

Maria Kader und Uli Schwarzer¹

Akkumulation reloaded

Wie Notenbanken und Staaten die Profite retten

Seit Ausbruch der Finanzmarktkrise 2008 fluten die Notenbanken in den kapitalistischen Zentren die Märkte mit Geld. Dennoch führte die expansive Ausweitung der Geldmenge, die auch eine Aufblähung der Notenbankbilanzen bewirkte, nicht zum proklamierten Ziel, nämlich der Stimulierung des Wirtschaftswachstums. Hingegen lassen sich negative verteilungspolitische Konsequenzen der Geldpolitik erkennen: Die Rolle des Staates als Versicherer privaten Kapitals und seine Bereitschaft, die gestrauchelten Banken und Unternehmen zu retten und gleichzeitig die Sozialausgaben zu kürzen, bewirkt eine Krisenbekämpfung zugunsten der Vermögenden und auf Kosten der sozial Schwachen.

Geldpolitische Maßnahmen der Fed und EZB während und nach der Krise²

Sowohl die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) wie auch die Europäische Zentralbank (EZB) versuchten, der Rezession sowie dem drohenden Einbruch der Kreditvergabe zunächst mit konventionellen geldpolitischen Maßnahmen zu begegnen (vgl. Henry 2012; Henry/Redak 2014). Dazu zählten insbesondere Zinssenkungen in mehreren Schritten. Doch bereits im Dezember 2008, als die Fed den Zielwert für die sogenannte Federal Funds Rate in einer Bandbreite von 0-25 Basispunkten festlegte, war praktisch die Nullzinsgrenze erreicht und somit kein Spielraum für weitere Zinssenkungen. Im Juli 2012 senkte die EZB ihren Schlüsselleitzins um 25 Basispunkte auf 0,75 Prozent, womit dieser erstmals unter 1 Prozent lag.

Das Ausmaß der Krise und die zunehmende Ausschöpfung ihres Standard-Repertoires – insbesondere infolge der durch die Lehman-Pleite ausgelösten

-
- 1 Wir möchten insbesondere Matthias Schnetzer sowie der PROKLA-Redaktion für wertvolle Anmerkungen danken.
 - 2 Eine detaillierte Beschreibung der Notenbankpolitik von Fed, EZB sowie der Bank of Japan findet sich bei Heinz (2011) und Henry (2012).

Schockwellen auf den Finanzmärkten – veranlasste die Fed, weitreichende, unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen zu treffen: Erstens entschied sie sich zu umfangreichen Käufen von Staatsanleihen und Wertpapieren von staatlich unterstützten Unternehmen im Hypothekenbankensektor. Damit sollten die Risikoprämien auf dem von der Krise arg gebeutelten US-Hypothekenmarkt sowie in anderen wichtigen Kreditmarktsegmenten reduziert werden. Für diese Ankaufprogramme hat sich gemeinhin die Bezeichnung QE1 und QE2 durchgesetzt (QE für Quantitative Easing). Zweitens initiierte die Fed in ihrer Rolle als *liquidity provider of last resort* zahlreiche Programme, um Finanzinstituten gegen entsprechende Sicherheiten hauptsächlich kurzfristige Liquidität zur Verfügung zu stellen. Dies geschah vor dem Hintergrund, dass sich der Zugang zu liquiden Refinanzierungsmitteln mit kurzer Laufzeit für viele Finanzmarktakteure schwierig oder gar unmöglich gestaltete. Mit ihren Liquiditätsprogrammen wollte die Fed nicht nur die kurzfristige Refinanzierung von gesunden Finanzinstituten sicherstellen, sondern auch, dass diese ausreichend liquide bleiben, um ihre Kreditvergabeaktivität aufrechterhalten zu können.

Mit der Verschärfung der Krise erachtete auch die EZB Maßnahmen als notwendig, die deutlich vom bisherigen Repertoire der geldpolitischen Instrumente abwichen. Diese waren vorwiegend auf den Bankensektor ausgerichtet, was der Struktur des Finanzsystems im Euroraum geschuldet war. Die Sondermaßnahmen, die die EZB in Folge erließ, wurden im Juli 2009 unter dem Label *enhanced credit support* („erweiterte Maßnahmen zur Unterstützung der Kreditvergabe“) begrifflich zusammengefasst. Den Banken wurde im Rahmen der sogenannten Tendereschäfte der EZB ermöglicht, ein breiteres Spektrum an Sicherheiten als bisher zu hinterlegen, um an Notenbankliquidität zu kommen. In späterer Folge wurden dann auch die Bonitätsanforderungen an diese Sicherheiten verringert. Das erlaubte den Banken, sich rasch und umfangreich mit Zentralbankgeld einzudecken.

Im Zuge des signifikanten Anstiegs von Risikoprämien 10-jähriger Staatsanleihen in einigen Eurostaaten, insbesondere in Griechenland, sah sich die EZB veranlasst, weitere Maßnahmen zu treffen. Im Rahmen des sogenannten Programms für Wertpapiermärkte (*Securities Market Programme*, kurz: SMP) kann das Eurosystem in den Märkten für öffentliche und private Schuldtitel im Euroraum intervenieren, um die langfristigen Zinsen von Staatsanleihen zu senken und damit die Refinanzierungsmöglichkeiten dieser Länder zu stärken.

Um die geldpolitische Transmission in die Realwirtschaft zu verbessern, entschied sich die EZB zu weiteren ungewöhnlichen Schritten: Im Rahmen von zwei langjährigen Tendern teilte sie im Dezember 2011 sowie im Februar 2012 den Kreditinstituten knapp über 1.000 Milliarden Euro an Liquidität zu. Damit einher ging die Hoffnung, dass die Banken die gewonnene Liquidität in Form

von Kreditvergaben an die Realwirtschaft, in Form von Wertpapierkäufen an Staaten oder in Form von Interbankausleihungen an Banken weitergeben würden. Zumindest die Bankhäuser in Italien und Spanien dürften auch in großem Umfang Anleihen ihrer Regierungen gekauft haben, was deren Renditen kräftig sinken ließ und somit die Refinanzierungsschwierigkeiten dieser Staaten etwas linderte – zumindest temporär.

Im Verlauf des Sommers 2012 vollzog die EZB dann einen weit ungewöhnlicheren Schritt. Ihr Präsident Mario Draghi kündigte im September 2012 offiziell an, dass die EZB Anleihen von sogenannten Krisenstaaten in unbegrenztem Ausmaß kaufen werde.³ Obwohl diese Staatsanleihen nicht direkt von den Staaten, sondern auf dem Sekundärmarkt gekauft werden sollten, wurde der EZB der Vorwurf der indirekten Staatsfinanzierung gemacht, die ihr gesetzlich verboten ist. Voraussetzung für die Anleihekäufe ist allerdings, dass sich die betroffenen Staaten unter den Rettungsschirm des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM)⁴ begeben, der den betroffenen Staaten einen strikten Sparkurs abverlangt. Insofern kann diese Maßnahme auch als Verfestigung des deutschen Austeritäts- und Stabilitätskurses interpretiert werden (vgl. Stütze 2012).

Anfang 2015 traf die EZB den Entschluss, mit ihrem Wertpapierankaufsprogramm noch einen Schritt weiter zu gehen, und neben *Asset Backed Securities*⁵ und *Covered Bonds*⁶ ab März 2015 auch bonitätsmäßig hochwertige Staatsanleihen von Euroländern (und staatsnahen Institutionen) zu kaufen. Bis September 2016 sollen monatlich Anleihen im Wert von 60 Milliarden Euro angekauft werden. Wiederum sollen dadurch die Zinsen dieser Staatsanleihen gedrückt werden. Da diese Zinsen häufig der Bewertungsmaßstab für diverse Ausleihungen von Unternehmen und Haushalten sind, hofft man durch diese Maßnahme, die Refinanzierungsbedingungen für diese noch günstiger zu machen und damit Impulse für Investitionen und Konsum zu geben (ECB 2015). Gleichzeitig soll auch den deflationären Tendenzen im Euroraum Einhalt geboten werden.

3 <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2012/html/is120906.en.html>, Zugriff: 05.5.2015.

4 Der ESM wurde von den Euro-Mitgliedstaaten errichtet und ist im Herbst 2012 in Kraft getreten. Er wurde zunächst mit 700 Milliarden Euro ausgestattet.

5 Ein Wertpapier, das mehrere Forderungen (Kredite) bündelt und diese in eine eigene Gesellschaft (special purpose vehicle) einbringt. Zur Refinanzierung des Forderungsbündels emittiert diese Gesellschaft ein Wertpapier (ABS), in der Regel eine verzinsliche Anleihe.

6 Covered Bonds sind Wertpapiere, die ähnlich wie ABS durch einen Pool an Forderungen (meist Hypothekarkredite) unterlegt sind. Diese Forderungen bleiben bei der emittierenden Bank, sie dienen als Sicherheitenpool, auf den der Investor bei Platzen des Wertpapiers zugreifen kann.

So unterschiedlich die Maßnahmen der Fed und der EZB waren, so führten sie bei beiden Notenbanken zunächst zu einem gemeinsamen Ergebnis: Sowohl bei der Fed wie auch bei der EZB hat sich in den Jahren nach Ausbruch der Krise der Bilanzumfang verdreifacht. Dennoch stellte sich kein nennenswertes Wachstum ein, insbesondere in der EU. Weder die Niedrigzinspolitik, noch die Ausweitung der Tenderaktivitäten, noch der direkte Ankauf von Anleihen und ähnlichen Wertpapieren hat dazu geführt, dass Investitionen oder Konsumausgaben in relevantem Ausmaß steigen. Im Gegenteil, sechs Jahre nach Ausbruch der Finanzmarktkrise verdichten sich Zeichen einer weltumspannenden Wirtschaftskrise (vgl. IMF 2014a). So sehr die Geldpolitik offenbar in der Lage ist, im Wirtschaftsaufschwung allein durch Einsatz ihrer klassischen Instrumente konjunkturbremsend zu wirken, so wenig gelingt es ihr, nicht einmal durch den breiten Einsatz neuer, unkonventioneller Maßnahmen Wachstumsimpulse in einer Krise zu setzen.

Als Gründe für das Scheitern dieser geldpolitischen Maßnahmen sehen wir vor allem strukturelle Entwicklungen im realwirtschaftlichen Sektor, insbesondere einen Anstieg der Verschuldung von Haushalten und Unternehmen, der weitere Kreditaufnahme verhindert. Diese ist unseres Erachtens wiederum Folge einer tieferliegenden Akkumulationskrise. Im Folgenden verdeutlichen wir diese Annahmen insbesondere mit Bezug auf die Europäische Union bzw. den Euroraum.

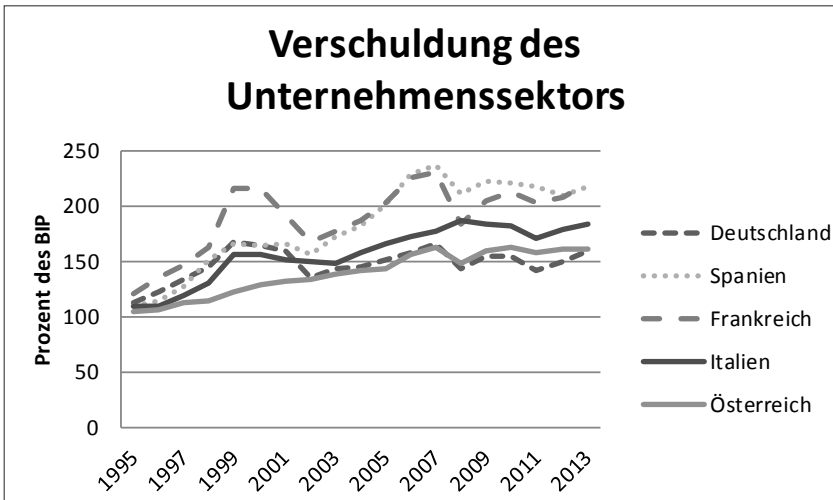
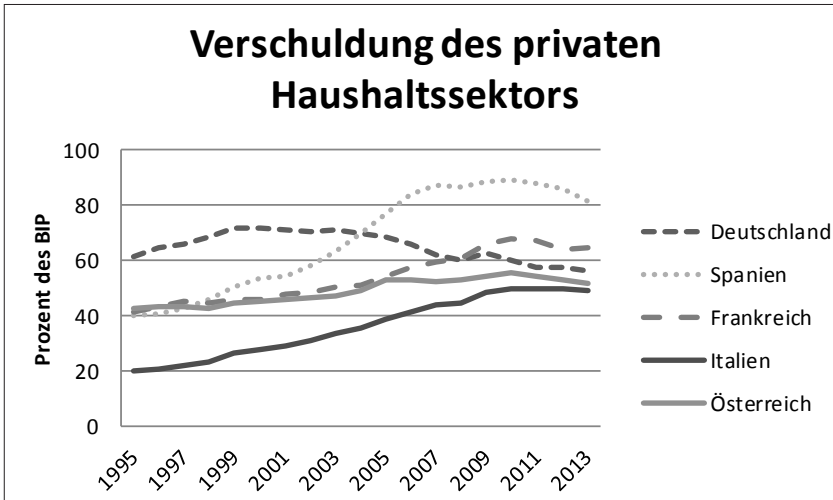
Wachsende private Verschuldung

Der Versuch, Wachstum über niedrige Zinsen und üppige Liquidität zu generieren, die wiederum Konsum- und Investitionsausgaben erhöhen sollen, stößt sich zunächst an der aktuellen Verfasstheit des Haushalts- und Unternehmenssektors in Europa. Beide private Sektoren zeigten nämlich in den Jahren vor der Krise eine steigende Tendenz zur Verschuldung (siehe Abbildung 1). Vergleichbare Zeitreihen bestehen zwar erst seit 1995, der Trend steigender privater Verschuldung lässt sich für die einzelnen Länder aber bis in die 1970er Jahre zurück verfolgen.

Zwar liegt die Verschuldung⁷ des privaten Haushaltssektors im prozentualen Vergleich zum Bruttoinlandsprodukt in ausgewählten europäischen Ländern unter dem Wert der USA, dennoch lässt sich in den letzten zwei Jahrzehnten ein Anstieg der Verschuldung feststellen, insbesondere im unmittelbaren Zeitraum vor der Krise. Trotz eines Rückgangs der Haushaltsverschuldung in einigen europäischen Ländern nach Ausbruch der Krise (insbesondere in Deutschland),

7 Verbindlichkeiten der privaten Haushalte sowie privater Organisationen ohne Erwerbszweck gemäß Definition der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung.

Abbildung 1: Verschuldung des privaten Haushaltssektors und des Unternehmenssektors



liegt sie nach wie vor auf einem insgesamt hohen Niveau. Haushalte sind zudem aufgrund stagnierender und teilweise sogar sinkender Reallöhne in der EU hinsichtlich ihrer Kreditneuaufnahme beschränkt. Das WSI (2013) spricht von einem neuen Muster in der Lohnentwicklung der EU, seit Reallohnverluste infolge der Krise zu einem „dominierenden Trend“ werden. „Unter Einbeziehung der Prognosedaten der Europäischen Kommission ist die Reallohnentwicklung im Zeitraum 2010 bis 2013 in 18 von 28 EU-Staaten rückläufig“ (WSI 2013: 596).

Noch deutlicher zeigt sich die Verschuldung bei den nicht-finanziellen Unternehmen⁸, insbesondere in peripheren Ländern des Euroraums erreicht die Verschuldung⁹ des Unternehmenssektors über 200 Prozent des Bruttoinlandsproduktes. Bei nicht-finanziellen Unternehmen kommt hinzu, dass neben der steigenden Verschuldung auch die Profitabilität ihrer Investitionen in den letzten Jahren gesunken ist. Wie wenig profitabel Investitionen sind, zeigt sich unter anderem in der sich verschlechternden Kreditqualität der Unternehmen im Euroraum. Ein zunehmender Anteil an Krediten von Unternehmen kann nicht mehr bedient werden, sprich die erwarteten Profite zur Tilgung von Kreditsumme und Zinsen stellen sich nicht ein. Dies führt zu einem deutlichen Anstieg an geplatzten Unternehmenskrediten und infolge einer Zunahme von Unternehmensinsolvenzen im Euroraum.

Seit 2009 haben sich im Euroraum die sogenannten *non performing loans* (NPL), also Kredite, deren Bedienung fragwürdig ist, auf 800 Milliarden Euro verdoppelt (IMF 2014b: 41). Der Großteil dieser NPLs entfällt auf Unternehmenskredite. Diese offiziell gemeldeten NPL-Zahlen stellen allerdings nur eine absolute Untergrenze an faulen Krediten dar. Um ein Bild vom wahren Ausmaß Not leidender Unternehmenskredite zu bekommen, müssten noch sogenannte „sich in Restrukturierung befindliche Kredite“ berücksichtigt werden und Kredite, die von Banken als zu hoch angesetzte Sicherheiten bilanziert werden. Banken üben verschiedene Praktiken aus, um zu vermeiden, dass Kredite abgeschrieben werden müssen. Für diese Praktiken hat sich in der Fachsprache der Begriff *forbearance* herausgebildet. Da die EZB offenbar den von den Banken vorgelegten Zahlen zu etwa NPL misstraute, verordnete sie, bevor sie die Bankenaufsicht am 4. November 2014 über die großen Institute im Euroraum übernahm, ein sogenanntes *Asset Screening*. Im Zuge dessen ging der extern beauftragte Wirtschaftsprüfer Oliver Wyman noch einmal durch die Bilanzen der betroffenen Banken, um weitere potenziell Not leidende Kredite aufzudecken. Dieser *Asset Quality Review* (AQR) förderte dann auch tatsächlich noch einen weiteren Wertberichtigungsbedarf von rund 48 Milliarden Euro zutage (vgl. EZB 2014). Obwohl bilanzierungsrechtlich strittig ist, ob dafür auch wirklich Wertberichtigungen gemacht werden müssen, liefert das Ergebnis des AQR ein weiteres Indiz, dass viele Unternehmenskredite nicht mehr viel wert sind, denn

8 Im Folgenden verwenden wir den Begriff „Unternehmen“ analog zur EZB-Statistik für Betriebe, die nicht-finanzielle Institutionen sind, also im wesentlichen Produktionsunternehmen des realwirtschaftlichen Sektors.

9 Enthält alle finanziellen Forderungen an Unternehmen gemäß Definition der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung.

auch im AQR entfiel ein Großteil des zusätzlichen Wertberichtigungsbedarfs auf Kredite an Unternehmen.

Damit mehren sich die Anzeichen, dass seit einigen Jahren zahlreiche Unternehmen durch Banken künstlich am Leben erhalten, wofür sich der Begriff *Zombie banking* oder *Zombie lending* etabliert hat. Der Verdacht liegt also nahe, dass auch in Europa, ähnlich wie in Japan, „Zombie-Unternehmen“ mit im Vergleich zum Risiko zu günstigen Krediten versorgt werden, und dass nicht nur der eine oder andere Kredit aufgrund von Fehleinschätzungen vergeben wurde, sondern die Wachstumsaussichten der europäischen Wirtschaft (allerdings länderweise unterschiedlich) völlig falsch eingeschätzt wurden. Diese Phänomene sind insofern ein Krisensignal, als zunehmende Verschuldung in der Regel ein Zeichen wachsender Ökonomien ist (beispielhaft die osteuropäischen Transformationsökonomien). Im Euroraum sind hingegen die Wachstumsraten seit einigen Jahren sehr schwach (vgl. Antolin-Diaz et al. 2014). Angesichts der schwachen wirtschaftlichen Entwicklung ist die Neigung von Haushalten und Unternehmen gering, sich nun über weiteres Geld der EZB zu verschulden.

Daher lassen sich derzeit sowohl nachfrage- wie angebotsseitig Restriktionen am Kreditmarkt im Euroraum feststellen. Für Banken, deren Bilanzen durch fragwürdige Kredite belastet sind, macht es weder aus betriebs- noch volkswirtschaftlicher Sicht Sinn, weitere Kredite zu vergeben, insbesondere wenn deren wirtschaftliche Performanz fraglich ist. Unternehmen, deren Bilanzen schlechte Ertragskennzahlen aufweisen, mit trüben Zukunftsaussichten konfrontiert sind, halten sich bei der Kreditnachfrage zurück.

Aufgrund der Überschuldung von Unternehmen und privaten Haushalten sowie der stagnierenden Einkommensentwicklung, die sich unter anderem im zunehmenden Platzen von Bankkrediten und dem Anwachsen von *non performing loans* manifestiert, erleben wir nun eine sogenannte *balance sheet recession* (Koo 2011), in der die zentralen volkswirtschaftlichen Akteure versuchen, zu sparen, anstatt zu konsumieren und zu investieren. Jede zusätzliche Lockerung der Geldpolitik, würde sie tatsächlich zu Konsum und Investitionen führen, würde die bestehende Verschuldung sowie das Phänomen des Wachstums auf Pump nur vertiefen, nicht aber den Krisenpotenzialen Einhalt gebieten. Diesbezügliche Krisenerklärungen finden sich insbesondere in (post-)keynesianischen Debatten wieder, in denen sinkende Reallöhne, die ungleiche Einkommensentwicklung der letzten Dekaden sowie die zunehmende Verschuldung insbesondere der Haushalte zentrale Elemente der Krisendiagnose bilden (vgl. Stockhammer 2012; Kapeller/Schütz 2014). Die dadurch bedingte Kaufkraftschwächung verhindert eine Erholung der Konjunktur über gesteigerte Konsumnachfrage. Geschwächte Kaufkraft als Krisenerklärung greift in einer längerfristigen Betrachtung jedoch zu kurz. Vielmehr manifestiert sich in dieser Entwicklung und im derzeitigen

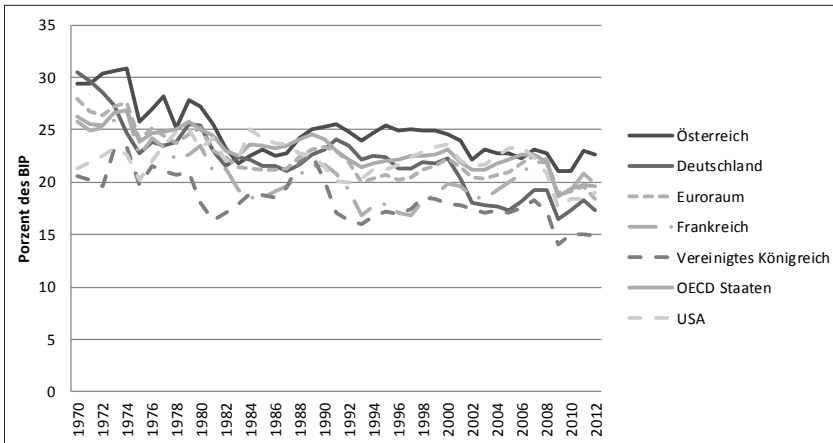
Plätzen zahlreicher (Unternehmens-)Kredite ein erneutes Aufbrechen einer strukturellen kapitalistischen Krise, die bereits in den 1970er Jahren begonnen hat, zwischenzeitlich jedoch durch Gegenstrategien aufgefangen werden konnte. Diese Krise des Kapitalismus wurde unter anderem über die Ausweitung der Kreditvergabe und die Verschuldung von Haushalten und Unternehmen hingehalten, wobei Notenbanken bereits in der Vergangenheit eine zentrale Rolle spielten (vgl. Henry/Redak 2014; zu den USA Guttman 1994). Während bis in die 1970er Jahre die Gewinne von Unternehmen noch ausreichten, um einerseits einen Teil zu investieren, aber gleichzeitig auch einen anderen Teil den ArbeitnehmerInnen in Form von Lohnsteigerungen zugutekommen zu lassen und damit Kaufkraft zu schaffen, wurde aufgrund sinkender Profitraten in den folgenden Jahrzehnten der Kredit zur Finanzierung von Investitionen und Konsum viel zentraler. Zwar war die Kreditverschuldung (von Unternehmen) immer schon für die Ausweitung von Produktion zentral, denn sie eröffnet dem Kapitalisten die Möglichkeit, die Produktion auszudehnen, ohne durch den bereits realisierten Mehrwert der Vorperiode beschränkt zu werden. Allerdings hat sie in den letzten Jahrzehnten ein Ausmaß angenommen, das ÖkonomInnen von Überschuldung beziehungsweise *debt driven economies* (vgl. Caruana 2014) sprechen lässt, welche nicht nachhaltig Wirtschaftswachstum generieren können, weil Verschuldungsketten immer wieder in sich zusammenbrechen, wenn die erwarteten Einnahmen nicht realisiert und damit auch Rückzahlung und Zinsen nicht bedient werden können. Es kommt zu einer Entwertung eines Teils des gesellschaftlichen Gesamtkapitals, wenn die als zinstragendes Kapital verbrieften Ansprüche an zukünftige Verwertungsprozesse nicht realisiert werden können. Die gegenwärtige Krise ist damit erstens keine reine Finanzmarktkrise und zweitens keine kurzfristig zyklische Krise, sondern eine Krise des Kapitalismus, dessen zugrunde liegendes Problem, die mangelnde Wertschöpfung im produktiven Bereich, seit Jahrzehnten besteht und die nicht nachhaltig überwunden werden kann. Daher reicht es zur Krisenüberwindung nicht, den Geldhahn aufzudrehen und die Märkte mit Liquidität zu fluten.

Investitions- und Innovationsmangel

Die mangelnde Wertschöpfung im produktiven Bereich und die geringe Profitabilität realwirtschaftlicher Investitionen sind Ausdruck einer Innovationskrise des Kapitalismus, die nicht nur von ÖkonomInnen marxistischer Prägung konstatiert wird (vgl. u.a. Lapavistas 2010; Shaik 2011; Duménil/Levy 2011; Bellofiore et al. 2014), sondern zunehmend auch von Vertretern der konservativen und Mainstream-Ökonomie beklagt wird (u.a. Gordon 2012; Tyler 2011; Summers 2014).

Sie zeigt sich unter anderem darin, dass in kapitalistischen Regionen bereits seit den 1970er Jahren immer weniger in zukünftiges Wachstum investiert wird. Die Investitionsquote ist definiert als das Verhältnis von Bruttoanlageinvestitionen zum Bruttoinlandprodukt (BIP) und misst, wie viel ein Land in seine zukünftige wirtschaftliche Entwicklung investiert beziehungsweise investieren kann.¹⁰ Abbildung 2 zeigt, wie sich die Bruttoinvestitionsquoten seit den 1970er Jahren für ausgewählte Länder beziehungsweise Regionen verringert haben.

Abbildung 2: Sinkende Bruttoinvestitionsquoten



Gemäß der traditionellen ökonomischen Theorie müssten jedoch gerade entwickelte Länder, deren Produktion bereits hohe Anforderungen an Technik und Humankapital stellt, besonders hohe Investitionsquoten im Vergleich zu weniger entwickelten Ländern aufweisen, und deutlich mehr investieren, um langfristig stabiles Wirtschaftswachstum und damit verbundene Einkommenssteigerungen sicherzustellen. Das liegt an den sinkenden Grenzerträgen des eingesetzten Kapitals. Je kapitalintensiver ein Produktionsprozess ist, desto mehr zusätzliches Kapital wird benötigt, um die Produktion zu erhöhen. Die Tatsache, dass seit den 1970er Jahren jener Teil des generierten Einkommens, der realwirtschaftlich investiert wird, laufend sinkt, deutet auf immer größer werdende Investitionslücken hin, die schon seit Jahrzehnten einer langfristigen Wachstumsstabilität kapitalistischer Ökonomien widersprechen (Bach et al. 2013). Neben diesen materiellen Investitionen müssten mit zunehmender Entwicklung der Produktionsprozesse

10 Siehe DIW, http://www.diw.de/de/diw_01.c.423663.de/presse/diw_glossar/investitionsquote_investitionslucke.html, Zugriff: 4.3.2015

ebenfalls immaterielle Investitionen in Bildung und Humankapital immer bedeutsamer werden, da für komplexere Aufgaben auch mehr Bildung notwendig ist. Derartige Investitionsfelder sind aber von der sogenannten Baumol'schen Kostenkrankheit betroffen, was bedeutet, dass die Erbringung dieser Investitionen relativ zu anderen Gütern und Dienstleistungen immer teurer wird. Im Bildungsbereich sind jedoch Produktivitätssteigerungen wie etwa in der Auto- oder Computerindustrie undenkbar.

Für entsprechende Produktivitätssteigerungen und langfristiges Wachstum sind gemäß der ökonomischen Standard-Theorie immer wieder neue Innovationszyklen und technologischer Fortschritt vonnöten. Innovationen erzeugen nämlich Alleinstellungsmerkmale für Unternehmen und versprechen damit für eine bestimmte Zeit Monopolrenten, also besonders hohe Profitabilität, wie sowohl marxistische wie Mainstream-Theorien feststellen. Kommt es zu großen Innovationen, dauert es oft Jahrzehnte, bis sie sich durch entstandene Produktivitätsvorteile in der gesamten Wirtschaft ausbreiten. Auch Folge-Innovationen können noch Jahrzehnte lang für zusätzliche Produktivität und Wachstum sorgen. Historisch lassen sich grob drei Phasen entsprechender Innovations- und Wachstumsschübe unterscheiden (vgl. Gordon 2012): So führte zunächst die Erfindung der Dampfmaschine über den Einsatz von Lokomotiven oder Dampfschiffen im 19. Jahrhundert zu ungeahntem Wirtschaftswachstum. Es dauerte aber sehr lange, bis die Eisenbahn die USA und Europa erschlossen hatte und daher sorgte diese Innovation über mehr als ein Jahrhundert für Produktivitätssteigerungen und Wirtschaftswachstum. In einer zweiten Welle von Innovationen Ende des 19. Jahrhunderts wurden elektrisches Licht, der Verbrennungsmotor, das Telefon und der Film erfunden, die über Folgeentwicklungen wie motorisierte elektrische Geräte Herstellungs- und Transportaktivitäten erleichterten. Obwohl diese Techniken zum Teil auf die 1930er Jahren zurückgehen, beeinflussten sie das Produktivitätswachstum in den Zentren bis in die 1970er Jahre. Diese zweite Innovationswelle ermöglichte im 20. Jahrhundert jahrzehntelanges Wachstum mit Raten über zwei Prozent. Die dritte Innovationswelle ging mit der Erfindung des Computers einher und sorgte ab den 1960er Jahren für positive Wachstumsraten. Insgesamt ist sie jedoch weniger produktiv als die zweite Innovationswelle, die zu fundamentalen Veränderungen wie zur Verstädterung und zum Rückgang der Beschäftigten in der Landwirtschaft führte. Außerdem scheint diese dritte Innovationswelle vergleichsweise schnell zu einem Ende gekommen zu sein (ebd.). Robert Solow, das Urgestein der modernen Wachstumstheorie, bemerkte schon 1987: „You can see the computer age everywhere but in the productivity statistics“ (Solow 1987; vgl. Scherrer 2001). Damit scheint der Kapitalismus heute weniger relevante Innovationen hervorzubringen. Zudem führen Innovationen offenbar nicht mehr in dem Ausmaß zu Wachstum, wie sie dies in früheren Perioden kapitalistischer Entwicklung taten.

Innovationen sind deswegen so bedeutend, weil sie eng mit dem tendenziellen Fall der Profitrate zusammenhängen. Marxistisch wird die Profitrate (r) definiert als Verhältnis von Mehrwert (m) zu konstantem Kapital (c), also Maschinen, Immobilien, Werkzeuge etc., und variablem Kapital (v), den Kosten für Arbeitskraft, ausgedrückt in der Formel: $r=m/(c+v)$. Um Profitraten empirisch abzubilden, wird meist der Teil des BIP, der aus Kapitaleinkommen stammt, durch den Kapitalstock dividiert. Kapitaleinkommen steigen dadurch, dass ihr prozentueller Anteil am BIP wächst oder dadurch, dass das BIP selbst wächst. Jedoch hat der prozentuelle Anteil der Kapitaleinkommen am BIP definitionsgemäß eine Grenze bei 100 Prozent. Ist diese Grenze erreicht, und es wird weiterhin Kapital akkumuliert, also gespart, sinkt die Profitrate, sobald der Kapitalstock schneller als das BIP wächst. Um den Bezug zur lebendigen Arbeit zu verdeutlichen, kann die die Marx'sche Formel umformuliert werden: $r=[m/(m+v)]/[c/(m+v)+v/(m+v)]$. Alle Größen beziehen sich nun auf $(m+v)$, die Summe von Mehrwert und variablem Kapital, also dem Wert der gesamten lebendigen Arbeit. Im Zähler steht nun ein Maß für den Anteil der Mehrarbeit an der gesamten lebendigen Arbeit. Er hat 1 als Obergrenze, was verdeutlicht, dass die Ausbeutung lebendiger Arbeit nicht grenzenlos ausgeweitet werden kann, wenn v relativ zu m sinkt. Der erste Teil des Nenners zeigt das Verhältnis des konstanten Kapitals zur gesamten lebendigen Arbeit und kann als Verhältnis vergangener, toter Arbeit zu lebendiger Arbeit interpretiert werden. Dieser Term kann beliebig groß werden. Der zweite Term im Nenner zeigt den Anteil bezahlter, lebendiger Arbeit an der gesamten lebendigen Arbeit und geht bei zunehmender Ausbeutung gegen Null. Der relevante Term ist also der erste Term im Nenner, die Entwicklung des Verhältnisses vergangener Arbeit, dem konstanten Kapital, zu lebendiger Arbeit, dem variablen Kapital und der Mehrarbeit. Steigt dieses Verhältnis, dann sinkt die Profitrate. Die gesamte lebendige Arbeit, also bezahlte Arbeitseinkommen und Mehrarbeit, entspricht dem gesamten Einkommen, dem BIP. Die tote Arbeit, dem aus vergangener Arbeit angesparten (produktiven) Kapital.

Relevant für unsere Frage ist nun, welchen Einfluss der technologische Fortschritt hat. Okishio (1961) zeigte, dass technischer Fortschritt ein Sinken der Profitrate verhindert, wenn profit-maximierende Unternehmen und konstante Reallöhne gegeben sind. Oftmals wird das Verhältnis zwischen konstantem und variablem Kapital als Maß für das technische Niveau der Produktion interpretiert. Der Unternehmer hält den Kapitaleinsatz lieber gering, da er den Profit schmälert, Nur durch den Wettbewerb mit anderen Unternehmen ist er zur Innovation und damit verbundenem höheren Kapitaleinsatz gezwungen. Diese Vorstellung greift aber zu kurz. Es existiert zwar technologischer Fortschritt, der komplementär zu Kapital ist und den Anteil der Kapitaleinkommen am BIP erhöht. Aber es existiert auch technologischer Fortschritt, der die gesamte Produktivität erhöht

und damit das BIP. Wenn das dazu führt, dass das BIP schneller wächst als der Kapitalstock, fällt die Profitrate nicht, sondern steigt bei gleichbleibendem oder steigendem Anteil des Kapitaleinkommens am BIP sogar. Unternehmer werden daher nicht nur aufgrund von Wettbewerb zu Innovationen gezwungen, sondern können durch steigende gesamte Produktivität auch ihre absoluten Profite (bei gleichschnell wachsendem Kapitalstock) und sogar ihre Profitrate (bei langsamer wachsendem Kapitalstock) erhöhen. Der tendenzielle Fall der Profitrate ist eben nur ein tendenzieller.

Empirisch ist die Lage in den letzten Jahrzehnten weitgehend dadurch charakterisiert, dass das BIP langsam stieg und der Anteil des Kapitaleinkommens am BIP ebenso stieg. Beides wirkt in Richtung steigender Profitrate. Der Kapitalstock stieg aber gleichzeitig so schnell, dass es insgesamt zu einem Sinken der Profitrate kam. Neben umfangreicher deskriptiver und ökonomischer Literatur hat in jüngster Zeit insbesondere Piketty (2011) auf dieses Phänomen hingewiesen. Pikettys vielzitierte steigende *capital-to-income-ratio* beschreibt die Tatsache eines Kapitalstocks, der schneller als das BIP wächst. Auch seine Betonung der Tatsache, dass vererbtes Vermögen im Vergleich zum erwirtschafteten Vermögen immer wichtiger wird, lässt sich im Prinzip auf das Verhältnis von toter Arbeit (konstantem Kapital) zu lebendiger Arbeit (variablem Kapital) umlegen.

Man kann nicht seriös abschätzen, ob es in naher oder ferner Zukunft wieder zu bahnbrechenden Innovationen kommt, die Produktivitätswachstum, profitable Investitionen und auch Monopolrenten mit entsprechenden Profiten ermöglichen. Seitens der *Mainstream-Ökonomie* wird jedenfalls auf entsprechende Innovationen gehofft. Derzeit zeigt sich jedoch lediglich die Abschwächung des innovationsbedingten Produktivitätswachstums in den letzten Jahrzehnten, und es deutet auch nichts darauf hin, dass sich dieser Trend demnächst ändern würde (Gordon 2014), weshalb wir auch gegen Ende des Artikels die Frage aufwerfen, welche wirtschaftspolitischen Schlussfolgerungen aus Niedrigwachstum gezogen werden können. Die Geldpolitik spielt hierbei aus unserer Sicht keine Rolle.

Solange Produktivität nicht durch entsprechenden technologischen Fortschritt erhöht werden kann, setzen Unternehmer auf andere Strategien, um ihre Profite zu stabilisieren. Denn der tendenziellen Abschwächung der Wachstumsraten stehen zahlreiche Gegenstrategien gegenüber, die die Profitmöglichkeiten über die letzten Jahrzehnte wieder sichergestellt haben. Dazu zählen neben der Erhöhung der Ausbeutungsrate durch Senkung der Reallöhne und Druck auf Gewerkschaften die Expansion in bislang weniger durchkapitalisierte Weltregionen (Asien, Osteuropa), stark zunehmende Möglichkeiten zur Steuerflucht, die zunehmende Rationalisierung in der Produktion, Konzentrationstendenzen im Banken- und Unternehmensbereich sowie spezifischer im Finanzbereich, die Finanzialisierung der Volkswirtschaften mit aufgeblähten Marktwerten und schlussendlich auch

die sukzessive Ausweitung der Kreditgeldmenge durch Banken und Notenbanken (vgl. McNally 2008; Demirovic/Sablowski 2012; Henry/Redak 2014).

Durch die Krise wurden jedoch insbesondere die letztgenannten Strategien wie die Finanzialisierung und die Ausweitung der (Kredit-)Geldmenge ihrer Wirksamkeit beraubt und dem Kapitalismus innewohnende Stagnationstendenzen treten nun wieder stärker hervor. Angesichts der damit einhergehenden wirtschaftlichen Schwäche der Haushalte und der realwirtschaftlichen Unternehmen sehen wir daher nicht, dass die lockere Geldpolitik der EZB zu nennenswertem Wirtschaftswachstum im Euroraum führen sollte. Vielmehr sieht es danach aus, als würde es sich bei den hohen Wachstumsraten, die der Kapitalismus im 20. Jahrhundert hervorbrachte, eher um eine Anomalie handeln, die wir in Zukunft kaum erwarten sollten (Lutz 1989; Piketty 2011). Gleichzeitig ist jedoch zu befürchten, dass die Geldpolitik manche Krisentendenzen sogar zunehmend verschärft, da sich negative verteilungspolitische Konsequenzen ergeben.

Geldpolitik verstärkt Verteilungsungleichgewichte

Weder lösen *Asset purchase*-Programme das Problem, dass aufgrund der sinkenden Innovationskraft des Kapitalismus immer weniger rentable Investitionsprojekte vorhanden sind, noch haben sie einen gleichmäßigen Einfluss auf private Haushaltsbudgets und Haushaltsbilanzen. Ganz im Gegenteil führt die Geldpolitik der letzten Jahre zu einer Umverteilung von einkommens- und vermögensschwächeren Haushalten zu einkommens- und vermögensstärkeren Haushalten. Das gilt nicht nur für die Niedrigzinsstrategie der Notenbank, sondern ebenso für *Asset Purchase*-Programme und in der Folge auch die (staatlichen) Bankenrettungen. Die niedrigen Zinsen haben bisher vor allem dazu geführt, dass Preise von Aktien und anderen Finanzaktiva sowie Anleihewerte gestiegen oder weniger stark gefallen sind, als das aller Wahrscheinlichkeit nach mit höheren Zinsen passiert wäre. Niedrigere Zinsen führen dazu, dass Geld billiger und damit Finanzinvestitionen profitabler werden. Auch *Asset Purchase*-Programme haben diesen Effekt. Die Banken investieren das zusätzliche Geld, um die verkauften Wertpapiere durch andere Finanzaktiva zu ersetzen. Damit steigt die Nachfrage nach diesen Aktiva, was wiederum deren Preise nach oben treibt und zu Preisblasen auf diversen Finanzaktivamärkten führt. In einer Situation, in der die meisten Unternehmen mit negativen Zukunftsaussichten und großer Unsicherheit konfrontiert sind und eher Schulden zurückzahlen als neue aufnehmen wollen, und die Banken ihrerseits möglichst liquide sein wollen, fließt das zusätzliche Geld kaum in langfristige Unternehmenskredite, sondern vor allem in liquide Aktien- und Anleihemärkte. Hauptprofiteure sind daher jene, die Aktien, Anleihen und andere Finanzaktiva halten. Das sind vor allem

vermögender, einkommensstärkere Haushalte, die dadurch noch vermöglicher werden, wodurch ihre gesellschaftliche Macht steigt (vgl. Piketty 2011).

Zwar wird auch argumentiert, dass niedrige Zinsen gerade verschuldeten Haushalten zugutekommen. Das stimmt allerdings nur dann, wenn es sich bei den verschuldeten Haushalten hauptsächlich um ärmere Haushalte handelt. Für die Haushalte mit hohen ausstehenden Kreditsummen trifft das in 'Kerneuropa' jedenfalls nicht zu. Denn anders als in den USA, wo ein großer Anteil von NiedrigeinkommensbezieherInnen Kredite für Wohnraumbeschaffung aufnehmen „musste“, sind KreditnehmerInnen in den Zentren Europas vorrangig einkommens- und vermögensstärkere Haushalte. Einkommensschwächere Haushalte halten zudem vermehrt Konsumkredite, die selten wie Hypothekendarlehen an Interbankzinssätze wie den Euribor gekoppelt sind und daher deutlich weniger von Zinssenkungen profitieren. Gerade Kontokorrentkredite weisen für gewöhnlich die höchsten Zinssätze auf. *Asset Purchase*-Programme führen wiederum zu steigenden Vermögenspreisen, die ja gerade das Ziel der Notenbanken bei derartigen Programmen sind. Durch den sogenannten Vermögenspreiseffekt sollen sich etwa auch HausbesitzerInnen in den USA wieder reicher fühlen und darum wieder mehr Geld ausgeben. Durch die expansive Geldpolitik steigen jedoch vor allem ihre Vermögenswerte (Immobilien, Aktien und Anleihe), ohne dass sich das in nennenswerten Mehrkonsum überträgt.

Die Bank of England (BoE) hat in einem Bericht die Verteilungswirkungen ihrer *Asset Purchase*-Programme untersucht. Sie kommt zum Schluss, dass ihr Programm bei Aktien zu mindestens so starken Preisanstiegen wie bei Staatsobligationen geführt hat. Die Wirkungen auf ein breites Spektrum an Assets, insbesondere auf Anleihen und Aktien waren derart, dass das Finanzvermögen der privaten Haushalte deutlich wuchs. Gleichzeitig stellt die BoE fest, dass das hiervon betroffene Finanzvermögen stark konzentriert ist. So halten fünf Prozent der Haushalte rund 40 Prozent des betroffenen Finanzvermögens. Demgegenüber sind die Verlierer jene Haushalte, die vor allem Spareinlagen halten, deren Zinssätze durch die Geldpolitik deutlich gesunken und real negativ sind (Bank of England 2012). Daher hat in Summe die BoE-Politik zu einer Umverteilung hin zu einkommensstarken Haushalten geführt. Ähnliche Untersuchungen existieren auch für die unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen der Bank of Japan. Frost und Saiki (2012) zeigen, dass die Politik zu steigender Einkommensungleichheit und steigenden Armutsquoten sowie zunehmender Polarisierung der Einkommens- und Vermögensverteilung geführt hat. Sie schlagen begleitende steuerliche und strukturelle Politikmaßnahmen vor, um diesen unerwünschten Effekt der Geldpolitik zu neutralisieren.

Damit bleiben zusammenfassend die Notenbanken trotz unkonventioneller Maßnahmen in ihrer geldpolitischen Stoßrichtung konventionell: Denn auch

die Geldpolitik vor der Krise hatte – insbesondere im Rahmen der Inflationsbekämpfungsprogramme – den Effekt, dass die Vermögen und die Vermögenden geschützt wurden und nicht unter zu hoher Geldentwertung zu leiden hatten.

Kleiner Staat mit großem Schirm

Die Vermögenden werden aber nicht nur durch die Geldpolitik der Notenbanken verschont, sondern profitierten im Zuge der Bankenrettungen auch von der Bereitschaft des Staates, entstandene Verluste in die öffentlichen Haushalte zu übernehmen, anstatt sie den Gläubigern aufzubürden. Bezahlt wird diese Gläubigerrettung mit Steuergeld und der Erhöhung von Staatsschulden, was angesichts der niedrigen Inflationsraten wiederum zu einem Transfer von ärmeren Bevölkerungsschichten zu den Gläubigern von Staaten führt. Die Renditen auf europäische Staatsanleihen sind zwar niedrig, aber dennoch höher als die negativen Realzinsen auf den Konten der ärmeren Bevölkerungsschichten. Gleichzeitig wird die aufgrund von Bankenrettungen gestiegene Staatsverschuldung als Argument für weitere Austeritätsmaßnahmen benutzt, von denen wiederum vor allem einkommensschwächere Personen betroffen sind. Da die Konsumneigung aber mit wachsendem Einkommen und Vermögen abnimmt, führt diese Politik zu einer Verfestigung der lang anhaltenden Nachfrageschwäche.

Ein Teil des Abschreibungsbedarfs der Banken wurde im Zuge der Krise nicht nur auf Nationalbanken, sondern insbesondere auf Staaten der EU übertragen. Letztere übernahmen im Zuge der Bankenrettungspakete die Not leidenden Kredite und die daraus resultierenden Verluste wurden vergesellschaftet. Der Staat rettet damit nicht nur die Banken, sondern auch die kriselnden Unternehmen der Eurozone, deren faule Kredite die Bankbilanzen zum Einstürzen brachten. Daher steigt seit Ausbruch der Krise auch wieder die Staatsverschuldung im Euroraum, die im Jahrzehnt vor der Krise stabil beziehungsweise sogar leicht gesunken war. Die steigende Staatsverschuldung steht jedoch im Widerspruch zur seit einigen Jahren geltenden Doktrin schlanker Staatshaushalte und niedriger Defizite, weshalb mit Sozialstaatsabbau die Banken und ihre Gläubiger auf Kosten der sozial Schwachen gerettet wurden. Um die nun steigende Staatsverschuldung mit den Maastricht-Kriterien wieder in Einklang zu bringen, reduzieren die Staaten des Euroraums im Rahmen von Austeritätsprogrammen die Sozialausgaben – mit Billigung der EZB (vgl. Stützle 2014).

Mit dieser massiven Banken- und Gläubigerrettung tritt eine Funktion des Staates in den Vordergrund, die darin besteht, das privatwirtschaftliche Unternehmensrisiko zu versichern bzw. zu übernehmen. Diese Funktion ist nicht neu, taucht nun aber verstärkt auf. Dieser „Versicherungsschutz“ ist expliziter wie

implizit: Explizit zeigt er sich in der direkten Subventionierung von Unternehmen sowie in der Übernahme von Garantien und Haftungen für Unternehmen und Banken. Neben der massiven Garantieübernahme der Exportwirtschaft (Exportkreditgarantien) zeigen auch die jüngsten Turbulenzen um die Abwicklung der Nachfolgeanstalt der österreichischen Hypo Alpe Adria, der HETA Abbaugesellschaft, das schier untragbare Ausmaß an Landeshaftungen für Landeshypothekenbanken und deren Kredite, ein Phänomen, das in ähnlich exorbitanter Weise auch die deutschen Landesbanken betrifft. Implizit zeigt sich der staatliche Versicherungsschutz im Vorhandensein sog. 'impliziter Staatsgarantien' für Banken und der Tatsache, dass zahlreiche Kreditinstitute der EU 'too big to fail' sind und im Notfall vom Staat gerettet werden. Bei impliziten Staatsgarantien profitieren Banken von der Annahme, dass sie von Staaten aufgefangen werden. Dadurch verbessert sich ihr Rating um einige *notches*, wodurch ihre Refinanzierungskosten sinken und sie ein Zusatzeinkommen einstreichen können. Dem IMF zufolge ist die implizite Staatsgarantie besonders in den EU-Ländern sehr hoch (IMF 2014b: 101ff.).

Mit der Finanzkrise 2008 hat dieses Phänomen der staatlichen Versicherung des kapitalistischen Unternehmerrisikos, das sich bereits in der Vergangenheit im Rahmen der Unterstützung für insolvenzgefährdete nicht-finanzielle Unternehmen gezeigt hat, im Zuge der Bankenrettung und den begleitenden geldpolitischen Maßnahmen seinen bisherigen Höhepunkt erreicht. Zahlreiche große Unternehmen und Banken sind staatlich versichert, entweder direkt oder über Garantien auf ihre Anleihen, werden subventioniert und sind in der Lage, ihre Steuerzahlungen zu minimieren. Banken profitieren zudem von den Garantien des Staates auch bei ihren Refinanzierungsgeschäften mit der EZB, da staatsgarantierte Wertpapiere begünstigte Sicherheiten bei diesen Geschäften darstellen. Infolge der Krise wurden nun diese staatlichen Garantien und Sicherheiten schlagend und reißen dementsprechend Löcher in die Haushaltsbudgets.

Dabei galten lange Zeit steigende Staatsquoten grundsätzlich als mit der Entwicklung des Kapitalismus vereinbar, was auch theoretisch von vielen Ökonomen bestätigt wurde (vgl. Wagner 1893; Schumpeter 1939). Die moderne Volkswirtschaftslehre als Wissenschaft unterstützte die wachsende Bedeutung des Staates: Gerade die ersten neoklassischen Wachstumsmodelle, die nach dem Krieg entstanden, sahen eine starke Rolle des Staates als positiv und notwendig für das Wachstum, insbesondere in dynamischen Entwicklungsstadien des Kapitalismus, in denen durch den Staat entsprechendes Humankapital und technologische Infrastruktur bereitgestellt wurden (Halsmayer 2013). Die marxistische Staatstheorie sieht wiederum in einer steigenden Staatsquote sowie dem Ausbau des Wohlfahrtsstaates eine Bedingung für die Reproduktion des kapitalistischen Produktionsprozesses (O'Connor 1973, Aglietta 2000, 235ff.).

Heute wird der Anstieg der Staatsquote jedoch nicht als ein Zeichen des Fortschreitens des Kapitalismus, sondern als die größte Gefahr für den Kapitalismus und als Wachstumsbremse gesehen. Konsequenterweise ist es erklärtes Ziel, diesen seit Beginn des Kapitalismus anhaltenden Trend umzukehren und die Staatsquote zu senken. Gleichzeitig soll sichergestellt werden, dass trotz der besprochenen widrigen Bedingungen für Investitionen und Innovationen die private Akkumulation und Konzentration von Kapital fortgesetzt werden kann. Eine Möglichkeit dabei besteht darin, zunehmend staatliches Unternehmertum durch private Unternehmen zu ersetzen, letztere aber zu versichern. Obwohl die Staatsquote niedrig sein soll, sorgt der Staat damit im Krisenfall für einen Versicherungsschutz für das private Kapital. In dem Moment, da große Unternehmen oder Banken insolvent würden, greift der Staat ein und verhindert ein Abbrechen des Akkumulations- und Konzentrationsprozesses. Wenn privates Risiko in diesem Bereich schlagend wird, wird es von der Allgemeinheit übernommen. Während so die Gewinne der vermögenden EigentümerInnen weiter privat bleiben, sind die Risiken an den Staat weitergereicht. Dieser transformiert sie in den Abbau sozialer Sicherungssysteme und damit in eine Benachteiligung weiterer Teile der Bevölkerung. Gescheiterte Investitionsprojekte werden dank dieser staatlichen Versicherungsfunktion für die Kapitalgeber profitabel. Anstatt selbst Investitionen zu tätigen, Renditen zu erzielen und zu reinvestieren, versichert der Staat private Investitionen. Finanziert wird dies nicht über eine Besteuerung der Investoren, sondern über Staatsverschuldung, die dann als Argumentationsbasis dient, sich gleichzeitig zunehmend von der Bereitstellung öffentlicher Güter und sozialer Leistungen zurückzuziehen und auch in diesen Bereichen private Profite zu ermöglichen. So kann eine niedrigere Staatsquote erreicht werden, die jedoch im Versicherungsfall bei „Notverstaatlichung“ sprunghaft ansteigt, beziehungsweise im Fall, dass der Staat auch dann noch auf Eigentümerrechte verzichtet, schlicht in ein Ansteigen der Staatsverschuldung umgeleitet werden kann. Der Staat ist wirtschaftlicher Akteur „on demand“.

Die Transformation vom Steuerstaat hin zum Verschuldungsstaat und Konsolidierungsstaat, die mit der Stagnation der zuvor Jahrzehnte wachsenden Staatseinnahmen (relativ zum BIP) einherging, ist Teil des Zerfalls des regulierten keynesianischen Nachkriegskapitalismus (Streeck 2013) und Grundlage für die versuchte Etablierung eines Kapitalismus ohne steigende Staatsquoten – eine Art Notprogramm zur Aufrechterhaltung der Akkumulation und Konzentration des Kapitals. Die Krise bedeutet kein Scheitern dieser Entwicklungen, sondern ist ihre konsequente Beschleunigung, da in vorher noch nie dagewesenem Ausmaß private Risiken auf den Staat übertragen werden. Die Notenbankpolitik von Zinssenkungen bis zu den *Asset-Purchase*-Programmen nimmt dabei eine Schlüsselrolle ein. Niedrige Zinsen sorgen einerseits für die Finanzierbarkeit der durch

die Bankenrettungen notwendig gewordenen Staatsverschuldung. Wie eingangs beschrieben intervenierte die EZB mit ihren geldpolitischen Maßnahmen ja dahin gehend, die langfristigen Zinsen von Staatsanleihen des Euroraums zu senken. Damit half sie zunächst einmal den Regierungen, die budgetär negativen Auswirkungen dieser Bankenrettungen zu mildern. Doch wie die Banken, Haushalte und Unternehmen im Euroraum sind auch die Staaten derzeit vor allem damit beschäftigt, ihre Bilanzen zu bereinigen und ihre Defizite zu reduzieren. Deshalb fließt die durch die Niedrigzinspolitik geschaffene Liquidität nicht in neue Investitionen oder staatliche Ausgaben, sondern dient vor allem der günstigen Refinanzierung bestehender Schulden. Damit hilft sie auch, die Interessen der Gläubiger dieser Staatsschulden durchzusetzen, während gleichzeitig durch Androhung von Liquiditätsstopps jene Staaten bestraft werden, die die Notenbankliquidität nicht für die Bedienung der Schulden gegenüber Gläubigern, sondern für andere Maßnahmen wie beispielsweise für Sozialausgaben verwenden wollen, wie jüngst im Rahmen der Verhandlungen mit Griechenland sehr deutlich wurde.

Sowohl die enorme Ausweitung der für Banken- und Unternehmensrettung notwendig gewordenen Staatsverschuldung sowie die Umverteilung von unten nach oben, beides notwendige Bedingungen für die Absicherung des Akkumulations- und Konzentrationsprozesses, werden durch die entsprechende Notenbankpolitik unterstützt, wenn nicht sogar erst ermöglicht. Insofern kann die Geldpolitik als erfolgreich im Sinne der Kapital- und Vermögensinteressen bezeichnet werden. Aufgrund des ausbleibenden Wirtschaftswachstums wird sie jedoch möglicherweise unter Legitimationsdruck kommen. Internationale Organisationen und Wirtschaftsanalysten kritisieren bereits Quantitative Easing, allerdings bleiben sie in ihren Ratschlägen zu Alternativen zur geldpolitischen Intervention vage: Sehr häufig ist von Strukturreformen die Rede, wobei unklar bleibt, ob damit fiskalische Maßnahmen im Sinne von Steuererhöhungen und staatlichen Investitionen in Infrastruktur gemeint sind oder eine Verstärkung der Konsolidierungs- und Austeritätspolitik.

Nachdem nun die Grenzen der derzeitigen Geldpolitik sowie ihre unerwünschten negativen Verteilungsaspekte dargestellt wurden, müssten andere wirtschaftspolitische Maßnahmen angedacht werden, um die gegenwärtige Krise zu überwinden. Der erste wichtigste Schritt hierbei wäre eine Rückführung der drastischen Umverteilung von unten nach oben, wie sie seit den 1970er Jahren, aber insbesondere seit Beginn der Finanzkrise vonstatten gegangen ist. Unmittelbare Maßnahmen in diesem Zusammenhang wären Kapitalsteuern auf Privatvermögen, höhere Kapitalertragssteuern insbesondere für weltweit tätige Unternehmen sowie die Eindämmung von deren Möglichkeiten der Steuerhinterziehung (vgl. Zucman 2014). Außerdem müssten Steuern auf Arbeit gesenkt,

Spitzensteuersätze gleichzeitig deutlich erhöht und hohe Erbschaftssteuern mit niedrigen Freibeträgen eingehoben werden. Staatliche Ausgaben sollten primär über Steuern und nicht über Verschuldung finanziert werden, da diese in Zeiten niedriger Inflation zu einer Umverteilung von unten nach oben führt. Mit diesen Maßnahmen und Strategien wäre zwar die tendenzielle Krisenhaftigkeit des Kapitalismus nicht überwunden, allerdings könnte unmittelbar soziales Elend verringert sowie Raum und Zeit geschaffen werden, um im nächsten Schritt über Alternativen zum Kapitalismus nachzudenken.

Literatur

- Aglietta, Michel (2000): *A Theory of Capitalist Regulation. The US Experience*, London-New York.
- Antolin-Diaz, Juan et al.: *Is economic growth permanently lower?* Fulcrum Research Notes, October.
- Bach, Stefan et al. (2013): Deutschland muss mehr in seine Zukunft investieren, *DIW Wochenbericht* 26, Berlin.
- Bank of England (2012): The Distributional Effects of Asset Purchases, *Quarterly Bulletin* Q3, London.
- Bellofiore, Riccardo et al. (2014): *A credit-money and structural perspective on the European crisis: why exiting the euro is the answer to the wrong question*. Paper präsentiert am Internationalen Workshop „Full Employment in Europe: With or Without the Euro, Grenoble, Mai 2014. URL: manage.francescogaribaldo.bedita.net/files/6d/b7/BGM%20Grenoble%206%20-%20final%20revised%20draft.pdf, Zugriff: 20.4.2015.
- Caruana, Jaime (2014): *Debt trouble comes in threes*, Speech, International Finance Forum 2014 Annual Global Conference. URL: bis.org/speeches/sp141114.pdf, Zugriff: 20.4.2015.
- Demirović, Alex/Sablowski, Thomas (2012): Finanzdominierte Akkumulation und die Krise in Europa. In: *PROKLA* 42(1): 77-106.
- Duménil, Gérard/Lévy, Dominique (2011): *The Crisis of the Early 21st Century: Marxian perspectives*. URL: jourdan.ens.fr/levy/dle2011e.pdf, Zugriff: 20.4.2015.
- ECB (2014): *Aggregate Report on the Comprehensive Assessment*. URL: ecb.europa.eu/pub/pdf/other/aggreatereportonthecomprehensiveassessment201410.en.pdf, Zugriff: 20.4.2015.
- (2015): The Governing Council's Expanded Asset Purchase Programme, *Economic Bulletin*, Issue 1: 15-17.
- Frost, Jon/Saiki, Ayako (2012): How does Unconventional Monetary Policy Affect Inequality? Evidence from Japan, De Nederlandsche Bank, *Working Paper Series*, No. 423.
- Gordon, Robert J. (2012): Is U.S. Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts the Six Headwinds, *NBER Working Paper Series*, No. 18315.
- (2014): The Demise of U.S. Economic Growth: Restatement, Rebuttal, and Reflections, *NBER Working Paper Series*, No. 19895.
- Guttman, Robert (1994): *How Credit-Money Shapes the Economy*, New York.
- Halsmayer, Verena (2013): Der Ökonom als 'engineer in the design sense' – Modellierungspraxis und professionelles Selbstverständnis in Robert Solows 'Contribution to the Theory of Economic Growth'. In: *Berichte zur Wissenschaftsgeschichte* 36(3): 245-259.
- Heinz, Ronald (2011): *Geldpolitik in einem deflationärem Umfeld: Die Bank of Japan und die Federal Reserve im Vergleich*, Diplomarbeit, Wien.
- Henry, Roland (2012): Unkonventionelle Geldpolitik in Krisenzeiten: Die US Federal Reserve und die Europäische Zentralbank im Vergleich. In: *Kurswechsel* 4: 64-94.

- /Redak, Vanessa (2014): Geldverhältnis und Krise. In: Atzmüller, Roland et al. (Hg.): *Fit für die Krise? Perspektiven der Regulationstheorie*. Münster: 239-257.
- IMF (2014a): *World Economic Outlook*, October 2014, URL: imf.org/external/pubs/ft/wco/2014/02/pdf/text.pdf, Zugriff: 10.5.2015.
- (2014b): *Global Financial Stability Report*, Washington.
- Kapeller, Jakob/Schütz, Bernhard (2014): Debt, boom, bust: a theory of Minsky-Veblen cycles. In: *Journal of Post Keynesian Economics* 36(4): 781-814.
- Koo, Richard (2011): The world in balance sheet recession: causes, cure, and politics. In: *Real-World Economics Review*, No. 58. URL: rwer.wordpress.com, Zugriff: 10.5.2015.
- Lapavistas, Costas (2010): Financialisation and capital accumulation: Structural accounts of the crisis of 2007-08, School of Oriental and African Studies, University of London, Research in Money and finance, *Discussion paper*, No 16.
- Lutz, Burkhardt (1989): *Der Traum immerwährender Prosperität*, Frankfurt/M-New York.
- McNally, David (2008): Von der Finanzkrise zur Weltwirtschaftskrise. In: *Das Argument* 279: 796-804.
- O'Connor, James (1973): *The Fiscal Crisis of the State*, New York.
- Okishio, Nobuo (1961): Technical Changes and the Rate of Profit, *Kobe University Economic Review*: 85-99.
- Piketty, Thomas (2011): *Capital in the Twenty-First Century*, Harvard 2014.
- Scherrer, Christoph (2001): New Economy: Wachstumsschub durch Produktivitätsrevolution? In: *PROKLA* 31(1): 7-30.
- Schumpeter, Joseph A. (1939): *Business Cycles. A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process*, New York-London.
- Shaikh, Anwar (2010): The first great depression of the 21st century. In: *Socialist Register 2011. The crisis this time*: 44-63.
- Solow, Robert (1987): We'd better watch out. In: *New York Times Book Review*, 12. Juli 1987: 36.
- Stockhammer, Engelbert (2012): Rising Inequality as a Root Cause of the Present Crisis. Political Economy Research Institute (PERI), University of Massachusetts, *Working Paper*, Nr.282.
- Summers, Lawrence H. (2014): U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound, *Business Economics* 49: 65-73.
- Streeck, Wolfgang (2013): Die Krise der Staatsfinanzen: Demokratieversagen? Kapitalismusversagen! In: *Dms – der moderne Staat – Zeitschrift für Public Policy, Recht und Management* 6(1): 7-20.
- Stützle, Ingo (2012): FAQ, Noch Fragen? Draghikomödie: Viel Lärm um nichts, in: *ak – analyse & kritik*, Nr. 575 vom 21.9.2012.
- (2014): *Austerität als politisches Projekt. Von der monetären Integration Europas zur Eurokrise*, Münster.
- Tyler, Cowen. (2011): *The Great Stagnation. How America Ate All the Low-Hanging Fruit of Modern History, Got Sick, and Will (Eventually) Feel Better*, Dutton.
- Wagner, Adolph (1893): *Grundlegung der Politischen Ökonomie*, Leipzig.
- WSI, Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliches Institut der Hans Böckler Stiftung (2013): Euro-päischer Tarifbericht des WSI – 2012/2013. In: *Mitteilungen des WSI*, Nr. 8. URL: http://www.boeckler.de/pdf/wsimit_2013_08_schulten.pdf, Zugriff: 10.5.2015.
- Zucman Gabriel (2014): *Steueroasen – Wo der Wohlstand der Nationen versteckt wird*, Berlin.