies aufgrund des Leverage-Effektes geboten erscheint,
- e) Verlangsamung des Anstiegs der Zinsquote, damit verringerte Abhängigkeit von Bewegungen des Zinssatzes.

Insgesamt steigert die erhöhte Unsicherheit die Attraktivität kurzfristiger Anlage. Der Vorschlag, die in der BRD entdeckte »Eigenkapitallücke« durch Ausgabe fungibler Anteile zu schließen, ist daher primär Ausdruck erhöhter Aversion gegenüber langfristiger Anlage. Statt per Darlehen etc. Kapital langfristig zu binden (und damit erhöhte Risiken einzugehen), soll dieselbe Finanzierungsfunktion durch kurzfristige Anleger erfüllt werden.²² Die Funktion der Fristentransformation soll vom Bankensystem auf die Börse bzw. den Kapitalmarkt und damit auf den Anleger verlagert werden. Die langfristige Finanzierung zu festen bzw. ertragsabhängigen Konditionen wird — so ist als allgemeiner Trend festzuhalten — zunehmend direkt auf die Kapitalmärkte verschoben. Minskys mikroökonomisches Optimierungsmodell gewinnt an praktischer Bedeutung — wenn auch nicht für den Bereich der reproduktiven Unternehmen.

3.3. Monetäre Blockade der reproduktiven Akkumulation?

Innerhalb des Bereiches des fiktiven Kapitals bzw. der Finanzanlagen gibt es keine in realen Gegenständen (Sachanlagevermögen) festliegende Restriktionen, die — vom Investor gesehen — das freie Wechseln zwischen den Anlageformen verhindern. Hier wirkt der Zinssatz in der Tat (wie von Minsky postuliert) als Instrument der Allokation der Finanzressourcen. Wie Keynes sagt, kann der vernünftige Sachinvestor nicht aufs Barometer klopfen und sich überlegen, sein Kapital aus dem Geschäft zurückzuziehen. Im Bereich der Finanzanlagen, wo der Zinssatz zugleich den Preis bestimmt und ein einheitlicher Markt gegeben ist, fungiert der Zinsfuß tatsächlich als handlungsleitende Variable. Im reproduktiven Bereich bleibt diese Funktion nach wie vor bei der subjektiven Rendite, wobei die Grenzleistungsfähigkeit des (Zusatz-)Kapitals den Vergleich mit der Rendite für Finanzanlagen bestehen muß. Es ist jedoch wichtig, auf den Punkt hinzuweisen, daß dieser Vergleich mit sehr vielen Unwägbarkeiten verbunden und nicht exakt durchzuführen ist. Der Grund liegt in dem Umstand, daß der Zinssatz gegenüber der Profitrate auf investiertes Zusatzkapital eine fixierbare und berechenbare Größe ist, zumindest solange auch er nicht starken kurzfristigen Schwankungen unterworfen ist. Im reproduktiven Bereich bleibt die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals die handlungsleitende Variable.

Dem Zinssatz kann — abstrakt ausgedrückt — teilweise eine Steuerungsfunktion zuerkannt werden: er gibt die Referenzgröße zur Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals ab. So ist er ein Mittel in der Bewegung der Konkurrenz, in der Verteilung (Allokation) von Finanzressourcen auf verschiedene Sphären und Einzelkapitale. Die Suprematie des Finanzsektors wäre verwirklicht, wenn der Zinssatz auch auf der Seite der Preisbestimmung der Produkte, d.h. der Bestimmung der Wertgröße des Warenkapitals und damit der Festlegung der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals dominant wäre. Bei Minsky ist dies der Fall: das Warenkapital wird als »asset« betrachtet, d.h. nicht nur als Kapital in Warenform für das produzierende Einzelkapital, sondern auch als Kapital in Warenform von Seiten des Käufers. Dies ist nur solange richtig, wie die Zirkulation von Waren betrachtet wird, die als stoffliche Träger von konstantem Kapital fungieren, als Produktionsmittel. Hier stehen sowohl auf der Käufer-

wie auf der Verkäuferseite Kapitale; die Warenmetamorphose ist zugleich ein Formwechsel von Kapital für beide beteiligten Seiten. Auf die Einkaufsentscheidung gewinnt der Zinssatz aber nur sehr vermittelt Einfluß, insofern die Finanzstruktur des betreffenden Einzelkapitals über die Potenz entscheidet, in größerem Stile Vorräte aufzunehmen, Läger zu bilden und dadurch Kapital zu »binden«.

Minskys Theorie bezieht sich also primär nur auf die Verhältnisse der Abteilung I. Die Relevanz des privaten Konsums, dessen Umfang nur sehr vermittelt — über den relativen Umfang kreditfinanzierten Konsums, daher die Finanzierungsgewohnheiten der privaten Haushalte — vom Zinssatz abhängt, tritt bei Minsky in der Erklärung von Krisen und Konjunkturen eher in den Hintergrund. Wichtig wird er nur in der Phase der Rezession als Stabilisator.

Dem Konsum, d.h. der gesamten Abteilung II, wird eigentlich nur die Funktion des Stabilisators zuerkannt. Dagegen hatte Keynes — gerade Keynes! — die tendenziell unzureichende Nachfrage — und damit eher einen nachfragebedingten »profit-squeeze« — aufgrund des unzureichenden Hangs zum Verbrauch als Grundproblem der kapitalistischen Instabilität formuliert.

Der Zinsfuß steuert also nicht, er hat jedoch gleichwohl Einfluß auf die Liquiditätsverfassung der Einzelkapitale — und längerfristig, mit dem Fortbestehen der strukturellen Überakkumulation, auch auf die Rentabilitätsposition. Die Liquiditätsverfassung gewinnt in diesen Zeiten an Bedeutung, bleibt jedoch nur ein Moment in der Konkurrenz. Von einer Suprematie des Finanzsektors kann nicht die Rede sein, wenngleich seine Macht sich verstärkt. Eine (aktive) Blockade der reproduktiven durch die monetäre Akkumulation findet im strikten Wortsinn nicht statt. Eher hat sich der Zinssatz bzw. die durch ihn mit gesteuerte Kreditvergabe zu einer bedeutenden Bestimmungsgröße des sektoralen Strukturwandels entwickelt: während Wachstumsbranchen, die — verglichen mit der Gesamtmenge — überdurchschnittliche Erträge erzielen, überreichlich mit Kredit versorgt werden, trocknen Problembranchen kreditmäßig aus.²³

In der gegenwärtigen Situation struktureller Überakkumulation hat die Verwertungsrate des zinstragenden Kapitals, der Zinsfuß, zwar unlegbar gegenüber früheren Phasen der kapitalistischen Entwicklung einen gesteigerten Einfluß auf die Verhältnisse der Akkumulation reproduktiven Kapitals. Dennoch scheint mir die Rede von der »Suprematie« des Finanzsektors (Bischoff/Krüger 1984, S. 156) im Anschluß an Minsky und andere fundamentalistische Theoretiker unangebracht. Es handelt sich heute insoweit nicht um eine Suprematie, als

- a) die strukturelle Überakkumulation ihren Grund primär nicht in zu hohen Kostenbelastungen exogener Entstehung, sondern in den unzureichenden Verwertungsverhältnissen auf den Warenabstammungsmärkten findet und
- b) der Zinsfuß nicht die Steuerungsfunktion für die Gesamtwirtschaft hat, d.h. nicht die zentrale Variable für die Ressourcenallokation ist, sondern lediglich in einem über die Verwertungsraten gesteuerten Konkurrenzkampf mitwirkt und modifizierend — allerdings mit gegenüber früher erheblich mehr Gewicht — in diesen eingreift. Der Zustand der Unternehmensfinanzen wird für das Bestehen eines Einzelkapitals im Konkurrenzkampf zunehmend bedeutsamer und damit auch die vom Zinsfuß maßgeblich beeinflussten Finanzierungskosten.

Für den letztgenannten Punkt nimmt vor allem die Bedeutung der Unternehmensliquidität für die Überlebenschancen eines Einzelkapitals mehr und mehr zu. Hier greift der Zinssatz in der Tat dominierend ein. In dieser Situation ist für die Betrachtung der Unternehmensliquidität — oder des finanziellen Gleichgewichtes — in der Tat eine Cash-flow-Betrachtung angezeigt. An diesem Punkt bringt Minsky uns weiter, wenn er mit seiner Portfolio-Theorie auf

das Problem des finanziellen Gleichgewichtes hinweist, das in Zeiten struktureller Überakkumulation verbunden mit zyklischen Krisen- und Depressionsphasen besonders relevant wird.²⁴

Steuerungsvariable für die Allokation von reproduktiven Ressourcen, von Arbeitskraft und vergegenständlichter Arbeit, ist der Zinssatz jedoch nicht. Hier ist immer noch die gesamte Verwertungsrate des Kapitals maßgeblich, die selbstverständlich auch die vom Zinsfuß beeinflussten Finanzierungskosten einschließt. Doch die Verwertungsrate des Kapitals — und die für die Erweiterungsinvestitionen maßgebliche Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals — hängt in erster Linie von den Preis- und Nachfragemengen-Verhältnissen auf den Warenabzatzmärkten ab. Die Keynesische These von der Abwägung der Rentabilität von Finanz- und Sachanlageinvestition ist in ihrer Abstraktheit richtig. Auch heute wird die Richtigkeit betriebswirtschaftlicher Investitionsrechenverfahren anerkannt, die die Gegenüberstellung von Sachkapitalrendite und Kalkulationszinssfuß in den Mittelpunkt stellen. Allerdings verlieren sie mehr und mehr ihre praktische Bedeutung, da zu viele Unsicherheiten über die Entwicklung der einzelnen Variablen bestehen. Gerade die durch die Spekulation verstärkte Unsicherheit — auch über den zukünftigen Zinsfuß — motiviert dazu, von diesen nur unter realitätsfernen Voraussetzungen exakten Rechenverfahren abzugehen und immer mehr entweder mit stochastischen Verfahren zu arbeiten oder sich stärker auf Subjektivität zu stützen (z.B. im pay-off-Verfahren).²⁵ Der Keynesische Renditenvergleich bleibt abstrakt richtig. Aber zum einen werden die Angemessenheit der *ceteris-paribus*-Klausel in dieser Konzeption fragwürdiger und zum anderen die darin vernachlässigte Liquiditätssituation des Unternehmens immer wichtiger. Heute besteht in der Tat ein Optimierungsproblem, um das angemessene Verhältnis von Liquiditätssicherung und Rentabilitätsmaximierung zu finden.

Je länger im übrigen diese Situation der »Konkurrenz« von Sach- und Finanzanlage dauert, desto schwieriger wird sie zu beseitigen sein. Immer mehr Unternehmen werden von entsprechenden geldpolitischen Maßnahmen betroffen sein. Manche Unternehmen erzielen heute schon höhere Zinseinnahmen als betriebliche Erlöse.

4. Resultate

Minsky zeigt uns die Bedeutung der betrieblichen und unternehmensbezogenen Finanzsituation. Seine Theorie der Krise, verursacht von Liquiditätszwängen, stellt dabei einen Kontrapunkt zu gängigen marxistischen Auffassungen dar, nach denen der plötzliche Fall der Verwertungsrate — betriebswirtschaftlich gesprochen das Sinken der Rentabilität — Krisenursache und -auslöser ist. Auch bei der Diskussion der Interaktion von monetärer und reproduktiver Akkumulation ist die Gesamtheit der betrieblichen Finanzwirtschaft im Auge zu behalten. Während die politische Ökonomie bisher nur in Kategorien von Verwertung und Profitrate argumentierte, argumentiert Minsky mit dem anderen Extrem: er betrachtet *ausschließlich* die Liquiditätssituation eines Unternehmens und übersetzt dabei Rentabilitäts- in Liquiditätsstrukturen. In dieser Einseitigkeit können wir ihm nicht folgen. Vielmehr muß in der Analyse das Augenmerk sowohl auf Rentabilitäts- als auch auf Liquiditätsaspekte gerichtet sein; die Analyse muß sowohl mit Zinssätzen und Verwertungsraten als auch mit reinen pagatorischen Strömen und deren zeitlicher Staffelung arbeiten. Das Verhältnis zueinander, die Verknüpfung langfristiger Rentabilitätsaspekte mit kurzfristigen

Liquiditätssituationen, wird in der krisentheoretischen Diskussion weiter zu analysieren sein. In diesem Zusammenhang ist auch Minskys (Über-)Betonung der Unsicherheit wichtig: in den Zeiten der Dominanz kurzfristiger Aktionen werden langfristige Projekte immer weniger exakt zu kalkulieren und in ihren Auswirkungen abzuschätzen sein. Die Interdependenz von Investitionsentscheidungen, die Liquiditätssteuerung im Zusammenhang mit Investitionen (z.B. Leasing), die Optimierung von Finanzströmen in der zeitlichen Struktur und die Risikovorsorge aufgrund der wachsenden Unsicherheit (Rückstellungen und Rücklagen der Unternehmen in Verbindung mit dem Aufbau größerer Liquiditätspolster) sind Punkte, die genauer zu untersuchen sind. Die Gegenüberstellung von Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals und Zinssatz als Verwertungsrate einer Finanzinvestition ist als abstraktes Entscheidungsszenario wohl richtig; für die aktuelle wirtschaftspolitische Diskussion relevante Probleme werden damit allerdings nicht gelöst.

Ein Nachlassen der Investitionstätigkeit in der strukturellen und der zyklischen Rezession ist zwar vorrangig, aber nicht nur Ausdruck von Rentabilitätsüberlegungen (Vergleich von Finanz- und Sachinvestition), sondern auch Ausdruck liquiditätspolitischer Maßnahmen wie Kapitalfreisetzung durch Abschreibung und (kurzfristiger) Anlage in liquiden, geldnahen Formen mit der Zielsetzung, die Liquiditätssituation kurzfristig zu Lasten der Rentabilität zu verbessern — mit der Hoffnung auf bessere Zeiten, die wieder nur Rentabilitätsüberlegungen in die Investitionsentscheidung einfließen lassen. Vorschläge, die nur von der Entscheidungsalternative Finanzinvestition versus Sachinvestition unter dem Rentabilitäts Gesichtspunkt ausgehen, müssen, weil sie nicht das gesamte Spektrum der Unternehmungsfinanzen einbeziehen, notwendig zu kurz greifen; die von ihnen vorgeschlagenen Maßnahmen würden die angestrebten Ziele nicht erreichen. Was nützt einem Unternehmen ein zins- und konditionengünstiger langfristiger Investitionskredit, wenn es kurzfristig Liquidität benötigt? Wenn wir aber die Gesamtheit der betrieblichen bzw. Unternehmungsfinanzen betrachten, sind wir sofort auf branchen- und größenspezifische Probleme verwiesen, die Globallösungen als untauglich erscheinen lassen. Gerade weil branchenspezifische Probleme bestehen, ist die politökonomische Linke aufgefordert, neben allgemeinen »systemverändernden« auch strukturpolitische Lösungen zu entwickeln, die von der reproduktiven Seite her die Verwertungsbedingungen »investitionsfreundlicher« gestalten.

Anmerkungen

- 1 Zum realen Hintergrund dieser Konzeption vgl. Krüger u.a. (1984), S. 16-24.
- 2 Die liquiditätspräferenztheoretische Begründung des Zinses enthält somit ein Element der Nutzentheorie: das »Wirtschaftssubjekt« wägt Nutzen bzw. Opfer ab, die das (zinslose) Halten von Bargeld und die rentierliche Weggabe desselben erzeugen. Das Problem der kardinalen Nutzenmessung eröffnet sich auch hier.
- 3 Der heuristische Wert des Unsicherheitsparadigmas ist beschränkt: da Unsicherheit aus Fehlallokationen erwächst, diese wiederum das Resultat von Handlungen unter Unsicherheit sind, sind Krisenprozesse, Konjunkturzyklen nach dem Verständnis des Fundamentalismus immanente Phänomene einer — mit dem Kapitalismus identifizierten — Geldwirtschaft. Da sie aber aus periodischen Fehlallokationen entstehen, ist zum einen die Periodisierung willkürlich, zum anderen ist Periodizität im menschlichen Verhalten nur schwer nachzuweisen. Hypothesen über periodisches Vergessen der Erfahrung des letzten Zyklus bzw. periodisches abenteuerisches Verhalten bestechen nicht durch Plausibilität.
- 4 Obwohl die Realität zumindest für einen Teil des privaten Konsums eine z.T. erhebliche Zinsreakibilität zeigt. Vgl. Döhrn (1984).
- 5 Keynes geht zunächst zwar auch vom zinstragenden Kapital als der Grundform aus, differenziert später aber insoweit, als er das Geld von anderen Arten von Kapitalwerten unterscheidet und damit die Grundlage legt, auch die Verhältnisse des Produktionsprozesses als relevant in die Analyse mitaufzunehmen (vgl. Keynes 1936, Kapitel 17, insbes. S. 192 ff.).
- 6 »The fundamental relation in the theory of investment is the demand price of capital assets as determined by the capitalization of prospective yields.« (Minsky 1975, S. 101).
- 7 Bei Minsky (1975), S. 104 f. liest sich die Sache formalisiert wie folgt:
Wenn C_i die Kapitalisierungsrate für Erträge aus Sachinvestitionen und C_1 die für Rentenerträge ist, besteht der folgende Zusammenhang:
$$C_i = \mu \cdot C_1 \quad \text{mit } 0 < \mu < 1$$
wobei μ um so größer sein soll, je sicherer die Erträge der Sachinvestition eingeschätzt werden. Neben einem formalen Fehler (entweder ist die Dimension $\mu > 1$ oder in der Gleichung muß der Reziprokwert $1/\mu$ stehen, wobei ein Wachstum von μ die Zunahme von *Unsicherheit* bedeutet) liegt hier eine theoretische Inkonsistenz vor, da — wie erwähnt — der Grad an Unsicherheit nicht kardinal bestimmt werden kann.
- 8 Die Erträge sinken und/oder die Unsicherheit über sie nimmt zu.
- 9 Vgl. Krüger u.a. (1984), S. 111-114.
- 10 »User cost is not properly a cost; it really determines the minimum quasi-rent for each output that would induce the firm to use capital assets rather than leaving them idle.« (Minsky 1975, S. 83). Für Minsky sind die Abschreibungen nur deshalb keine Kosten (sprich Aufwand), weil sie keine Ausgaben, also keine pagatorischen Ströme induzieren, sondern als fixe Kosten aus dem Cash-flow zu finanzieren sind. Andererseits hat Minsky wieder recht: wenn der Cash-flow nicht ausreicht, um die Abschreibungen zu verdienen, nach Abzug derselben also negativ wird, lebt das Unternehmen von der Substanz. Dies aber wirkt sich erst langfristig aus und hat nicht den von Minsky angenommenen Einfluß auf die unternehmensinternen Entscheidungen (vor allem werden bei negativem Cash-flow die »assets« nicht »idle« liegen gelassen, denn sie entwickeln auch bei Nichtgebrauch Kosten, »Leerkosten«).
- 11 Eine Liquiditätskrise kann u.a. mit dem Verkauf von Vermögenswerten (Desinvestition) bewältigt werden — allerdings in der Praxis nur als ultima ratio. Es ist dann allerdings unterstellt, daß für diese speziellen »assets« auch ein funktionsfähiger Markt existiert. Für Finanzaktiva in Form von Wertpapieren kann man dies annehmen, für Spezialmaschinen nicht.
- 12 U.a. wirken die kurzfristigen Änderungen der Zinssätze praktisch zeitlos auf die Unternehmen ein, so daß entweder ein sehr hoher Grad an kurzfristiger revolvierender Fremdfinanzierung oder vollständige Information und Voraussicht — beides unrealistische Prämissen — angenommen werden muß.

- 13 Zur Gleichgewichts-/Ungleichgewichtstheorie im Gegensatz zur Werttheorie vgl. Traber (1983).
- 14 An der Oberfläche, in der Bilanz, erscheint dies als Verringerung der Dauer und/oder des Volumens der »Kapitalbindung« in Vorräten bzw. als Bilanzverlängerung durch Kreditoren und Debitoren.
- 15 Infolge der Bewertungsvorschriften für das Vorratsvermögen (Niederwertprinzip) sinkt der Wertansatz der Läger, insbesondere des Bestandes an unfertigen und Fertigerzeugnissen und Waren. Dieser Vorgang wird mit dem Terminus »Kapitalvernichtung« in seinen Auswirkungen auf das Einzelkapital vollumfänglich beschrieben.
- 16 Der Zwang, Zins (Kapitalrevenue) zu bezahlen, erhellt, daß in diesem Fall die »Macht« des Finanzsektors im grundlegenden Eigentumsgesetz des Kapitalismus begründet liegt. Das Geld bzw. hier das zinstragende Kapital in Geldform ist kein leerer Schleier über der Warenwelt, sondern erhält durch das Eigentumsgesetz in der bürgerlichen Gesellschaft einen eigenständigen Rang. Das heißt aber nicht zugleich, die Existenz des Geldes und seine Genesis — vor allem nicht seine kategoriale Entwicklung — auf in grauer Vorzeit angeblich bestanden habende Eigentumsgesetze zurückzuführen und aus diesen zu »erklären«, wie dies der Historiker der Liquiditätsvorliebe Heinsohn (vgl. Heinsohn 1984, S. 99 und passim: »Wahrhaftig, es ist besser, gar nichts zu wissen als so wenig so schlecht zu wissen« — Diderot, Rameaus Neffe) tut. Vielmehr handelt es sich bei uns um den Fall, wo das Kapital als Eigentum dem Kapital als Funktion entgegentritt und das Recht auf Verwertung durchdrückt.
- 17 Die empirische Überprüfung dieser Hypothese stößt allerdings auf die Schwierigkeit des Verhältnisses von (Nominal-)Zinsfuß und Preissteigerungsrate; insbesondere ist der Zusammenhang von Inflation (serwartungen) und Höhe des Zinssatzes bislang nicht befriedigend theoretisch geklärt.
- 18 Vgl. Marx (1895), S. 261, wo er diese Möglichkeit der Anlage von Kapitalablegern als Spekulation bezeichnet.
- 19 Diese ist ursächlich mit der Zinssatzerhöhung in Zusammenhang zu bringen: erhöhte Fristentransformation bedeutet für die Bank erhöhtes Betriebsrisiko und damit zugleich — aufgrund verringerter Kreditbonität — erhöhte Refinanzierungskosten aufgrund erhöhter Zinszuschläge für Kredite (Lagesgelder) im Interbankenverkehr.
- 20 Vgl. BIZ (1983), S. 59 ff.
Es handelt sich hier um ein von den Kreditnehmern durchaus gewünschtes Phänomen!
- 21 Wir sprechen hier immer von langfristigen Trends.
- 22 Dazu sollen auch noch ein paar Dumme gefunden werden, wie die zynische Novelle des Vermögensbildungsgesetzes zeigt.
- 23 Vgl. hierzu IKB (1984), S. 13-25.
Nicht nur der Zinssatz, sondern auch die Prinzipien der Kreditvergabepolitik (Konditionen, Sicherheiten, Bonitätsanforderungen) wirken polarisierend als Faktoren des »Strukturwandels«, d.h. der Konkurrenz.
- 24 Er macht mit seiner Krisentheorie an diesem Detailpunkt richtig auf ein Problem aufmerksam: je ungünstiger die Finanzstruktur eines Unternehmens ist, desto gravierender werden sich die Irrtümer und Fehleinschätzungen bei der Mikrodiagnose und -prognose der Konjunktur auf die Finanzen — und die Überlebenschancen — des Unternehmens auswirken.
- 25 Zum einen lassen sich die aus der Investition voraussichtlich fließenden Cash-flows nur immer schwerer abschätzen, zum anderen ist auch aufgrund der verstärkten kurzfristigen Orientierung der Kapitalmärkte die Festlegung des als Referenz geltenden Zinssatzes (Kalkulationszinssatz) deutlich erschwert.

Literatur

- Altvater, Elmar (1984): *Bruch und Formwandel eines Entwicklungsmodells*; in: Hoffmann (1984), S. 217 ff.
 Altvater, Elmar/Hübner, Kurt/Stanger, Michael (1983): *Alternative Wirtschaftspolitik jenseits des Keynesianismus*. Opladen 1983.

- Bader, Veit Michael/Berger, Johannes/Ganfmann, Heiner/Knesebeck, Jost v.d. (1976): *Einführung in die Gesellschaftstheorie*. Frankfurt/M. 1976.
- Behrens, Rolf/Steiger, Otto (1982): *Keynesianische Fundamentalisten und die Krise der herrschenden Keynes-Interpretation*; in: Argument Sonderband 89: Alternative Wirtschaftspolitik 4, Berlin 1982, S. 147 ff.
- Bischoff, Joachim/Krüger, Stephan (1984): *Überakkumulation und industrieller Zyklus*; in: Hoffmann (1984), S. 133 ff.
- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) (1983): *Jahresbericht 1982/83*. Basel 1983.
- Coddington, Alan (1976): *Keynesian Economics: The Search for First Principles*; in: Journal of Economic Literature 1976, S. 1258 ff.
- Coddington, Alan (1982): *Deficient Foresight: A Troublesome Theme in Keynesian Economics*; in: American Economic Review June 1982, S. 480 ff.
- Davidson, Paul (1972): *Money and the Real World*. London 1972.
- Davidson, Paul (1982): *International Money and the Real World*. London 1982.
- Davidson, Paul/Kregel, J.A. (1980): *Keynes' paradigm: a theoretical framework for monetary analysis*; in: Nell, Edward J. (Hrsg.): Growth, profits, and property. Essays in the revival of political economy. Cambridge etc. 1980.
- Döhrn, Roland (1984): *Sparerverhalten und Konsumententwicklung*; in: RWI-Mitteilungen Nr. 1/1984.
- Gutenberg, Erich (1969): *Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre. Dritter Band: Die Finanzen*. Berlin, Heidelberg, New York 1969.
- Hagemann, Harald/Kurz, Heinz D./Schäfer, Wolf (Hrsg.)(1981): *Die Neue Makroökonomik. Marktgleichgewicht, Rationierung und Beschäftigung*. Frankfurt/M. 1981.
- Heinsohn, Gunnar (1984): *Privateigentum, Patriarchat, Geldwirtschaft*. Frankfurt.
- Hickel, Rudolf (1980): *Keynes(ian)ische Makroökonomik in der innerwissenschaftlichen Kontroverse – forschungsstrategische Folgerungen*; in: WSI-Mitteilungen Nr. 10/1980, S. 604 ff.
- Hickel, Rudolf (1984): *Ökonomische Ursachen- und Politikprobleme der Massenarbeitslosigkeit*; in: Hoffmann (1984), S. 55 ff.
- Hilferding, Rudolf (1969): *Das Finanzkapital*. Frankfurt/M. 1969.
- Hoffmann, Jürgen (Hrsg.)(1984): *Überproduktion, Unterkonsumtion, Depression*. Hamburg 1984.
- Industriekreditbank (IKB)(1984): *Geschäftsbericht 1983*. Düsseldorf 1984.
- Kaufmann, Alfred Ernst (1967): *Die Zinsempfindlichkeit der Investitionen*. Zürich 1967.
- Keynes, John Maynard (1930): *Vom Gelde*. Berlin 1930 (Treatise on Money).
- Keynes, John Maynard (1936): *Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes*. Berlin 1936.
- Keynes, John Maynard (1937): *The General Theory of Employment*; in: Quarterly Journal of Economics, February 1937. Zitiert nach Keynes, Collected Writings, Vol. XIV, S. 109 ff.
- Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW)(1984): *Geschäftsbericht 1983*. Frankfurt/M. 1984.
- Krüger u.a. (d.i. Heyert, Klaus/Kohlhaas, Helmut/Krüger, Stephan/Schabacker, Klaus/Schröder, Ariane/Traber, Uwe)(1984): *Keynes contra Marx? Darstellung und Kritik der 'General Theory'*. Hamburg 1984.
- Marx, Karl (1895): *Das Kapital. Dritter Band*. Zitiert nach MEW 25.
- Minsky, Hyman P. (1975): *John Maynard Keynes*. New York 1975.
- Minsky, Hyman P. (1980): *Capitalist Financial Processes and the Instability of Capitalism*; in: Journal of Economic Issues, June 1980, S. 505 ff.
- Minsky, Hyman P. (1982): *Inflation, Recession, and Economic Policy*. Brighton 1982.
- Shackle, G.L.S. (1974): *Keynesian Kaleidics*. Edinburgh 1974.
- Sozialistische Studiengruppen (SOST)(1983): *Bundesrepublik in der Krise*. Hamburg 1983.
- Townshend, Hugh (1936): *Liquidity-premium and the theory of value*; in: Economic Journal, June 1936, S. 157 ff.
- Traber, Uwe (1983): *Keynesianische Auffassungen über die Selbstregulation marktwirtschaftlich organisierter Volkswirtschaften*. Unveröffentl. Ms. Berlin 1983.