

Michael Heine, Hansjörg Herr

Money Makes the World Go Round Über die Verselbständigung der Geldsphäre und andere Mißverständnisse

1. Einleitung

Etwa ab den siebziger Jahren kam es in der ökonomischen Entwicklung der Bundesrepublik Deutschland zu einem Trendumbruch: Die Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts flachten sich seither auf rund 2% im Jahresdurchschnitt ab; zu wenig, um vor dem Hintergrund einer rasch steigenden Zahl des Erwerbstätigenpotentials ein hohes Beschäftigungsniveau zu halten. Die zunehmende Arbeitslosigkeit spiegelt diesen Sachverhalt eindrucksvoll wider.

Der Anfang der siebziger Jahre kann auch im monetären Bereich als Bruch der Nachkriegsentwicklung begriffen werden, da zu diesem Zeitpunkt das seit dem Zweiten Weltkrieg bis dahin existierende Weltwährungssystem - das System von Bretton Woods - zerbrach und gleichzeitig zunehmend Liberalisierungen des Finanzsystems in vielen Ländern und auf internationaler Ebene stattfanden. Die Entwicklungen gehen weit über ein quantitativ stärkeres Wachsen monetärer Aggregate hinaus und zeigen auch qualitative Veränderungen.

Diese realen und monetären Verschiebungen, beispielsweise die Volumina der täglichen internationalen Finanztransaktionen in Relation zum Umfang des Welthandels mit Waren, hat bei einigen Autoren die Vermutung reifen lassen, die monetären Transaktionen hätten sich von den realwirtschaftlichen abgekoppelt und führten gleichsam ein (relatives) Eigenleben. Besonders ausgeprägt scheint uns diese Vorstellung bei verschiedenen marxistischen Autoren zu sein. Aus diesem Grunde soll im zweiten Abschnitt näher auf den aus dem Marxschen Werk abgeleiteten Zusammenhang von tendenziellem Fall der Profitrate und nachlassender Akkumulationsdynamik einerseits und monetärer Entkopplung andererseits eingegangen werden. Dabei werden wir uns insbesondere mit den Arbeiten von Krüger und Bischoff, die die angesprochenen Zusammenhänge explizit entwickeln, sowie mit Altvater, der die Entkopplung mit anderen Argumenten begründet, auseinandersetzen. Im dritten Abschnitt werden wir dann klären, wel-

che wichtigen strukturellen und institutionellen Veränderungen sich im Finanzsystem ab den siebziger Jahren durchgesetzt haben. In diesem Zusammenhang wird unsere eigene Analyse der Entwicklung des nationalen und internationalen Finanzsystems präsentiert. Schließlich werden viertens einige wirtschaftspolitische Überlegungen zum Umgang mit den Veränderungen im Finanzsystem diskutiert.

2. Strukturelle Überakkumulation und monetäre Entkopplung

Wie nun wird die (relative) Verselbständigung der monetären von der realwirtschaftlichen Sphäre im Kontext des Marxschen Paradigmas bei *Bischoff* und *Krüger* erklärt? Die Grundlage bildet das »Gesetz des tendenziellen Falls der Profitrate«. Es ergibt sich bei Marx aus dem Zwang der Unternehmen, zur Aufrechterhaltung der Konkurrenzfähigkeit, die Produktionsmethoden stetig zu verbessern, und der Unterstellung, daß technischer Fortschritt die Kapitalintensität beständig erhöht. Es wird also der Anteil des konstanten Kapitals c im Verhältnis zum variablen Kapital v ausgedehnt. Gleichzeitig steigt die Mehrwertmasse m , da nun der exogen vorgegebene Reallohn der Arbeiter - der Wert der Ware Arbeitskraft - aufgrund verbesserter Techniken mit einer geringeren Stundenzahl produziert werden kann und somit der Anteil am täglich geschaffenen Neuwert, der dem Kapitalisten zufließt, erhöht wird. Der Prozeß der relativen Mehrwertproduktion führt zwar zu einer Erhöhung der Mehrwertrate m/v , da aber unterstellt wird, die »organische Zusammensetzung« des Kapitals c/v steige noch schneller, sinkt die Profitrate. Wenn p' für die Profitrate steht, so ergibt sich mit Marx $p' = m/(c+v)$, bzw. $p' = (m/v) / (1 + c/v)$. Es muß also zur Ableitung einer fallenden Profitrate angenommen werden, daß c/v schneller steigt als m/v .

Das von Marx im dritten Band des *Kapital* behauptete »Gesetz des tendenziellen Falls der Profitrate« (vgl. Marx 1894, 13. Kap.) läßt sich aber selbst im Rahmen des Marxschen Paradigmas nicht schlüssig begründen. Bereits im ersten Band hatte Marx deutlich gemacht, daß die Unternehmen nur dann eine die Produktivkraft steigernde Technik einsetzen, wenn die dabei entstehenden zusätzlichen Kosten für konstantes Kapital (je produziertem Quantum Mehrwert) durch Einsparung von variablem Kapital mindestens kompensiert werden (Marx 1867, 407-416). Die Profitrate des einzelnen Unternehmens wird daher durch die Einführung verbesserter Produktionsmethoden nicht fallen. Dann kann aber auch die allgemeine Profitrate (aufgefaßt als gewichteter Durchschnitt der Einzelprofitraten) nicht fallen. Auch wenn man (im Gegensatz zur Marxschen Darstellung des »Gesetzes vom tendenziellen Fall der Profitrate«) in Rechnung stellt, daß die Werte noch in Produktionspreise transformiert werden müssen und

daß unter Berücksichtigung der intersektoralen Verflechtung jeder Technikwechsel von einer Veränderung des gesamten Preissystems begleitet wird, läßt sich kein Profitratenfall begründen, sofern sich alle einzelnen Unternehmen an das von Marx im ersten Band behandelte »Kostenkriterium« halten (vgl. Okishio 1961). Lediglich durch die Einführung neuer Technologien kann die Profitrate also niemals gesenkt werden. Eine Senkung der Profitrate ist im Marxschen Paradigma allerdings durch eine Erhöhung der Reallöhne möglich.

Doch akzeptieren wir, daß die Profitrate - warum auch immer - fällt. Dies ist für sich genommen noch kein hinreichender Grund für eine nachlassende Investitionsbereitschaft, da die Unternehmen im Marxschen Paradigma keine bestimmte Profitrate beanspruchen können und folglich hohe Akkumulationsraten (Investitionen im Verhältnis zum Gesamtkapital) sowohl bei relativ niedriger als auch bei relativ hoher Profitrate möglich sind. Aus diesem Grunde gehen Bischoff und Krüger konsequenterweise davon aus, daß »für den einzelnen Kapitalisten ... die allgemeine Profitrate kein festes Datum« und »ihr Sinken ... für die Einzelkapitale kein relevanter Faktor« sei (Bischoff, Krüger 1983, 140). Ganz im Gegenteil unterstellen sie, daß der Fall der Profitrate zunächst begleitet wird »von einem beschleunigten Wachstum des gesellschaftlichen Gesamtkapitals«, da nur so ein Fallen der gesellschaftlichen Mehrwertmasse verhindert werden kann (ebd., 152f).

Damit grenzen sie sich eindeutig beispielsweise von Altvater ab, der den Zins als Mindestprofitrate ansieht, so daß die Investitionsbereitschaft abstumpft, sobald die Profitrate auf den Zinssatz gefallen ist. (Altvater 1992a, 138ff; 1992b, 120ff). Diese Annahme Altvaters ist insofern inkonsistent, als *innerhalb* des Marxschen Paradigmas der Zins eine aus der Verteilung des gesamtgesellschaftlichen Mehrwerts abgeleitete Kategorie ist. Dadurch beherrscht, wie Krüger innerhalb des paradigmatischen Rahmens zurecht betont, »die allgemeine oder Durchschnittsprofitrate den Kapitalmarktzinssfuß« (Krüger 1986, 661; vgl. auch 655ff, 583), so daß die Höhe des Zinssatzes durch die Profitrate bestimmt wird - und nicht umgekehrt. Die Einführung des Zinssatzes als Mindestprofitrate würde eine eigenständige monetäre Zinsbestimmung als Vermögensmarktkategorie und damit eine entsprechende Geldtheorie voraussetzen, die innerhalb des Marxschen Paradigmas nicht zu leisten ist (vgl. Heine, Herr 1992).

Die von Bischoff und Krüger postulierte beschleunigte Akkumulation soll zunächst einhergehen mit gleichbleibender oder gar wachsender Beschäftigung, so daß - trotz des Falls der Profitrate - die Mehrwertmasse steigt. Dies setzt freilich voraus, daß die Akkumulationsrate schneller steigt als die Profitrate fällt. Der Anstieg der Akkumulationsrate verschärft nun allerdings sukzessive die von den Autoren beobachteten Widersprüchlichkeiten des kapitalistischen Akkumulationsprozesses: Durch die beschleunigte

Akkumulation soll die organische Zusammensetzung des Kapitals gleichsam progressiv ansteigen und zu dem entsprechend starken Fall der Profitrate führen - eine Annahme, die, wie wir oben ausgeführt haben, logisch nicht ableitbar ist. Dessen ungeachtet leiten Bischoff und Krüger ab, daß die Akkumulation auf ständig größerer Stufenleiter vollzogen werden muß, soll die Mehrwertmasse nicht sinken. Das halten sie für ausgeschlossen. Die Akkumulationsdynamik muß sich abschwächen, da »zur weiteren Steigerung der Mehrwertrate ... bei wachsender organischer Zusammensetzung des Kapitals eine steigende Akkumulationsrate erforderlich« wäre, »die bei fallender Profitrate allerdings zunehmend schwieriger verwirklicht werden kann,... die Grenzen der beschleunigten Kapitalakkumulation machen sich bemerkbar« (Bischoff, Krüger 1983, 153). Eine die Mehrwertmasse erhöhende Akkumulation ist ab einem bestimmten Punkt deshalb nicht mehr möglich, da der Kapitalvorschuß je Arbeiter permanent steigt und damit die Mehrwert- bzw. Profitmasse nicht mehr ausreicht, die Beschäftigung zu erhöhen. Die Wertproduktion sinkt und der Fall der Profitrate geht nun mit fallender Mehrwertmasse und permanent sinkender Beschäftigung selbst bei steigender Mehrwertrate einher.¹ Eine solche Situation wird als *strukturelle Überakkumulation* charakterisiert. Nach Krüger und Bischoff wurde das Stadium der strukturellen Überakkumulation in den siebziger Jahren erreicht.

Sehen wir uns die Konsequenzen für die monetäre Sphäre an. Ausgangspunkt ist die nicht näher begründete Annahme, daß im Zuge der zunächst beschleunigten Akkumulation die Fremdkapitalquote ansteigt (Krüger 1986, 700ff; Bischoff, Krüger 1983, 156), so daß die Unternehmen insgesamt mit hohen Schuldenbeständen in die Periode der strukturellen Überakkumulation eintreten.² Zwar gehen nun die Investitionen zurück, so daß unter diesem Aspekt weniger Kredit von Unternehmen nachgefragt wird, gleichzeitig aber wird es schwieriger, die Zahlungsverpflichtungen zu erfüllen, so daß die Kreditnachfrage steigt. Im Saldo kommt es zur »chronischen Liquiditätsklemme«, was die »charakteristische *Starrheit des Zinssatzniveaus*« nach unten begründen soll (Krüger 1986, 722; Hervorh. durch Krüger).³ Es bleibt das Geheimnis der Autoren, wie die postulierte langfristige Starrheit des Zinsfußes mit der These vereinbar ist, daß die (tendenziell fallende) Profitrate die Zinsrate steuert.

-
- 1 Der »Eklat bricht aus, wenn... die vorhandene Masse an Mehrwert unzureichend wird für die Produktion eines vergrößerten Mehrwerts in der nächsten Runde« (Krüger 1986, 230f).
 - 2 Die Setzung einer steigenden Fremdkapitalquote stimmt im übrigen auch nicht mit den empirischen Befunden der letzten Jahre überein (vgl. Bundesbank 1992, 34).
 - 3 Auch diese Schlußfolgerung findet keine Bestätigung durch die Empirie. Tatsächlich weisen die Zinssätze starke Schwankungen auf.

Gleichzeitig wird die Annahme getroffen, daß sich der Engpaß an Liquidität unterschiedlich auf jeweilige Einzelkapitale verteilt (vgl. Krüger 1986, 726ff). Einzelne Unternehmen benötigen Geld, um ihren laufenden Verpflichtungen nachzukommen, andere verfügen zwar über Liquidität, legen es aber - so das Argument - aufgrund unzureichender Verwertungsmöglichkeiten nicht im Produktionsprozeß an. Dieses »überschüssige« Geld sucht sich alternative Anlagemöglichkeiten in allerlei unproduktiven und oft genug dubiosen Geschäften (Krüger 1986, 728ff).⁴

Diese Form der Ableitung einer chronischen Liquiditätsklemme ist selbst im klassisch-marxistischen Paradigma methodisch wenig überzeugend, da hier konjunkturelle und langfristige Dimensionen der Kapitalakkumulation verwechselt werden. Liquiditätsklemmen sind ohne Zweifel ein typisches Erscheinungsbild zyklischer Krisen. Insbesondere wenn Kreditketten reißen, führt dies bei zahlreichen Einzelkapitalen zur Zahlungsunfähigkeit. Gleichzeitig steigt aufgrund der hohen Unsicherheit die »Vorsichtskasse« an, so daß es zur Geldhortung und unzureichender Kreditvergabe kommt. All diese Phänomene hat Marx - allerdings unverbunden mit den Gesetzen der »Wertebene« - im dritten Band des Kapitals beschrieben. Wird allerdings die langfristige Entwicklung der Akkumulation modelliert, so ist die Vorstellung einer chronischen Liquiditätsklemme nicht tragfähig. Selbst wenn akzeptiert wird, daß die Fremdkapitalquote kontinuierlich steigt, gibt es - wenn von konjunkturellen Phasen abgesehen wird - im Marxschen Paradigma keinen Grund, warum die Geldkapitalisten ihre Zinseinnahmen den Unternehmen nicht wieder als Kredite zur Verfügung stellen sollten.⁵ Woher eine chronische Liquiditätslücke im produktiven Sektor dann kommen soll, bleibt schleierhaft.

Wir haben gegen die Erklärung der krisenhaften ökonomischen Entwicklung seit Mitte der siebziger Jahre seitens der angeführten Autoren weitere Bedenken. Zunächst drängt sich die Frage auf, warum die Investitionsbereitschaft der Unternehmen mit sinkender Mehrwertmasse nachlassen und warum es zum Aufbau von »Plethora-Kapital« kommen sollte. Auch hier werden offensichtlich konjunkturelle und langfristige Tendenzen der Kapi-

4 »Als Mittel der Finanzspekulation dient das überakkumulierte oder Plethora-Kapital, welches innerhalb des reproduktiven Zirkels des Reproduktionsprozesses keine renditeträchtige Anlage mehr besitzt«, so daß sich auch das Paradoxon löst, »nach dem die Überakkumulation von Kapital zugleich ein Zuviel und ein Zuwenig von Geldkapital hervorbringt« (Krüger 1986, 729). Ähnlich argumentiert auch Stanger (1988, 447): »Kehrseite der anhaltenden Akkumulationskrise seit Mitte der 70er Jahre ist, ähnlich wie in jeder zyklischen Krise, der Aufbau einer 'Plethora von Kapital' ..., welches aufgrund der Erwartung einer unzureichenden Rendite keine produktive Anlage erfährt.«

5 Unterschiedliche Konsumquoten von Geldvermögensbesitzern und Kapitalisten werden nicht berücksichtigt, da mit solchen Verhaltenshypothesen allgemeine Theorien nicht hinreichend zu begründen sind und Krüger und Bischoff dieses Argument auch nicht anführen.

talakkumulation unberechtigterweise vermischt. In einer konjunkturellen Krise ist es aus der Sicht des Unternehmens völlig rational, Investitionen einzuschränken, da die Realisierung produzierter Werte zweifelhaft ist. Da aber in der langfristigen Perspektive - wie Krüger und Bischoff zurecht betont haben - innerhalb des Marxschen Paradigmas keine Mindestprofitrate ableitbar ist, stoppt die Investitionsbereitschaft erst bei einer Mehrwertmasse und Profitrate von Null. Dies ist im Kontext des Marxschen Entwurfs auch deshalb plausibel, weil die Unternehmen nur über eine geradezu bedingungslose Akkumulationsbereitschaft ihre Konkurrenzfähigkeit behaupten können. Daher brachte Marx seine Auffassung über den Zwang zur Akkumulation mit »Akkumuliert, Akkumuliert! Das ist Moses und die Propheten!« auf den Punkt (Marx 1867, 621). Als Resultat einer sinkenden Profitmasse kann in diesem paradigmatischen Kontext folglich eine nachlassende Akkumulationsdynamik einschließlich der entsprechenden Konsequenzen für den Arbeitsmarkt erklärt werden, nicht aber der Aufbau von Geldvermögen als Erscheinungsform fehlender Akkumulation.

Insgesamt kann die Argumentation der strukturellen Überakkumulation und der daraus abgeleiteten monetären Entkopplung nicht überzeugen. Nimmt man das Marxsche Paradigma ernst, dann lassen Kapitalisten nur im Falle einer Profitrate von Null ihr Geld einfach »rumliegen«. Nur in diesem Fall wäre von einem steigenden Geldvermögen bei stagnierender Produktion auszugehen. Aus der These einer schrumpfenden Profitmasse folgt keine »Plethora« an Geldkapital. Entsteht nicht durch die sinkende Mehrwert- und Profitmasse und damit einem sinkenden Akkumulationsfonds eine zunehmende Knappheit an Kapital?

Ein Schwachpunkt der marxistischen Argumentation besteht in der Annahme eines Akkumulationsfonds. Dessen Umfang wird durch die Größe der gesamten Mehrwertmasse, abzüglich der Mittel für den individuellen Konsum der Kapitalistenklasse bestimmt.⁶ Es ergibt sich somit im Kern eine Sukzession von exogen gesetzten Reallöhnen über Profite als dem den Unternehmen verbleibenden Rest der Wertschöpfung hin zur Investitionstätigkeit. Sieht man von den Ersparnissen der Arbeiterhaushalte ab, so steht den Unternehmen für Investitionszwecke zur Verfügung, was sie sparen. Die saldenmechanisch notwendige Identität zwischen Investitionen und Ersparnissen wird so interpretiert, daß sich die Investitionen vollständig

6 Marxistische Autoren haben verschiedentlich versucht, auch Ersparnisse der Haushalte als Quelle des Akkumulationsfonds in die Analyse einzuführen. Bezogen auf die Ersparnisse der Haushalte hat die gesamte Klassik, einschließlich Marx, kein Kalkül entwickelt, wieviel die Unternehmer- und Arbeiterhaushalte sparen. Bei den Arbeiterhaushalten wurde in aller Regel unterstellt, daß sie den gesamten Lohn konsumieren. Werden bei den Arbeiterhaushalten Ersparnisse angenommen, so kommt zudem die exogene Setzung des Werts der Ware Arbeitskraft ins Wanken, da bei der Existenz von Ersparnissen die Reallöhne nicht mehr durch die Reproduktionskosten allein bestimmt werden können.

aus den Ersparnissen - dem Profittopf - ergeben. Diese Auffassung weist deutliche Berührungspunkte mit der neoklassischen Vorstellung auf, bei der sich die gleichgewichtigen Ersparnisse und Investitionen simultan aus dem Sparangebot der Haushalte auf der Basis der Zeitpräferenztheorie und der Investitionsnachfrage auf der Basis der Grenzerträge der Kapitalgüter ergeben. In beiden Fällen wird der Umfang der Investitionen letztlich durch die Sparbereitschaft restringiert.

Nun wissen wir aber nicht zuletzt dank der Marxschen Kreislaufformel des Kapitals $G \rightarrow W \dots P \dots W' \rightarrow G'$ (mit G für den Geldvorschuß, W für die eingesetzten Inputs, P für die Produktion, W' für die produzierten Waren und G' für den Geldrückfluß), daß die Unternehmen für investive Ziele Geld - und nichts als Geld - benötigen. Soll also die Restriktion für Investitionsprozesse nicht über Geld, sondern über die Profitmasse abgeleitet werden, so muß Geld im Kern neutral sein. Aus diesem Grunde postuliert Krüger, daß Geld nur eine abgeleitete Kategorie des produktiven Sektors sei.⁷

Welche Kompetenz wird einer modernen Zentralbank zugestanden, die Noten ohne jegliche Goldbindung emittiert? Bei Krüger - und das ist zur Aufrechterhaltung seines Ansatzes zwingend notwendig und entspricht auch der Marxschen Logik - wird das gesamte Kreditsystem, einschließlich der ökonomischen Bestimmung der Zentralbank als »nur ein Phänomen« gefaßt, und aus dem »Notenausgabemonopol der Zentralbank« ergeben sich »keine allgemeinen Steuerungsinstrumentarien für die gesamtwirtschaftliche Geldversorgung in dem Sinne, daß die Zentralbank imstande wäre, die Geldmenge zu regulieren« (Krüger 1986 663f). Eine Ausdehnung der Geldmenge führt - sieht man von kurzfristigen Aspekten ab - lediglich zu einer Erhöhung der absoluten Preise, zur Inflation. Dieser Auffassung liegt die Vorstellung zugrunde, daß ein bestimmter Kapitalstock vorgegeben ist, mit dem eine bestimmte Anzahl Arbeitskräfte beschäftigt werden kann. Damit ist auch der Umfang der Neuwertproduktion fixiert. Geldpolitik kann an diesem Kapitalstock nichts ändern. Sie erreicht lediglich, daß der vorgegebenen Warenmenge nunmehr eine größere (kleinere) Anzahl von Geldscheinen gegenübersteht, mit dem Ergebnis, daß jeder einzelne Schein real weniger (mehr) wert ist. Dies entspricht exakt der Logik der neoklassischen Quantitätstheorie des Geldes, der theoretischen Untermauerung der These von der Neutralität des Geldes. Bischoff und Krüger folgen hier unmittelbar den Spuren von Marx, der an diesem Punkt wiederum Ricardo und Smith folgte.

7 In der »langfristigen Dimension tritt der abgeleitete Charakter des Kreditwesens gegenüber der reproduktiven Kapitalakkumulation schärfer heraus... Das Angebot an leihbarem Geldkapital ist in langer Frist als abhängige Variable des Anteils des Geldkapitals am gesellschaftlichen Gesamtkapital bestimmt.« Es »speist sich ... aus den Geldamortisations- und Geldakkumulationsfonds des reproduktiven Gesamtkapitals« (Krüger 1986, 660).

Unserer Auffassung nach lassen sich so die wesentlichen Strukturen einer Ökonomie vom Typ der Bundesrepublik Deutschland nicht adäquat erfassen. Eine alternative Geldtheorie liefert das keynesianische Paradigma, das die Neutralität des Geldes entschieden bestreitet. Innerhalb dieses paradigmatischen Rahmens erhält die Zentralbank eine herausragende Stellung. Sie diktiert das Zinsniveau gegenüber den Geschäftsbanken und beeinflusst damit die Bedingungen, zu denen sich Unternehmen Geld für Investitionen leihen können. Gerade in dieser Potenz der Zentralbank kommt zum Ausdruck, daß Geld ein gesellschaftliches Verhältnis ist. Weder ist Geld an ein bestimmtes Material wie etwa Gold gebunden, noch bildet es den Reflex produktiver Anstrengungen in der Vergangenheit. Die Gesellschaft schöpft es qua Notenbank aus dem Nichts.

Dank dieser Stellung ist die Zentralbank durchaus in der Lage, die Akkumulationsdynamik massiv zu beeinflussen. Will die Zentralbank beispielsweise das investive Engagement drosseln, um den Wert ihres Geldes zu verteidigen, so erhöht sie für die Geschäftsbanken die Refinanzierungszinssätze. Dies führt zu einer Anhebung des Zinsniveaus, da die Geschäftsbanken ihre gestiegenen Kosten an die Kreditnehmer weitergeben. Letztlich kann eine Zentralbank durch Zinssatzerhöhungen die Investitionstätigkeit immer drosseln oder gar zum Verschwinden bringen. Es zeigt sich, daß Geld für ökonomische Prozesse alles andere als neutral ist.⁸ Zinsen stellen für Unternehmen einen Kostenfaktor dar, der, um den Schuldendienst leisten zu können, längerfristig auf die Preise abgewälzt werden muß. Unter Gleichgewichtsbedingungen entspricht die Zinsrate der Profitrate. Längerfristig steigende Zinssätze müssen daher zu höheren Profitraten führen, um den Schuldendienst leisten zu können und nicht zu sinkenden, wie etwa Bischoff und Krüger vermuten. Zudem gibt es längerfristig keine eindeutige Beziehung zwischen Zins- und Profitrate einerseits sowie dem Wachstum einer Ökonomie andererseits.

Im Rahmen eines keynesianischen Paradigmas muß die Idee eines Akkumulationsfonds fallen gelassen werden. Denn unter keynesianischen Bedingungen können sich Unternehmen auch ohne realisierte Mehrwertmassen qua Kredit produktive Ressourcen aneignen und Produktionsprozesse starten. Als Dual zur Produktion entstehen Einkommen - einschließlich der Einkommen der Kapitalisten. Einkommensbildung ist somit das Resultat und keinesfalls die Voraussetzung für Produktionsprozesse. Investitionen sind der Einkommens- und Ersparnisbildung *vor-* und nicht, wie neoklassische und marxisti-

8 Weniger potent sind Zentralbanken bei einer beabsichtigten Geldmengenexpansion - zumindest wenn wertstabiles Geld als zentrale Funktionsbedingung einer kapitalistischen Ökonomie unterstellt wird und Geld nur über Kredite an Banken in Umlauf gebracht wird. Dann nämlich sind Zentralbanken nachfrageseitig abhängig von den Kalkülen der Banken und den Investitionsentscheidungen der Unternehmen.

sche Theorieentwürfe behaupten, *nachgelagert*. Es existiert somit ein Kredit-Investitions-Einkommensmechanismus, der die Akkumulation steuert und kein Akkumulationsfonds, der letztlich durch die gesamtgesellschaftliche Profitmasse gegeben ist und die Akkumulation begrenzt.

Kommen wir zu *Altvater*, bei dem die These vom Fall der Profitrate eine nachgelagerte Rolle spielt und der den Fall der Profitrate nicht über Prozesse der Wertebene begründet. Altvater setzt unmittelbar an Entwicklungen innerhalb der Finanzsphäre an, wobei er einen ganzen Strauß an Argumenten präsentiert. Eine besonders wichtige Rolle spielt die Entkopplung internationaler Kapitalströme. »Wenn die internationalen Geld- und Kapitalflüsse im wesentlichen als Finanzanlagen erfolgen, lösen sie sich von den realen Entwicklungen.« (Altvater 1992b, 147) Als Ursache dafür sieht er sich wandelnde Geldfunktionen auf internationaler Ebene, die nicht zuletzt mit dem Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods (vgl. unten) aufgetreten sind.⁹ Weitere Elemente der Entkopplung werden in der Zunahme von konsumtiven Krediten gesehen, wobei auch Umschuldungen von Staaten und Kredite an öffentliche Haushalte als konsumtiv eingeschätzt werden, da mit solchen Kreditvergaben keine Wertschöpfung verbunden ist.¹⁰ Durch die Entkopplung der monetären von der realen Akkumulation werden »liquide Mittel aus den investierbaren Fonds in den 'Casino-Kapitalismus' der Finanzwelt abgezogen« (Altvater 1992b, 157; vgl. auch Altvater 1995 und 1992a).

In vielen Punkten kann Altvater bei der Darstellung der Entwicklungslinien und Instabilitätsfaktoren in der Weltwirtschaft gefolgt werden. Es soll allerdings ein Punkt herausgegriffen werden, der wenig überzeugend ist. Auch Altvater geht davon aus, daß durch die Expansion der Finanzsphäre Mittel für Investitionszwecke abgezogen werden. Was kann damit gemeint sein? Nicht gemeint sein kann, daß Gelder in der Finanzsphäre wie Materie in schwarzen Löchern verschwinden. Selbst wenn es einen gegebenen

9 »Ursprünglich waren die Geldfunktionen (als Zirkulationsmittel) an die Expansion des Welthandels gekoppelt ... Mit Geldkapital wurden reale Prozesse (Handel und Investitionen) finanziert ... Allerdings bildet sich mit der Internationalisierung des Warenkapitals und mit der Globalisierung des produktiven Kapitals auch das globale Kreditssystem heraus, das keineswegs nur den Handel finanziert. Wenn die internationalen Geld- und Kapitalflüsse im wesentlichen als Finanzanlagen erfolgen, lösen sie sich von den realen Entwicklungen. Dies ist aufgrund des Übergewichts der Funktion des Geldes als Zahlungsmittel gegenüber seiner Funktion als Zirkulationsmittel möglich geworden« (Altvater 1992b, 146f).

10 »Kredite können aber auch für die Umschuldungen verwendet werden (dies ist heute in der Dritten Welt die Regel) oder für die private oder staatliche Konsumtion aufgebracht werden. In diesem Fall können natürlich die Zinsen nicht aus der Rendite von Investitionsprojekten sondern nur aus laufenden Einkommen (der Haushalte) und Einnahmen (des Staates) finanziert werden. Kredite (und deren Kehrseite: die Schulden) haben in diesem Fall wenig oder gar nichts mit dem realen Akkumulationsprozeß zu tun; das Finanzsystem 'entkoppelt' sich tatsächlich von der Akkumulation« (Altvater 1992b, 157).

Topf an liquiden Mitteln gibt, wird dieser Topf durch Finanztransaktionen nicht geringer, da das, was ein Wirtschaftssubjekt ausgibt, bei einem anderen ankommt. Es wäre allenfalls denkbar, daß durch steigende Finanztransaktionen eine höhere Transaktionskasse gehalten wird, die Vorsichtskassenhaltung der Akteure steigt oder das Volumen der Spekulationskasse ansteigt. Dadurch würden liquide Mittel gebunden und bei einem gegebenen Liquiditätsbestand die investierbaren Fonds reduziert, der Zinssatz würde bei unveränderter Investitionsnachfrage steigen, die Investitionen reduziert etc. Nun ist die Annahme gegebener investierbarer Fonds unbefriedigend, da das Bankensystem einschließlich der Zentralbank gerade bei der Steuerung liquider Mittel omnipotent ist. Geldmengenerhöhungen als Resultat steigender permanenter Liquiditätsbindung im Finanzsektor sind zudem für eine Zentralbank unproblematisch, da davon keine inflationären Impulse ausgehen. Es müßte zumindest präzisiert werden, was unter einem Abzug liquider Mittel in den Kasino-Kapitalismus genau gemeint ist. Wir gehen davon aus, daß die negativen Effekte der Entwicklung des Finanzsystems in den letzten beiden Jahrzehnten in keiner Weise in einer Verknappung investierbarer Mittel liegen. Vielmehr liegen die Probleme in einer Erhöhung der Volatilität nomineller Größen, dem gestiegenen Niveau der Unsicherheit und dem Abbau von staatlichen und suprastaatlichen Institutionen, die Sicherheit produzieren (vgl. unten).

Abgesehen von einzelnen Kritikpunkten drängt sich bei Altvater folgender Eindruck auf: Obwohl monetäre Phänomene ohne Zweifel zutreffend beschrieben werden, fehlt jegliche Vermittlung mit der Marxschen Werttheorie. Damit aber entsteht der Eindruck, daß die Marxsche Wertanalyse völlig bedeutungslos für die Erfassung der »Erscheinungsebene« ist. Altvater begibt sich zwar nicht aufs »Glatteis« einer Analyse auf der Wertebene, jedoch ist der Preis dafür, daß seine These monetärer Entkopplung theoretisch von der Wertebene entkoppelt ist. Unseres Erachtens steckt hinter den Schwierigkeiten - nicht nur Altvaters - der Verbindung zwischen der fundamentalen Argumentation auf der Wertebene (Mehrwertrate, steigende organische Zusammensetzung, sinkende Profitrate etc.) und der »Erscheinungsebene« (Liquiditätsklemmen, Investitionsverweigerung, Spekulation etc.) das im Marxschen Paradigma ungelöste Problem der Verbindung zwischen Wert- und Preisebene. Es wundert dann wenig, wenn auf der »Erscheinungsebene« von marxistischen Autoren unterschiedliche Theorieersatzstücke vor allem aus dem keynesianischen Paradigma entliehen und dem Marxschen übergestülpt werden (vgl. beispielsweise Krüger u.a. 1984). Die Entkopplungsthese entpuppt sich somit bei näherem Hinsehen als Versuch, die empirische Entwicklung auf den nationalen und internationalen Finanzmärkten seit den siebziger Jahren zu beschreiben, sie hat jedoch kein analytisch befriedigendes marxistisches Fundament.

3. Problematische und unproblematische Entwicklungen auf den Finanzmärkten

Zwar kann die marxistische Entkopplungsthese nicht überzeugen, jedoch bleibt unbestritten, daß sich auf Finanzmärkten ab den siebziger Jahren dynamische quantitative und qualitative Entwicklungen abzeichnen. Ein Teil dieser Entwicklungen weist keine negativen Wirkungen auf das ökonomische Gesamtsystem auf, ein anderer Teil erhöht allerdings dessen Instabilität. Von einer Entkopplung zwischen der realen und der monetären Sphäre kann in keinem Fall gesprochen werden. Was stattfindet, sind Veränderungen innerhalb des Vermögensmarktes, die sich negativ auf Produktion und Beschäftigung auswirken können. Dieser Sachverhalt spiegelt sich im keynesianischen Paradigma so wider, daß von einer *Hierarchie der Märkte* ausgegangen wird, an deren Spitze der Vermögensmarkt steht, der den Güter- und den Arbeitsmarkt dominiert (vgl. Herr 1992). Führen Entwicklungen zu einer Destabilisierung des Vermögensmarktes, dann wirkt dies negativ auf Investitionen, Wachstum und Beschäftigung. Es handelt sich dabei jedoch um eine strikte Kopplung zwischen Prozessen auf dem Vermögensmarkt und den vom Vermögensmarkt beherrschten Märkten.

3.1 Facetten der Entwicklung im Finanzsystem

Betrachtet man die Dynamik des nationalen und internationalen Finanzsystems ab den siebziger Jahren, dann springen zunächst *quantitative Entwicklungen* ins Auge.

- Das Verhältnis von Finanztransaktionen zum Bruttoinlandsprodukt ist in der gesamten westlichen Welt angestiegen. In den USA stieg dieses Verhältnis beispielsweise von 15:1 im Jahre 1971 auf 30:1 im Jahre 1980 und auf 78:1 im Jahre 1990 (Guttman 1996). Der Anstieg der monetären Transaktionen geht einher mit einem Anstieg des Bruttogeldvermögens zum Bruttoinlandsprodukt, wobei das Bruttogeldvermögen als Summe aller Forderungen plus der Bargeldhaltung definiert ist. Hinter den beeindruckenden Wachstumsraten monetärer Aggregate können harmlose Gründe stehen, und ein solches Wachstum ist nicht per se negativ zu beurteilen (vgl. unten). Zudem muß bedacht werden, daß sich ohne Berücksichtigung des Auslandes das Geldvermögen in einer Ökonomie auf Null addiert, da Schuldner immer Gläubiger gegenüberstehen. Von einem steigenden Bruttogeldvermögen im Vergleich zum Sozialprodukt kann somit nicht geschlossen werden, daß die Ökonomie dadurch stärker belastet würde, da Zinszahlungen immer Zinseinnahmen entsprechen. Das Bruttogeldvermögen in einer Ökonomie kann unter anderem dadurch steigen, daß der Unternehmenssektor durch eine steigende Fremdkapitalquote charakterisiert ist. Aber auch dieser Sachverhalt ist für sich genommen nicht gefahrenvoll.

◦ Internationale Finanztransaktionen betragen ein Vielfaches von jenen monetären Transaktionen, die durch Leistungsbilanztransaktionen bedingt sind. Schon Ende der achtziger Jahre wurde das aggregierte Umsatzvolumen auf den Devisenmärkten auf das Zwanzigfache des Werts der Weltimporte- bzw. Weltexporte geschätzt (vgl. Schulmeister 1987, Dornbusch, Frankel 1988). Guttman (1996) gibt an, daß im Durchschnitt bei einem täglichen Transaktionsvolumen auf Devisenmärkten von 1400 Mrd. US\$ nur 15% auf Handel und langfristigen Kapitalverkehr entfallen. Auch hier gilt, daß eine Zunahme des internationalen finanziellen Transaktionsvolumens nicht automatisch als unerwünscht für die ökonomische Entwicklung eingeschätzt werden muß (vgl. unten).

Neben dem verstärkten Wachstum monetärer Aggregate ist seit den siebziger Jahren eine *erhöhte Volatilität* aller nomineller Variablen zu beobachten. Dies gilt in erster Linie für die Bewegung der nominellen Wechselkurse seit dem endgültigen Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods 1973. Jedoch auch die nominellen Zinssätze sind seit den siebziger Jahren stärkeren Schwankungen unterworfen (vgl. Heri 1989). Das gleiche gilt für die Bewegung von Effektenkursen, was nicht unwesentlich mit der gestiegenen Volatilität der Zinssätze zu tun hat.

Schließlich sind die Finanzmärkte ab den siebziger Jahren durch teilweise *fundamentale Innovationen* geprägt.

• Erstens läuft ein ausgeprägter »Verbriefungsprozeß« ab. Damit ist gemeint, daß die Kreditaufnahme von Wirtschaftssubjekten zu einem wachsenden Anteil über die Emission von Wertpapieren und nicht mehr über Bankkredite verläuft. Die Anleiheemissionen haben sich in den OECD-Ländern und auf den Euro-Märkten von 6,5 Billionen DM Ende 1980 auf 46,5 Billionen DM Ende 1993 fast versechsfacht. Die Relation der Anleiheverschuldung zum Sozialprodukt der OECD-Länder stieg im gleichen Zeitraum von etwas weniger als 50% auf rund 100% (Bundesbank 1995a). Mit der Verbriefung von Kreditbeziehungen geht eine sogenannte Disintermediation einher, also das Ausschalten der Banken bei der Kreditvergabe, da ein größerer Anteil der Kreditaufnahme der Unternehmen und des Staates über die Emission von Wertpapieren abgewickelt wird. Auch bei der Intermediation des Bankensystems gibt es Verbriefungstendenzen, da sich auch Banken verstärkt durch die Emission von Schuldverschreibungen refinanzieren. Im Rahmen der Verbriefungstendenz ist eine wachsende Bedeutung von Investmentfonds festzustellen, die sowohl von Haushalten und Unternehmen als auch von Pensionsfonds oder der Rentenversicherung zur Geldvermögensbildung benutzt werden (Bundesbank 1994a).

• Zweitens schwimmt der Unterschied zwischen dem traditionellen Kapitalmarkt - vor allem festverzinsliche Wertpapiere als längerfristige oder auch spekulative Anlage - und dem traditionellen Geldmarkt - bei-

spielsweise kurzfristige Termineinlagen. Einerseits sind Wertpapiere im geldmarktnahen Bereich mit unterjähriger Laufzeit für Private zu Substituten für Termineinlagen geworden, andererseits können Unternehmen auch bei kurzfristigen Krediten auf Wertpapiere umsteigen und dadurch auf kurzfristige Bankkredite verzichten.

• Drittens entwickelten sich sogenannte Finanzderivate.¹¹ Derivate eliminieren immer zumindest für einen der Vertragspartner das Risiko zukünftiger Veränderungen des Preises von Währungen, Wertpapieren, Waren etc. Sie dienen damit der Handelbarkeit von Risiken, wobei aufgrund der Vielzahl der unterschiedlichen Arten von Derivaten ein Geschäft auf das spezifische Bedürfnis der Vertragspartner zugeschnitten werden kann. Der Nominalbetrag der ausstehenden Derivatgeschäfte auf DM-Basis belief sich Mitte 1994 auf 5100 Mrd. DM. Seit Ende 1990 wuchs das Geschäft mit Derivaten in DM um jährlich durchschnittlich 53% gegenüber einem Zuwachs beim Geschäftsvolumen der Banken von 8%. Weltweit ist ab den siebziger Jahren eine enorme Ausweitung der Geschäfte mit Derivaten zu beobachten (vgl. Bundesbank 1994b, 43).

• Viertens bewirken technologische Innovationen im Zahlungsverkehr wie die zunehmende Verwendung von Kreditkarten und Karten, auf die eine gewünscht Summe von Kaufkraft gespeichert werden kann, daß immer mehr Transaktionen bargeldlos durchgeführt werden. Betrug die Bargeldhaltung (ohne Kassenbestände der Kreditinstitute) in Frankreich 1960 noch über 13% des Bruttoinlandsproduktes, so sank der Wert Anfang der neunziger Jahre auf unter 4%. In Großbritannien fiel der Wert im gleichen Zeitraum von 8% auf rund 3%. In der Bundesrepublik Deutschland läßt sich ein solcher Trend nicht beobachten, da der Anteil der Bargeldhaltung am Bruttoinlandsprodukt von rund 7% 1960 auf etwa 5% Anfang der siebziger Jahre fiel, dann jedoch wieder auf derzeit über 6% anstieg. Der Grund für diesen Verlauf ist darin zu sehen, daß DM-Barbestände in hohem Umfang im Ausland gehalten werden. Ende 1994 betrug dieser Anteil nach Schätzungen der Bundesbank 30%-40% der DM-Barbestände. Auch die Bargeldhaltung im kriminellen Sektor dürfte einen Teil der relativ hohen Bargeldhaltung er-

11 Bei Derivaten vom Forward- und Futures-Typ wird heute ein Geschäft über Menge und Preis eines in der Zukunft zu kaufenden bzw. zu verkaufenden Vermögensobjektes (Währungen, Anleihen, Aktien, Weizen, Kupfer etc.) abgeschlossen. Das Geschäft muß zum vereinbarten Zeitpunkt erfüllt werden, so daß sich - wenn der im Vertrag vereinbarte Preis nicht dem aktuellen Preis entspricht - spiegelbildlich für die Vertragspartner Verluste und Gewinne ergeben. Bei diesen Derivaten handelt es sich im Kern um Termingeschäfte, die schon seit Jahrzehnten in der Form von Waren- oder Devisentermingeschäften existieren. Neu sind Derivate vom Options-Typ. Hier sichert sich der Options-Käufer gegen ein Preisrisiko ab, wobei es in seiner Entscheidung liegt, ob er zum vereinbarten Zeitpunkt die Vertragserfüllung vom Options-Verkäufer in Anspruch nimmt. Somit trägt ausschließlich der Options-Verkäufer ein Risiko, das er sich durch eine Optionsprämie vergüten läßt, die der Options-Käufer auf alle Fälle zu bezahlen hat.

klären. Wird die Bargeldhaltung der DM im Ausland herausgerechnet, dann ergibt sich auch in Deutschland ein sinkender relativer Bargeldbedarf.¹²

In Deutschland sind im Vergleich zu anderen entwickelten Industrieländern die genannten Innovationen insgesamt relativ schwach ausgeprägt. Die zunehmende Konkurrenz von ausländischen Banken und Finanzdienstleistungsunternehmen läßt jedoch vermuten, daß sich auch in Deutschland Finanzinnovationen beschleunigt durchsetzen werden. So wuchsen die Derivate auf DM-Basis die letzten Jahre weltweit am schnellsten.

3.2 Intensivierung der Finanzintermediation

Eine Intensivierung der finanziellen Intermediation des Finanzsystems erhöht das monetäre Transaktionsvolumen und das Volumen des Bruttogeldvermögens. Negative Effekte sind von einer solchen Entwicklung nicht zu erwarten. Im Gegenteil, die Effizienz des Finanzsystems im Sinne einer besseren Kreditallokation und einer Senkung von Transaktionskosten kann durch eine verbesserte Finanzintermediation gesteigert werden. So ergeben sich beispielsweise keine negativen Effekte, wenn auf dem bankeninternen Geldmarkt Mittel vor der Kreditvergabe an das Publikum mehrmals zwischen Banken verliehen werden und damit das aggregierte Geldvolumen ansteigt. Ebenso ungefährlich ist es, wenn private Haushalte Unternehmen weniger direkte Kredite vergeben und statt dessen Anteile an einem Investmentfonds kaufen, der dann Aktien oder Obligationen von Unternehmen kauft. Aufgrund der oben ausgeführten Verbriefungstendenzen muß es offenbleiben, ob sich die Intermediation des Bankensystems insgesamt erhöht oder nicht.

Allerdings gibt es eine spezifische Form der Intermediation des Bankensystems, die die internationalen Transaktionen erhöht und in keiner Weise zur Effizienz des Finanzsystems beiträgt. Gemeint sind die *Euromärkte*. Für Deutschland spielt bei den Euromärkten nur der Euro-DM-Markt eine Rolle, da über 90% aller Einlagen auf dem Euromarkt seitens deutscher inländischer Nichtbanken in DM erfolgen (zu diesen und den folgenden Angaben vgl. Bundesbank 1995b). Anfang 1995 betrug die Einlagen von deutschen Nichtbanken auf dem Euromarkt 13% des inländischen Liquiditätsaggregats M3.¹³ Euroeinlagen sind in Deutschland zu Substituten

12 Das in Deutschland beobachtbare Phänomen betrifft alle Anlagewährungen. Die Bargeldhaltung in inländischer Währung pro Einwohner lag 1993 in Deutschland bei 1579 US\$, in den USA bei 1271 US\$, in Japan bei 2944 US\$ und in der Schweiz bei 3060 US\$. Beispielsweise lag der Wert in Frankreich nur bei 746 US\$, in Polen bei 143 US\$ oder in Kanada bei 607 US\$ (vgl. zu den Zahlen Bundesbank 1995c).

13 Das Aggregat M3 umfaßt die Bargeldhaltung des Publikums plus Bankeinlagen inländischer Nichtbanken bis zu einer Kündigungsfrist von unter vier Jahren plus Spareinlagen inländischer Nichtbanken mit einer Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten.

für inländische Termineinlagen geworden. Rund ein Drittel aller Termineinlagen in Deutschland werden auf dem Euromarkt gehalten. Bei den Einlegern dominieren die Unternehmen, die 1995 über 80% der Euroeinlagen inländischer deutscher Nichtbanken hielten.

Hinter den Euro-Märkten steckt nichts Geheimnisvolles und schon gar nicht etwas Gefährliches.¹⁴ Auf Euromärkten werden Geschäfte in nationaler Währung im Ausland durchgeführt - beispielsweise werden DM-Bankeinlagen und DM-Kredite auf dem Euro-DM-Markt in Luxemburg oder London abgewickelt. Der Euro-DM-Markt ist somit nichts anderes als ein im Ausland existierendes Segment des Währungsraumes der DM. Im Prinzip sind Euromärkte makroökonomisch so harmlos wie inländische Bausparkassen (Herr 1987). Eurobanken erhalten analog zu Bausparkassen Einlagen von Geschäftsbanken in DM. Für Eurobanken und Bausparkassen stellt sich dies so dar, daß sie auf ihrem Girokonto bei einer inländischen Bank ein Guthaben in DM gutgeschrieben bekommen. Die Eurobank - wie eine inländische Bausparkasse auch - verwendet dann das so erhaltene Guthaben, um beispielsweise einem inländischen Wirtschaftssubjekt einen Kredit in DM zu geben. Dem Unternehmen wird dann von der Eurobank das vom Einleger erhaltene Depositum bei der inländischen Bank weitergereicht. Die gesamte Transaktion hat ohne jegliches Wechselkursrisiko stattgefunden und hätte im großen und ganzen mit dem gleichen ökonomischen Effekt auch im Inland stattfinden können. In der Statistik werden jedoch solche Transaktionen als Kapitalexport und -import gebucht.

Die Gründe für das Wachstum der Euromärkte sind ebenfalls simpel. Eurobanken haben den Vorteil, daß sie im Vergleich zum Inland höhere Einlagen- und geringere Verleihzinsen bieten können, da sie keinen gesetzlichen Mindestreserververpflichtungen unterliegen - wie Bausparkassen übrigens auch - und steuerlich meist günstiger gestellt werden als inländische Banken. Ein weiterer gewichtiger Grund für die Verlagerung von Bankeinlagen ins Ausland besteht in der Möglichkeit der Steuerhinterziehung, da Staaten wie Luxemburg keine Quellenbesteuerung der Zinserträge eingeführt haben.

Auch für die Geldpolitik stellen Euromärkte keine relevante Beeinträchtigung dar. Die Zinsentwicklung auf den Euromärkten ist über Arbitrageprozesse mit dem inländischen bankeninternen Geldmarkt unmittelbar an die jeweilige nationale Zinsentwicklung gekoppelt. Sobald sich Banken in Deutschland günstiger über den Euromarkt als über den inländischen Geldmarkt refinanzieren, nehmen sie Kredite auf dem Euro-DM-Markt auf, und sobald die Einlagezinsen auf dem Euro-DM-Markt die inländi-

14 Guttman (1996) beurteilt dies aufgrund der fehlenden Kontrolle dieser Märkte durch die nationalen Zentralbanken anders.

schen Verleihzinsen der Banken übersteigen, legen sie ihr Geld auf dem Euro-DM-Markt an. Es existiert somit ein enger sogenannter Zinstunnel, der die Abweichungen der Zinsen auf dem Euro-DM-Markt von den inländischen Geldmarktzinssätzen begrenzt. Als primäres geldpolitisches Instrument steht einer Zentralbank die Festlegung der Refinanzierungszinsen der Geschäftsbanken zur Verfügung. Geldpolitik wird somit bislang durch die Euromärkte in keiner Weise eingeschränkt, da Zentralbanken die Steuerungsmacht über den Zinssatz behalten. Oder mißlang es etwa der Bundesbank in Deutschland oder der FED in den USA jemals, die Zinsen zu erhöhen und eine über die Geldpolitik induzierte Krise zu erzeugen?

3.3 Steigende Volatilität nomineller Größen, Risikoabsicherungsgeschäfte und Arbitrage

Die Volatilität nomineller Größen sowie die Unsicherheit bezüglich deren zukünftiger Entwicklung hat sich seit den siebziger Jahren zweifelsfrei erhöht. Als Begründung dafür kann in erster Linie der Zusammenbruch des Währungssystems von Bretton Woods im Jahre 1973 und der Übergang zu flexiblen Wechselkursen zwischen den Weltanlagewährungen US-Dollar, Yen und DM bei gleichzeitiger vollständiger Liberalisierung der Finanzmärkte angesehen werden. Das System von Bretton Woods hatte als Leitwährung den US-Dollar und war bis Ende der sechziger Jahre durch weitgehende Wechselkursstabilität gekennzeichnet. Zwar waren in dem System Änderungen der Leitkurse bei fundamentalen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten möglich, jedoch wurde von dieser Möglichkeit nur selten Gebrauch gemacht. Seit Anfang der siebziger Jahre gibt es eine Schaukelbewegung zwischen den drei wichtigsten Weltanlagewährungen, wobei Schwächetendenzen des Dollars mit Aufwertungen von DM und Yen einhergingen. Ausgeprägte Währungsschwächen des Dollars gab es Anfang und Ende der siebziger Jahre, von Ende der siebziger Jahre bis Mitte der achtziger Jahre wertete der Dollar kräftig auf, um nach 1985 erneut abzustürzen. 1987 war der Fall des Dollar mit einem weltweiten Börsenkrach verbunden, der stärkere Kurseinbrüche als der »Schwarze Freitag« im Oktober 1929 brachte. Aus dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems ging ein US-Dollar-Block mit dem Kanadischen Dollar und einer Vielzahl von Währungen der Dritten Welt und ein DM-Währungsblock mit einer Großzahl europäischer Währungen hervor. Aber auch diese Währungsblöcke sind intern durch teilweise heftige Wechselkursschwankungen gekennzeichnet - man denke z. B. an die Währungskrisen des Europäischen Währungssystems in den Jahren 1992 und 1993, die zum Ausstieg wichtiger Länder (Italien und Großbritannien) aus dem System und zu einer Erhöhung der Bandbreiten um die Leitkurse auf $\pm 15\%$ führten.

Wechselkursschwankungen haben Effekte auf andere nominelle Größen, insbesondere auf das Preisniveau. Jede Abwertung erzeugt entsprechend der Stärke der Wechselkurserhöhung und der Importquote im Inland einen Preisniveauschub. Reagieren Gewerkschaften auf den Preisniveauschub mit Geldloohnerhöhungen, entsteht eine abwertungsbedingte Preis-Lohn-Preis-Spirale, die den erhofften Wettbewerbsvorteil der Abwertung verpuffen läßt, unter Umständen zu einer erneuten Abwertung zwingt und eine Abwertungs-Lohn-Preis-Abwertungs-Spirale in Gang setzt. Abwertungen sind somit für ein Land nur tragbar, wenn durch Lohndisziplin und freiwilligen Reallohnverzicht die inflationären Effekte einer Abwertung zumindest abgemildert werden. Die siebziger und achtziger Jahre lieferten eine große Zahl von Abwertungs-Lohn-Preis-Abwertungs-Spiralen, die Länder in kumulative Inflationsprozesse führten und zu harten Stabilisierungskrisen mit Hochzinspolitik, Zusammenbruch der Investitionstätigkeit und Arbeitslosigkeit zwangen. Ab Mitte der achtziger Jahre haben sich die Möglichkeiten für erfolgreiche Abwertungen in der westliche Welt verbessert, da das hohe Niveau der Arbeitslosigkeit die Hinnahme von Reallohnsenkungen wahrscheinlicher macht.

Hinter Wechselkurssturbulenzen stecken internationale Kapitalbewegungen. Sie sind der entscheidende Faktor, wenn eine Abwertungs-Lohn-Preis-Abwertungs-Spirale in eine Situation führt, die nicht mehr aufrechterhalten werden kann. An einem gewissen Punkt des Inflationsprozesses bricht nämlich das Vertrauen in die zukünftige Stabilität des Wechselkurses zusammen und die einsetzende Kapitalflucht führt zu einer Währungskrise, die eine Stabilisierungspolitik erzwingt. Die Verlagerung von Vermögen oder die Weigerung neue Kredite zu vergeben kann auch Länder in Währungskrisen stürzen, die nicht von Inflationsprozessen betroffen sind. Im Prinzip kann jeder Faktor, der das Vertrauen in die zukünftige ökonomische Entwicklung eines Landes trübt - hohe Leistungsbilanzdefizite bis hin zu politischen Veränderungen -, zu Kapitalumschichtungen und einer Währungskrise führen. Für Zentralbanken sind Zinssatzveränderungen das entscheidende Instrument zur Bekämpfung von Währungskrisen und der Stabilisierung des Wechselkurses. Trotz flexibler Wechselkurse bleiben Zentralbanken dem Primat externer Stabilisierung unterworfen (vgl. Riese 1986), d.h., sie müssen den Wechselkurs gegenüber anderen Währungen stabilisieren, um Kapitalfluchten zu vermeiden.

Der Übergang zu flexiblen Wechselkursen hat das Niveau der Unsicherheit in der Weltwirtschaft entscheidend erhöht. Davon sind alle ökonomischen Agenten betroffen: Unternehmen, die international handelbare Güter produzieren, können nicht sicher sein, wie sich ihre Wettbewerbsfähigkeit verändert; Vermögende (Unternehmen und Haushalte) können bei ihrer Geldvermögenshaltung nicht ausschließen, daß Wechselkursveränderun-

gen den Wert ihrer Portfolios über Nacht drastisch reduzieren; Regierungen und Zentralbanken wissen nicht, ob unerwartete Kapitalumschichtungen die inländische Ökonomie destabilisieren und die Wirtschaftspolitik in Mißkredit bringen. *In einem solchen Umfeld ist es für alle ökonomischen Agenten rational, vorsichtig zu agieren:* Unternehmen sind bei ihren Investitionsvorhaben zurückhaltender; Vermögende sind immer auf der Hut, im Zweifelsfall zum Zweck der Vermögenssicherung schnell aus einer Währung auszusteigen; Zentralbanken und Regierungen verfolgen unter Umständen in übertriebener Weise restriktive Politiken, um sich vor destabilisierenden Kapitalbewegungen zu schützen.

Es ist hier nicht der Raum, den Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods im Detail zu analysieren (vgl. dazu Herr 1992). Deshalb nur einige kurze Bemerkungen. Das Währungssystem zerbrach in erster Linie, weil der US-Dollar als Leitwährung aufgrund einer inflationären US-amerikanischen Politik - der Krieg in Vietnam und der »Krieg« gegen Armut in den USA - entknappt wurde und sich die nachfolgenden Länder der Währungshierarchie - trotz Stabilitätsbemühungen der USA - nicht der US-Politik unterwarfen. Das Bretton-Woods-System scheiterte somit an einer dysfunktionalen Wirtschaftspolitik des Leitwährungslandes und fehlender wirtschaftspolitischer Kooperation der ökonomisch führenden westlichen Länder. Unterstützt, jedoch keinesfalls verursacht, wurde der Zusammenbruch des Währungssystems der Nachkriegszeit durch die schrittweise Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs während der fünfziger und sechziger Jahre, die Währungsspekulationen erleichterte. Die siebziger Jahre können als Versuch bezeichnet werden, nationale Politiken ohne die Fesseln des Weltmarktes durchzuführen - unterstützt von theoretischen Lehrmeinungen, die flexible Wechselkurse nicht als »second best-Lösung« angesichts einer Nicht-Kooperation von Ländern ansahen, sondern als »first best-Lösung«, die nationale wirtschaftspolitische Autonomie gewährleistet. Die Illusionen, die man damals über flexible Wechselkurse hatte, platzten an den Währungskrisen der siebziger Jahre.

Betrachtet man die Entwicklung vom Zweiten Weltkrieg bis heute, dann läßt sich eine deutliche Reduzierung der Vormachtstellung der USA innerhalb der westlichen Welt auf nahezu allen Gebieten feststellen. Langfristig ergibt sich somit ein Übergang von einer hegemonialen Struktur der (westlichen) Weltwirtschaft zu einer Weltwirtschaft mit mehreren Polen - den USA, Europa und Japan - und in wenigen Dekaden möglicherweise mit China und Rußland. In einer multipolaren Weltwirtschaft wird es keine Leitwährung geben, die ihre Stellung aufgrund der Hegemonialstellung des Leitwährungslandes einnehmen kann. Vielmehr wird es mehrere Währungen geben, die potentiell die Leitwährungsfunktion übernehmen können und gegeneinander von ökonomischen Agenten in Konkurrenz gesetzt

werden. Es wäre überzogen, den Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems mit der Erosion der Hegemonie der USA zu erklären, jedoch entwickelt sich die Weltwirtschaft in eine Richtung, die das Entstehen eines hegemonialen Währungssystems wie des Systems von Bretton Woods nahezu ausschließt. Wahrscheinlich ist vielmehr, daß sich der gegenwärtige Multiwährungsstandard mit der Konkurrenz zwischen mehreren potentiellen Leitwährungen fortsetzt oder gar verstärkt.

Da der Zinssatz für Zentralbanken das entscheidende Instrument zur Bekämpfung von Wechselkursurbulenzen ist, liefert der Übergang zu flexiblen Wechselkursen mit den damit verbundenen kumulativen Inflationsprozessen und Währungskrisen die Erklärung für die Zunahme nomineller Zinssatzschwankungen seit den siebziger Jahren. Da sich der Kurs umlaufender Wertpapiere invers zur Zinssatzentwicklung verändert¹⁵ - also ein steigender Zinssatz mit sinkenden Kurswerten einhergeht -, sind mit stärkeren Zinssatzschwankungen auch stärkere Schwankungen der Börsenkurse verbunden. Zudem wurden durch den Bruch in den siebziger Jahren die Erwartungen destabilisiert, was zu stärkeren Portfolioumstrukturierungen und Kursausschlägen führt.

Fassen wir zusammen: Insbesondere weltwirtschaftliche Entwicklungen haben zu teilweise heftigen Schwankungen bei Wechselkursen, Zinssätzen, Börsenkursen, Rohstoffen etc. geführt und das Niveau der Unsicherheit erhöht. Als Reaktion auf diese neuen Unsicherheiten haben sich Instrumente entwickelt, die Wirtschaftssubjekte vor diesen Unsicherheiten schützen. Die Produktion von Sicherheit über politisch gesetzte Institutionen beispielsweise in der Form des Systems von Bretton Woods wurde von Marktinstrumenten partiell übernommen. Das enorme Wachstum traditioneller Terminmärkte und das Entstehen sogenannter Derivate ist somit *Reflex* der Veränderungen in der Ökonomie. Soweit solche Derivate Risiken handelbar machen, wirken sie positiv auf die Ökonomie zurück. Denn es besteht aufgrund von Risikoabsicherungsgeschäften für ökonomische Agenten, die die Unsicherheit reduzieren wollen, die Möglichkeit, dies zu tun, da es andere gibt, die bereit sind, Risiken zu übernehmen. So kann beispielsweise das Niveau der Unsicherheit von Importeuren und Exporteuren reduziert werden; Wertpapierhalter können sich vor Kursverlusten schützen und damit den Liquiditätscharakter von Wertpapieren erhöhen; Farmer können ihre Produkte schon beim Säen zu bekannten Preisen verkaufen etc. Die Erhöhung monetärer Aggregate aufgrund von Absicherungsgeschäften ist somit - im Unterschied zu den ihnen zugrunde liegenden Ursachen - als unproblematisch zu beurteilen. Auf die negativen Seiten von Absicherungsgeschäften wird unten eingegangen.

15 Dies liegt daran, daß für einen Käufer eines alten Wertpapiers die effektive Verzinsung des alten Papiers der Verzinsung neu ausgegebener Wertpapiere entsprechen muß.

Eine Quelle des Wachstums insbesondere internationaler Kapitalströme sind *Devisenarbitragegeschäfte*. Bei einem Devisenarbitragegeschäft wechselt beispielsweise eine deutsche Bank heute DM-Beträge in US-Dollar und legt die Dollars in den USA für drei Monate an. Um das Wechselkursrisiko beim Rücktausch der Dollar in DM in drei Monaten zu eliminieren, wird die Bank bei einem Arbitragegeschäft den Betrag von US-Dollar, den sie in drei Monaten erhalten wird, heute schon auf dem Terminmarkt gegen einen DM-Betrag verkaufen. Die Bank ist somit vollständig abgesichert. Sie wird einen DM-Betrag auf dem oben beschriebenen Weg nur anlegen, wenn die Verzinsung in den USA einschließlich Wechselkursgewinne oder -verluste höher ist als bei einer Dreimonatsanlage in DM. Bei Devisenarbitragegeschäften rechnen sich Banken und andere ökonomische Agenten somit aus, ob sich ihr Vermögen im Inland oder im Ausland besser verwertet - ein Wechselkursrisiko gehen sie nicht ein. Devisenarbitragegeschäfte sind in erster Linie ein Phänomen flexibler Wechselkurse, da bei festen Wechselkursen und engen Bandbreiten Termin- und Kassakurs nicht stark differieren können. Devisenarbitragegeschäfte sind trotz ihres Volumens keine genuine Quelle höherer Instabilitäten, sondern eine Erscheinungsform von veränderlichen Wechselkursen.

3.4 Verbriefungstendenzen und Modifikation der Anreizstrukturen

Die insbesondere im angelsächsischen Raum beobachtbaren Verbriefungstendenzen bewirken eine Schwächung des Bankensystems und eine Reduzierung der Rolle des Bankiers als »Ephor der Volkswirtschaft« (Schumpeter 1926, 317). Die enge Beziehung von Unternehmen zu ihrer Hausbank wird durch eine lose Beziehung der Unternehmen zu einer größeren Anzahl von Gläubigern - Privatpersonen, Investmentfonds etc. - ersetzt, die Obligationen des Unternehmens halten. Soweit eine Finanzierung über die Emission neuer Aktien erfolgt, erhöht sich unter Umständen die Anzahl der Aktionäre, wobei mit zunehmender Aktienstreuung die Macht der Eigentümer gegenüber dem Management aufgrund von Informationsvorteilen des letzteren sinkt. Bei der Finanzierung eines Unternehmens über Effekten entfällt die laufende Überwachung sowie die professionelle Prüfung von Investitionsvorhaben durch den Bankier, was eine risikoreichere Unternehmenspolitik bewirken und negative Entwicklungen von Unternehmen erst spät offenbaren kann.¹⁶ Wieweit

16 Dieser Auffassung folgt auch die Bundesbank (1995a, 27): »Die (feste) Kreditbeziehung zu Banken kann - trotz eklatanter Mängel in Einzelfällen - im ganzen betrachtet insbesondere deshalb effizient sein, weil sie für die Bank Anreize zur laufenden Beobachtung des Schuldners schafft, die bei einem breit gestreuten Wertpapierbesitz für den einzelnen Gläubiger nicht unbedingt bestehen. Gleichzeitig wird der Informationsfluß zwischen Banken und Schuldern kanalisiert und bleibt damit sowohl von den Kosten als auch mit Blick auf die Publizität überschaubar.«

über Verbriefungstendenzen mehr Risikokapital für junge Unternehmen zur Verfügung gestellt wird, ist fraglich, da gerade Neu-Unternehmen keinen Zugang zu Kapitalmärkten haben. Als weiterer Punkt muß bedacht werden, daß die Hausbank aufgrund ihrer engen Beziehung zu »ihren« Unternehmen über temporäre Liquiditätsprobleme oder Verlustphasen eher hinweghilft als eine größere Gruppe anonymer Gläubiger.

Weitere gesamtwirtschaftlich negative Effekte kommen hinzu. Die Verbriefung erhöht die Liquidität in der Ökonomie, da Wertpapiere im Vergleich zu Bankeinlagen auf Sekundärmärkten gehandelt werden können. Dadurch steigt das Volumen kurzfristig umstrukturierbaren Vermögens. Durch den beschriebenen Effekt besteht die Gefahr einer größeren »Kurzatmigkeit« der Finanzmärkte.¹⁷ Dies bedeutet, daß mit der Zunahme der Liquidität von Vermögen der Zeithorizont von Wirtschaftssubjekten verkürzt wird. Besteht ein größerer Teil des Vermögens aus Effekten, dann wird ein größerer Teil des Vermögens invers zu Zinssatz- und Erwartungsänderungen schwanken. Durch solche potentiell starken kurzfristigen Schwankungen, werden sich Wirtschaftssubjekte unter Umständen weigern, langfristige Wertpapiere zu kaufen, da diese stärkeren Schwankungen ausgesetzt sind als kurzfristige. Gleichzeitig steigt das Bedürfnis nach Risikoabsicherungsgeschäften, was wiederum zu einer Stimulierung mit Derivatgeschäften führt. Schließlich besteht die Gefahr, daß sich die Kreditportefeuilles der Banken verschlechtern, da finanzstarke und etablierte Unternehmen einen einfacheren Zugang zum Kapitalmarkt haben als Unternehmen, die für Gläubiger ein größeres Risiko beherbergen.

3.5 Steigende Verschuldungsquoten

Für verschiedene Autoren (Alt Vater 1992b, 4. Kapitel; Schubert 1985) sind zunehmende Verschuldungsquoten von Konsumenten, Unternehmen und vor allem von öffentlichen Haushalten und Staaten ein Ausdruck für die relative Verselbständigung monetärer Prozesse und den daraus abgeleiteten Instabilitäten der (Welt)wirtschaft. Wir teilen die Einschätzung, daß hohe Verschuldungsquoten unter bestimmten Umständen die Fragilitäten einer Volkswirtschaft erhöhen können. Grundsätzlich sind hohe Verschuldungsquoten von Unternehmen, privaten und öffentlichen Haushalten oder von ganzen Staaten alleine betrachtet kein beunruhigendes Zeichen. Besonders deutlich ist dies beim Unternehmenssektor. Eine hohe Fremdkapitalquote der Unternehmen drückt zunächst nur aus, daß sie eine hohe Außenfinanzierung praktiziert haben. So kann eine steigende Fremdkapitalquote Aus-

17 Nach Angaben der Bundesbank (1995a, 30) hat das Verhältnis zwischen dem Umsatz an deutschen Börsen und dem Kurswert umlaufender Wertpapiere - die Umschlaghäufigkeit von inländischen Rentenwerten - von 1990 bis 1994 um 50% zugenommen.

druck einer starken und anhaltenden Investitionstätigkeit sein. Unter Gleichgewichtsbedingungen vermag eine hohe Fremdkapitalquote die Gewinne schon gar nicht zu belasten, da im Gleichgewicht die Verwertung von Eigenkapital der von Fremdkapital entsprechen muß. Unterscheiden sich deren Verwertungsraten ergeben sich Portfolioumstrukturierungen, die zu einer Anpassung der Verwertungsraten führen. Bei einer Fremdkapitalquote von hundert Prozent muß letztlich die Verwertungsrate von Produktivkapital ebenso hoch sein wie bei einer Fremdkapitalquote von Null.¹⁸

Werden anstelle einer Gleichgewichtsanalyse dynamische Prozesse untersucht, so müssen hohe und steigende Verschuldungsquoten nicht wirkungslos bleiben, da sie den negativen Effekt eines steigenden Schuldner- und Gläubigerrisikos beinhalten. Für Schuldner wird bei einer steigenden Verschuldungsquote das Cash-Flow-Management bei konjunkturellen oder strukturellen Störungen schwieriger. So kommen Unternehmen mit hoher Verschuldungsquote bei Umsatzeinbußen schneller in Liquiditätsprobleme als jene mit niedriger; private Haushalte, die mit Kredit Immobilien kaufen, werden beispielsweise durch Zinssatzerhöhungen bei hoher Verschuldung schneller zahlungsunfähig als bei geringer; öffentliche Haushalte können bei Zinssatzsteigerungen und hoher Verschuldung in endogen steigende Budgetdefizite gedrängt werden; Länder, die hoch in ausländischer Währung verschuldet sind, werden bei ausfallenden Umschuldungen oder zusammenbrechenden Exporteinnahmen zahlungsunfähig etc. Das Gläubigerisiko steigt, weil mit steigender Verschuldungsquote das (verpfändete) Sicherungsvermögen für den Gläubiger relativ abnimmt. Gläubiger werden bei ansonsten unveränderten Bedingungen bei steigender Verschuldungsquote bei ihrer Kreditvergabe vorsichtiger.

Ein hohes Niveau der Verschuldung löst zwar selbst keine krisenhafte Entwicklung aus, wird die ökonomische Entwicklung jedoch, aus welchen Gründen auch immer, krisenhaft, verstärkt es die Instabilität der Ökonomie. Insgesamt nimmt die Fragilität der Ökonomie bei steigenden Verschuldungsquoten aufgrund leichter und stärker auftretender Liquiditätsprobleme zu (Minsky 1990).

18 Dessen ungeachtet kann zumindest in der Bundesrepublik von einer steigenden Fremdkapitalquote des Unternehmenssektors während des letzten Jahrzehnts nicht ausgegangen werden. Nach Berechnungen der Bundesbank (1992, 34) hat sich von 1978 bis 1989 der Anteil der Eigenmittel an der Bilanzsumme im Unternehmenssektor sogar von 25,0% auf 25,6% erhöht. Bei Kleinunternehmen und bei mittleren Unternehmen konnte jedoch eine Verschlechterung des Anteils der Eigenmittel an der Bilanzsumme festgestellt werden. Der Wert sank zwischen 1978 und 1989 bei Kleinunternehmen von 21,9% auf 17,5% und bei mittleren Unternehmen von 20,9% auf 17,7%.

3.6 Portfolioumschichtungen, Spekulation und steigendes systemisches Risiko

Mehrere Entwicklungen im Finanzsystem *verstärken* die ökonomische Instabilität, die in dem Zusammenbruch eines stabilen Weltwährungssystems in den siebziger Jahren, der oligopolistischen Konkurrenz der Weltreservewährungen seit dieser Zeit und der geringen wirtschaftliche Kooperation der führenden westlichen Länder ihre wichtigsten Quellen hat. Durch die Einführung flexibler Wechselkurse und dem Entstehen von Finanzderivaten entstanden *neue Medien der Spekulation*. Zudem hat sich durch Verbriefungstendenzen der Anteil des Geldvermögens erhöht, der bei Zinssatz- und/oder Erwartungsänderungen Kursschwankungen ausgesetzt ist. Portfolioumschichtungen können in massiverem Umfang vorgenommen werden als früher und zu Turbulenzen auf nationalen und internationalen Märkten führen. Flexible Wechselkurse und eine weitgehende Liberalisierung der Finanzmärkte begünstigen Portfolioumstrukturierungen, die ganze Volkswirtschaften fundamental erschüttern können. Wenn z. B. Abwertungen erwartet werden, sind Kapitalfluchten in Milliardenhöhe gleichsam über Nacht die Regel. Dadurch können vor allem in ökonomisch schwächeren Staaten ernsthafte Zahlungsbilanzkrisen ausgelöst werden; aber auch Reservewährungsländer sind starken Wechselkursturbulenzen ausgesetzt. Ausgangspunkt können im Zweifelsfall marginale politische oder ökonomische Ereignisse sein, die für sich genommen eine Volkswirtschaft kaum belasten würden. Diese Konstellation führt dazu, daß Staaten nach Kräften jeden Anflug eines Vertrauensverlustes in die eigene Währung verhindern müssen. Die nationale Geldpolitik muß mit aller Härte dem Primat der »externen Stabilität« unterworfen werden. Eine entschlossene Hochzinspolitik signalisiert die Bereitschaft, den Wechselkurs zu verteidigen und so Vertrauen in die eigene Währung aufzubauen. Allerdings hat eine solche Geldpolitik ihren Preis: Stabilisierungsphasen sind mit geringen Investitionen verbunden und begrenzen Wachstum und Beschäftigung. Die Entwicklung von Derivaten hat zwar auf der einen Seite Risiken handhabbarer gemacht, auf der anderen Seite jedoch neue Instabilitäten geschaffen. Insbesondere die Spekulation mit Derivaten kann destabilisierend wirken, da Derivatsgeschäfte mit geringem Kapitaleinsatz in der Gegenwart durchgeführt werden und sich erst im Zeitpunkt ihrer zukünftigen Realisierung finanziell auswirken. Durch die Möglichkeit der Spekulation mit geringem Kapitaleinsatz können bei einer falschen Einschätzung der zukünftigen Entwicklung Spekulanten in eine Situation geraten, die sie finanziell überfordert und ökonomisch zusammenbrechen läßt.¹⁹ Man denke

19 »Zu denken ist hier etwa an die Gefahr, daß ein bewußter Risikoaufbau (aus spekulativen Gründen) und/oder eine Konzentration von Marktpreisrisiken bei wenigen Marktteilneh-

an das Beispiel der britischen Baring-Bank, die aufgrund von Fehlspekulationen mit Derivaten untergegangen ist (Juchems 1995).

Spekulationen können kumulative Prozesse erzeugen, bei denen sich spekulative Blasen aufbauen, die dann aufgrund eines in aller Regel belanglosen Ereignisses platzen. Die Entwicklung des nationalen und internationalen Finanzsystems in Richtung eines breiteren Anwendungsfeldes für Spekulation hat somit zur Volatilität ökonomischer Variablen beigetragen. Die Vorstellung, die Finanzmärkte würden einem »Kasino« gleichen, teilen wir allerdings nicht. Implizit unterstellt das Argument eines Kasino-Kapitalismus (Strange 1986), daß »Fundamentals« gleichgültig welcher Art und in welchem Paradigma keine Rolle spielen. Die Spekulation erfährt dann einen Selbstlauf, da sie sich ausschließlich auf sich selbst bezieht. In Gegensatz zu dieser Vorstellung gehen wir davon aus, daß Wirtschaftssubjekte gezwungen sind, auf Basis einer ungewissen Zukunft gegenwärtig zu handeln. Vermögenssicherung - also die Verhinderung von Vermögensverlusten und die Erhöhung des Vermögens nur im Rahmen eines subjektiv akzeptierbaren Risikos - muß für die meisten ökonomischen Agenten als weitaus relevantere Verhaltensannahme gelten als der Wunsch nach Spekulation in einem Kasino. Dies aber impliziert, daß Fundamentals ins ökonomische Kalkül einbezogen werden.

Durch die skizzierten Veränderungen ist das *systemische Risiko im Finanzsystem* gewachsen. Damit ist gemeint, daß die Gefahr des Zusammenbruches von Schuldnern mit der Konsequenz des Reißens von Kreditketten und kumulativen Prozessen gestiegen ist. Man denke an den weltweiten Börsenkrach im Herbst 1987 und den - oben schon angesprochenen - durch Spekulation mit Derivaten bedingten Zusammenbruch der Baring Bank; man denke an die sich über Jahre hinziehende Sparkassenkrise in den USA in den achtziger Jahren aufgrund der massenhaften Zahlungsunfähigkeit von Immobilienkäufern (insbesondere privaten Haushalten) und dem Verfall der Immobilienpreise; eine ähnliche Entwicklung - allerdings verstärkt durch ein hohes Überangebot an Büroflächen - belastet das japanische Bankensystem mit hohen uneinbringlichen Forderungen bis heute; man denke an die Zahlungsunfähigkeit von Schwellenländern - ein besonders instruktives Beispiel ist hier Mexiko, das sowohl Mitte 1982 als auch Ende 1994 durch Zahlungsbilanzkrisen die entwickelte Welt zu massiver finanzieller Hilfe zwang.

mern eine Finanzmarktkrise mit systemgefährdenden Dimensionen zu Folge hat« (Bundesbank 1994b, 46).

4. Wirtschaftspolitische Konsequenzen

4.1 Veränderte Wirkungen und Anforderungen an die Geldpolitik

Geldpolitik ist aufgrund der skizzierten Entwicklungen auf den Finanzmärkten neuen Herausforderungen und Risiken ausgesetzt. Dies betrifft zunächst das steigende systemische Risiko im Finanzsystem. Dadurch wird die Funktion der Zentralbank als *Lender of Last Resort* ein entscheidender Stabilisierungsfaktor des Finanzsystems und der Ökonomie generell. Die Funktion der Zentralbank als *Lender of Last Resort* muß in einem umfassenden Sinne interpretiert werden, also nicht nur bezüglich ihrer Bekämpfung von sogenannten »runs« nach Bargeld. Die Zentralbank übt dann ihre Funktion als *Lender of Last Resort* adäquat aus, wenn sie die Liquidität des Finanzsystems durch eine entsprechende (unbegrenzte) Ausweitung der Refinanzierung des Privatsektors aufrechterhält. Eine solche Politik seitens der führenden Zentralbanken der Welt war das entscheidende Mittel, den Börsenkrach von 1987 in seinen Wirkungen weitgehend zu neutralisieren. In spezifischen Fällen muß auch der Staat oder die Staatengemeinschaft die Stabilität des Finanzsystems durch Interventionen gewährleisten. In den USA mußten die Steuerzahler Milliarden Dollar aufbringen, um die Sparkassenkrise zu lösen. Im Gefolge der Zahlungsbilanzkrise Mexikos im Jahre 1994 schnürte die internationale Staatengemeinschaft und internationale Institutionen ein Hilfspaket von 50,76 Mrd. US\$ (Brand, Röhm 1995). Unseres Erachtens haben Zentralbanken (einschließlich internationale Organisationen und Regierungen) ihre neue umfassende Rolle als *Lender of Last Resort* mittlerweile angenommen. Auf nationaler Ebene haben Zentralbanken immer die Potenz, Finanzkrisen zu bekämpfen. Auf internationaler Ebene existiert allerdings keine entsprechende Institution, da es keine Weltzentralbank gibt. Zwar wurde der Internationale Währungsfonds als Teil des Systems von Bretton Woods gegründet, um unter anderem als internationaler *Lender of Last Resort* zu fungieren, jedoch besteht die Gefahr, daß durch fehlendes Eingreifen eines führenden Landes wie die USA oder durch ungenügende Kooperation diese Funktion auf internationaler Ebene nicht ausreichend ausgefüllt wird. Eine Stärkung der finanziellen Potenz des Internationalen Währungsfonds oder anderer international agierender Institutionen könnte das Problem mildern.

Durch Verbriefungstendenzen bricht das Konzept der Geldmengensteuerung zusammen. In etlichen Ländern ist die Entwicklung so weit vorangeschritten, daß die von der Bundesbank noch verwendeten Liquiditätsaggregate, auch das Aggregat M3, ihre Bedeutung verloren haben. Wertpapiere mit unterjähriger Laufzeit haben in der Tat aufgrund eines entwickelten Sekundärmarktes eine größere Liquidität als kurzfristige Termineinlagen. Generell ist mit den Verbriefungstendenzen die Liquidität in der Ökonomie

gestiegen, da auch langfristige Wertpapiere aufgrund des Sekundärmarktes Anlagen mit hoher Liquidität sind.²⁰ Da Zentralbanken - selbst wenn sie eine Geldmengensteuerung versuchen²¹ - den von ihnen diktierten Refinanzierungszinssatz als wichtigstes geldpolitisches Instrument einsetzen, ist der Bedeutungsverlust von Liquiditätsaggregaten wie M3 von sekundärer Bedeutung. Wichtiger erscheint, daß bei steigender Verbriefung die Zinspolitik der Zentralbank einen größeren Teil des Geldvermögens in seinem Kurswert schwanken läßt. Durch diesen Effekt ist zu erwarten, daß bei Zinssatzänderungen national und international verstärkte Portfolioumschichtungen induziert werden, die einerseits die Wirksamkeit der Geldpolitik erhöhen können - beispielsweise wenn ein Reservewährungsland mit einer hohen Reputation der Währung durch Zinssatzerhöhungen Kapitalimporte zur Wechselkursstabilisierung erzeugen möchte -, andererseits auch einschränken - beispielsweise wenn ein Land versucht, isoliert die Zinssätze zu senken. Dadurch sind nationale Alleingänge beispielsweise zur Erhöhung des Beschäftigungsniveaus insbesondere von Ländern mit schwachen Währungen kaum noch erfolgversprechend.

Soweit die Fristigkeit von Geldvermögen durch Verbriefungstendenzen verkürzt wird, baut sich die potentielle Differenz zwischen kurz- und langfristigen Zinssätzen ab. Da die Geldpolitik in einem stärkeren Maße die kurz- als die langfristigen Zinssätze steuern kann, wird durch die Verkürzung der Zinsbindungsfristen die zinspolitische Macht der Zentralbank gestärkt (Bundesbank 1995a).

Andererseits werden durch Innovationen immer größere Teile des Zahlungsverkehrs bargeldlos abgewickelt. In einer gänzlich bargeldlosen Wirtschaft würde die Macht der Zentralbank verschwinden. Nun ist eine solche Wirtschaft ein theoretisches Konstrukt. Selbst wenn die Bargeldhaltung des Publikums auf Null sinkt, würden Geschäftsbanken mit hoher Wahrscheinlichkeit noch Zentralbankgeld benutzen, um Forderungs-Verbindlichkeits-Salden auszugleichen. Auch ist anzunehmen, daß die Bargeldhaltung des Publikums in absehbarer Zeit nicht auf Null sinkt. Gleichwohl wird die Macht der Zentralbank durch die Existenz von *gesetzlichen Mindestreserven* gestärkt, die damit in der Bundesrepublik nicht abgeschafft

20 Mit der Verbriefung »einher ging die Erosion zuvor stabiler Relationen zwischen den Kredit- und Einlagebeständen der Banken und den daraus abgeleiteten Geldvolumensgrößen einerseits und der Entwicklung des Preisniveaus andererseits. Einige Notenbanken mußten deshalb das Konzept einer geldmengenorientierten Politik aufgeben« (Bundesbank 1995a, 21). Die Bundesbank hat auf die Entwicklung so reagiert, daß sie neben M3 ein Aggregat »M3 erweitert« eingeführt hat, das die Anlagen bei Auslandsfilialen und -töchtern deutscher Banken und Anlagen in Geldmarktfonds berücksichtigt.

21 Seit der Einführung der Geldmengensteuerung im Jahre 1973 erzielte die Bundesbank eine Trefferquote von nur etwa 50%. Andere Länder - etwa die USA - haben nach einer kurzen Testphase eine Geldmengensteuerung aufgegeben.

und in einer möglichen europäischen Währungsunion etabliert werden sollten. Um die Wettbewerbsvorteile von Banken auf den Euro-Märkten zu beseitigen, sollten auch für sie gesetzliche Mindestreserven eingeführt oder die Verlagerung von finanziellen Transaktionen in Länder, die solche Vorteile gewähren, auf anderem Wege sanktioniert werden.

4.2 Reduzierung der Volatilität durch Institutionalisierungen und Kooperation

Der Bruch der ökonomischen Entwicklung seit den siebziger Jahren besteht vor allem darin, daß unsicherheitsreduzierende Institutionalisierungen zerbrochen sind. Im Zentrum steht hier der Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods und die danach vielfältig aufgetretenen Versuche, nationale Politiken ohne Berücksichtigung außenwirtschaftlicher Konsequenzen durchzuführen. Die Rückkehr zu einem *weltweiten System fester Wechselkurse* zwischen den relevanten Währungen der Welt würde einen großen Bereich der gegenwärtigen Instabilitätspotentiale der Weltwirtschaft und ein breites Spektrum von Spekulationsmöglichkeiten auf einen Schlag beseitigen. Ein neues Festkurssystem müßte eine supranationale Institution umfassen, die über ausreichende finanzielle Mittel und die Potenz zur Abwehr von kurzfristigen Zahlungsbilanzungleichgewichten und von Spekulationswellen verfügt. Ein solches System hätte nur Bestand, wenn eine hegemoniale Macht alle währungspolitisch relevanten Staaten zwingt, an ihm teilzunehmen, oder wenn durch Kooperation zwischen diesen Staaten ein solches System etabliert würde. Vor diesem Hintergrund wäre als erster Schritt die Rückkehr zum Europäischen Währungssystem mit engen Bandbreiten und allen EU-Ländern wünschenswert.

Die Chancen für das Entstehen eines weltweiten Systems fester Wechselkurse sind zur Zeit allerdings minimal. Erstens gibt es keine Hegemonialmacht, die willens und von ihrer ökonomischen und politischen Potenz in der Lage wäre, ein solches System auch gegen Widerstände durchzusetzen. Die Tendenz zu einer verstärkt multipolaren Welt macht eine Stabilisierung weltwirtschaftlicher Prozesse durch eine hegemoniales Land zukünftig immer unwahrscheinlicher. Somit verbleibt als Möglichkeit nur internationale Kooperation. Aber auch hier ist Skepsis angebracht, da ein System fester Wechselkurse ein Ausmaß an Kooperation und freiwilliger Unterwerfung unter weltwirtschaftliche Anpassungszwänge unterstellt, die gegenwärtig nirgends zu finden ist. Somit erscheint als wahrscheinlichste Entwicklung eine Weltwirtschaft, die in absehbarer Zeit durch flexible Wechselkurse, starke Wechselkursturbulenzen, instabile internationale Kapitalströme, periodische Zahlungsbilanzkrisen etc. mit allen Konsequenzen auch für nationale Wirtschaftspolitiken gekennzeichnet ist. Es

verbleibt die Hoffnung, daß bei kumulativen Instabilitätsprozessen - wie bisher - die führenden Länder kooperieren und damit die größten Instabilitäten des Systems mildern.

In jüngster Zeit haben einige Autoren vorgeschlagen, mit Hilfe der sogenannten Tobinsteuer für mehr Sicherheit und Stabilität zu sorgen (vgl. zur Diskussion Kulesa 1996). Tobin (1978) hat zur Reduzierung von internationalen Kapitalströmen und insbesondere der Spekulation eine Steuer auf alle Devisentransaktionen vorgeschlagen. Eine solche Steuer würde sicherlich die Spekulation reduzieren, *wenn* ein Spekulationsgewinn erwartet würde, der durch die Steuer aufgeessen wird. Werden trotz der Steuer Spekulationsgewinne erwartet, werden internationale Kapitalströme nicht unterbunden. Bei flexiblen Wechselkursen ist - sieht man von einem sehr hohen Steuersatz ab - bei starken Veränderungen von Erwartungen der letztere Fall wahrscheinlich. Wichtiger ist, daß der langfristig motivierte Kapitalverkehr - der auch die Form kurzfristiger Kapitalströme annehmen kann - durch eine Devisentransaktionssteuer in keiner Weise tangiert wird. Nehmen wir als Beispiel die Zahlungsbilanzkrise Mexikos Ende 1994. Mexiko baute in den Jahren vor der Krise Leistungsbilanzdefizite auf, die im wesentlichen durch Portfolioinvestitionen finanziert wurden. Durch ein zweitrangiges politisches Ereignis²² wurde das Vertrauen in den Pesos zerstört, so daß am 19. Dezember 1994 der Kurs des US\$ von 3,45 um fast zwei Drittel auf 5,57 Pesos anstieg. Solche Wechselkurssturbulenzen lassen sich durch eine Devisenumsatzsteuer in keiner Weise verhindern. Schädlich ist die Einführung einer Tobinsteuer bezüglich der hier diskutierten Thematik allerdings nicht, doch dürfte ihr fiskalischer Charakter - falls eine genügend große Zahl von Ländern die Steuer einführt und sie damit administrativ handhabbar wird - wichtiger sein als ihre Zielrichtung zur Unterdrückung von internationalen Kapitalströmen.

Literatur

- Altwater, E. (1992a): Der Preis des Wohlstands oder Umweltplünderung und neue Welt(un)ordnung, Münster.
- Altwater, E. (1992b): Die Zukunft des Marktes. Ein Essay über die Regulierung von Geld und Natur nach dem Scheitern des »real existierenden Sozialismus«, Münster, (2. Auflage).
- Altwater, E. (1995): Wettlauf ohne Sieger. Politische Gestaltung im Zeitalter der Geo-Ökonomie, in: Blätter für deutsche und internationale Politik, Heft 2/1995, S. 192-202.
- Bischoff, J; Krüger St. (1983): Überakkumulation und industrieller Zyklus, in: Hoffmann, J. (Hrsg.), Überproduktion, Unterkonsumtion, Depression. Analysen und Kontroversen zur Krisentheorie, Hamburg, S. 133-166.
- Brand, D.; Röhm, T. (1985): Mexiko: Ursachen und Folgen der Währungskrise, in: Ifo Schnelldienst, 7/1995, 48. Jg., S. 20-29.

22 In der Unruheprovinz Chiapas sollte ein Gouverneur eingesetzt werden, der von den Zapatisten abgelehnt wurde; gleichzeitig wurde dem neuen Finanzminister Jaime Serra wenig Vertrauen entgegengebracht (vgl. Brand, Röhm 1995).

- Bundesbank (1992): Längerfristige Entwicklung der Finanzierungsstrukturen westdeutscher Unternehmen, Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Oktober, S.25-39.
- Bundesbank (1994a): Entwicklung und Bedeutung der Geldanlage in Investmentzertifikaten, Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Oktober, S. 49-71.
- Bundesbank (1994b): Geldpolitische Implikationen der zunehmenden Verwendung derivativer Finanzinstrumente, Deutsche Bundesbank, Monatsbericht November, S.41-57.
- Bundesbank (1995a): Verbriefungstendenzen im deutschen Finanzsystem und ihre geldpolitische Bedeutung, Deutsche Bundesbank, Monatsbericht April, S. 19-33.
- Bundesbank (1995b): Zur jüngeren Entwicklung und Struktur der Euroeinlagen inländischer Nichtbanken, Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Mai, S. 61-73.
- Bundesbank (1995c): Der DM-Bargeldumlauf im Ausland, Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Juli, S. 67-71.
- Dornbusch, R.; Frankel, J. (1988): The Flexible Exchange Rate System. Experience and Alternatives, in: Borne, S. (ed.), *International Finance and Trade in a Polycentric World*, London, S. 108-132.
- Guttman, R. (1996): Die Transformation des Finanzkapitals, abgedruckt in diesem Heft.
- Heine, M.; Herr, H. (1992): Der esoterische und der exoterische Charakter der Marxschen Geldtheorie, in: Schikora, A. u.a. (Hrsg.), *Politische Ökonomie im Wandel*. Festschrift für K.P. Kisker, Marburg, S. 195-209.
- Heri, E.W. (1989): Expansion der Finanzmärkte: Ursachen, Konsequenzen, Perspektiven, in: *Kyklos*, Vol. 42, S. 17-37.
- Herr, H. (1987): Der Euro-DM-Markt: Theoretische Erfassung, empirische Entwicklung und Einfluß auf die nationale Geldpolitik. Discussion Paper IIM/LMP 87-7, Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung.
- Herr, H. (1992): Geld, Währungswettbewerb und Währungssysteme. Theoretische und historische Analyse der internationalen Geldwirtschaft, Frankfurt a.M., New York.
- Herr, H. (1996): The International Monetary System and Domestic Economic Policy, in: Forsyth, D.; Notermans, T. (eds.): *Macroeconomic Policy and Financial Regulation in Europe from the 1930s to the 1990s*, Providence, S. 98-141.
- Juchems, A. (1995): Die Krise des Bankhauses Baring: Ein systembedingter Marktfehler, in: *Ifo Schnelldienst*, Heft 8/1995, 48. Jahrgang, S. 22-25.
- Krüger, St. (1986): *Allgemeine Theorie der Kapitalakkumulation. Langfristige Entwicklung und konjunktureller Zyklus*, Hamburg.
- Krüger, St. u.a. (1984) *Keynes contra Marx? Darstellung und Kritik von Keynes »General Theory«*, Hamburg.
- Kulesa, M.E. (1996): Die Tobinsteuer zwischen Lenkungs- und Finanzierungsfunktion, in: *Wirtschaftsdienst*, 76. Jg., S. 95-104.
- Marx, K. (1867): *Das Kapital*, Bd. 1, nach der 4. Auflage 1890, MEW, Bd. 23, Berlin 1973.
- Marx, K. (1894): *Das Kapital*, Bd. 3, nach der 1. Auflage 1894, MEW, Bd. 25, Berlin 1972.
- Minsky, H.P. (1990): John Maynard Keynes. Finanzierungsprozesse, Investitionen und Instabilität des Kapitalismus, Marburg.
- Okishio, N. (1961): Technische Veränderungen und Profitrate, in: Nutzinger, H.G., Wolfstetter, E. (Hg.), *Die Marxsche Theorie und ihre Kritik*, Bd. 2, Frankfurt a. M., S. 173-191.
- Riese, H. (1986): *Theorie der Inflation*, Tübingen.
- Schubert, A. (1985): *Die internationale Verschuldung. Die Dritte Welt und das transnationale Bankensystem*, Frankfurt a.M.
- Schulmeister, S. (1987): An Essay on Exchange Rate Dynamics. Discussion Paper IIM/LMP 87-8, Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung.
- Schumpeter, J. (1926): *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*, 2. Aufl., München und Leipzig.
- Stanger, M. (1988): *Krisentendenzen der Kapitalakkumulation. Theoretische Kontroversen und empirische Befunde*, Berlin.
- Strange, S. (1986): *Casino Capitalism*, Oxford.
- Tobin, J. (1978): A Proposal for International Monetary Reform, in: *Eastern Economic Journal*, Vol.4, S. 153-159.