

Robert Guttman

Der Strukturwandel des amerikanischen Finanzkapitals

***Zusammenfassung:** Das US-Finanzsystem wurde im Verlauf der 80er Jahre völlig neuen Spielregeln unterworfen, wodurch sich nicht nur die Akkumulationsstruktur und -dynamik der US-Ökonomie sondern auch die der Weltwirtschaft veränderten. Börsenhausse und -zusammenbruch, Finanzinnovationen, stabile Kreditbeziehungen unterminierende junk bonds, der Aufkauf riesiger Unternehmenskonglomerate mit einem geringen Vorschuß an Eigenkapital sind nur einige Stichworte zu der unglaublichen Ausdehnung spekulativen Kapitals. All dies sind Zeichen der Auflösung des alten monetären Regimes, ohne daß bereits Strukturen eines neuen tragfähigen Geldsystems entstanden wären. Die These des Autors: Der Dollar muß als Weltgeld abdanken, um die Blockaden in der Weltwirtschaft überwinden zu können.*

Im letzten Jahrzehnt hat sich das Kredit- und Bankensystem in den Vereinigten Staaten radikal verändert. Inmitten einer tiefen Wirtschaftskrise wurde das Finanzsystem dereguliert und dadurch völlig neuen Spielregeln unterworfen. Dieser Prozeß hat deshalb weitreichende Auswirkungen auf die Struktur und Wachstumsdynamik der amerikanischen Wirtschaft, weil sich dabei auch die Rolle des Kredits im Akkumulationsprozeß verändert hat.

Kredit, das Rohmaterial des Finanzsystems, ist von grundlegender Bedeutung in einer Geldwirtschaft. Es liegt ja in der Natur der Warenproduktion, daß die Produzenten ihr Kapital zuerst investieren müssen, um es später durch Profit vergrößern zu können. Sie geben also Geld (Kapital) aus, bevor sie es wieder verdienen. Der Kredit hilft, die zeitliche Kluft zwischen Ausgaben und Einkommen zu überwinden. Aber auch Konsumenten brauchen mitunter Kredit, entweder um sich etwas sehr Teures zu kaufen (z.B. ein Haus, ein Auto) oder um laufende Ausgaben mit Kreditkarten zu decken. Zu erwähnen ist schließlich der Staat, der sich bereits seit Jahrzehnten bemüht, die Tendenz des Kapitalismus zur Überproduktionskrise mit Budgetdefiziten, also durch Kreditaufnahme, zu bekämpfen. All diese Agenten stehen vor der prinzipiellen Entscheidung, ihre gewünschten Kaufpläne mit Verschuldung zu realisieren oder einfach weniger auszugeben. Infolge dieses simplen Tatbestandes gilt, daß die Kreditaufnahme eine starke Auswirkung auf das Wachstum der Ökonomie hat.

Auf der anderen Seite der Kreditgleichung stehen die Sparer, also die ökonomischen Einheiten, die derzeit nur einen Teil ihres Einkommens ausgeben wollen. Den Rest können sie ausleihen und dadurch mit Gewinn für die Zukunft aufbewahren. Im Kreditsystem gibt es verschiedene Typen von Finanzinstitutionen, die sich darauf spezialisieren, kleine Spareinlagen anzuziehen, um sie dann zu vereinen und in großen Summen auszuleihen. Diese Vermittlungstätigkeit ist daher ein wichtiges Instrument für

die Zentralisierung des Kapitals. Sie spielt auch eine entscheidende Rolle bei der Verteilung von Ressourcen, da sonst brachliegendes Geld über diverse Finanzmärkte für bestimmte Investitionszwecke mobilisiert wird.

Als Industrie- und als Finanzkapital nimmt Geld zwei verschiedene Formen an, deren Beziehungen miteinander recht kompliziert sind. Auf der einen Seite ist das Finanzkapital mehr oder weniger passive Stütze des Industriekapitals, indem es entweder Investitionen zur Ausweitung der Produktionskapazitäten finanzieren hilft oder die für die Profitrealisierung notwendige Nachfrage ankurbelt.

Andererseits ist das Finanzkapital als (oft attraktivere) Investitionsalternative auch ein aktiver Konkurrent des Industriekapitals. Vor allem das in spekulativer Absicht getragene Handeln mit Papieren auf Finanzmärkten (*fiktives Kapital*) existiert in relativer Autonomie von der Mehrwertproduktion in der Industrie.¹ Diese duale Natur des Finanzkapitals bezüglich der Akkumulationsdynamik wird nicht zuletzt durch die Beziehung zwischen Zinssätzen und Profitraten bestimmt.

Letztlich ist das Finanzsystem auch von strategischer Bedeutung als Quelle der Giralgeldschöpfung durch Kreditgewährung der Banken. Da die Sparer normalerweise nur einen kleinen Teil ihrer Guthaben abheben, brauchen die Banken nur einen Bruchteil ihrer Depositenkonten als Bargeldreserve zur Deckung von Abhebungen bereitzuhalten. Der Rest ist ein Überschuß, der gegen Zinsen ausgeliehen werden kann. Einzelne Banken können nicht mehr als ihre Überschußreserven ausleihen und dadurch in neues Giralgeld umwandeln, da sie sonst Gefahr laufen, ihre Reserven aufzuzehren. Das Bankensystem als Ganzes kann aber ein Vielfaches der ursprünglichen Überschußreserven an neuem Geld schaffen, weil die als Giralgeld zirkulierenden Schecks Reserven von einer Bank zur nächsten transferieren. Ich will im weiteren zunächst einen Überblick über die historischen Regulierungen des Geld- und Kreditsystems der USA geben, um dann im weiteren ausführlicher auf die jüngsten Umstrukturierungen einzugehen. Im Fall der USA, der Hegemonialmacht der kapitalistischen Weltwirtschaft seit dem Ende des 2. Weltkrieges, kann sich die geld- und kreditpolitische Analyse allerdings nicht auf den Bereich des Nationalstaates beschränken. Um der Weltgeldrolle des US-Dollars Rechnung zu tragen, ist es notwendig, auch auf das Zusammenspiel »interner« und »externer« geld- und kreditpolitischer Strukturen einzugehen.

Die staatliche Regulierung des Finanzkapitals

Die Regulierung des Kapitals im politisch-institutionellen Überbau wurde in der französischen Regulationstheorie als *Akkumulationsregime* definiert². Weil das Finanzwesen in der kapitalistischen Wachstumsdynamik und deren Krisentendenzen eine grundlegende Rolle spielt, ist die staatliche Regulierung des Geldes und des Kredits offensichtlich wesentlicher Bestandteil eines Akkumulationsregimes. Diese Staatsregulierung hat verschiedene Dimensionen:

(a) Die Zentralbank (seit 1913 die Federal Reserve in den USA) versucht die Giralgeldschöpfung im Bankenwesen durch eine Kontrolle der Bankreserven zu beeinflussen. Diese *Geldpolitik* basiert auf der traditionellen Annahme, daß es zwischen der jeweilig vorhandenen Geldmenge und dem Wirtschaftswachstum eindeutige Zusammenhänge gibt.³

(b) Im Rahmen des *internationalen Geldsystems* ist die Zentralbank auch für den Ein- und Verkauf fremder Währungen, das Manipulieren von Wechselkursen und die Abwicklung von Zahlungsverpflichtungen mit dem Ausland verantwortlich.

(c) Finanzinstitutionen und -märkte werden durch eine Reihe von *Verordnungen* geregelt, wie zum Beispiel selektive Kreditkontrollen, Regeln zur Begrenzung destabilisierenden Marktverhaltens und der Differenzierung zwischen verschiedenen Institutionen, wodurch die Struktur des Finanzsystems bestimmt wird.⁴

(d) Die möglicherweise verheerenden Auswirkungen akuter Geld- und Finanzkrisen können durch staatliche Mechanismen der *Notfallfinanzierung* (»lender of last resort«), welche bedrohte Institutionen vor dem Konkurs bewahren, verhindert oder zumindest gemildert werden.

Diese vier Dimensionen staatlicher Regulierung bedürfen, um effektiv zu sein, einer institutionellen Kohärenz; zusammengefaßt können sie als monetäres Regime definiert werden.

In normalen Perioden, wenn die Wirtschaft sich auf einem stetigen Wachstumspfad befindet, reicht das jeweilig vorherrschende Regime aus und ist daher kaum Veränderungen unterworfen. Bestenfalls gibt es begrenzte Verbesserungen. Die historische Entwicklung des Kapitalismus ist aber durch Phasen von Strukturkrisen und Reorganisationsprozessen gekennzeichnet. In diesen Situationen bricht das monetäre Regime zusammen und muß daher radikal umgestellt werden. Dies ist in den USA während des Bürgerkriegs (1860-1865), der Großen Depression (1929-1938) und dann wieder seit 1979 geschehen.

Das Papiergeldregime der Nachkriegsperiode

Der Wahlsieg Roosevelts im Jahr 1932 leitete den sogenannten *New Deal* ein. Dieses Programm, das auf ein neues Akkumulationsregime zielte, organisierte die Industrie in sektorenspezifischen Kartellen, betonte staatliche Beschäftigungspolitik, führte Sozial- und Arbeitslosenversicherungen ein und stärkte die Gewerkschaften. Ein wesentlicher Aspekt des *New Deals* war die Wiederbelebung des Kreditsystems durch eine Serie von Reformen:

– Die Abschaffung des Goldstandards (im »Notstandsgesetz« von 1933 und durch das Goldreservengesetz von 1934) befreite die Wirtschaft vom Warengeld, das wegen des exogen fixierten Angebots des Goldes eine »metallene« Wachstumsschranke darstellte. Dieser Übergang zu einem inkonvertiblen Papiergeldstandard wurde durch eine Stärkung der verschiedenen geldpolitischen Instrumente der Federal Reserve (d.h. Mindestreservebestimmungen, Diskontkredite für Banken mit Reserverdefiziten,

Offenmarktoperationen in staatlichen Schuldenobligationen) im Bankengesetz von 1935 vervollständigt.

– Auf den Zusammenbruch des Bankensystems in den frühen 30er Jahren antwortete die Roosevelt-Regierung zwischen 1933 und 1935 mit einem neuen Typus des Krisenmanagements. Dieser umfaßte die Ausstattung vieler zahlungsunfähiger Banken mit frischem Kapital, die Versicherung der Bankkonten und die Rettung insolventer Banken durch die Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) sowie den leichteren Zugang zu den Diskontkrediten der Federal Reserve für Banken mit Reserverdefiziten.

– Eine Reihe von neuen Verordnungen für Banken wurden mit dem Glass-Steagall Gesetz von 1933 eingeführt. Das Bankensystem wurde in zwei Teile gespalten. Die Geschäftsbanken (»commercial banks«) spezialisierten sich auf diverse Sparkonten als Passiva und auf Kredite für Firmen und Konsumenten als Aktiva. Die Investitionsbanken (»investment banks«) agierten in den Finanzmärkten für Obligationen und Aktien, wo sie die Neuausgabe von Wertpapieren und Firmenzusammenschlüsse finanzierten. Die geographische Begrenzung der Zweigfilialen von Großbanken sorgte dafür, daß kleine Banken als lokale Monopole in Dörfern und Kleinstädten operieren konnten. Maximale Zinssätze für Sparkonten bremsten die oft destabilisierende Konkurrenz zwischen Banken. Ohne solche Preiskontrollen tendierten die Banken nämlich dazu, Sparfonds durch höhere Zinsen anzuziehen und dann in profitablere, aber auch riskantere Aktivitäten zu investieren.

– Das Wertpapiergesetz von 1933 und das Börsengesetz von 1934 regulierten die langfristigen Kapitalmärkte durch das Verbot verschiedener Techniken der Marktmanipulation, durch Informationsregeln bei der Neuausgabe von Wertpapieren, mit Prozeduren für Zusammenschlüsse und Aufkauffofferten zwischen Firmen und durch Qualifikationsbedingungen für Makler und andere Marktteilnehmer. Die neue Securities Exchange Commission (SEC) wurde mit der Durchsetzung dieser Regeln und mit der Aufsicht über die Finanzmärkte beauftragt.

Im Jahr 1944 beschlossen die Alliierten unter Führung der USA in Bretton Woods (New Hampshire, USA) eine Neuordnung des internationalen Geldsystems. Darin, d.h. in einer Art Golddevisenstandard, funktionierte der Dollar als Weltgeld – ein klarer Ausdruck der nun unangefochtenen Vormachtstellung der USA auf dem Weltmarkt. Die USA erklärten sich bereit, Dollarbestände der Ausländer jederzeit zu einem Fixpreis von \$ 35 per Unze gegen ihre Goldreserven auszutauschen. Durch diese Konvertibilitätsgarantie war der Dollar im internationalen Zahlungsverkehr »so gut wie Gold«. Die Preisbeziehung zwischen Gold und Dollar legte die Grundlage für fixe Wechselkurse zwischen den Währungen.

Diese Serie von Reformen schaffte ein viel flexibleres und stabileres Geldregime als in der Vorkrisen- und Vorkriegszeit. Die »metallene« Wachstumsschranke des Warengeldes, welche zuvor regelmäßig die Überproduktionstendenz des Industriekapitals durch ein rigides Goldangebot und massenhafte Zusammenbrüche überspannter Banken verschärft hatte, war nun endlich überwunden. An seine Stelle trat ein Zahlungssystem, in dem das vom Staat emittierte Bargeld (d.h. Münzen der Treasury [Staats-

schatz] und Papiergeldnoten der Federal Reserve [Zentralbank]) und das Giralgeld der Privatbanken frei miteinander austauschbar waren. Die Schaffung beider Geldformen geschieht durch Kreditgewährung im Bankensystem und kann durch Festlegung der Mindestreserveverpflichtung von der Zentralbank kontrolliert werden. Anstatt der exogen durch Goldreserven fixierten Geldmenge haben wir also seit den 30er Jahren ein elastisches Geldangebot, welches endogen durch die gesamtwirtschaftlichen Kredit- und Liquiditätsbedürfnisse bestimmt wird. Wenn Wirtschaftsagenten mehr Geld brauchen, dann können sie es sich vom Finanzsystem ausborgen. Jener Teil der Kreditnachfrage, der durch Bankkredit finanziert wird, schafft zusätzliches Giralgeld. Diese Verknüpfung der Kreditgewährung und Geldschöpfung im neuen Papiergeldstandard unterstützte, zusammen mit effektiverem Krisenmanagement und abgestimmter Geldpolitik, die kontinuierliche Ausdehnung der Privatbanken. Die dem bargeldlosen Zahlungsverkehr dienenden Guthaben bei Banken, über die per Scheck verfügt werden kann, machen heute den Großteil der zirkulierenden Geldmenge aus.

Dieses elastische Papiergeldregime ermöglichte eine auf größerer Verschuldung aufgebaute Beschleunigung des Wirtschaftswachstums in den ersten Nachkriegsjahrzehnten (1948-1968). Diese Schuldenökonomie wurde von allen ökonomischen Agenten getragen:⁵

– Konsumentenkredite, ein wesentlicher Stützpfiler der Massenkonsumention und -produktion, erleichterten die Profitrealisierung durch Ankurbelung der Nachfrage für Güter (z.B. Häuser, Autos) mit starken Multiplikatoreffekten in weiten Bereichen der Industrie. Die Schuldenabhängigkeit fungierte auch als subtiles Mittel zur Disziplinierung der Arbeiter, da diese jetzt im Falle einer Unterbrechung des Einkommensflusses, (z.B. während Streiks oder Arbeitsplatzwechsels) mehr zu verlieren hatten.

– Die Industrieunternehmen bevorzugten Schuldenobligationen als billige Alternative zur Neuausgabe von Aktien (nicht zuletzt wegen der Steuerabschreibungen für Zinskosten und Doppelbesteuerung der Dividenden). Der Weg der Verschuldung sicherte den Aktionären die Eigentumskontrolle.

– Dank der staatlichen Garantieverprechen für die Banken in Zeiten krisenhafter ökonomischer Zuspitzungen wurde das Kreditangebot stabilisiert. Die Geldpolitik der Federal Reserve wiederum begünstigte die Giralgeldschöpfung der privaten Banken relativ zur staatlichen Emission des Bargeldes. Diese Regulierung der Finanzinstitutionen und -märkte war ein zusätzlicher Grund für deren raschere Expansion, weil sie den historischen Trend von direkter zu indirekter, vermittelter Finanzierung beschleunigte.⁶

– Die das Wachstum stimulierenden Budgetdefizite wurden mit der Geldpolitik verknüpft. Entscheidend dafür waren die Offenmarktoperationen der Federal Reserve. Ihr Kauf von Schuldenobligationen, durch die der Staat seine Defizite finanzierte, bedeutete nämlich ein proportionelles Ansteigen der Bankenreserven als Basis für zusätzliche Giralgeldschöpfung.

Das Resultat dieser funktionalen Regulierungen war eine »Schuldenökonomie«, die die effektive Nachfrage durch eine kontinuierliche Finanzierung von Überschußaus-

gaben (z.B. Budgetdefizite des öffentlichen Sektors; Einbeziehung der Abschreibungen, die eigentlich nur einen Wertverlust des fixen Kapitals bedeuteten, als laufende Kosten in den Verkaufspreisen der Privatindustrie) stimulierte. In den 50er und 60er Jahren unterstützte die Federal Reserve diesen Prozeß durch eine abgestimmte Geldpolitik. Zu diesem Zweck erlaubte die Zentralbank eine entsprechend starke Ausdehnung der (die Kreditgewährung und Giralgeldschöpfung deckenden) Bankreserven und versuchte strategisch wichtige Zinssätze niedrig zu halten.⁷

Die auf Expansion abzielende Wirtschaftspolitik wurde durch das Bretton Woods-System erleichtert. Die Rolle des Dollar als Leitwährung gab den USA nämlich einen wichtigen Vorteil auf dem Weltmarkt, das Privileg der sogenannten *Seigniorage*: Um als Weltgeld zu fungieren, mußten Dollars vom Ort ihrer Schöpfung, dem einheimischen Bankwesen der USA, in die internationale Zirkulation transferiert werden. Diese Geldtransfers konnten nur durch andauernde Zahlungsbilanzdefizite mit dem Rest der Welt vollzogen werden. Da die Dominanz des US-amerikanischen Kapitals sich in chronischen Handelsüberschüssen ausdrückte, konnten die erforderlichen Defizite nur durch massive Kapitalexporte bewerkstelligt werden. *Diese* basierten vor allem auf weltweiten Militärausgaben der USA (z.B. NATO), Programmen bedingter Wirtschaftshilfe (z.B. Marshall Plan) und Direktinvestitionen multinationaler Konzerne. Der Dollarbedarf anderer Länder wurde so durch neo-imperialistische Mittel der US-amerikanischen Machtausdehnung gedeckt. Außerdem war das Anhäufen von Dollarreserven im Ausland gleichbedeutend mit der automatischen Finanzierung der amerikanischen Zahlungsbilanzdefizite durch Ausländer. So als einziges Land von außenwirtschaftlichen Zwängen befreit, konnten die USA eine äußerst expansive interne Wirtschaftspolitik betreiben.

Die Stagflation der 70er Jahre als neue Form der Strukturkrise

In den späten 60er Jahren endete der lange Aufschwung der Nachkriegsperiode. Die Profitraten der amerikanischen Industrie erreichten im Jahr 1966 ihren Höhepunkt und begannen danach langsam, aber beständig zu sinken. Dies war offensichtlich Ausdruck einer sich allmählich verschärfenden Strukturkrise, in der die Produktivität stagnierte, die Reallöhne sanken und langfristige Investitionen zunehmend unrentabel wurden. Früher hatten solche Strukturkrisen immer in Depressionen geendet (z.B. 1840-1844, 1873-1878, 1893-1896, 1929-1938). Diese drastische Krisenform war durch eine oft brutale Entwertung des produktiven Kapitals (z.B. Stilllegung von Fabriken, Massenarbeitslosigkeit, Vernichtung des Finanzkapitals) gekennzeichnet. In den 70er Jahren konnte ein solcher kumulativer Prozeß durch institutionelle Gegengewichte gemildert werden, allerdings nur um den Preis einer ständigen Geldentwertung: stabilisierende Interventionen der Wirtschaftspolitik verhinderten eine allzu starke Schrumpfung der Nachfrage. Dies schuf die institutionellen Rahmenbedingungen für die Sicherung von Mindestprofitten in der Industrie selbst in Zeiten der Rezession. Durch Preisabsprachen zwischen den Großunternehmen (»administrierte Preise«) konnten Preiskriege vermieden werden. Diese oligopolistische Preisregu-

lierung bedeutete, daß die den Warenwert senkenden Produktivitätsgewinne jetzt nicht mehr zu niedrigeren Preisen führten (z.B. als heftige Deflation in Überproduktionskrisen). Statt dessen flossen sie nun teilweise in reguläre Lohnerhöhungen, die durch Kollektivverträge mit den Gewerkschaften geregelt wurden. Dadurch konnten Angebot und Nachfrage besser balanciert werden. Die Stabilisierung des Wirtschaftswachstums hatte allerdings einen Verfall des Geldwertes zur Folge: Da die durch Produktivitätssteigerungen reduzierten Warenwerte sich nicht länger in niedrigeren Preisen darstellten, repräsentierte dieselbe Geldeinheit (z.B. ein Dollar) eine immer kleiner werdende Wertsumme.⁸

Die oligopolistische Regulierung der Preise und Löhne und deren wirtschaftspolitische Unterstützung (durch Budgetdefizite und elastische Giralgeldschöpfung) verwandelt die Form der Strukturkrise aus einer Depression in eine *Stagflation*. Durch Beschleunigung der Inflation konnten bestimmte Produzenten mit starker Marktkontrolle und/oder unelastischer Nachfrage für begrenzte Zeit der Stagnation entgegenwirken. Der Warenverkauf zu überdurchschnittlich gestiegenen Preisen brachte ihnen mehr Einkommen ein als sie beim Verkauf als Wertmenge abgaben. Letztere ist ja durch die allgemeine Kaufkraft des Geldes bestimmt und wird daher zum durchschnittlichen Preisniveau gemessen. Dieser *ungleiche Austausch* war die Basis für Einkommensumverteilungen auf Kosten all jener, die ihre Waren nur zu unterdurchschnittlichen Preisen verkaufen konnten. Außerdem bedeutete steigende Inflation, daß die in der Produktion früher anfallenden Ausgaben zu einem höheren Geldwert (und so als relativ kleinere Geldsummen) gemessen werden konnten als die später zurückfließenden Einkommen. Dadurch entstanden *fiktive Buchgewinne*, die die Tendenz fallender Profitraten lange Zeit verhüllten.

Die nominalen Profitzuwächse des Industriekapitals konnten aber nur durch ständig steigende Verschuldung realisiert werden. In einer Periode steigender Preise mußten die Firmen Absatz, Aktiva und Profite zumindest mit der Durchschnittsrate der Inflation erhöhen, um ihre finanzielle Position aufrechtzuhalten. Weil die Profite aber eine geringere Geldsumme ausmachten als der Absatz und das Anlagevermögen, hatte die Erhöhung all dieser Variablen mit der gleichen Steigerungsrate notwendigerweise ein relativ kleineres Wachstum des *Profitvolumens* zur Folge. Diese durch beständigen Fall der Profitrate zusätzlich vergrößerte Finanzierungslücke wurde dann mittels höherer Verschuldung und daran gekoppelter Beschleunigung der Giralgeldschöpfung überbrückt. Die Zentralbank unterstützte diese Tendenz der nominalen Akkumulation durch eine expansive Geldpolitik (d.h. negative Realzinsen).⁹

Die höhere Verschuldung führte jedoch zu einer allmählichen Schwächung des Industriekapitals. Die steigende Schuldenbelastung schaffte zusätzliche Fixkosten: Die Zinsen reduzierten den Reingewinn. Durch die Erstarrung der Kostenstruktur wegen des höheren Gewichts der Fixkosten wurde der »break-even point« (d.h. die für die Überwindung der Rentabilitätsschwelle minimal erforderliche Kapazitätsauslastung) heraufgesetzt. Kleine Änderungen des Umsatzes konnten nun größere Profitschwankungen zur Folge haben, wodurch das Risiko der Unternehmen anstieg.¹⁰ Während die Beschleunigung der Inflation auf der einen Seite die Verschuldung der

Industrie vorantrieb, schuf sie auf der anderen Seite höhere Risiken und Verluste für die Gläubiger. Die Inflation ist ja durch zwei entgegengesetzte Preisbewegungen gekennzeichnet: höhere Produktionspreise der Waren und Dienstleistungen und niedrigere Marktpreise für Finanzpapiere.¹¹ Die fiktiven Buchgewinne des Industriekapitals wurden daher von Wertverlusten des Finanzkapitals begleitet. Zusätzliche Einkommensübertragungen von Gläubigern zu Schuldnern fanden immer dann statt, wenn die Zinssätze hinter der Inflationsrate herhinkten. Außerdem bargen die zunehmende Unbeständigkeit der Zinsen, d.h. deren heftige Schwankungen, und die abnehmende Kreditwürdigkeit hochverschuldeter Debitoren größere Risiken für Schuldner und Gläubiger.

Dieses Zusammenspiel von Verschuldung und Kreditverlusten resultierte seit 1966 in regelmäßigen *Finanzkrisen*, die mit jedem Zyklus heftiger wurden. Die Beschleunigung der Inflation am Ende der Aufschwungphase veranlaßte die Gläubiger, langfristige Investitionen zu meiden und ihr Geld statt dessen in spekulativen Aktivitäten mit kurzfristigen Gewinnen anzulegen, die aus den Preissteigerungen resultierten. Die so erzeugte Verknappung und Verteuerung des Kredits zwang die Schuldner, ihre Ausgaben einzuschränken. Immer ausgeprägtere Finanzkrisen führten daher zu immer tieferen Rezessionen (z.B. 1966, 1969/70, 1973-5, 1979-82).¹² Diese Destabilisierung des Kreditsystems durch Stagflation zerstörte zwischen 1971 und 1979 die Grundpfeiler des die Nachkriegsperiode bestimmenden monetären Regimes:

(1) *Der Zusammenbruch von Bretton Woods*: Schon seit den späten 50er Jahren hatten die Goldbestände der USA nicht ausgereicht, um die als Weltgeld zirkulierenden Dollarsummen zu decken. Diese faktische Inkonvertibilität der »internationalen Dollars« konnte überbrückt werden, solange Ausländer die Leitwährung akzeptierten. Nach 1968 begann das Vertrauen in den Dollar aber zu bröckeln. Schuld daran war seine eklatante Überbewertung, gegenüber dem Gold und gegenüber den »harten« Währungen der allmählich die USA einholenden Industrieländer (vor allem der DM und dem Yen). In Reaktion auf immer heftigere Spekulationswellen beendete die Nixon-Regierung dann im August 1971 die Konvertibilität zwischen Dollar und Gold. Im Frühjahr 1973 brach das Regime fixer Wechselkurse zusammen. Seither haben wir ein höchst instabiles System von marktbestimmten Wechselkursen und verschiedenen Weltgeldformen (konkurrierende Leitwährungen, Gold, Sonderziehungsrechte des IWF, die ECUs).¹³

(2) *Die Schwächung der Geldpolitik*: In den 60er Jahren begannen die Banken, zusätzliche Sparfonds durch eine Reihe neuer Ausleihinstrumente zu mobilisieren, wie zum Beispiel übertragbare Sparzertifikate für Unternehmen (»negotiable certificates of deposit«), Eurodollarkredite, kurzfristige Kredite zwischen Banken (»Federal funds«) und Verkauf-Rückkauf-Abkommen für ihre Effekten (»repurchase agreements«). Und in den 70er Jahren sahen wir die Einführung neuer Kontentypen (z.B. NOW, ATS, money-market funds), die höhere Zinsen trugen und keinen Mindestreservebestimmungen unterworfen waren. Beide Innovationen erlaubten den Privatbanken, ihre Kreditgewährung und Giralgeldschöpfung *außerhalb* der Kontrolle der Zentralbank auszudehnen.

Im Zuge der Stagflationskrise wurde die Geldpolitik immer stärker werdenden Schwankungen unterworfen.¹⁴ Die Beschleunigung der Inflation am Ende der Aufschwungperiode führte zu Spannungen im Kreditsystem, vor allem dank Spekulation und übermäßiger Verschuldung. Diese zwangen die Federal Reserve wiederholt (1966, 1969, 1973, 1979), ihre Politik des »billigen Geldes« aufzugeben und dadurch die von der Inflation untergrabene Qualität des Geldes wiederherzustellen.

Diese Inflationsbekämpfung durch Einleitung einer Rezession mußte immer dann aufgegeben werden, wenn die Kosten dieser Politik (z.B. Arbeitslosigkeit, Bankrotte) zu hoch wurden. Inmitten eines zyklischen Abschwungs kehrte die Zentralbank daher regelmäßig zu einer Politik der Akkomodation und Stimulation zurück (1966, 1970, 1975, 1982).

(3) *Die Aushöhlung der finanzpolitischen Regeln:* Dies galt vor allem für die Preiskontrollen im Bankenwesen, welche zu Zeiten beschleunigter Inflation regelmäßig die Ausdehnung der Bankenaktivitäten lähmten. Wenn unregulierte Marktzinsen über die von der Zentralbank festgelegten Maximalzinsen stiegen, zogen viele Einleger (Sparer) ihr Geld von den Banken und Sparkassen ab, um es anderswo rentabler anzulegen.

Im Lauf der 70er Jahre versuchten die Finanzinstitutionen, verschiedene Regulationen durch Innovationen zu umgehen. Von spezieller Bedeutung war hier der Euromarkt, ein global integriertes Zahlungs- und Kreditsystem, in welchem die transnationalen Privatbanken außerhalb des national begrenzten Kontrollbereiches der Zentralbanken operieren konnten. Die Banken nützten darüber hinaus Lücken der internen Regulierung, indem sie sich z.B. in relativ wenige regulierte Trusts (»bank holding companies«) oder Provinzbanken (»state bank charters«) umorganisierten.¹⁵

Krisenmanagement der Federal Reserve zwischen 1979 und 1982

Dieser allmähliche Zerfall des monetären Nachkriegsregimes erreichte seinen Höhepunkt 1979. Wie schon im Jahr 1973 war die Strategie der Dollarabwertung zum Schutze des amerikanischen Industriekapitals wiederum in massive Spekulation gegen den Dollar und eine Explosion der Rohstoffpreise auf dem Weltmarkt ausgeartet. Doch dieses Mal war die Währungskrise insofern gefährlicher als 1973, weil der Monopolstatus des Dollar jetzt tatsächlich akut gefährdet war (durch die Flucht ins Gold, die Einführung einer DM-Zone im Zuge des Europäischen Währungssystems und die Pläne der OPEC, ihre Dollareinnahmen durch einen Währungskorb zu ersetzen). Im Oktober 1979 reagierte die Federal Reserve auf diese Situation mit einem drastischen Kurswechsel: Die Niedrigzinspolitik wurde aufgegeben und übergegangen zu einer Eingrenzung der Giralgeldschöpfung durch verschärfte Kontrolle der Bankreserven.¹⁶

Weil die Banken ihre geldschöpfende Kreditgewährung durch Quellen außerhalb der Zentralbankkontrolle (z.B. Eurodollarkredite) fortsetzten, führte die Federal Reserve im März 1980 zum ersten Mal seit 1948 selektive Kreditkontrollen ein. Die Kombi-

nation von Zinssätzen über 20% und verordneten Kreditbeschränkungen verursachte einen spektakulären Fall des Bruttosozialprodukts (um 9% per annum im zweiten Quartal 1980). Dies veranlaßte die Zentralbank im Sommer 1980 zur Lockerung ihrer Geldpolitik. Doch die rasch wiederkehrende Inflation und die Spekulation gegen den Dollar erzwangen im Frühsommer 1981 einen neuerlichen Umschwung zu einer Politik des »knappen Geldes«. Erst diese brachte die Inflation unter Kontrolle und stärkte zugleich den Dollar auf den internationalen Märkten.

Dieser »Erfolg« hatte seinen Preis in der Einleitung der tiefsten Wirtschaftskrise seit den 30er Jahren. Die Arbeitslosenquote stieg auf bis zu 10.8% an. Viele Industrien, die zuvor von der Inflation besonders profitiert hatten (z.B. Energie, Immobilien, Rohstoffproduktion der Entwicklungsländer), befanden sich plötzlich in einer stark deflationären Überproduktionskrise. Die rapide Ausbreitung von Verlusten der Industrie und die Zahlungseinstellungen überlasteter Schuldner gefährdeten auch die Gläubiger, vor allem überspannte Banken und Sparkassen. Kostspielige Zusammenbrüche verschiedener Finanzinstitutionen (z.B. Penn Square, Drysdale) und der akute Ausbruch der Schuldenkrise in den Entwicklungsländern leiteten im Sommer 1982 die Rückkehr zu einer akkomodierenden Geldpolitik ein.

Zur selben Zeit unternahm der Kongress auf Drängen der Federal Reserve eine umfassende *Reform der Finanzverordnungen* (im Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act 1980 und Garn – St. Germain Act 1982). Die Zentralbank wurde gestärkt, indem der Kreis der Finanzinstitutionen, die von ihren geldpolitischen Instrumenten direkt berührt werden, von ca. 5 500 auf über 38 000 anstieg, und die neu entstandenen Kontentypen (z.B. NOW, ATS) in die Mindestreservebestimmungen einbezogen wurden.

Beide Gesetze ersetzten eine Reihe überholter Verordnungen. Die Beendigung des Zentralbankmonopols bei der Organisation des bargeldlosen Zahlungsverkehrs förderte die Ausdehnung privater Abrechnungssysteme und *elektronischer* Geldformen, die auf hochautomatisierten Überweisungen durch Computernetzwerke beruhen. Die Abschaffung der Zinskontrollen beseitigte deren lähmende Wirkung auf das Kreditangebot zu Zeiten steigender Inflation und restaurierte die Preiskonkurrenz im Bankwesen. Die Lockerung der Barrieren zwischen verschiedenen Institutionstypen gestattete vor allem Sparkassen und Banken ein mannigfaltigeres Angebot von Finanzquellen und Investitionsmöglichkeiten. Die Schwächung von Kundenschutzbestimmungen ermöglichte diskriminierende Bankenpraktiken zum Nachteil ärmerer Bevölkerungsgruppen und Kleinfirmen.

»Reaganomics« und der globale Wirtschaftsaufschwung

Der Wahlsieg Reagans im Herbst 1980 katapultierte einen konservativen Politiker an die Spitze, mit einem starken Mandat, das fünf Jahrzehnte alte Vermächtnis des New Deal umzustürzen. Die »Reagan Revolution« konzentrierte sich vor allem auf die Fiskalpolitik.¹⁷ Im Sommer 1981 gewann die neue Regierung eine Mehrheit im

Kongress für eine radikale Änderung der Budgetprioritäten. Eine enorme Steuersenkung, vor allem für Reiche und für Industrieunternehmen, sollte die Anreize für produktive Aktivitäten wiederherstellen und so das Wachstum ankurbeln. Ein ehrgeiziges Aufrüstungsprogramm, welches die Militärausgaben der USA in 5 Jahren verdoppelte, bedeutete eine massive Staatssubvention zur Deckung der technologischen Risiken und Garantie der Profite von Großunternehmen. Dieses fiskalpolitische Programm trieb die ohnehin schon wegen der Rezession aufgeblähten Budgetdefizite rasch in die Höhe (von \$ 39 Milliarden 1980 auf einen Rekord von \$ 221 Mrd. 1985). Die Rückkehr zu einer Politik des leichten Geldes und die stimulierende Wirkung ansteigender Budgetdefizite schafften die Basis für einen starken Wirtschaftsaufschwung 1983/84. Doch dieser war schon bald von einem Ungleichgewicht im Kreditmarkt bedroht. Eine sinkende Sparneigung (von einem Durchschnitt von 6 % des persönlichen Einkommens während der 70er Jahre auf ein Rekordtief von 2,9 % im Jahr 1985) kollidierte mit einer stark ansteigenden Schuldenabhängigkeit aller amerikanischen Wirtschaftssektoren. Dieser Nachfrageüberschuß auf dem Kreditmarkt wurde durch die Kapitaleinfuhr aus dem Ausland finanziert, welche aufgrund höherer Realzinsen, schnellerem Wachstum und politischer Stabilität in der USA bewerkstelligt werden konnte. Da diese Kapitalbewegungen die Dollar-Nachfrage auf den Devisenmärkten erhöhte, stieg der Dollarkurs (um 60 % gegenüber anderen starken Währungen zwischen Mitte 1981 und Anfang 1985). Dies wiederum machte Importe in die USA viel billiger, während US-Exporte sich entsprechend verteuerten. Das US-Handelsdefizit wuchs von \$ 36,2 Mrd. 1980 auf \$ 171 Mrd. 1987. Die Nettoexporte in die USA stimulierten das Wachstum in anderen Ländern, wodurch der Wirtschaftsaufschwung internationalisiert werden konnte.

Dieses Wachstumsmuster hatte widersprüchliche Auswirkungen auf die amerikanische Wirtschaft: Der hohe Dollar unterdrückte wegen der niedrigeren Preise ausländischer Konkurrenten und seines deflationären Effekts auf die Weltmarktpreise für Rohstoffe die Inflation. Billige Importe verschafften den US-Amerikanern starke Kaufkraftgewinne (trotz stagnierender Löhne) und zwangen die vom Welthandel abhängigen Industrien der USA zur Kostensenkung durch massive Umstrukturierungen. Auf der anderen Seite verlangsamte das Handelsdefizit das Wirtschaftswachstum (von einem Jahresdurchschnitt von ca. 6 % 1983/4 auf weniger als 3 % seit Herbst 1984). Während diese Nachfrageabschwächung ein Überhitzen der Gesamtwirtschaft verhindert hat, führte der hohe Dollarkurs zu tiefen Depressionen in Industrien mit starker internationaler Konkurrenz (z.B. Landwirtschaft, Energie). Deren Verluste übertrugen sich auf ihre Gläubiger, mit der Folge von Bankrotten Hunderter von Banken und Sparkassen. Der Aufschwung war daher von ungewöhnlich starken intersektoralen Disproportionalitäten, regionalen Ungleichgewichten und akuten Finanzkrisen gekennzeichnet. Die Finanzierung explodierender Handels- und Budgetdefizite durch Kapitalimporte verwandelte die USA innerhalb weniger Jahre vom stärksten Gläubiger der Welt in den größten Schuldner. Im Jahr 1991, so wird geschätzt, werden die USA dem Rest der Welt \$ 1 000 Mrd. schulden und dafür jährlich über \$ 100 Mrd. an Zinsen zu zahlen haben.

Diese nachteiligen Auswirkungen führten 1985 zu wichtigen Korrekturschritten bei der Defizitbekämpfung. Im September 1985 beschlossen die sogenannten »G-7« Länder (USA, Japan, BRD, Frankreich, England, Italien, Kanada) im *Plaza-Abkommen*, den Dollarkurs durch koordinierte Zentralbankintervention langsam, aber sicher abzusenken. Dies sollte eine allmähliche Schrumpfung des Handelsdefizits ermöglichen. Im Dezember 1985 verordnete das *Gramm-Rudman-Gesetz* jährlich sinkende Defizitmaxima für den Staatshaushalt und, wenn nötig, automatische Budgetkürzungen. Seither haben diese Initiativen beide Defizite je um ca. ein Viertel gesenkt.

Die Expansion des Finanzkapitals in den 80er Jahren

Der auf diesem Doppeldefizit beruhende Wirtschaftsaufschwung der 80er Jahre war von einer enormen Schuldenausdehnung aller Sektoren in den USA begleitet. So konnte die Stagnationstendenz zumindest vorläufig im Zaume gehalten werden. Reagans Fiskalpolitik und die Sozialisierung privater Risiken und Verluste (z.B. durch Subventionen, Käufe des öffentlichen Sektors und an Investitionen geknüpfte Steuerabschreibungen) verdoppelten die staatliche Schuld innerhalb von nur 5 Jahren. Wegen stagnierender oder sogar fallender Reallöhne konnten die sozialen Normen des Massenkonsums nur durch Mehrarbeit (d.h. Verlängerung der Arbeitszeit, Zwei-Verdiener-Familien) und größere Konsumentenverschuldung aufrecht erhalten werden. Die Industrieunternehmen borgten mehr, um ihre alten Schulden zu tilgen, Verluste zu decken, und die oft sehr teure Reorganisation und Modernisierung vorzunehmen. Die Finanzinstitutionen benötigten zusätzlichen Kredit sowohl für die weitere aggressive Expansion wie auch zur Vermeidung von Zahlungseinstellungen durch die Refinanzierung alter Schulden.

Tabelle: Wachstum von Bruttosozialprodukt und Kredit (% p.a.)

	1960-69	1970-79	1980-85	Mrd.\$ (Ende 85)
Nominales BSP	6,9	10,1	8,1	3 998,1
<i>Kredit</i>				
Industriefirmen	9,4	11,2	10,4	1 505,1
Konsumenten	8,5	11,4	10,3	3 224,6
Finanzinstitutionen	14,9	16,8	15,7	248,9
Bundesstaat (USA)	2,0	8,8	15,8	1 660,4
Provinzen	7,5	7,4	12,5	553,1
Gesamtschulden	7,3	11,1	15,2	8 247,5

Quelle: Henry Kaufman (1986)

Diese erhöhte Schuldenabhängigkeit schaffte die Nachfragebasis für eine spektakuläre Ausdehnung des Finanzkapitals während der 80er Jahre. Auf der Angebotsseite wurde dieser Trend durch Strukturveränderungen des Kreditsystems im Zuge der

(oben erwähnten) Deregulation gestärkt. Die Lockerung der Barrieren zwischen verschiedenen Institutionstypen führte zu deren allmählicher Integration und beschleunigte die Einführung neuer Finanzinstrumente. Manche dieser Neuerungen erleichterten die Kreditfinanzierung durch Mobilisierung zusätzlicher Geldmittel (z.B. Depositenmakler für Bankkonten, Rückkaufabkommen für den Handel mit Staatspapieren). Besonders wichtig war dabei die Umgestaltung der Bankkredite in börsenfähige Wertpapiere (»securitization«). Andere Instrumente, z.B. Termingeschäfte (»futures«) oder Tauschabkommen (»swaps«), schützten gegen das wachsende Preisrisiko, immer heftiger schwankende Zinsen und Wechselkurse.

Die Aufhebung der Zinskontrollen im Bankenwesen beseitigte einen automatischen Abkühlmechanismus gegen die Beschleunigung der Inflation und die Überspannung des Kredits. Ohne Kontrollen kann heute die Kreditgewährung (und daher auch die Giralgeldschöpfung) ungehindert ausgedehnt werden, solange die Schuldner zur Zahlung der von den Gläubigern oder vom Markt verlangten Zinsen bereit sind. Die so wiederbelebte Preiskonkurrenz im Kampf um die Verteilung der Sparfonds geschieht heute durch eine neue Generation von Sparkonten (z.B. »savings certificates« der Kommerzbanken und Sparkassen, »cash management accounts« der Investitionsbanken). Wenn die verschiedenen Institutionen ihren Zufluß vergrößern wollen, bieten sie attraktivere Zinsen für diese Konten an. Im Falle einer Erhöhung der Zinskosten auf der Passivseite verteidigen die Banken ihre Profitspannen durch gleichzeitige Erhöhung ihrer Ausleihzinsen (»spread banking«). Außerdem haben die meisten Kredite heute (im Gegensatz zu früher) nicht fixe, sondern variationsfähige Zinsen, die je nach den vorherrschenden Bedingungen am Kreditmarkt schwanken. Dadurch können die Banken und andere Gläubiger das Preisrisiko zukünftiger Zinserhöhungen auf die Schuldner übertragen.

Diese Strukturveränderungen im Kreditsystem haben höhere *Realzinsen* zur Folge. In den 80er Jahren lagen sie durchschnittlich zwischen 4 % und 6 %, während sie in den 60er Jahren nur zwischen 1,5 % und 2,5 % geschwankt hatten und in den inflationären 70er Jahren durch die Zinskontrollen und andere Zentralbankinstrumente (siehe Fußnote 7) lange Zeit sogar negativ waren. Dieser Anstieg des Zinsniveaus war das Resultat einer Reihe von neuen Faktoren: (a) Die Kombination von starker Kreditnachfrage und sinkender Sparneigung schaffte die Marktverhältnisse für höhere Zinsen. (b) Selbst der Ausgleich dieses Ungleichgewichts durch die Einfuhr ausländischen Geldkapitals konnte nur durch entsprechend hohe Realzinsen gesichert werden. Die Geldpolitik der Federal Reserve mußte daher ein positives Zinssatzdifferential der USA mit den anderen G-7-Ländern aufrecht erhalten, um den ausländischen Gläubigern einen hinreichenden Realgewinn anzubieten. (c) Die Beseitigung der Preiskontrollen erhöhte die Bankenzinsen, durch Konkurrenz auf der Passivseite und die kartellartige Koordination gleichzeitiger Zinssteigerung auf der Aktivseite zur Sicherung der Profitspannen. (d) Auf den Finanzmärkten für langfristige Schuldobligationen verlangen die Gläubiger als Kompensation für höhere Risiken und wenn immer sie eine Beschleunigung der Inflation befürchten, höhere Nominalzinsen.

Diese strukturell bedingte Zinserhöhung hatte widersprüchliche Auswirkungen auf

die Expansion des Finanzkapitals. Einerseits zwangen die hohen Finanzierungskosten Institutionen und andere Geldanleger in *riskantere* Investitionen, die wegen ihrer höheren Risiken auch ein größeres Gewinnpotential boten. Andererseits konnte diese Risikoneigung durch breitere Verteilung der Gewinne und Verluste ausgeglichen werden. Da die Zinssätze in den 80er Jahren relativ zu den Profitraten hoch waren, war der Kauf und Handel von Finanzpapieren oftmals attraktiver als Investitionen in neue Produktionsmittel. Die so verursachte Umleitung der Geldflüsse vom Industriekapital zum Finanzkapital erleichterte die *Koppelung* verschiedener Kredittransaktionen zu einer integrierten Kette von Geldtransfers. Heute fließt das Geldkapital oft durch mehrere Vermittlungskanäle, bevor es in die Hände des eigentlichen Schuldners fällt. Diese Multiplizierung der Vermittlung, welche einen Großteil des expandierenden Finanzkapitals absorbiert hat, verteilt die heutzutage höheren Einkommensgewinne und -verluste über ein größeres Volumen finanzieller Transaktionen.

Fiktives Kapital und die Börsenhausse

Die spezifische Expansionsdynamik des Finanzkapitals manifestierte sich am stärksten in der geradezu unglaublichen Ausdehnung des *fiktiven Kapitals* seit 1982. Jene Kapitalform beruht vor allem auf dem An- und Verkauf von Finanzpapieren, um von deren Preisbewegungen zu profitieren. Verschiedene Neuerungen, wie z.B. die Umwandlung von Krediten in Wertpapiere (»securitization«) oder die Einführung der »financial futures« (d.h. Terminhandel in Aktien, Staatsobligationen und Währungen), schafften eine Reihe sehr praktischer Instrumente des fiktiven Kapitals und eine entsprechende Ausdehnung der dafür erforderlichen Finanzmärkte.¹⁹ Der Handel in diesen Märkten geschieht oft nur mit einem minimalen Vorschub an Eigenkapital, wodurch die Gewinne von korrekt antizipierten Preisbewegungen multipliziert werden können (»leverage factor«). Zum Beispiel bringt bei einer Kapitaleinlage von 10 % des Papierwertes eine erwartete (und dann auch eintretende) Preisänderung von 10 % einen Gewinn von 100 % (oder aber, wenn in die falsche Richtung spekuliert wird, den Verlust des ganzen Kapitaleinsatzes)! Da diese Transaktionen auf hoher Verschuldung beruhen, verknüpfen sie sich oft mit anderen Kreditkanälen zu komplex integrierten Strukturen von Schulden. In diesen können sich Verluste und Zahlungsstörungen sehr rasch vervielfachen.

Das fiktive Kapital hängt also primär von spekulativen Erwartungen über zukünftige Preisbewegungen von Finanzpapieren ab. Solange die Erwartungsstruktur der Spekulanten weit gestreut ist, heben sich ihre Aktionen gegenseitig auf und bleiben die Preise auf den Finanzmärkten recht stabil. Wenn aber die Mehrheit der Spekulanten zur selben Erwartung neigt, dann wird diese oft zur sich selbst erfüllenden Prophezeiung. Bis vor kurzem war Spekulation zumeist ein zyklisch bedingtes Phänomen, welches sich typischerweise auf die Periode beschleunigter Inflation kurz vor Ende des Aufschwungs begrenzte. Heute aber ist diese Aktivität wesentlich beständiger, nicht zuletzt in Reaktion auf die wegen der Deregulation von Wechselkursen und Zinsen viel größeren Preisschwankungen auf den Finanzmärkten.

Diese Neigung zur permanenten Spekulation war in den 80er Jahren besonders deutlich an der Börse. Zwischen August 1982 und August 1987 stiegen die Aktienkurse in den USA im Durchschnitt um 370 %. Anfangs war dieser Anstieg vor allem eine Korrektur der chronischen Unterbewertung der Aktien in der Stagflationskrise der 70er Jahre und eine Reaktion auf verbesserte Profitaussichten im Zuge eines kräftigen Aufschwungs. Dann zwangen verschärfte internationale Konkurrenz und beständige Überschußkapazitäten eine massive Umstrukturierung des Industriekapitals. Jene nahm vor allem die Form von Firmenzusammenschlüssen und -umgruppierungen, vermittelt durch den Aktienmarkt, an, nicht zuletzt weil die Reagan-Regierung sowohl eine aktive Industriepolitik als auch eine Durchsetzung der Anti-Trust Gesetze zur Kontrolle der Monopolisierung ablehnte. Diese Aufkäufe von Firmen beschleunigten die Börsenhausse. Einerseits entfernten sie Aktien vom Markt, wodurch sich das Angebot dieser Wertpapiere dramatisch verkleinerte (um \$ 440 Mrd. zwischen 1984 und 1988). Andererseits wurden die Aktionäre in diesen Aufkäufen mit Bargeld ausgezahlt, welches sie am Aktienmarkt reinvestierten und so die Nachfrage weiter anheizten.

In diesem Prozeß spielten die Investitionsbanken als Firmenberater und als Financiers von Aktienaufkäufen eine entscheidende Rolle. 1983 begannen diese Institutionen (vor allem Drexel) Aktienkäufe mittels Neuausgabe von *junk bonds* zu finanzieren. Diese Schuldenobligationen, die wegen ihres niedrigen Qualitätsgrades entsprechend hohe Zinsen (d.h. eine zusätzliche Risikoprämie von 3-5 %) tragen, wuchsen von \$ 5 Mrd. 1980 auf über \$ 150 Mrd. im Jahre 1988. Sogenannte *corporate raiders* (auf Unternehmenskäufe spezialisierte Firmen) borgten auf diesem Markt Milliarden, um riesige Aktienpakete großer Industrieunternehmen aufzukaufen. Solche Attacken endeten zumeist in Rückkäufen der Aktien zu viel höheren Preisen (»green-mail«) oder mit erfolgreicher Übernahme. Die »raiders« spalteten dann die aufgekauften Firmen in verschiedene Teile, die entweder wiederverkauft, abgeschrieben oder umorganisiert wurden. So konnten sie ihre hohe Schuldenlast bewältigen. Die Aktiva der attackierten Firmen fungierten als Bürgschaft bei der Neuausgabe von »junk bonds«. Solange höhere Aktienpreise diese Aktiva aufwerteten, war dieser Prozeß quasi selbstfinanzierend.

Die Dominanz der »raiders« hatte weitreichende Auswirkungen: Um möglichen Attacken der »raiders« vorzubeugen, führten viele Firmen ihre eigenen Reorganisationspläne durch. Diese zielten auf eine rasche Erhöhung ihrer Aktienpreise, kostspielige Verteidigungsmanöver (»poison pills«) und Umgruppierung ihrer Aktiva. Kurzfristige Manipulationen überwogen so eine langfristige Planung. Oft versuchten Firmen den »raiders« zu entgehen, indem sie sich durch höhere Verschuldung und aggressives Aufkaufen anderer Firmen bewußt weniger attraktiv machten. Die Investitionsbanken dehnten den Markt für »junk bonds« (und so auch ihre eigenen Profite) durch verschiedene Praktiken der Marktmanipulation aus. Von entscheidender Bedeutung war dabei die Herstellung einer Interessenkoalition zwischen »raiders« und den *risk arbitrageurs*. Letztere kaufen Aktien von Firmen, die möglicherweise schon bald Ziel eines Aufkaufversuchs sein könnten, um dann von deren Aufwertung im

Zuge einer solchen Attacke zu profitieren. Bald schon gaben die Investitionsbanken diesen Spekulanten Information über die von den »raiders« geplanten Attacken (»insider trading«). Als Entgelt für diese Beseitigung ihres Risikos erklärten sich die »risk arbitrageurs« bereit, die »junk bonds« der »raiders« zu fixierten Preisen zu kaufen. Im Herbst 1986 flog diese verbotene Praxis im »Boesky Skandal« auf. Die Explosion von Firmenzusammenschlüssen und -aufkäufen (von weniger als \$ 40 Mrd. 1982 auf über \$ 240 Mrd. im Jahre 1988) änderte die Bewertungskriterien für die Aktien. Während deren Preise normalerweise von langfristigen Profiterwartungen abhängen, wurden sie in den 80er Jahren immer mehr vom potentiellen Auflösungswert (»break-up value«) der Firmenaktiva bestimmt. Diese rein spekulative Wertbestimmung erlaubte eine Loslösung der Aktienpreise vom Realwert des Industriekapitals.

Im August 1987 erreichten die Aktienpreise ihren Gipfel (2722 für den DOW Jones) und begannen dann ihren Niedergang. Am 19. Oktober fiel der DOW Jones um 508 Punkte (d.h. 22 %). Dieser Börsenkrach war ein klassisches Beispiel für das Zerplatzen einer Spekulationsblase. Ein wachsender Pessimismus als Reaktion auf die steigenden US-Handelsdefizite und Zinsen war dieser Krise vorangegangen. Die Panik am 19. Oktober wurde durch automatische Computerprogramme wesentlich verschlimmert, weil diese (wegen der immer größeren Preisdifferenz zwischen Aktien und »stock index futures«) Millionen von Aktien zum Verkauf auf den Markt warfen. Die Federal Reserve stoppte den Zusammenbruch am nächsten Tag durch Inszenierung einer massiven und effektiven Rettungsaktion, die auf Preismanipulationen und Finanzhilfen zur Verlustdeckung abzielte.²⁰ Bald danach nützte die Zentralbank die Gelegenheit, sowohl den Dollarkurs als auch die Zinsen zu senken. Die dadurch bewirkte Ankurbelung half der Industrie, den Börsenkrach ohne allzu großen Schaden zu überstehen.

Die Herausforderungen einer Übergangsperiode

Wir erleben heute einen Übergang zu einem neuen monetären Regime. Dieser Prozeß begann mit der Deregulierung des Bankwesens zwischen 1980 und 1982. Seine erfolgreiche Beendigung hängt von zusätzlichen Reformen ab, welche das Kreditssystem stabilisieren und eine das Wachstum fördernde Balance zwischen Industrie- und Finanzkapital gewährleisten können. Bezüglich aller vier Dimensionen eines solchen Regimes stehen die staatlichen Instanzen unter akuten Handlungszwängen, die den Hintergrund für Reforminitiativen bilden.

(1) *Management der Finanzkrisen:* Seit der Großen Rezession (1979-82) hat sich das Krisenmanagement wesentlich ausgedehnt. Während zwischen 1940 und 1982 höchstens 10 Banken pro Jahr untergingen, mußte die FDIC seither jährlich 100 bis 200 Banken retten. Viele Banken mit potentiell hohen Verlusten (z.B. wegen starker Kreditkonzentration im Energiesektor, in der Landwirtschaft oder in Entwicklungsländern) konnten nur durch besondere Hilfsmaßnahmen ihren Bankrott vermeiden. Diese Unterstützung betraf vor allem die Verringerung ihrer erforderlichen Mindestkapitaleinlage und eine Reihe besonderer Buchhaltungsregeln, mit denen eigentlich

notleidende Kredite noch immer als gewinnbringend gebucht und eigentlich fällige Abschreibungen somit hinausgezögert werden konnten. Noch dramatischer ist die Situation für die Sparkassen, von denen ein Drittel (d.h. über 1 000) effektiv insolvent oder unmittelbar vom Untergang bedroht sind. Diese werden letztendlich nur durch eine massive Rettungsaktion zu halten sein. Ob der Kongress dafür aber die benötigten \$ 60 Mrd. bis \$ 100 Mrd. bereitstellen kann und wird, bleibt angesichts des riesigen Budgetdefizits noch abzuwarten. Wie der Börsenkrach im Oktober 1987 klar zeigte, muß die Zentralbank heute auch in über das Bankenwesen hinausgehende Finanzkrisen eingreifen und dabei schleunigst neue Interventionspraktiken entwickeln. Bislang ist ihr das ganz gut gelungen.

Mit dieser Rettungsfunktion stehen die Behörden vor einem sehr schwierigen Dilemma. Ohne Zweifel ermutigt die staatliche Unterstützungsgarantie im Falle von Bankrottverfahren die auf diese Weise geschützten Finanzinstitutionen (d.h. Komerzbanken, Sparkassen, und seit März 1980 auch die größten Investitionsbanken) zu riskanteren Investitionen. Wenn diese gut ausgehen, kann mehr gewonnen werden. Wenn sie aber schief gehen, hilft der Staat. Diese beneidenswerte Position, Gewinne privat verbuchen zu dürfen und zur selben Zeit Verluste sozialisieren zu können, fördert Verantwortungslosigkeit. Hinzu kommt, daß die immer kompliziertere und weitreichendere Verknüpfung von Finanztransaktionen dazu führt, daß ursprünglich nur lokal begrenzte Insolvenzen und Zahlungsstörungen jetzt oft wie ein Lauffeuer im Kreditsystem verbreitet werden. Das hat sich höchst dramatisch schon in einigen Fällen gezeigt: etwa beim Zusammenbruch zweier Großbanken (Seafirst 1983, Continental Illinois 1984), bei dem die Liquidation einer winzigen Bank (Penn Square 1982) genügte, oder bei den Riesenschäden für Banken und Sparkassen infolge des Bankrotts einer kleinen Maklerfirma (E.M.S. 1985).

Die Behörden haben auf dieses Problem zu reagieren begonnen. Auf der einen Seite versuchen sie, die Marktdisziplin zu verbessern. So wurden zum Beispiel die Informationserfordernisse und Überprüfungen der Banken zwischen 1983 und 1987 etliche Male wesentlich verschärft. Und im Juli 1988 machte die Federal Reserve das erforderliche Mindestkapital der Banken von dem Risikograd ihrer Aktiva abhängig. Auf der anderen Seite hat die Zentralbank begonnen, allzu riskante Praktiken und Instrumente durch Verordnung einzuschränken. Dies gilt vor allem für eine Reihe von Neuerungen auf den Finanzmärkten, bei denen bereits ein hohes Verlustpotential offenkundig geworden ist (wie z.B. vermakelte Bankenkonten, mortgage-backed securities, Kauf-Rückkauf Abkommen im Handel mit staatlichen Schuldenobligationen, junk bonds, stock-index futures). Das zeigt deutlich, daß es bei der gegenwärtigen Umstrukturierung des Finanzkapitals nicht so sehr um Deregulation geht, als vielmehr um eine korrekt re-regulierte Balance zwischen Marktanzreizen und verordneten Eingrenzungen.

(2) *Die Neuregelung des Finanzsystems:* Die Deregulierung des Bankenwesens 1980-82 erfolgte nur partiell. Wichtige und politisch umstrittene Verordnungen konnten wegen mangelndem Konsens (zumindest vorläufig) nicht geändert werden. Wie schon in den 60er und 70er Jahren fanden die Finanzinstitutionen Wege zur Umge-

hung bestehender Verordnungen. Dabei kam ihnen die komplexe Machtteilung zwischen übereinandergreifenden und konkurrierenden Entscheidungsinstanzen des Staatsapparats (z.B. Gerichte, die Bankkommissionen der Provinzen, verschiedene für die Regulation des Finanzwesens zuständige Bundesagenturen) zugute. Die geographische Begrenzung der Bankfilialen kann heute massiv umgangen werden, nicht zuletzt weil sowohl der FDIC wie auch die Provinzbankkommissionen Zusammenschlüsse zwischen Institutionen verschiedener Einzelstaaten erleichtert haben. Dies führte zu in mehreren Bundesstaaten zugleich operierenden und elektronisch integrierten Bankkombinationen (»superregionals«), welche als neue Monopolform im Bankwesen einzelne Regionen der USA dominieren.

Durch Gerichtsentscheidung kam es nach 1981 zur raschen Verbreitung der sogenannten »limited service banks«, die alle Kommerzbankfunktionen (außer Firmenkredite) auf nationaler Ebene ausüben können. Mittels dieser LSBs konnten auch andere Finanzinstitutionen und sogar Industriefirmen ins Bankengeschäft eintreten. Erst 1987 verbot der Kongress diese neue Bankenform. Andererseits erlaubten Gerichte, Provinzbankkommissionen, und die Federal Reserve den Kommerzbanken, in bislang verbotene Bereiche der Investitionsbanken und Versicherungen einzudringen. Im Jahr 1988 hat der Kongress endlich auf diese chaotische Situation reagiert und Gesetzesvorschläge für eine langfristige Neuregelung der Bankstruktur zu diskutieren begonnen. Diese zielen vor allem auf eine Aufhebung der Trennung zwischen Kommerz- und Investitionsbanken, um die Konkurrenzfähigkeit der amerikanischen Banken gegen die oft größeren und besser integrierten Banken anderer Industrieländer zu stärken.²¹ Außerdem gibt es derzeit eine spannungsgeladene Diskussion im Kongress und zwischen zuständigen Behörden hinsichtlich einer Neuregelung des Aktienmarktes, um eine Wiederholung des Börsenkrachs zu vermeiden (oder wenigstens zu mildern). Erste Schritte in diese Richtung beinhalteten größere Strafen für »insider trading«, Beschränkungen der auf »stock-index futures« basierenden Computerprogramme und die Aussetzung des Handels in Situationen großer Preisschwankungen.

(3)*Die Engpässe der Geldpolitik:* Trotz der Stärkung der geldpolitischen Instrumente seit 1980 ist die Funktion der Zentralbank in den 80er Jahren viel komplizierter geworden. Ein Grund dafür ist die Aufhebung der Zinskontrollen, die früher als automatische Schranke gegen ein Überhitzen der Geldschöpfung und Kreditgewährung im Bankwesen gewirkt hatten. Außerdem haben massive Transfers zwischen traditionellen Bankkonten und neuen Kontoformen (Giralgeldschöpfung in Reaktion auf Zinsbewegungen) die Beziehung zwischen Bankreserven und Geldmenge viel unbeständiger gemacht. Wegen der Explosion von Finanztransaktionen, der Geldzu- und -abflüsse vom bzw. ins Ausland im Zuge der US-Handelsdefizite und Kapitalbilanzüberschüsse und des dauernd schwankenden Mix von deflationären und inflationären Erwartungen ist auch die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes viel weniger vorhersehbar.

Aus all diesen Gründen hat die Federal Reserve (seit Oktober 1982) die Rolle der Geldmenge als Zielvariable der Geldpolitik immer mehr abgebaut. Geldpolitik kon-

zentriert sich heute fast ausschließlich auf die Steuerung der Zinsen. Dabei hatte die Entfernung der Zinskontrollen eine widersprüchliche Auswirkung: Einerseits ist das neue Regime der variablen Konten- und Kreditzinsen flexibler und daher bis zu einem bestimmten Grade selbstregulierend. Zu schnelles Wirtschaftswachstum erweckt inflationäre Erwartungen und führt so zu höheren Zinsen (oft mit Unterstützung einer leichten Bremsung der Zentralbank). Diese breiten sich jetzt sehr schnell über das ganze Kreditsystem aus und haben daher eine raschere Wirkung. Dasselbe geschieht umgekehrt im Falle sinkender Zinsen. Andererseits besteht die Gefahr, daß schon relativ mäßige Zinserhöhungen wegen ihrer beschleunigten Verbreitung und der hohen Verschuldung eine Rezession verursachen können.

In ihrer Geldpolitik hat die Federal Reserve also nicht sehr viel Spielraum. Auf der einen Seite muß sie die Zinsen niedrig halten, um den Wirtschaftsaufschwung nicht zu gefährden. Auf der anderen Seite müssen die Zinsen (vor allem im Vergleich zu anderen Ländern) hoch genug sein, um die für die Defizitfinanzierung notwendigen Kapitaleinfuhren zu sichern. Dieser Pfad wird immer dann enger, wenn der Dollar unter starken Abwertungsdruck gerät. Obwohl die seit 1985 koordinierten Zentralbankinterventionen der »G-7« Länder zur Verteidigung der Wechselkurse die Spekulation etwas gedämpft haben, ist die Gefahr einer Dollarkrise noch immer sehr akut. Außerdem haben diese offiziellen Interventionen in die Währungsmärkte direkte Auswirkungen auf die einheimische Geldmenge, was die Geldpolitik zusätzlich kompliziert.

(4) *Internationale Koordination*: Diese Dimension des neuen Geldregimes ist heute wegen der Globalisierung des Kapitals und der zwischenstaatlichen Abhängigkeiten wichtiger denn je. In den letzten Jahren gab es in diesem Bereich viele neue Initiativen. Die Industrieländer haben begonnen, ein Ordnungsgefüge für transnationale Finanzinstitutionen und -märkte zu schaffen. Im Juli 1988 beschlossen 12 Industrieländer im *Basler Abkommen* einheitliche und vom Risiko der Aktiva abhängige Mindestkapitalerfordernisse für ihre Banken als ersten Schritt der Regulierung des Euromarkts. Die nächste Stufe ist die Harmonisierung der nationalen Verordnungen für die Aktienmärkte als Reaktion auf deren globale Integration. Die sich laufend verschärfende Schuldenkrise der Entwicklungsländer hat die Industrieländer gezwungen, das unzureichende und allein die Großbanken begünstigende Krisenmanagement auszuweiten. Doch hier gibt es wachsende Spannungen. Die USA wollen die gegenwärtige Kombination von IWF-Krediten, harten Sanierungsprogrammen und zeitlichen Aufschüben der Schuldentilgung fortsetzen. Für Strukturreformen, die den Einfluß des Staates vermindern und Marktanreize begünstigen, sollen bestimmte Entwicklungsländer neue und langfristige Kredite bekommen (Baker Plan 1985). Die Reagan-Regierung unterstützte aber auch neue bilaterale Mechanismen der Schuldenreduzierung und Verlustaufteilung, vor allem den Austausch alter Kredite mit billigeren Schuldenobligationen (»debt-bond swaps«) oder Eigentumspositionen der multinationalen Konzerne in den Entwicklungsländern (»debt-equity swaps«). Die anderen Industrieländer, und jüngst auch der IWF und die Weltbank, drängen immer mehr zu internationalen Initiativen der Schuldenentlastung und (partiellen) Streichung.

Seit dem *Louvre Abkommen* im Februar 1987 halten die »G-7« Länder ihre Wechselkurse innerhalb recht breiter und flexibler gehandhabter Zielkorridore. Im Zuge dieser Kooperation haben die Federal Reserve, Bundesbank und Bank of Japan schon mehrere Male ihre Diskontzinsen gleichzeitig gesenkt. Doch die Beseitigung der Ungleichgewichte in Handel und Kapitalverkehr zwischen diesen Ländern, eine Vorbedingung für die Stabilisierung der Wechselkurse, bedarf einer viel stärkeren Koordination der Wirtschaftspolitik, vor allem einer besseren Abstimmung der Fiskalpolitik. Dies ist eine schwierige Aufgabe, weil die Industrieländer ganz klare Interessenskonflikte hinsichtlich der Aufteilung der Anpassungslasten haben. Im Mai 1988 schlugen die USA vor, daß »G-7« Länder bei zu starken Abweichungen von regelmäßig vereinbarten Zielgrößen für ihre Wirtschaft entsprechende Korrekturen erwägen. Dieser Vorschlag ist nicht ohne Heuchelei, weil bislang die Last der Anpassung durch ihre Stützungskäufe von Dollars hauptsächlich auf die Zentralbanken Japans und Westeuropas gefallen ist. Solange diese Situation andauert, können die USA eine schmerzliche Anpassung durch eine Ausnutzung ihrer Seigniorage vermeiden.

Erst durch eine grundlegende Reform des internationalen Geldsystems, welche den Dollar als Weltgeld ersetzt und die Währungskurse stabil hält, kann ein der polyzentrischen Weltwirtschaft angemessenes Regime entstehen. Ob die dafür notwendige Kooperation zwischen den Wirtschaftsmächten vor Ausbruch einer Weltwirtschaftskrise möglich ist, muß angesichts der Zuspitzung ihrer Rivalität allerdings bezweifelt werden.

Anmerkungen

- 1 Orthodoxe Wirtschaftstheorien beschränken sich zumeist auf die passive Stützfunktion des Kredits, was sich am klarsten in deren Annahme einer (ex post) Gleichheit zwischen Sparen und Investitionen widerspiegelt. Die aktive Konkurrenz zwischen Finanz- und Industriekapital ist daher die Domäne »heterodoxer« Theoretiker: Wie zum Beispiel die Diskussion des »fiktiven Kapitals« bei Karl Marx (1971, Kapital 24 und 29-32) oder die Unterscheidung zwischen »speculation« und »enterprise« von John Maynard Keynes (1936, 12. Kapitel).
- 2 Die französische Regulationstheorie leistet einen wichtigen Beitrag zum Verständnis der »langen Wellen« in der kapitalistischen Entwicklungsdynamik. Ihr Konzept des »Akkumulationsregimes« umfaßt all jene spezifischen Strukturen und Institutionen, welche in einer bestimmten Periode die für die stabile Reproduktion des Kapitals notwendigen Schlüsselbalancen (z.B. zwischen Lohn und Produktivität, zwischen Zins und Profit) sicherstellen. Wesentliche Publikationen (auf Englisch) von Vertretern dieser Schule sind Michel Aglietta (1979), Robert Boyer (1979), Alain Lipietz (1985, 1987) und Pascal Petit (1986). (Deutschsprachige Überblicksliteratur: Mahnkopf 1988, Hübner 1989 – Anm. der Red.)
- 3 Monetaristen, wie zum Beispiel Milton Friedman (1956; 1968) oder Harry Johnson (1962), betonen eine direkte Kausalität zwischen Geldsumme und Preisniveau. Daraus leiten sie dann eine passive Geldpolitik ab, die sich darauf beschränkt, die Geldmenge langfristig im Einklang mit dem »natürlichen« Wachstumspotential der Volkswirtschaft wachsen zu lassen. Der Keynesianismus, eine neoklassische Reinterpretation J. M. Keynes (1936), (siehe hier z.B. John Hicks, 1937 oder Alvin Hansen, 1953), betont hingegen eine aktive Geldpolitik, die darauf abzielt, die kurzfristigen Schwingungen des Wirtschaftszyklus zu mindern.

- 4 Sparkassen, zum Beispiel, wurden in den USA durch bestimmte Regeln und Steuervorteile dazu gebracht, ihre Sparfonds zumeist in Hypotheken zu investieren. Regulierung verpflichtete sogenannte »credit unions« und »finance companies«, sich auf Konsumentenkredit zu spezialisieren. Ich könnte hier noch viele andere Beispiele anführen; denn jede Art von Finanzinstitution hat in den USA ihre spezifischen Regeln, die Finanzierungsquellen und Investitionsmöglichkeiten bestimmen.
- 5 Siehe Robert Guttmann (1984) für eine detaillierte Analyse dieser »Schuldenökonomie« in der Nachkriegsperiode.
- 6 In den 20er Jahren wurde die Hälfte aller Kredite durch Vermittlung verschiedener Finanzinstitutionen mobilisiert, während die andere Hälfte direkt von Gläubigern zu Schuldern floss. Der Anteil vermittelter Finanzierung war in den 50er Jahren auf 80 % angewachsen und überstieg 90 % in den 60er Jahren.
- 7 Die Zentralbank bestimmt den Zinssatz für ihre Diskontkredite und (vor 1980) das Zinsmaximum der Guthaben in Banken und Sparkassen. Sie hat auch direkten Einfluß auf andere Zinsen, wie zum Beispiel für »Federal fund« (d.h. kurzfristige Kredite zwischen Banken), für kommerzielle Bankenkredite (durch gültliches Zureden) und für die staatlichen Obligationen (durch ihre Offenmarktoperationen).
- 8 Das Warengeld hatte seinen eigenen Wert, der durch die gesellschaftlich notwendige Arbeitszeit in der Goldproduktion bestimmt war. Der Wert des Papiergeldes hingegen wird rein extern durch seine Kaufkraft bestimmt, d. h. durch die von einer gegebenen Geldeinheit (z.B. ein Dollar) zirkulierten Wertmenge in der Warenwelt. Reduzierung des Warenwerts ohne entsprechende Preissenkung bedeutet dann, daß die Geldeinheit weniger Wert repräsentiert und daher an Kaufkraft verliert.
- 9 Die Geldpolitik der Federal Reserve war daher Resultat (und institutionelle Vorbedingung) beschleunigter Inflation, und nicht, wie die Monetaristen behaupten, deren Ursache. Ihre Hypothese einer einseitigen Kausalbeziehung von Geldmenge und Inflation basiert auf der absurden Annahme, daß Geld ohne Wert zirkuliert und Waren ohne Preise in den Marktaustausch eintreten.
- 10 Ein kritischer Punkt der Überspannung wurde dann erreicht, wenn die Verschuldungskosten schneller zu wachsen beginnen als das Einkommen und daher nur durch zusätzliche Schulden gedeckt werden können. Hyman Minsky (1975, 1982) hat diese Situation als »Ponzi financing« charakterisiert und sie als den Hauptgrund für die Unbeständigkeit des Kreditsystems identifiziert.
- 11 In inflationären Perioden steigen die Nominalzinsen. Ältere Obligationen, die ursprünglich zu niedrigeren Zinsen herausgegeben wurden, können dann nur durch einen niedrigeren Marktpreis mit den neuen und höhere Zinsen tragenden Obligationen konkurrieren. Zinserhöhungen führen auch zu niedrigeren Aktienpreisen, weil diese die zukünftigen Profite der Unternehmen herabsetzten, die Kreditfinanzierung der Aktienkäufe verteuert, und Schuldenobligationen attraktiver machte.
- 12 Eine ausgezeichnete Analyse dieser Finanzkrisen nach 1966 kann man im Buch von Martin Wolfson (1986) finden.
- 13 In Robert Guttmann (1985) habe ich diesen Zusammenbruch des Bretton Woods Systems wie auch die strukturellen Schwächen des nach 1973 existierenden Systems von flexiblen Wechselkursen und verschiedenen inadäquaten Weltgeldformen näher untersucht. Diese Publikation beinhaltet auch einen detaillierten Reformvorschlag für eine neue internationale Kreditgeldform.
- 14 Diese prozyklische Eingrenzung der Geldpolitik zeugt von der Tatsache, daß die Zentralbank die Geldmenge nicht vollständig kontrollieren kann. Durch die Mittel der Geldpolitik (d.h. Mindestreservebestimmungen, Offenmarktoperationen und Diskontkredite) kann die Federal Reserve die (Überschuß)Reserven der Banken bestimmen. Dadurch kontrolliert sie die Fähigkeit der Banken, Kredit zu gewähren und so die Geldzirkulation auszudehnen. Die Giralgeldschöpfung hängt aber auch von den Profitmotiven der Banken und ihrer Kunden ab, welche die Zentralbank bestenfalls nur indirekt (über Zinssatzschwankungen) beeinflussen kann. Ohne Nachfrage nach Bankkrediten und Bereitschaft der Banken, ihre Überschußreserven auszuleihen, wird kein neues Geld geschaffen. In der Formulierung ihrer Geldpolitik agiert die Zentralbank daher reaktiv auf die Kreditaktivität im Bankenwesen.
- 15 Zwischen 1970 und 1981 wuchs die Anzahl der als Trust organisierten Banken von 121 (mit einem Marktanteil von 16,2 %) auf 3 500, die zusammen 74,1% aller Bankkonten kontrollierten. Diese Trusts genossen einen größeren geographischen Spielraum und hatten eine weitere Auswahl an erlaubten Aktivitäten. Die Mitgliedschaft im Federal Reserve System fiel von 6221 Banken (mit 83 % aller Bankkonten) 1965 auf 5585 (und 72 %) im Jahre 1978. Die Banken konnten sich der Kontrolle

- der Zentralbank entziehen, indem sie sich von den einzelnen Bundesstaaten lizenzieren und regulieren lassen. Letztere hatten im allgemeinen weniger strenge Verordnungen und auch geringere Macht als die Federal Reserve.
- 16 Dieser historische Umschwung der Geldpolitik wird von der Mehrheit der Ökonomen als Sieg des Monetarismus über den Keynesianismus bezeichnet. Obwohl der wachsende Einfluß des Monetarismus in den 70er Jahren als Reaktion auf die Stagflation unbestritten ist, darf nicht vergessen werden, daß die Zentralbank diese Richtungsänderung in Reaktion auf eine immer schlimmer werdende Krise unternahm. Wie William Greider (1988) überzeugend zeigt, benutzte die Federal Reserve den Monetarismus als Feigenblatt, als ideologische Legitimierung ihrer Strategie der Inflationsbekämpfung durch hohe Zinsen.
 - 17 Andere Aspekte der »Reagan Revolution« waren eine breite Offensive gegen die Gewerkschaften (z.B. die Massenentlassung streikender Fluglotsen 1981) und die Entlastung der Unternehmen von vielen Verordnungen zum Schutz der Arbeiter, Konsumenten oder der Umwelt.
 - 18 Diese Begünstigung des Zinseinkommens kam nur in beschränktem Ausmaß aus dem Profitanteil des Industriekapitals. Reagan's Fiskalpolitik und die Umstrukturierungsbemühungen der Industrie verursachten nämlich eine gleichzeitige Einkommensumverteilung von Löhnen zu Profiten.
 - 19 Die 1981 eingeführten »mortgage-backed securities« (d.h. Umwandlung von Hypotheken in handelsfähige Obligationen) sind heute ein Markt von über \$ 120 Mrd. pro Jahr. Transaktionen in sogenannten »stock-index futures«, durch die man auf zukünftige Aktienmarktbebewegungen spekulieren kann, machen heute über 40 % des Börsenhandels aus. »Swap«-Geschäfte, in denen Finanzinstitutionen Währungen oder Schuldscheine miteinander austauschen, belaufen sich heute in den USA auf mindestens \$ 400 Mrd. pro Jahr. Diese fiktiven Kapitalformen konnten sich nicht zuletzt so rasch ausdehnen, weil sie auf relativ kleinen Geldtransaktionen beruhen.
 - 20 Eine ausgezeichnete Analyse der verschiedenen Schritte zur Krisenbewältigung, die den Kampf zwischen Panik und Rettungsaktionen chronologisch darstellt, hat Tim Metz (1988) vorgelegt.
 - 21 Für Details dieser verschiedenen Gesetzesvorschläge, die alle spezifische Reformstrategien und Interessenkoalitionen repräsentieren, siehe Robert Guttman (1987).

Literatur

- Aglietta, M. (1979), *A Theory of Capitalist Regulation: The US Experience* (New Left Books: London).
- Boyer, R. (1979), »Wage Formation in Historical Perspective: The French Experience.« *Cambridge Journal of Economics*, 3(1), s. S. 98-118.
- Friedman, M. (1956), »The Quantity Theory of Money: A Restatement«, in M. Friedman (ed.) *Studies in the Quantity Theory of Money* (University of Chicago Press: Chicago).
- Friedman, M. (1968), »The Role of Monetary Policy,« *American Economic Review*, 58(1), s. S. 1-17.
- Greider, W. (1988), *Secrets of the Temple: How the Federal Reserve Runs the Country* (Simon & Schuster: New York).
- Guttman, R. (1984), »Stagflation and Credit-Money in the USA«, *British Review of Economic Issues*, 8(15), s. S. 79-119.
- Guttman, R. (1985), *Crisis and Reform of the International Monetary System* (Thames Papers in Political Economy: London).
- Guttman, R. (1987), »Changing of the Guard at the Fed«, *Challenge*, November/December, S. 4-9.
- Hansen, A. (1953), *A Guide To Keynes* (McGraw Hill: New York).
- Hicks, J. (1937), »Mr. Keynes and the »Classics«: A Suggested Interpretation«, *Economica*, 5(2), s. S. 147-159.
- Hübner, K. (1989), *Theorie der Regulation*. Eine kritische Rekonstruktion eines neuen Ansatzes zur Politischen Ökonomie, Berlin.
- Johnson, H. (1962), »Monetary Theory and Policy«, *American Economic Review*, 52(2), s. S. 335-384.
- Kaufman, H. (1986), »Debt: The Threat to Economic and Financial Stability«, in Federal Reserve Bank of Kansas City, *Debt, Financial Stability, and Public Policy*, s. S. 15-26.
- Keynes, J.M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, (Macmillan: London).

- Lipietz, A. (1985), *The Enchanted World: Inflation, Credit and the World Crisis* (Verso Books: London).
- Lipietz, A. (1987), *Mirages and Miracles: The Crises of Global Fordism* (Verso Books: London).
- Mahnkopf, B. (1988) (Hrsg.): *Der gewendete Kapitalismus, Kritische Beiträge zur Theorie der Regulation*, (Westfälisches Dampfboot: Münster)
- Marx, K. (1971), *Das Kapital, Dritter Band* (Dietz Verlag: Berlin, DDR); Erstausgabe (von F. Engels) in Hamburg 1894.
- Metz, T. (1988), *Black Monday: The Catastrophe of October 19. 1987 ... and Beyond*, (William Morrow: New York).
- Minsky, H. (1975), *John Maynard Keynes* (Columbia University Press: New York).
- Minsky, H. (1982), *Can It Happen Again?* (M.E. Sharpe: White Plains, NY).
- Petit, P. (1986), *Slow Growth and the Service Economy* (Frances Pinter: London).
- Wolfson, M. (1986), *Financial Crises: Understanding the Postwar U.S. Experience* (M.E. Sharpe: Armonk, NY).