

## Die Transformation des Finanzkapitals

Der vorliegende Artikel beschäftigt sich mit neueren Entwicklungen im Finanzsektor, die inzwischen das sozioökonomische Umfeld unseres Lebens beherrschen. Diese Entwicklungen, ob sie nun als hohe Zinssätze, unvorhersagbare Wechselkursschwankungen oder launische Marktbedingungen zur Geltung kommen, setzen unser Wirtschaftssystem starken Belastungen aus. Werden sie nicht unter Kontrolle gehalten, können sie akute Krisen auslösen, die staatlicherseits nur schwer einzudämmen sind.

Die hier vorgestellte Analyse geht davon aus, daß den Modalitäten der Regulierung des Geldes eine Schlüsselrolle für die Wachstumsdynamik fortgeschrittener kapitalistischer Ökonomien zukommt. Dieser Zusammenhang wurde in den frühen Arbeiten der französischen Regulationsschule (Aglietta 1976; Lipietz 1979) deutlich herausgearbeitet. Es konnte gezeigt werden, daß es für den Nachkriegsboom von entscheidender Bedeutung war, daß die federführenden Geldinstitute wichtiger Nationalstaaten für ein elastisches Währungsangebot mit niedrigen Zinssätzen sorgten und damit schuldenfinanzierte Ausgabespritzen begünstigten, mit denen die industrielle Struktur, die gesellschaftlichen Konsumnormen und das institutionelle Arrangement gestützt wurden: die Elemente dessen, was die Regulationisten als *fordistisches Akkumulationsregime* bezeichnet haben.

Doch wie wir im ersten Abschnitt erläutern werden, zerfiel diese wachstumsfördernde Regulation des Geldes in den 70er Jahren im Verlauf einer strukturellen Krise neuen Typs, der »Stagflation«. Seither sind wir Zeugen einer grundlegenden Transformation des Finanzkapitals, die das zentrale Thema dieses Artikels ist. Im zweiten Abschnitt wird erläutert, wie die Rolle des Geldes durch die Verbreitung neuer, privater Geldformen revolutioniert wurde, die von den monetären Institutionen nur schwer zu steuern sind. Diese Deregulierung des Geldes hat eine strukturelle Veränderung des Kreditsystems ausgelöst: beträchtlich gestiegene Zinssätze fungieren als neuer Regulationsmechanismus für die Investitionstätigkeit (siehe Abschnitt 3). Die daraus folgende Verletzlichkeit der Finanzmärkte hat das außerordentlich rasche Wachstum dessen befördert, was wir im vierten Abschnitt als »fiktives Kapital« bezeichnen, eine Form des Kapitals, das finanzielle Erträge (z.B. Zinsen, Kapitalgewinne, Provisionen, Gebühren)

aus dem spekulativen Handel mit Wertpapieren zieht. Wenn wir die kumulativen Wirkungen dieser Entwicklungen betrachten, kommen wir (in Abschnitt 5) unweigerlich zu dem Schluß, daß sie die Stabilität unseres Wirtschaftssystems gefährden und daher durch gezieltes und koordiniertes politisches Handeln auf andere Bahnen gelenkt werden müssen. Zwar bezieht sich meine Analyse vor allem auf die Vereinigten Staaten, doch sind die hier erläuterten Probleme globaler Natur und müssen auch von anderen Industrienationen angegangen werden.

## 1. Kreditgeld und Stagflation

Unser Wirtschaftssystem dreht sich im Kern ums Geld. Alle wachstumsfördernden Maßnahmen erfordern Akteure, die bereit sind, jetzt Geld auszugeben, um später mehr Geld einzunehmen. Solche Investoren können Produzenten sein, die Ressourcen erwerben (z.B. Arbeit und Produktionsanlagen), um Waren oder Dienstleistungen zu produzieren und sie mit Gewinn zu verkaufen - einen Investitionskreislauf, den man am besten als *industrielles Kapital* definiert. Andererseits gibt es die Möglichkeit, daß Investoren ihr überschüssiges Geld verleihen und damit rechtmäßige Ansprüche auf einen Teil der künftigen Einkommen anderer (etwa des Kreditnehmers) erwerben. Dieser Investitionskreislauf, dessen Basis der Kredit und die einkommensumverteilenden »Papier«-Anlagen sind, kann im Unterschied zur Produktion und den einkommensschaffenden »produktiven« Vermögenswerten als *Finanzkapital* bezeichnet werden. Wie groß auch immer die Unterschiede im Hinblick auf Risikoanfälligkeit, Einkommensart, Umschlagszeit und Liquidität sein mögen, bei beiden Kapitalformen geht es darum, heute Geld in der Hoffnung auszugeben, in der Zukunft mehr Geld zurückzubekommen - ob als Profit (wie beim industriellen Kapital) oder als Zins und Dividende (wie beim Finanzkapital).

Schon allein aus diesem Grunde sollte offensichtlich sein, daß in den fortgeschrittenen kapitalistischen Ländern das Geld eine zentrale Rolle spielt, daß es unsere Ökonomie als einzige Darstellungsform von Einkommen und als wesentliche Form des Kapitals beherrscht. Wir sollten uns auch darüber im klaren sein, daß Geld *nicht* etwas ist, das vom Himmel fällt (als eine Art »Manna«, wie uns der bekannte konservative Ökonom und Nobelpreisträger Milton Friedman glauben machen will), daß es vielmehr eine komplexe gesellschaftliche Institution ist, die historischem Wandel unterliegt. Und der Verlauf der Evolution dieser Institution spielt insbesondere dann, wenn die Form des Geldes selbst und seine institutionelle Regulierung sich ändern, eine wichtige Rolle für die weitere Entwicklung unserer Ökonomie.

Weil dem Geld von seiner Natur her eine widersprüchliche Dualität von Eigenschaften zukommt, ist die Frage, wie es denn genau in die Funktions-

mechanismen unserer Wirtschaft eingebettet ist, nie einfach zu beantworten. Einerseits ist Geld offensichtlich ein öffentliches Gut, dessen reibungslose Zirkulation und Wertstabilität beträchtliche soziale Vorteile erbringen, von deren Nutzung niemand ausgeschlossen werden sollte. Andererseits besaß Geld immer schon Züge einer privaten Ware. So werden etwa die meisten Symbole, die heutzutage Geld repräsentieren (z.B. Schecks), von Geschäftsbanken ausgegeben und unterliegen somit deren Profitmotiv. Die Bankiers müssen zwischen Gewinnpotential und Risiko abwägen, was sie meist in entschieden prozyklischer Manier tun. Überzogener Optimismus in Boomzeiten führt typischerweise zur Überexpansion, die dann unweigerlich panikartige Beschränkungen der Kreditvergabe und eine längere Zurückhaltung mit sich bringen.

Aufgrund seines widersprüchlichen Wesens ist ein sorgfältiges Management des Geldes unabdingbar: ein Argument, das Polanyi (1944) überzeugend ausgeführt hat. In den Zeiten des Goldstandards, dessen verschiedene Varianten unsere Wirtschaft über Jahrhunderte hinweg beherrschten, war die globale Konvertibilität zwischen verschiedenen Geldsymbolen (z.B. Münzen, Noten, Schecks) und Goldreserven gewährleistet und verlangte den wirtschaftlichen Akteuren, sogar ganzen Nationen, automatisch monetäre Disziplin ab. Hin und wieder machte sich diese disziplinierende Kraft gewaltsam geltend, etwa bei Banken Krisen und deflationären Anpassungen, und dennoch hielt sie die Weltwirtschaft im 19. Jahrhundert einigermaßen im Gleichgewicht. Als mit dem Zusammenbruch des Goldstandards 1931 schließlich die lange Herrschaft der *Warengelds* zu Ende ging, führten unsere Politiker - angefangen mit Roosevelt und seinen New Deal-Reformen im Geld- und Bankenbereich - einen viel flexibleren Geldstandard ein, der auf dem *Kreditgeld* beruhte, das bald zu einer institutionellen Säule des entstehenden fordistischen Akkumulationsregimes wurde.

Das hauptsächliche Ziel dieser Reformen war die Befreiung des Geldes aus dem »metallinen Käfig« des Goldes. Von nun an war die Ausgabe von Geldzeichen - ob als vom Staat ausgegebenes *Bargeld* (Münzen, Banknoten) oder als *Giralgeld* der privaten Geschäftsbanken (Girokonten mit Scheckausstellungsrecht) - an eine Ausdehnung der Kreditgewährung im Bankensystem gebunden. Geschäftsbanken zogen Spareinlagen an, legten einen Teil davon als Reserve für Abhebungen beiseite und verliehen den Rest der Einlagen. Damit wurde neues Geld geschöpft, da sowohl Einleger wie Kreditnehmer mit Giro Guthaben ausgestattet wurden, über die sie verfügen konnten. Hinzu kam, daß die Zentralbank die Geschäftsbanken gegen ihre Reserven mit Münzen und Geldnoten versorgte, um die allgemeine Nachfrage nach Bargeld zu decken. Diese Verknüpfung von Geldschöpfung und Kreditexpansion verwandelte das Geld selbst in eine Form des Finanzkapitals, genauer in zinstragendes Leihkapital der Geschäftsbanken.

Diese Transformation des Geldes von einer elementaren Ware zu einem Kreditverhältnis führte zu einem *elastischen* Geldangebot, das auf den jeweils herrschenden Liquiditäts- und Finanzierungsbedarf in der Wirtschaft reagieren konnte.

Die von Roosevelt eingeführten Regulationsmechanismen des Geld- und Banksystems, die ich an anderer Stelle genauer analysiert habe (Guttman 1994), gewährleisteten ein sorgfältig austariertes Gleichgewicht zwischen den beiden Aspekten des Geldes als öffentlichem Gut und privater Ware. An die Stelle der automatischen, vom Markt erzwungenen Regulierung des Geldes durch eine bestimmte Ware trat die auf strategischen Entscheidungen beruhende, staatliche Regulation. Zentralbanken wie die Federal Reserve (»Fed«) in den Vereinigten Staaten konnten das Geldangebot direkt beeinflussen, indem sie die in Umlauf befindliche Geldmenge veränderten, oder indirekt, indem sie die geldschöpfenden Aktivitäten der Banken regulierten. Während das Giralgeld durch den neuen Geldstandard eine zentrale Bedeutung erhielt, wirkte dieser Standard zugleich der instabilen Natur profitmotivierter Geldschöpfung durch die Geschäftsbanken entgegen. Dies gelang dank eines komplexen Arrangements von Regelungen, das solche Banken von allen anderen intermediären Finanzinstitutionen trennte und sie, im Gegensatz zu anderen Industrienationen (z.B. Frankreich, Deutschland, Japan) sogar weitgehend von den Wertpapiermärkten des Landes ausschloß. *Finanzpolitische* Instrumentarien, etwa Offenmarktgeschäfte (Aufkauf staatlicher Schuldenobligationen) und die Preisregulierung von Bankeinlagen und Krediten durch die Festlegung von Maximalwerten ermöglichten es der Fed, die Zinsen im allgemeinen niedrig zu halten und gleichzeitig zu gewährleisten, daß die Banken zwischen Einlagen und Krediten noch eine einträgliche Gewinnspanne erwirtschaften konnten. Drohte den Banken die Zahlungsunfähigkeit, aktivierte der Staat verschiedene Mechanismen der Notfallfinanzierung (z.B. Depotversicherungen, Diskontkredite der Fed) und verhütete auf diese Weise, daß punktuelle finanzielle Instabilitäten zu weiteren Schäden in der gesamten Wirtschaft führten.

Die monetären Kontrollinstitutionen des Staates ließen durch ein entsprechendes Management des Kreditgeldes ein Bankensystem entstehen, das in der Lage war, die schuldenfinanzierten Ausgaben seiner Kunden zu tragen und diese Kredite automatisch durch weitere Liquiditätsspritzen zu stützen. Diese *Monetarisierung* neuer Schulden war ein zusätzlicher institutioneller Unterbau für die Säulen des unvergleichlichen Nachkriegsbooms der 50er und 60er Jahre - die chronischen Budgetdefizite des »Wohlfahrtsstaates«, die Ausbreitung fordistischer Produktionstechniken und die sozialen Normen des Massenkonsums, die sich um größere Anschaffungen wie Eigenheime oder Autos drehten. Durch verschiedene Regulationsmechanismen,

etwa selektive Kreditkontrollen und staatliche Subventionen für gesellschaftlich nützliche Kreditverhältnisse (z.B. Hypotheken, Kredite für Studenten), wurde die Kreditgewährung der Banken so gesteuert, daß sie produktiv im Sinne einer Expansion der Produktionskapazität der Industrie und des Konsumpotentials ihrer Kunden wirkte.

Dieses vorteilhafte Arrangement staatlich gesteuerter Gleichgewichte begann jedoch in den 60er Jahren zu erodieren, als es mit den Gewinnen der amerikanischen Industrie plötzlich steil bergab ging und ein verlangsamtes Produktivitätswachstum zu einer anhaltenden Stagnation der amerikanischen Lohneinkommen führte. Obwohl die darauf folgende Strukturkrise ihre Wurzeln in den sich verschlechternden Akkumulationsbedingungen der Industrie hatte (siehe Bowles, Gordon, Weisskopf 1983; Basle, Mazier, Vidal 1993), kam ihre allmähliche Vertiefung in Form wiederholter Phasen finanzieller Instabilität zum Ausdruck.<sup>1</sup> Diese kumulative Destabilisierung verlief im wesentlichen entlang zweier Bahnen.

- Stagnierende Gewinne und Löhne veranlaßten Produzenten und Konsumenten, ihre finanziellen Engpässe durch verstärkte Kreditaufnahme wettzumachen. Die amerikanischen Banken selbst hatten dieser zunehmenden Schuldenaufnahme den Weg geebnet, als sie 1960 diverse Geldmarktinstrumente für kurzfristige Transaktionen einführten (z.B. von Industrieunternehmen emittierte kurzfristige Schuldtitel, Rückkaufvereinbarungen, veräußerliche Einlagenzertifikate, Eurodollars), um ihr Kreditpotential über das staatlich regulierte Einlagenvolumen hinaus zu erweitern.<sup>2</sup> Doch die verstärkte Schuldenaufnahme von Produzenten und Verbrauchern in einer Zeit rückläufiger Einkommenszuwächse mußte deren Bilanzen schwächen und unweigerlich zu Problemen beim Schuldendienst führen.

- In den 70er Jahren zog die Inflation allmählich an, und auch die Arbeitslosigkeit nahm langsam zu. Der Hauptgrund für diese eher graduelle und gemäßigte Form der *Stagflation* mag durchaus die gewichtigere Rolle des Staates in der Ökonomie gewesen sein, besonders seine Haushaltsdefizite und seine Funktion als Notfallzahler (Minsky 1982). Beides steht natürlich in direktem Zusammenhang mit dem Kreditgeld. Wie De Brunhoff (1976) gezeigt hat, wurden durch die unablässige Geldschöpfung bei der Kreditvergabe der Banken die privaten Verluste und Risiken vergesellschaftet, indem sie auf alle übertragen wurden, die die nationale Währung gebrauchten. Dieser monetäre Puffer verhinderte brutalere Schulden- und Deflati-

---

1 Im Gegensatz zu den Rezessionen im normalen Verlauf von Wirtschaftszyklen sind strukturelle Krisen durch den Zusammenbruch wesentlicher sozio-ökonomischer Gleichgewichte, die Erosion von Institutionen, die Umgestaltung gesellschaftlicher Verhältnisse und schließlich die Transformation des Produktionsapparates gekennzeichnet.

2 1965 beliefen sich diese »geborgten« Verbindlichkeiten auf 2% der gesamten Verbindlichkeiten und des Kapitals der Banken. 1978 war dieses Verhältnis auf 21% gestiegen.

onsanpassungen, deren massive Zerstörung von Kapital ein hervorstechendes Merkmal früherer Depressionen gewesen war. Statt dessen kam es zu einer graduelleren Abwertung des Geldes (Guttman 1984). Zwar verhinderte dieser inflationäre Prozeß eine Depression, doch führte er dennoch zu Spannungen in den Beziehungen von Finanz- und Industriekapital, die schließlich das Nachkriegsregime des Kreditgeldes zerstörten.

In der zweiten Hälfte der 60er und im Verlauf der 70er Jahre trug ein üppi- ges Kreditangebot dazu bei, die Zinsen relativ niedrig und den Konsum auf hohem Niveau zu halten, wodurch es den Unternehmen erleichtert wurde, wachsende Stückkosten mit der Erhöhung der Endpreise auszugleichen und ihre Gewinnspannen zu halten. Produzenten, die eine so starke Markt- position genossen, daß sie überdurchschnittliche Preissteigerungen für ihre Produkte durchsetzen konnten, erzielten in dieser Phase noch Extraprofite. Abgesehen von den Umverteilungseffekten führte die Inflation auch zu einem *nominellen Akkumulationsprozeß*, der auf »papierenen« Buchgewin- nen beruhte, die sich ergaben, wenn man die Kosten mit höherwertigem (d.h. früherem) Geld maß als die späteren Einnahmen.<sup>3</sup>

Diese inflationsbedingte »Lockerung der monetären Disziplin« (De Brun- hoff 1979) begünstigte für einige Zeit das Industriekapital auf Kosten des Finanzkapitals. Für die Aktien- und Rentenmärkte etwa kam es in den 70er Jahren knüppeldick. Schließlich setzte die Inflation zwei entgegengesetzte Preisbewegungen in Gang: steigende Produktpreise in der Industrie und, da die nominalen Zinssätze in die Höhe getrieben wurden, sinkende Preise für festverzinsliche Wertpapiere.<sup>4</sup> Außerdem beeinträchtigte die Inflation die Kreditvergabe, da die Kreditnehmer ihre Schulden mit abgewerteten Dol- lars bezahlen konnten und die Kreditgeber diese Verluste aufgrund der Politik des »leichten Geldes« seitens der Zentralbanken nicht durch ent- sprechende Steigerungen der Zinssätze wettmachen konnten. Die potentiellen Verluste der Kreditgeber wurden durch die zunehmende Stagnation noch verschärft, da die Schuldendienstbelastung der immer stärker ver-

3 Im Jahr 1979 machten diese inflationsbedingten Buchgewinne 52% der Gesamtgewinne (vor Steuer) im amerikanischen Industriesektor aus. Während sie den unterschwelligen Niedergang der Profitraten verdeckten, schlugen diese fiktiven Gewinne schließlich auf die Produzenten zurück, indem sie die Managementgehälter, Dividendenausschüttungen und Steuern künstlich aufbliesen.

4 Zinssätze und Wertpapierpreise verhalten sich aus mehreren Gründen gegenläufig. Wenn die Zinssätze steigen, werden künftige Cashflows stärker diskontiert, so daß ihr Wert in der Gegenwart, der den Marktwert von Wertpapieren bestimmt, gesenkt wird. Darüber hinaus drücken die Zinssätze auch die Kosten für jene in die Höhe, die Wertpapiere mit sogenanntem »Effektenkredit« kaufen, und schwächen so die Nachfrage nach Aktien, Staatsanleihen und anderen Finanzpapieren. Höhere Schuldendienstkosten drücken auch die Gewinnprognosen der Unternehmen und führen zur Senkung des Börsenwerts der Firmen. Schließlich werden Aktien in besonderem Maße durch steigende Zinssätze ge- troffen, da sie im Vergleich zu festverzinslichen Wertpapieren weniger attraktiv werden.

schuldeten Kunden schneller anstieg als ihre abnehmenden Einkommenszuwächse. Diese Spannungen machten sich während der zyklischen Konjunkturspitzen (1966, 1969, 1974, 1979/80) in einer Reihe zusehends drastischerer Kreditverknappungen geltend, die durch plötzliche Einschnitte bei der Kreditgewährung der Banken ausgelöst wurden, sobald die Maximalgrenzen für Bankeinlagen und Kredite nicht rechtzeitig im Einklang mit der sich beschleunigenden Inflation nach oben angepaßt wurden.<sup>5</sup>

Die stagflationsbedingte Schwächung des Finanzkapitals zwischen 1966 und 1982 unterhöhle den Rooseveltischen Regulationsmechanismus. Zunächst kam es zum Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods - der internationalen Erweiterung des Nachkriegsregimes des Kreditgeldes - als die latenten strukturellen Ungleichgewichte dieses Systems, die von einem letztlich nicht konvertierbaren und überbewerteten Dollar herrührten, nach 1968 Anlaß zu immer heftigeren Wellen spekulativer Angriffe auf die US-Währung boten. Die Regierung Nixon sah sich daraufhin gezwungen, im August 1971 die Garantie der automatischen Konvertibilität von Gold und Dollar zu widerrufen und im Mai 1973 die festen Wechselkurse aufzugeben. Unter dem Druck eines sich rasch abschwächenden Dollars beschloß die Fed im Oktober 1979, nicht weiter auf niedrigen Zinssätzen zu beharren und das Wachstum des Geldangebots zu bremsen.<sup>6</sup> Der Übergang von einer keynesianischen Niedrigzinspolitik zur monetaristischen Orientierung an Geldmengen Zahlen wurde noch durch die sechs Monate später erfolgende Aufhebung der Maximalzinsen für Bankdepots und Kredite beschleunigt. Dieser Schritt, der die Deregulierung der Zinsen vollendete, wurde durch das Auftauchen von Geldmarktfonds veranlaßt, die äußerst liquide waren und deren Erträge nicht reguliert wurden, so daß sich der Abzug von Geldern aus regulierten, ertragschwachen Bankeinlagen erheblich beschleunigte.

Infolge dieser Schritte, mit denen dem Markt die Regulierung der Wechselkurse und Zinssätze übertragen wurde, wurde die Inflation Anfang der 80er Jahre eingedämmt. Das Industriekapital, dem die Buchgewinne abhanden kamen, ist seither gezwungen, den Restrukturierungsprozeß immer weiter zu beschleunigen. Zugleich führte die Deregulierung dieser beiden strategisch wichtigen Geldpreise zu einer größeren finanziellen Instabilität,

---

5 Eine hervorragende Erörterung dieser immer wiederkehrenden Kreditverknappungen in der amerikanischen Ökonomie zwischen 1966 und 1982 bietet Wolfson (1993).

6 Die Fed gab vor ihre keynesianische Niedrigzinspolitik zu beenden, um den Status des Dollar als Weltgeld zu retten. Dessen Abwertung hatte zu diversen bedrohlichen Initiativen geführt (z.B. der Plan der OPEC, einen Währungskorb für Zahlungen einzuführen, der IWF-Vorschlag, im Austausch für spezielle Ziehungsrechte ein Substitutionsguthaben für die Entsorgung überschüssiger Dollars einzurichten oder die Schaffung des Europäischen Währungssystems). Die Fed erkannte auch, daß zu jenem Zeitpunkt ihre Bemühungen, die Zinssätze künstlich niedrig zu halten, zu einem übermäßigem Wachstum von Geld- und Kreditaggregaten führte, die wiederum die einheimische Inflation anheizten.

mit ersten Folgen für die Wachstumsdynamik der Vereinigten Staaten und anderer Industrienationen. Als die Zentralbanken in den 70er Jahren aufgrund der sich verschärfenden Stagflationskrise gezwungen waren, die staatliche Regulierung der Geldpreise aufzugeben, verloren sie ihr wirksamstes Instrumentarium, das ihnen bisher erlaubt hatte, den Doppelcharakter des Geldes als öffentliches Gut und private Ware wachstumsfördernd einzusetzen. Seither erleben wir dramatische Veränderungen im Zusammenspiel von Geld, Kredit und wirtschaftlicher Aktivität, zum Nachteil von Beschäftigung und Wachstum. Die wichtigsten Kräfte hinter diesem Prozeß - Deregulierung des Geldes, hohe Zinssätze als neuer Regulationsmechanismus und die Transformation von Bankkrediten in börsenfähige Wertpapiere - verdienen eine genauere Betrachtung.

## 2. Die Deregulierung des Kreditgeldes

Wir haben es gegenwärtig mit der Entstehung zahlreicher neuer Formen des Giralgeldes zu tun, was den Zentralbanken die Aufgabe erschwert hat, eine angemessene Balance zwischen den widersprüchlichen Aspekten des Geldes als öffentlichem Gut und privater Ware herzustellen. Diese Entwicklung begann schon in den 60er Jahren, als die Banken, wie im vorigen Abschnitt erwähnt, »geborgte« Verbindlichkeiten einsetzen, um Geldschöpfung und Kreditvergabe über ihre staatlich regulierten Einlagen hinaus zu finanzieren. Seither hat es weitere bedeutsame Entwicklungen in dieser Richtung gegeben:

- In den 60er Jahren begann eine wachsende Zahl von Banken, die außerhalb der Vereinigten Staaten operierten, auf Dollar lautende Konten und Kredite anzubieten, um die sich abzeichnende globale Dollarschwemme zu absorbieren und zu recyceln. Mit dieser Innovation, dem sogenannten *Eurodollar-Markt*, wurde eine wahrhaft staatenlose und private Form des Giralgeldes eingeführt, dessen Emission und Zirkulation innerhalb eines global integrierten Netzwerks von Banken den nationalen Bereich umging, der von den Zentralbanken kontrolliert wurde. Da nicht mit Regulationskosten verbunden, waren die Eurodollar-Depots und Kredite attraktiver als die regulierten einheimischen Angebote. Als sich der Euromarkt in den späten 60er Jahren auf andere Währungen hin diversifizierte, wurde er ein ideales Parkett für Devisenspekulationen, die schließlich dazu beitrugen, das System von Bretton Woods zu Fall zu bringen. Außerdem konnten andere regulatorische Beschränkungen, etwa Kapitalkontrollen oder die Maximalzinssätze der Fed für inländische Depositen, von nun ab durch die Umleitung über den nichtregulierten Euromarkt vermieden werden.

- Die Abschaffung von Preiskontrollen und von Produktbeschränkungen für US-Banken in den frühen 80er Jahren ließ eine neue Generation von



zinstragenden Geld- und geldnahen Einlageformen entstehen. In dem Maße, wie diese neuen Formen des Giralgeldes (z.B. verzinsliche Kontokorrentkonten, Einlagenkonten für den Geldmarkt) Transaktions- und Investitionsinteressen verknüpfen, haben sie eine äußerst hohe Zinselastizität, die sich auf unvorhersagbare Weise auf ihren Geldschöpfungsmultiplikator und auf ihre Umlaufgeschwindigkeit auswirkt. Diese Instabilität hat eine akkurate Orientierung der Zentralbank an den inländischen Geldmengen-zahlen erschwert (Guttman 1989).

- Hinzu kommt, daß die einst sichere Monopolkontrolle der Zentralbank über den Zahlungsverkehr, die für ihre Fähigkeit zum Geldmanagement zentral ist, in den letzten Jahren durch die rasche Verbreitung privat betriebener Zahlungsverkehrssysteme bedroht wird. Die Bankenkonsortien haben sich die Revolution in der Computer- und Kommunikationstechnologie zunutze gemacht und automatisierte Clearingstellen eingerichtet, um ihren Kunden eine schnell wachsende Auswahl an Dienstleistungen im Cashmanagement anbieten zu können. Die wichtigste davon ist das gigantische Clearinghouse Interbank Payments System (CHIPS) für den Euro-markt und andere internationale Transaktionen.

Die rasche Verbreitung relativ unregulierter Geldformen und Zahlungsverfahren hat den Warenaspekt des Geldes noch verstärkt. Nicht nur wird die globale Geldschöpfung heute viel stärker vom Profitmotiv der Banken und ihrer Kreditkunden angetrieben, auch das Geld selbst unterliegt der Produktentwicklung und dem technischen Fortschritt. Von besonderer Bedeutung ist in diesem Zusammenhang die Entwicklung des *elektronischen Geldes*. Seine gegenwärtigen Erscheinungsformen, etwa Bankautomaten, »intelligente« Kreditkarten, Computersoftware für persönliche Banktransaktionen oder sogar das in der Entwicklung befindliche System des »elektronischen Schecks« für E-Mail sind auf die eine oder andere Art immer noch mit dem von der Zentralbank betriebenen Scheckverrechnungsmechanismus verbunden. Bisher stellen sie noch keine existentielle Bedrohung für die Fähigkeit der Nationalstaaten zum Geldmanagement dar. Doch diese Lage wird sich mit der anstehenden Einführung der ersten Schuldenregelungs- und Überweisungsverfahren im weltweiten Internet bald ändern (Business Week 1995).

Die Einführung von *Cybercash*, einer neuen Stufe in der Evolution des elektronischen Geldes, wurde nicht zuletzt durch die jüngsten Fortschritte im Bereich der Verschlüsselungssoftware ermöglicht, die Vertraulichkeit und Sicherheit der durch das Internet getätigten Geldtransfers gewährleistet.<sup>7</sup> Mangels einer wirksamen öffentlichen Kontrolle dieser Technologie

---

7 In jüngster Zeit aufgedeckte Betrugsfälle zeigen, daß in Sachen Verschlüsselungstechnik noch einige Probleme zu lösen sind.

werden verschlüsselte Cybercash-Transaktionen die staatlichen Bemühungen im Kampf gegen Steuerhinterziehung, organisiertes Verbrechen und Betrug vor vertrackte Probleme stellen. Das Zahlungsverkehrssystem wird verstärkt privatisiert, wodurch die Fähigkeit der Zentralbanken eingeschränkt wird, Schöpfung und Zirkulation des Geldes zu steuern. Dieses Problem wird besonders akut werden, falls die Cybercash-Transaktionen eines Tages durchgeführt werden können, ohne daß zwischen den Banken Transfers von Reserven stattfinden, die die Zentralbank kontrollieren könnte. Dies würde für den gegenwärtig stattfindenden Wandel der Geldform von der Papiernote zur nichtregulierten Computereingabe einen entscheidenden qualitativen Sprung nach vorne bedeuten.

Durch die Entwicklung des Cybercash wird die interessante Frage aufgeworfen, wie ein solches Regime des globalen elektronischen Geldes reguliert werden wird. Ein zu hohes Maß an Privatisierung und marktförmiger Regulierung des Geldes würde unsere Ökonomien instabiler machen. Bereits jetzt konnte man schon die Erfahrung machen, daß eine nur begrenzte Deregulierung des Geldes und der Bankentätigkeit die Instabilität deutlich verschärft hat. Durch die Einstellung der Preiskontrollen wurden die amerikanischen Banken gezwungen, viel aktiver um Fonds zu konkurrieren und die Zinsen auf Einlagen in die Höhe zu treiben. Da die Finanzierungsquellen teurer wurden, versuchten die Banken ihre Profitmargen zu halten, indem sie die Gelder in ertragreichere, zugleich jedoch riskantere Anlagen investierten. Das Ergebnis war, wie sich anhand der hohen Verluste bei Krediten an Bauträger, Farmer, Entwicklungsländer, für Management-Buyouts, Junk bonds und Händler in Staatstiteln zeigt, daß in den 80er Jahren eine ganze Reihe von Banken in Schwierigkeiten geraten sind. Aufgrund des verschärften *systematischen Risikos* im Bankensektor (Aglietta 1991) sah sich die amerikanische Regierung zu Notfallfinanzierungen genötigt, um das Problem der wachsenden Zahl und der zunehmenden Größe der Bankzusammenbrüche einzudämmen.

In dem Maße also, wie die Deregulierung des Kreditgeldes die Instabilität des Bankensystems verstärkt, sind die Regierungen gezwungen, den Charakter des Geldes als öffentliches Gut zu gewährleisten und die in Schwierigkeiten geratenen Banken zu retten. Unglücklicherweise führen solche Notfallzahlungen zu weiterer Instabilität. Sobald die Banker einmal begriffen haben, daß sie im Falle des Scheiterns automatisch auf die Hilfe der Regierung setzen können, werden sie möglicherweise auf noch riskantere Strategien setzen. Dieses Problem des *moral hazard* allein verweist schon auf die potentiellen gesellschaftlichen Kosten der Bankenderegulierung, die zur notwendigen Voraussetzung hat, daß der Staat einspringt, sobald sie in Schwierigkeiten geraten. Sinnvoller wäre es, das Bankensystem von vornherein durch angemessene Regulierung stabiler zu halten. Die Regie-

rungen werden daher früher oder später mit einem neuen Regulationsmechanismus aufwarten müssen, der die Herausforderung des elektronischen Geldes und der transnationalen Bankentätigkeit bewältigt.

### **3. Zinssätze als Regulationsmechanismus**

Die zunehmend marktförmige Regulierung des Kreditgeldes hat der Wirtschaft große soziale Kosten aufgebürdet, die über den oben erwähnten Zuwachs an systemischem Risiko hinausgehen. Abgesehen von drastisch höheren Dienstleistungsgebühren, die Banken selbst für Routinetransaktionen erheben, ist das Geld der Geschäftsbanken viel teurer geworden, da sowohl die Zinsen auf Einlagen wie auf Kredite seit ihrer Deregulierung 1980 beträchtlich gestiegen sind. Indem die US-Banken in aggressiver Weise zu Krediten mit variablen Zinsen übergegangen sind, ist es ihnen gelungen, einen großen Teil ihres Preisrisikos auf die Kreditkunden abzuwälzen. Angesichts der Abhängigkeit von Produzenten und Konsumenten von Krediten steigert diese Risikoverlagerung die Wahrscheinlichkeit jener monetär bedingter Rezessionen, wie wir sie Anfang der 90er Jahre schon erlebt haben. Am kostenträchtigen war allerdings der Übergang zu höheren »realen« (d.h. inflationsbereinigten) Zinssätzen nach der Deregulierung. Zweifellos wurde dieses globale Phänomen durch schrumpfende Sparguthaben und eine außerordentlich starke Kreditnachfrage begünstigt. Doch die Hauptursache dafür war die Deregulierung der Zinssätze 1979/80, mit der die Machtbalance in den Kreditbeziehungen zugunsten der Kreditgeber verschoben wurde. Als gebrannte Kinder der Inflation der 70er Jahre und der Kreditverluste in den 80er Jahren fordern Banken und Inhaber von Anleihen viel höhere Risiko- und Inflationsprämien für ihre Gelder.

Der Begriff des »realen« Zinssatzes hat einige Aufmerksamkeit seitens der Ökonomen auf sich gezogen (Davidson 1968; Carlson 1993; Darin, Hetzel 1995). Er gibt uns eine Vorstellung davon, welchen Ertrag die Geldbesitzer über die bloße Kompensation der Geldentwertung hinaus erwarten können. Doch dieses Maß ist zwiespältig. Die Ökonomen berechnen es, indem sie die herrschenden Inflationsraten von den nominalen Zinssätzen abziehen. Was hier jedoch zählt sind die künftige Inflation und andere, von den Geldgebern antizipierte Risikofaktoren, für die sie kompensiert werden wollen, während sie die Kontrolle über ihr Geld aufgeben. Erwartungen werden zwar sicherlich von gegenwärtigen Inflationsbedingungen beeinflusst, doch ebenso auch von vielen anderen Faktoren. Die gegenwärtige Inflationsrate ist daher kein adäquater Anhaltspunkt. Es macht mehr Sinn, den »realen« Zinssatz als einen Ausdruck für die gesellschaftlichen Beziehungen von Gläubigern und Schuldern zu deuten, der die kollektiv gebildeten Erwartungen einer Gruppe (der Kreditgeber) angesichts einer unge-

wissen Zukunft widerspiegelt und deren Macht, diese Einschätzungen einer anderen Gruppe (den Kreditnehmern) aufzuzwingen.<sup>8</sup> Das hohe Zinsniveau seit 1981 kann daher als Folge der Deregulierung betrachtet werden, die es den Kreditgebern ermöglicht hat, ständig höhere Inflations- und Risikoprämien zu verlangen im Vergleich zu jener Zeit, als ihre Preisbildung noch staatlichen Beschränkungen unterlag.

Diese Verlagerung der Marktmacht hat zu einer Umverteilung der funktionalen Einkommensanteile zu Lasten von Löhnen und Gewinnen und zugunsten der Zinseinkommen geführt und zugleich die Einkommens- und Wohlstandsunterschiede zwischen Besitzern und Nichtbesitzern von Finanzanlagen verschärft.<sup>9</sup> Eine solche Polarisierung hat zumeist negative Folgen für das Wirtschaftswachstum und die politische Stabilität, besonders wenn die Umverteilung die Besitzer produktiver Ressourcen (Arbeitskraft, Produktionsanlagen) benachteiligt und die Kreditgeber begünstigt, die bestenfalls indirekt zur Wertschöpfung im Produktionsprozeß beitragen. Wir mögen durchaus Grund dazu haben, diese Wiederkehr der »Rentiers« als eine parasitäre Tendenz des Kapitalismus zu verurteilen, die im Gegensatz zur Voraussage von Keynes (1936) nicht allzu lange unterdrückt werden kann. Ich glaube jedoch, daß ein solches Argument zu sehr auf der angenommenen Unproduktivität des Zinseinkommens beruht. Verbraucher, Produzenten und Regierungen sind stärker denn je abhängig von der Fremdfinanzierung ihrer Ausgaben, und diese schuldenfinanzierten Ausgaben spielen weiterhin eine bedeutende Rolle in der Schöpfung und Realisierung von (Mehr-)Wert. Deshalb begreife ich die erhöhten Zinssätze seit 1980 in der Tradition der Regulationstheorie als eine neue *Regulationsform* für ein im Übergang befindliches Akkumulationsregime, vergleichbar mit den brutalen Preiskriegen und Fusionswellen beim Übergang von einem kompetitiven zu einem national-monopolistischen Akkumulationsregime um die Jahrhundertwende.

- Erstens spielen bestimmte Zinssätze, wie die »prime rate« (der Kreditzinssatz für Vorzugskunden) oder die Renditen der Industrieschuldverschreibungen eine wichtige Rolle bei der Bestimmung des Mindestertrags, der eine unternehmerische Investition als profitabel erscheinen läßt. Hohe Zinssätze führen daher am ehesten dazu, die Investitionstätigkeit der Industrie zu dämpfen.<sup>10</sup>

8 Sowohl Marx (1894) als auch Keynes (1936), aus meiner Sicht die beiden bedeutendsten Geldtheoretiker, haben die Auffassung vertreten, daß die Zinssätze, und damit auch die Aufteilung der Einkommenszuwächse in Zins und Profit, von den Machtbeziehungen zwischen den beiden Seiten des Kreditystems abhängen.

9 Zur dramatischen Polarisierung der Einkommen und der Reichtumsverteilung in den Vereinigten Staaten der 80er Jahre siehe E. Wolff (1995).

10 Die hohen realen Zinssätze der 80er und frühen 90er Jahre waren ein globales Phänomen. Osler (1994) hat gezeigt, daß diese hohen Zinsen die Investitionstätigkeit im Privatsektor

- Hinzu kommt, daß infolge hoher Zinsen künftige Dollarströme in exponentiellem Ausmaß diskontiert und daher kurzfristige Investitionsprojekte begünstigt werden. Durch diese Tendenz wurde der Einsatz von Computern in der Industrie sicherlich vorangetrieben. Sie benachteiligt jedoch Investitionen mit notwendigerweise langen Rücklaufperioden, etwa in Forschung und Entwicklung, in den Bau hochtechnisierter Anlagen oder in die Ausbildung, die langfristig entscheidend sein können.

- Da hohe Zinssätze die Kosten des Schuldendienstes steigern, geraten die Schuldner unter starken Druck, an anderer Stelle Kosten einzusparen. Diese Situation ist häufig die Ursache für die »Verschlankung« von Unternehmen und den Druck auf Gehälter und Zusatzvergünstigungen in vielen amerikanischen Industriezweigen während des letzten Jahrzehnts.

- Teures Geld fördert wegen der damit verbundenen Opportunitätskosten das umsichtige Horten von Finanzmitteln. In diesem Sinne haben viele amerikanische Unternehmen die Umschlagszeit ihres Anlagenkapitals radikal verkürzt und ihre Fähigkeit zum Cash-Management deutlich erweitert. Die Finanzmanager von Industrieunternehmen neigen inzwischen dazu, überschüssige Barmittel in Form liquider Anlagen zu horten, um Zins-einkommen zu erzielen, anstatt diese Mittel in die Modernisierung und die Expansion des Produktionspotentials zu investieren.

- Allgemein gilt, daß die hohen Zinsen die Unternehmen dazu veranlaßt haben, in einer Zeit relativ stagnierender Profite ihre Finanzanlagen als alternative Einkommensquellen auszubauen. Durch diese Verlagerung der Investitionspräferenzen von Unternehmen wurde das Gleichgewicht zwischen Finanzanlagen und produktiven Vermögenswerten in der amerikanischen Wirtschaft beträchtlich verschoben.

Die Verwandlung der unternehmerischen Produzenten in »Papierunternehmer«, die ihre Portfolios verwalten, nützt zwar einzelnen Firmen, die (finanzielle) Extragewinne anstreben, schadet jedoch der Wirtschaft insgesamt. Man muß kein Marxist sein - auch wenn Marx (1867) dieses Argument am besten dargelegt hat - um zu verstehen, daß die Wachstumsfähigkeit einer Wirtschaft von der Schöpfung eines *Surplus* über die jeweiligen Kosumbedürfnisse hinaus abhängt, das für Investitionen in das produktive Potential von Arbeitskräften und Maschinen bereitgestellt werden kann. Finanzanlagen können zu dieser Entwicklung beitragen, indem sie das Volumen der produktiven Investitionsausgaben vergrößern, doch sie tun dies bestenfalls indirekt und zehren einen Teil des *Surplus* als Entschädigung auf. Wenn Unternehmen in Finanzanlagen investieren, ziehen sie

---

in allen großen Industrienationen abschwächte. Seinen Schätzungen zufolge kappten die hohen realen Zinsen den Output in den G-7-Ländern (die USA nicht gerechnet) zwischen 1990 und 1993 um etwa 2,5% bis 4,5% im Jahresdurchschnitt.

Mittel aus dem Surplus ab, das sie andererseits steigern könnten, indem sie die Mittel direkt für produktive Investitionen verwenden. Die Stagnation des Industriekapitals, die zuallererst zu dieser Flucht der Unternehmen in Finanzanlagen geführt hat, wird dadurch nur noch verschlimmert - ein gefährlicher Teufelskreis, der uns ein Jahrzehnt der Massenarbeitslosigkeit und wachsender Armut eingebracht hat.

#### 4. Die Vorherrschaft des fiktiven Kapitals

Marx hat schon vor einem Jahrhundert (1894) zwischen zwei Formen des Finanzkapitals unterschieden, dem zinstragenden *Leihkapital* und dem, was er als *fiktives Kapital* bezeichnete. Letzteres bestand Marx zufolge aus handelbaren Ansprüchen auf künftige Zahlungsverpflichtungen, deren Wert nur die Kapitalisierung erwarteten Einkommens darstellte und nicht direkt einem Teil des produktiven Kapitals entsprach. Als wesentliche Quellen des fiktiven Kapitals machte Marx die an der Börse gehandelten, Aktien, Staatseffekten und eigentliches Kreditgeld aus. Alle drei Formen sind inzwischen noch um einiges wichtiger geworden als zu Marx' Zeiten. Seit damals haben sich viele große Firmen in Aktiengesellschaften verwandelt, und die Börse ist zu einer wesentlichen Triebkraft für die Expansion von Unternehmen und die Restrukturierung der Industrie geworden. Der Markt für Staatsobligationen, dessen dramatische Ausdehnung Folge eines halben Jahrhunderts wachsender Haushaltsdefizite in den meisten Industrieländern ist, bietet den Investoren heute ein höchst liquides und relativ risikofreies Anlageinstrument für überschüssige Barmittel. Zwar bezeichnete Marx nur den Teil des Kreditgeldes als fiktives Kapital, der nicht durch Goldreserven gedeckt war, doch heute wird ausschließlich mit einer solchen Geldform operiert.<sup>11</sup>

Auf den ersten Blick mag es ein wenig seltsam erscheinen, Geld als fiktives Kapital zu bezeichnen. Eine genauere Prüfung des Arguments zeigt jedoch, daß Marx durchaus recht hatte. Geld ist offensichtlich eine Form des Kapitals. Im Grunde können wir es als die wesentliche Verkörperung der Kapitalbewegung betrachten, da allen Investitionen gemein ist, daß Geld in der Gegenwart ausgegeben wird, um in Zukunft mehr davon einzunehmen. Außerdem stellt Kreditgeld sicherlich Finanzkapital dar. Wie wir schon gesehen haben, hängt seine Schöpfung davon ab, daß Banken ihre überschüssigen Reserven verleihen. Doch ist Geld nicht aus genau diesem Grunde eine Form des zinstragenden Kreditkapitals, und nicht fiktives Kapital? Die richtige Antwort lautet, daß Kreditgeld, insbesondere Giralgeld, Eigenschaften beider Formen des Finanzkapitals besitzt. Es entsteht

<sup>11</sup> Hayck (1939), am anderen Ende des politischen Spektrums, betrachtete das Kreditgeld ebenfalls als fiktives Kapital (vgl. dazu De Brunhoff, 1990).

durch einen Bankkredit, der bloße Symbole (d.h. ein unausgefülltes Scheckheft) von ihrem Emissionsort außerhalb des Marktes an Kreditnehmer weiterleitet, in deren Händen sie zu Geld werden. Doch diese Tätigkeit der Geschäftsbanken, nämlich Einlagen anzunehmen und Kredite zu vergeben, birgt auch Züge des fiktiven Kapitals, insofern Geld aus schon vorhandenen Depositen, die im Bankensystem zirkulieren, erzeugt wird. Ein angelegter Dollar zeugt einen anderen Dollar, der verliehen wird. Unter einem Regime des Kreditgeldes wird ein Großteil des Geldkapitals *ex nihilo* im Bankensystem geschöpft, als Vorschuß auf künftiges Einkommen und nicht als Repräsentation schon realisierter Einkommen aus der erfolgreichen Akkumulation von Produktivkapital. Dem Kreditgeld kommt um so mehr der Charakter fiktiven Kapitals zu, als seine Schöpfung häufig an Käufe von Staatsobligationen durch die Zentralbank geknüpft ist, wodurch die Geschäftsbanken mit verleihbaren, überschüssigen Reserven ausgestattet werden, dem Rohmaterial des Giralgeldes der Banken.

Wir haben uns so ausgiebig mit den Modalitäten des Kreditgeldes befaßt, weil diese Form des Geldes sowohl Leihkapital als auch fiktives Kapital umfaßt. Das jeweils vorfindliche Kräfteverhältnis beider Formen des Finanzkapitals hängt wesentlich vom Management des Geldes ab. In den 50er und 60er Jahren, einer Zeit raschen Wachstums, überwog in den Vereinigten Staaten das Kreditgeld in seiner Eigenschaft als Leihkapital, nicht zuletzt aufgrund der regulatorischen Trennung von Geschäftsbanken und Wertpapiermärkten.<sup>12</sup> In den inflationären 70ern boomten die Bankkredite, die das Konsumniveau angesichts stagnierender Einkommen halten und die oben erwähnten nominalen Akkumulationsgewinne des Industriekapitals anheizen sollten, während die Aktien- und Rentenmärkte aufgrund der negativen Auswirkungen steigender nominaler Zinsen auf die Wertpapierpreise nachgaben (siehe Abschnitt 1). Doch nach einem Jahrzehnt der Stagflation verhielten sich die Kreditgeber wegen der illiquiden Natur und den beträchtlichen Risiken langfristiger Anlagen zusehends skeptisch. Vor diesem Hintergrund wurden Staatsanleihen zu einer viel günstigeren Alternative, da sie jederzeit loszuschlagen und außerdem weniger von den Fähnissen des Industriekapitals abhängig waren. Angesichts der enormen Unterbewertung von Aktien und Anleihen gegen Ende der Stagflationskrise, etwa 1981/82, besaßen diese Papiere dazu noch ein beträchtliches Wertsteigerungspotential, da die nominalen Zinssätze mit den rückläufigen

---

12 In anderen Industrieländern (z.B. Frankreich, Deutschland, Japan) gab es diese Trennung nicht oder in geringeren Ausmaß. Dort konnten die Banken auch mit staatlichen Wertpapieren handeln; vielfach war es ihnen sogar erlaubt, sowohl Kreditgeber als auch Anteilseigner von Unternehmen zu sein. Die daraus entstehende enge Beziehung von Banken und Industrieunternehmen, die Hilferding (1985) als *Finanzkapital* charakterisierte, führte zu stärker konzentrierten Märkten für staatliche Anleihen als in den USA.

Inflationsraten der 80er Jahre allmählich zurückgingen. Unter diesen Bedingungen überraschte es nicht, daß die Finanzmärkte nach 1982 förmlich explodierten, angeheizt durch den immer zügiger betriebenen industriellen Strukturwandel in Gestalt von Fusionen, Aufkäufen und »feindseligen« Übernahmeangeboten an der Börse.

Während Geldanleger inzwischen eher Wertpapiere kaufen als Darlehen zu vergeben, wird zunehmend auch Unternehmen klar, daß sie sich lieber mit unpersönlichen Märkten abgeben als mit naseweisen Kreditsachbearbeitern. Die jüngsten Neuerungen, wie Junk bonds, Handel in Aktienpaketen und Privatplazierungen, haben den Zugang von Unternehmen zum Wertpapiermarkt als Finanzierungsquelle weit geöffnet. Der Wertpapierhandel gewann außerdem neuen Schwung durch die Revolution in der Computer- und Kommunikationstechnologie, die das Informationsmonopol der Banken brach, indem sie die Unternehmens- und Marktdaten zugänglicher machte und die Effizienz der Finanzmärkte hinsichtlich Volumen und Transaktionsgeschwindigkeit dramatisch verbesserte. Diese Präferenzverlagerung von den Darlehen hin zu den Wertpapieren hat die Position der Geschäftsbanken im Kreditsystem untergraben und den Finanzinstitutionen Vorteile eingebracht, die stark im Wertpapiermarkt engagiert sind, insbesondere Investmentfonds und Pensionskassen.

Tabelle 1: Marktanteile (in Prozent) der Finanzinstitutionen in den USA

	1948	1960	1970	1980	1993
Geschäftsbanken	55,9	38,2	37,9	34,8	25,4
Investmentfonds	1,3	2,9	3,5	3,6	14,9
Pensionskassen	3,1	9,7	13,0	17,4	24,4
Wertpapiermakler/händler	1,0	1,1	1,2	1,1	3,3

Die Geschäftsbanken, mit dem rapiden Verfall ihrer Kreditvergabe an Unternehmen konfrontiert, beschlossen, sich diesem Trend anzuschließen. Ihre Reaktion hatte viele Facetten und trug entscheidend dazu bei, die *Umwandlung von Krediten in Wertpapiere* (»Verbriefung«) im Verlauf der letzten zehn Jahre zu beschleunigen. Zunächst einmal investieren die Banken verstärkt in Wertpapiere. Sie packen außerdem einen wachsenden Anteil ihrer Kredite in Wertpapiere (z.B. Pfandbriefe, auf die monatliche Zinszahlungen erfolgen), was den doppelten Vorteil hat, daß das Risiko auf andere übertragen und der Umschlag der verliehenen Mittel beschleunigt wird. Selbst in Ländern, in denen sie bisher durch regulatorische Barrieren daran gehindert waren, sich direkt an den Wertpapiermärkten als Makler, Händler oder Emissionsbanken zu engagieren (z.B. in den USA), haben Geschäftsbanken indirekte Wege ausfindig gemacht, vom Boom im



Wertpapierhandel zu profitieren, indem sie als Geldgeber von Investoren und Zwischenhändlern an diesen Märkten auftreten. Gleichzeitig ist es ihnen gelungen, die regulatorischen Beschränkungen systematisch zu umgehen, so daß heute die amerikanischen Geschäftsbanken letztlich Investmentfonds verwalten und das Emissionsgeschäft in vollem Umfang betreiben können. Diese Aktivitäten bringen Gebühren ein, die meist viel stabiler sind als Zinseinkommen, sowie schwer kalkulierbare, doch potentiell sehr lukrative Geschäftsgewinne. Wie aus Tabelle 2 ersichtlich, haben beide Einkommensquellen für Geschäftsbanken in allen Ländern zusehends an Bedeutung gewonnen.<sup>13</sup>

Tabelle 2: Aktivitätswandel der Geschäftsbanken

	1974	1994
Banken als Geldgeber an nicht am Finanzmarkt Beteiligte	35,7%	22,6%
Anteil der von Banken geführten Investmentfonds	7,0%	24,2%
Anteil der Nicht-Zinseinnahmen an den Gesamteinnahmen der Banken	21,5%	34,3%

Quelle: Kaufman und Mote (1994)

Das wachsende Engagement der Geschäftsbanken in den Wertpapiermärkten war ein entscheidender Faktor für die Entwicklung der Vorherrschaft des fiktiven Kapitals. Denn erstens führte es dazu, daß gegenwärtig viel Geld in die Wertpapiermärkte fließt, auf dem Weg über revolving Bankkredite und Kreditlinien für institutionelle Investoren (z.B. Investmentfonds, Pensionskassen), Makler, Emissionsbanken und die Emittenten selbst. Indem sie verschiedene Marktakteure mit Geldern versorgen und selbst verstärkt Wertpapiere ankaufen, machen die Banken verschiedene Finanzmärkte liquider und damit sicherer. Ihr Geldangebot hat es auch leichter gemacht, Wertpapierkäufe über Schuldenaufnahme zu finanzieren. Dieses sogenannte *leveraging* vervielfacht die Gewinnmöglichkeiten im Wertpapierhandel, indem es den investierten Anteil des eigenen Kapitals verringert. Schließlich unterstützen die Geschäftsbanken den Einsatz von Wertpapieren als Nebenbürgschaft für Kredite, mit denen zusätzliche Wertpapierkäufe finanziert werden, ein Verfahren, das es den Investoren erlaubt, gewaltige Börsenpositionen mit sehr wenig eigenem Kapital aufzubauen.

Ein äußerst wichtiger Aspekt des Engagements der Geschäftsbanken in der Verbreitung des fiktiven Kapitals war die Entwicklung neuer Instrumente

13 Kaufman und Mote (1994) haben gezeigt, daß die zunehmende Bedeutung der Gebührenerträge für die Geschäftsbanken ein globales Phänomen ist, das in anderen Ländern (z.B. Großbritannien, Schweiz) noch ausgeprägter ist.

zur Absicherung gegen die Preisrisiken, die schwankende Wechselkurse und Zinssätze nach ihrer Deregulierung in den 70ern verursachten. Wir meinen hier insbesondere die *Terminpapiere* an Finanzmärkten (z.B. Devisen-Futures, Aktienindex-Futures) und andere Sorten von *Derivaten*. Die Eleganz dieser finanziellen Arrangements, deren Bewertungen und Erträge vom Verhalten der zugrundeliegenden Märkte bestimmt werden (z.B. Aktien, Zinssätze, Devisen) liegt darin, daß sie auf jeden Käufer individuell zugeschnitten werden und damit den verschiedenen Möglichkeiten und Risiken der einzelnen Portfolios angepaßt werden können. Sie können als Deckungsinstrumente oder für Spekulationen auf das Preisverhalten der zugrundeliegenden Märkte eingesetzt werden, wobei Gewinne bei jeder Preisbewegung möglich sind, vorausgesetzt, diese Bewegung wurde korrekt vorhergesehen.

Geschäftsbanken engagieren sich stark in Derivaten. Im Juli 1995 berichtete die *Economic Policy Review* der New Yorker Federal Reserve Bank, daß die sieben größten amerikanischen Geschäftsbanken Ende 1994 eine Summe von 13,7 Billionen Dollar an Derivatkontrakten angehäuft hatten, was 76,5% des Gesamtgeschäfts der fünfzehn größten amerikanischen Derivathändler im Freiverkehr entsprach (darunter fünf Investmentbanken und drei Versicherungsunternehmen). Diese Summe spiegelt den angenommenen Kapitalwert der zugrundeliegenden Verträge wider; das tatsächliche Kreditrisiko der Händler bei diesen Transaktionen beträgt nur einen Bruchteil davon und liegt bei den sieben größten Banken zusammengekommen bei wahrscheinlich nicht mehr als 200 Milliarden Dollar. Dennoch haben sich die Derivate zu einer wichtigen Einkommensquelle für die Großbanken in den Finanzzentren entwickelt, die 1994 zwischen 15% und 65% ihrer gesamten Geschäftserträge ausmachten.

Die beträchtliche Flexibilität von Derivaten hat dazu geführt, daß sich die Spekulation von einem vorübergehenden Phänomen - das typischerweise bei beschleunigter Inflation in Boomzeiten auftrat und meist wieder verschwand, wenn sich die Kurve neigte - zu einer anhaltenden, überzyklischen Praxis entwickelt hat, die eine bedeutende Einkommensquelle für Unternehmen, Finanzinstitutionen und einzelne Anleger darstellt. Finanzspekulation, und dies ist die Sorte Investition hinter der jüngsten Explosion des fiktiven Kapitals, umfaßt Kauf und Verkauf von Wertpapieren, um aus der Differenz zwischen Verkaufs- und Einkaufspreis Kapitalgewinn zu schlagen. Diese Geschäfte sind an eine Reihe von Finanzdienstleistungen gekoppelt, die ihren Anbietern (z.B. Investmentbanken, Makler, Investmentfonds) Kommissionen und Gebühren einbringen.

Das Wachstum der Finanzspekulation war nirgends drastischer als an den globalen Devisenmärkten, wo der Charakter des Kreditgelds als fiktives Kapital seine bisher entwickeltste Gestalt angenommen hat. Nach der Ein-

führung der marktbestimmten (»flexiblen«) Wechselkurse im Jahr 1973 wurden die Devisenpreise instabiler. Unternehmen und Finanzinstitutionen brauchten nicht lange, bis sie diesen wechselhaften Markt in ein Parkett für großdimensionierte Absicherungsoperationen und Spekulationsgeschäfte verwandelt hatten, die entweder über Devisen-Futures oder über den weltweiten Interbanken-Markt, mittels CHIPS, abgewickelt wurden. Heute belaufen sich die Devisentransaktionen auf durchschnittlich 1400 Milliarden Dollar täglich (!), von denen höchstens 15% den Handel und langfristige Kapitalströme betreffen. Der Rest ist sogenanntes *hot money*, kurzfristige Engagements, mit denen Portfolios gegen Preisrisiken abgesichert oder aus korrekt erwarteten Wechselkursfluktuationen Gewinn geschlagen werden soll. Der massive Druck dieser Spekulationen hat die weltweite Abschaffung von Kapital- und Devisenkontrollen erzwungen, und diese Liberalisierung der Kapitalströme über die Grenzen hinweg hat dem Handel mit diesem »heißen Geld« wiederum deutlich stärkeren Einfluß auf die Entwicklung der Weltwirtschaft verschafft. Spekulanten, die gleichsinnig vorgehen, können die fortwährenden Zahlungsbilanzungleichgewichte und den ansteckenden Charakter kommunizierter Meinungen und Signale in diesem sich schnell verändernden Markt zu ihren Gunsten nutzen: Wenn sich bestimmte Kurserwartungen rasch verallgemeinern, kann die Fähigkeit der Zentralbanken, ihre Währungen zu verteidigen, untergraben werden, was wiederum zu dramatischen Änderungen in der Wirtschaftspolitik der unter Druck geratenen Regierungen führen kann. Das Geld unter seinem Aspekt als private Ware bricht sich hier am gewaltsamsten Bahn (Aglietta, Orléan 1982), da Banken und Unternehmen Devisen wie Waren handeln und dabei kurzfristige Wetten auf ökonomische Leistung und Wirtschaftspolitik der Nationalstaaten abschließen.<sup>14</sup>

Die unwiderstehliche Anziehungskraft der Devisenspekulation und anderer Optionen, die das fiktive Kapital eröffnet, besteht darin, daß sie verhältnismäßig isoliert vom Rest der Ökonomie betrieben werden können. Das Leihkapital hängt dagegen direkt von den Gewinnen der Unternehmen und anderer Darlehensnehmer ab, da sein Zinsertrag aus diesen Gewinnen gespeist wird. Dagegen wird fiktives Kapital, obwohl es sich von der »realen« Produktionssphäre nährt, nicht in das produktive Kapital der Industrie investiert. Da es nicht in dem Maße wie Kredite im Produktionsapparat des Industriekapitals kristallisiert und festgehalten wird, zirkuliert das fiktive Kapital mit einem viel höheren Freiheitsgrad und führt in diesem Prozeß, wie Marx sich ausdrückt, mehrere Leben. Seine Verbreitung ist der

---

14 Für eine exzellente Darstellung der Operationweise von Devisenmärkten unter der Vorherrschaft des »heißen Geldes«, im Gegensatz zu den Aussagen der Standardtheorien über flexible Wechselkurse, siehe Plihon (1994).

wesentliche Grund, weshalb das Verhältnis von Finanztransaktionen zum amerikanischen Bruttoinlandsprodukt von 15:1 im Jahr 1970 auf 30:1 in 1980 und 78:1 in 1990 angestiegen ist. Dieser Trend hat sich in den letzten Jahren noch beschleunigt, denn das Vervielfachungspotential des fiktiven Kapitals hat mit der Einführung der Derivate beträchtlich zugenommen. Das aus fiktivem Kapital fließende Einkommen - ob nun Kapitalgewinne von Investoren oder Gebühren und Kommissionen, die von den Zwischenhändlern an den Wertpapier- und Devisenmärkten erhoben werden - ist daher weniger den Fährnissen des Industriekapitals ausgesetzt. Heutzutage können Spekulanten sogar von sinkenden Wertpapier- oder Devisenpreisen profitieren, vorausgesetzt, sie haben den Niedergang vorausgesehen und die richtigen Strategien gewählt.

Doch wäre es ein Fehler zu glauben, daß fiktives Kapital vollkommen immun sei gegen das Schicksal der übrigen Wirtschaft. Es besitzt eine nur relative Autonomie. Die wiederholten Zinserhöhungen der Fed im Jahr 1994 zum Beispiel lösten beträchtliche Verluste bei Kursicherungs- und anderen Fonds aus, die Derivate zur Spekulation auf anhaltend niedrige Zinssätze verwendeten. Und wenn die Aktienkurse in Erwartung einer Rezession rückläufig sind, können sie durch computergesteuerte Transaktionen mit Index-Futures durchaus noch weiter nach unten gedrückt werden. Darin liegt vermutlich die größte mit dem fiktiven Kapital verbundene Gefahr. Sobald dessen Akteure schlechte Neuigkeiten erfahren, neigen sie zur Überreaktion und handeln dann alle nach derselben Logik. Ihre kollektive Flucht auf sicheres Gebiet kann fiktives Kapital durch eine massive Deflation der Anlagewerte so schnell zerstören wie es geschaffen wurde. Wenn wir eine solche Entwertung von fiktivem Kapital beobachten, sollten wir genau verfolgen, wie die dabei erzeugten Verluste sich auf das Kredit- und das Industriekapital ausbreiten.

Angesichts der mehrfachen Überlagerung von Kredit- und Wertpapiertransaktionen, die charakteristisch für die gegenwärtige Form des fiktiven Kapitals ist, haben Verluste, die irgendwo in dieser spinnennetzartigen Struktur auftreten, inzwischen viel stärkere Überlauf- und Ansteckungseffekte. Wir müssen uns nur an den globalen Börsenkrach vom Oktober 1987 erinnern oder an die weltweiten Folgen des Zusammenbruchs des mexikanischen Peso in jüngster Zeit (Kapitalflucht aus anderen »sich entwickelnden« Märkten, beschleunigter Niedergang des Dollars), um uns ein Bild von diesen Zusammenhängen zu machen. Bis jetzt wurden diese Krisen von den Zentralbanken wirksam bewältigt, indem zusätzliche liquide Mittel in die Finanzmärkte gepumpt wurden, bevor die Störungen der Kreisläufe außer Kontrolle gerieten. Durch solche Kriseninterventionen werden Verluste vergesellschaftet, indem sie über einen größeren sozialen Raum verteilt oder zeitlich in die Länge gezogen werden.

## 5. Für ein neues monetäres Regime

Der hier entwickelte theoretische Ansatz verleiht dem Geld und den Modalitäten seiner Einbettung eine zentrale Rolle in der Analyse der Wachstums- und Verteilungsmuster entwickelter kapitalistischer Gesellschaften. Die Integration des Geldes in die Wirtschaft muß aufgrund seiner widersprüchlichen Eigenschaften als öffentliches Gut und als Ware angemessen gesteuert werden. In dem Maße, wie ein solches Management den Widerspruch effektiv im Zaum hält, hat es auch eine Chance, das Bankensystem stabil zu halten und das Finanzkapital wachstumsfördernd zu mobilisieren. Das Problem, mit dem wir gegenwärtig konfrontiert sind, besteht darin, daß das Nachkriegsregime staatlich gesteuerten Kreditgeldes während der Stagflationskrise der 70er Jahre zusammenbrach und daß bis heute kein brauchbares Regime an seine Stelle getreten ist. Als die Regierungen der Deregulierung der Wechselkurse (1973) und der Zinssätze (1979/80) zustimmten, setzten sie mächtige destabilisierende Marktkräfte frei. In rascher Folge entstanden neue Formen des Giralgeldes, die die Effektivität der Geldpolitik und der Bankenregulierung untergruben. Der Warenaspekt des Geldes trat in den Vordergrund, destabilisierte das Bankensystem und ließ nur noch ein schlechteres (ex post) Management des Geldes als öffentliches Gut zu, nämlich die Notfallfinanzierung. Die deutliche Erhöhung der deregulierten Zinssätze entwickelte sich auf globaler Ebene zu einem neuen Regulationsmechanismus, der die Kapitalallokation und den industriellen Wandlungsprozeß steuerte. Schließlich begünstigte die charakteristische Unbeständigkeit der marktbestimmten Zinssätze und Wechselkurse einen qualitativen Sprung in der Evolution des fiktiven Kapitals, vor allem in Gestalt massiver Finanzspekulationen, ein Trend, der durch die oben erwähnte Umwandlung von Krediten in Wertpapiere und die Kommodifizierung des Geldes weiter angeheizt wurde.

Diese Entwicklungen haben nachweislich das langsame Wachstum und die anhaltend hohe Arbeitslosigkeit verstärkt, Probleme, von denen die meisten Industriestaaten seit über einem Jahrzehnt beherrscht werden. Mangels eines tragfähigen monetären Regimes stand die Regierungspolitik weitgehend unter der Fuchtel von Finanzinstitutionen, die heute in der Lage sind, ihre Präferenzen für niedrige Inflation, hohe »reale« Zinssätze, die Reduzierung der strukturellen Haushaltsdefizite und Markt deregulierung dem Rest der Gesellschaft aufzuzwingen. Für diese Prioritäten machen sich meist auch noch andere politisch einflußreiche Organisationen und Gruppen stark: unabhängige Zentralbanken, Finanzmanager von Industrieunternehmen, die für große Wertpapier- und Devisenportfolios verantwortlich sind, die »Babyboomer«-Generation der Nachkriegszeit, die sich allmählich um ihre Rücklagen zur Alterssicherung Sorgen macht, und aufstrebende

de Sparer aus dem stabilen Bereich der Mittelklassen, die von der Deregulierung der Finanzmärkte profitieren, da sie nun Zugang zu Anlagemöglichkeiten gewinnen, die einst den Reichen vorbehalten waren.<sup>15</sup> Politiker, welche die Präferenzen dieser mächtigen Koalition mißachteten und andere wirtschaftspolitische Ziele verfolgten, wurden solange durch massive Kapitalflucht bestraft, bis akute Währungskrisen sie zum Kurswechsel zwangen (z.B. Mitterrand im März 1983).

Doch wenn sich die Regierungen auf eine Politik der »harten Währung« mit hohen Zinssätzen und fiskalischer Austerität einlassen, untergraben sie die Voraussetzungen der Akkumulation des Industriekapitals. Eine solche Politik setzt die Güter- und Ressourcenmärkte einem starken deflationären Druck aus, der zwar einen beschleunigten Umbau der Industrie erzwingen mag, der jedoch mit hoher struktureller Arbeitslosigkeit und stagnierenden Einkommen jener Bevölkerungsgruppen, die nicht an den Finanzmärkten teilhaben, erkauft wird. Diese negativen Trends werden sich noch dramatischer auswirken, sobald die Politik damit beginnt, das soziale Sicherungsnetz der Nachkriegszeit abzubauen, um den Forderungen der Finanzmärkte nach geringeren strukturellen Haushaltsdefiziten nachzukommen. Diese Hartwährungspolitik erschwert auch langfristige Investitionen in die Qualität der Arbeitskräfte, der Unternehmensorganisation, der Technik und neuer industrieller Strukturen, die für ein nachhaltiges Wachstum entscheidend sind.

Die Regierungen können diesem Dilemma nur entkommen, wenn sie das Gleichgewicht zwischen dem Geld als öffentlichem Gut und als privater Ware wiederherstellen und damit das Finanzkapital erneut so kanalisieren, daß es auf stabile Weise die Wachstumskräfte der Industrie stärkt. Vorausgesetzt die Politik kann hinreichend breite Unterstützung durch gesellschaftliche Gruppen mobilisieren, die an einem beschleunigtem Wachstum interessiert sind, besteht diese Aufgabe in nichts weniger als der Errichtung eines neues *monetären Regimes*, das in der Lage ist, vier verschiedene Dimensionen des Geldmanagements auf stimmige Weise zu integrieren: die Steuerung des Geldangebots und der Kreditkonditionen durch die Zentralbank; regulatorische Beschränkungen der Finanzinstitutionen und -märkte; Eindämmung von Finanzkrisen; und schließlich internationale monetäre Arrangements im Hinblick auf Devisenpreise, Kapitaltransfers und Ab-

15 Die letztgenannte Gruppe ist aufgrund der strukturellen Änderungen am Arbeitsmarkt stark gewachsen: In den USA ist der Anteil der »White collars«, (Büroangestellte und Selbständige) an der Gesamtzahl der Beschäftigten von 19,7% in 1973 auf 27,4% (d.h. 34 Millionen) zwei Jahrzehnte später gestiegen. Über 40 Millionen Amerikaner besitzen heute Anteile an Investitionsfonds, achtmal soviel wie 1977. Fast 40 Millionen sind an privaten, investitionsorientierten Altersversorgungsfonds beteiligt, mehrere Millionen haben Aktienoptionen. Fast 17 Millionen Haushalte deklarierten 1992 Kapitalgewinne, dreimal soviel wie 1960. Mehr als 40% dieser Investoren gehörten der soliden Mittelklasse an und verdienten 30.000 bis 75.000 Dollar im Jahr.

wicklung von Zahlungsverpflichtungen der Nationalstaaten (Guttman 1990; 1995). Werfen wir also einen Blick auf das, was Politiker bisher getan haben oder tun sollten, um mit der Transformation des Finanzkapitals in eine hochtechnisierte, marktgesteuerte, global integrierte und höchst unsichere Kraft umzugehen, die die Weltwirtschaft umgestaltet.

*1) Internationale monetäre Reformen:* Sinnvollerweise beginnen wir unsere Diskussion angesichts der rapide fortschreitenden Globalisierung des Kapitals (Chesnais 1994) mit der internationalen Dimension. Dieser Prozeß umfaßt die wachsende Bedeutung des Handels für die nationalen Volkswirtschaften, die Expansion multinationaler Unternehmen zu weltweiten Produktionsnetzwerken, in deren Verlauf ein Industriezweig nach dem anderen die Gestalt eines globalen Oligopols annimmt, und die spektakulären technologischen Fortschritte, die uns in die Lage versetzen, physische Grenzen zu überschreiten. Doch nirgends hat die Tendenz zur Globalisierung eine solche Reife erreicht wie auf dem Feld der Finanzinstitutionen und -märkte. Diese sind inzwischen global weitgehend integriert, eine Entwicklung, die angetrieben wurde von staatenlosem Geld in der Form von Eurodevisen, von weltweiten Cashmanagement-Diensten und Finanzierungsstrategien der Großunternehmen zur Steuerung ihrer ausgedehnten Produktions- und Verteilungsnetze, von globalen Portfolios der Investmentfonds und Pensionskassen, in denen Ersparnisse aus den Mittelklassen zusammenlaufen, und von der computergesteuerten internationalen Verknüpfung der Wertpapiermärkte. Die durchschnittlich 1,4 Billionen Dollar, die - zumeist auf der Suche nach kurzfristigen Gewinnen - täglich durch die Devisenmärkte fließen, lassen deutlich werden, bis zu welchem Grad sich das Finanzkapital global organisiert hat.

Während das Giralgeld im Grunde staatenlos geworden ist und sich auf unablässiger Suche nach besseren Erträgen um den Globus bewegt, beruht unser internationales Währungssystem immer noch auf nationalen Währungen, die als Weltgeld dienen. Der US-Dollar ist 25 Jahre nach dem Zusammenbruch des Währungssystems von Bretton Woods immer noch der Primus inter pares, doch sein Anteil an den internationalen Transaktionen und Reservefonds ist von 90% im Jahr 1970 kontinuierlich auf gegenwärtig 50% zurückgegangen. Diese Erosion ging einher mit einer nachhaltigen Abwertung des Dollars gegenüber Mark und Yen, deren Bedeutung als Weltgeld entsprechend gewachsen ist. Obwohl die Investoren einen einzigen internationalen Geldstandard stark bevorzugen und an einen solchen Standard daher solange wie möglich festzuhalten geneigt sind, könnte die Entwicklung durchaus zu einem Dreiwährungssystem aus Dollar, Mark und Yen führen. Diese Aussicht ist durch die Bemühungen der drei Mächte wahrscheinlicher geworden, jeweils regionale »Einflußsphären« aufzubauen.

en, in der die eigene Währung die Vorrangstellung einnimmt: die Europäische Union, das Nordamerikanische Freihandelsabkommen (NAFTA) mit der geplanten Erweiterung auf den gesamten amerikanischen Kontinent und die Vertiefung der Handels- und Investitionbeziehungen Japans mit seinen asiatischen Nachbarn entlang des Pazifikbeckens. Ein solches Dreiwahrungssystem wird vermutlich zu fortlaufenden Portfolio-Anpassungen und Wechselkursfluktuationen großen Umfangs führen, da drei Blöcke ungefähr gleicher Stärke um den Weltgeldstatus konkurrieren: ein höchst instabiler Zustand.

Vor etwa einem Jahrzehnt begannen die drei entscheidenden Wahrungsemittenten aus den G-7-Staaten (USA, Japan, Deutschland, Frankreich, Italien, Großbritannien und Kanada), sich auf ein kommendes, starken Schwankungen unterliegendes Mehrwährungssystem vorzubereiten. Bedeutsam ist vor allem, daß die G-7-Länder sich im Louvre-Abkommen von 1987 auf abgestimmte Devisenmarktinterventionen ihrer Zentralbanken einigten, um die Einhaltung von Zielkorridoren in Gestalt von 20%-Margen um die Wechselkurse zu gewährleisten, die in regelmäßigen Konsultationen festgelegt und angepaßt werden. Die Umsetzung dieses Abkommens wurde durch die Tatsache beeinträchtigt, daß keine der drei führenden Nationen in entscheidenden Phasen bereit war, politisch schwierige und schmerzhaftige Maßnahmen einzuleiten, die zu einer besseren politischen Abstimmung der G-7-Länder geführt und damit ihre Zielkorridore glaubhafter gemacht hätten. Gewiß sind die Zentralbanken mit ihren gemeinsamen Wahrungsmarktinterventionen effizienter geworden, was zeitliche Abstimmung, Kommunikation und Ressourcenzusammenfuhrung angeht, doch derart begrenzte Maßnahmen haben nur ein kurzlebiges Stabilisierungspotential, da es an adäquater politischer Koordination und Übereinstimmung bei den ökonomischen Schlüsselindikatoren mangelt. Solange die G-7-Länder an die Verteidigung ihrer nationalen Souveränität gebunden bleiben - eine Vorstellung, die angesichts der heutigen globalen Geldströme Gefahr läuft, sich zu überleben - werden sie zögern, ihre Wirtschaftspolitik internationaler Aufsicht zu unterwerfen.

Wäre es wirklich möglich, anhand eines Mechanismus internationaler Politikoordination die wichtigsten Wechselkurse innerhalb bestimmter Zielkorridore zu stabilisieren, würden die Wechselkursschwankungen und damit ein wichtiger Antrieb für die Akkumulation des fiktiven Kapitals weitgehend eingedämmt.<sup>16</sup> Die Spekulation erlahmt einfach, wenn Preise,

---

16 Außerdem könnte die G-7 neue Restriktionen für das »heiße Geld«, das zwischen Ländern und Währungen hin- und herfliet, ausloten und zwar durch weitere Anstrengungen, den Euromarkt zu regulieren, durch Versuche mit strikt eingesetzten Kurs- und Kapitalkontrollen an beiden Enden beabsichtigter Kapitaltransaktionen, oder durch die Umsetzung von Tobins Vorschlag einer Steuer auf spekulative Finanztransaktionen.



in diesem Fall Wechselkurse und Zinsen, relativ stabil sind. Doch selbst ein solch anspruchsvolles Vorhaben wie die Verpflichtung von Gegnern auf ein gemeinsames Management ihrer Wechselkurse durch eine institutionalisierte Koordination und Kooperation mag am Ende nicht hinreichen, weil die nationalen Währungen im Grunde genommen eine inadäquate Form des Weltgeldes darstellen. Sie sind als Rechungseinheiten im internationalen Zahlungsverkehr letztlich nicht brauchbar, da ihr Wert nur selbstbezüglich bestimmt werden kann (»Numeraire«-Problem). Und je stärker ihre Wechselkurse im Lauf der Zeit variieren, desto weniger können sie als zuverlässige Wertspeicher fungieren. Schließlich ist das größte Problem, daß eine Schlüsselwährung für die Begleichung von Schulden nicht zu gebrauchen ist, solange der Emittent (z.B. die Vereinigten Staaten) für Käufe von Gütern, Dienstleistungen und Vermögenswerten im Ausland in seiner eigenen Währung bezahlen kann.<sup>17</sup>

Diese Funktionsmängel erfordern tiefgreifende Reformen, die ein *supranationales Kreditgeld* hervorbringen müßten, das von einer internationalen Geldbehörde ausgegeben und gesteuert wird. Ich habe an anderer Stelle (Guttmann 1994, Kap. 15 u. 16) einen Vorschlag für eine derartige Form des Weltgeldes unterbreitet. Er liegt zwischen dem »Bancor«-Plan von Keynes (1943) für eine internationale Clearing-Union auf der Grundlage einer supranationalen Mindestreserve, mit der offizielle Zahlungsdefizite zwischen Ländern beglichen werden können, und dem von der Europäischen Union im Maastricht-Vertrag von 1991 gewählten Ansatz einer einheitlichen Währung. Ich möchte hier nicht in die Einzelheiten gehen, doch ein positiver Nebeneffekt einer solchen Reform wäre die Einführung jenes global organisierten öffentlichen Zahlungsverkehrssystems, das für ein wirksames staatliches Management des elektronischen Geldes unabdingbar ist. Ein weiterer Vorteil wären stabilere und günstigere Kapitalangebote für Entwicklungsländer als Element eines institutionalisierten Recycling-Mechanismus für Überschüsse. Es ist, wie ich zu zeigen versucht habe, auch möglich, ein System zu errichten, das Währungsspekulationen obsolet machen würde. Trotz dieser Vorteile wird vermutlich eine schwere globale Krise nötig sein, bevor die politischen Entscheidungsträger in der Lage und willens sind, eine derart schwierige Aufgabe wie die Einführung einer neuen Form des Weltgeldes in Angriff zu nehmen. Je mehr allerdings die Funktionsmängel der nationalen Währungen als Weltgeld im Rahmen ei-

---

17 Dieser Vorteil, den der Emittent des Weltgeldes genießt, kristallisiert sich normalerweise um seine chronischen Zahlungsbilanzdefizite, die nötig sind, um die Weltwirtschaft mit liquiden Mitteln zu versorgen. Dieses bestimmte Land unterliegt somit geringerem externem Druck als andere Länder. Dieser *Seignorage*-Vorteil, reizt zum Mißbrauch, indem ausländische Besitzer der Schlüsselwährung gezwungen werden, in überzogenem Maße die einheimischen Haushaltsdefizite zu finanzieren.

nes Mehrwährungssystem zur Geltung kommen, desto weniger kann ein solches Szenario a priori für ausgeschlossen erklärt werden.

2) *Notfallinterventionen*: Zentralbanken und Finanzminister der Industrienationen bemühen sich mittlerweile nach Kräften, einen solchen Fall zu vermeiden, indem sie ihre Möglichkeiten für ein Krisenmanagement ausbauen. Bei jeder großen weltweiten Finanzkrise haben sie Schritte unternommen, um das Instrumentarium für Notfallinterventionen zu erweitern: Klärung der Verantwortlichkeiten der Zentralbank in transnationalen Banken Krisen (Basler Abkommen von 1975) nach dem Zusammenbruch von Herstatt und der Franklin-Bank; Neuorganisation des Internationalen Währungsfonds (IWF) zur Bewältigung der globalen Schuldenkrise der Entwicklungsländer ab 1982; aufeinander abgestimmte Liquiditätsspritzen zur Abfederung der Folgen des Börsenkrachs von 1987; schließlich eine neuerliche Steigerung der Interventionskapazität des IWF im Jahr 1995 aufgrund der Lehren aus der mexikanischen Peso-Krise.

Diese internationalen Notfallinterventionen waren nötig, um mit neuen Krisenformen umgehen zu können, denen die Weltwirtschaft in der Folge der Deregulierung, Computerisierung und Globalisierung des Finanzkapitals unterliegt. Doch sie heben auch das oben erwähnte Problem des »moral hazard« auf eine neue Ebene, da unverantwortliche oder unfähige Regierungen nun davon ausgehen können, daß sie im Notfall von der Weltgemeinschaft unterstützt werden. Ironischerweise laufen die oben erwähnten multilateralen Initiativen zum Krisenmanagement den Bemühungen der G-7-Länder zuwider, diese Sorte von Interventionen für ihre Binnenwirtschaften zu begrenzen. Im Dezember 1991 etwa beschloß die amerikanische Regierung, das Problem des »moral hazard« im eigenen Land zu bekämpfen, indem sie die Politik der Rettung von Großbanken um jeden Preis (»too-big-to-fail«) aufgab und sich für das billigste Absicherungsverfahren entschied, nämlich die Einführung risikogewichteter Depotversicherungen für Banken.

3) *Finanzielle Regulierungen*: Anstatt zu versuchen, finanzielle Instabilitäten im nachhinein einzudämmen, sollte die Stabilität von Finanzinstitutionen und -märkten durch adäquate Regulierung ihres Verhaltens sichergestellt werden. Das Problem besteht hier darin, daß viele finanzielle Regulierungen aus der Roosevelt-Ära inzwischen veraltet sind. Sie müssen durch geeignetere Mechanismen ersetzt werden. Die Bankregulatoren scheinen inzwischen erkannt zu haben, daß die Technologie des elektronischen Geldes zu derart steigenden Skalenerträgen führt, daß die Bildung von *Universalbanken* (»finanzielle Supermärkte« mit vielfältigem Angebot) und deren Engagement im Wertpapiermarkt letztlich unvermeidlich

wird. Anlaß zu dieser Schlußfolgerung bieten die zweite Bankdirektive der Europäischen Kommission von 1989, die gegenwärtigen Debatten zur Bankenreform in den USA und die anstehende Neugestaltung des krisengeschüttelten japanischen Bankensektors. Was die transnationale Dimension von Universalbanken angeht, so verhandeln die Regierungen gegenwärtig unter der Federführung der World Trade Organization über ein Abkommen, das globale Finanzdienstleistungen auf der Grundlage wechselseitiger Marktzugangsgarantien regeln soll.

Die entscheidende Vorkehrung jedes künftigen Regulationsansatzes im Hinblick auf die Banken scheint die *einheitliche, risikogewichtete Mindestkapitalreserve* zu sein (die sogenannte »Cooke ratio«), auf die sich die führenden Industrienationen im Basler Abkommen von 1988 einigten. Wenn die Mindestreserven der Bank von der Risikoträchtigkeit ihrer Aktiva abhängig gemacht werden, werden sie vermutlich krisenfester, da sie in diesem Fall gezwungen sind, die Risiken ihrer Investitionsentscheidungen gründlicher zu durchdenken und sie mit mehr Kapital zu untermauern. Außerdem werden die Regulatoren über die sogenannten »Brandschutzmauern« reden müssen, mit denen die geldschöpfenden Aktivitäten von Universalbanken von ihren anderweitigen Dienstleistungen abgeschottet werden sollen. Die Regierungen werden möglicherweise auch den Zugang zu billigen Krediten für jene Segmente der Ökonomie gewährleisten müssen, die durch den Trend zu einer stark konzentrierten Struktur globaler und universeller Banken ins Hintertreffen geraten sind, etwa in Form staatlich gestützter Kreditvergabe, von nicht gewinnorientierten Kooperativen oder von Subventionen und Regelungen, die eine gesellschaftlich sinnvolle Kreditvergabe der Banken ermöglichen.

Über die Bankenregulierung hinaus sollten die politisch Verantwortlichen eine Restriktion der Finanzspekulation ernsthaft ins Auge fassen, etwa durch regulatorische Maßnahmen wie höhere Hinterlegungssummen (z.B. Bareinschüsse beim Kauf von Wertpapieren auf Kredit), um das »leverageing« einzudämmen, oder höhere Kapitalgewinnsteuern auf kurzfristige Transaktionen. In den Vereinigten Staaten, die nachweislich über den fortgeschrittensten und bestregulierten Wertpapiermarkt der Welt verfügen, sahen sich die Regulatoren durch die jüngsten Instabilitäten veranlaßt, eine Reihe von Problemen und Mängeln bestimmter Märkte anzugehen. Eine ihrer interessantesten Neuregelungen, die nach dem Börsenkrach von 1987 eingeführt wurde, ist die zeitweilige Suspendierung des Handels, wenn die Bewegungen der Tagespreise an den amerikanischen Aktien- und Aktienindexmärkten eine gewisse Grenze überschreiten. Die gegenwärtigen amerikanischen Debatten über die angemessene Regulierung von Derivaten sind in diesem Zusammenhang von entscheidender Bedeutung, da sie den Regulationsansatz der Regierungen gegenüber dem fiktiven Kapital prägen

werden, etwa im Hinblick auf die Offenlegung von Information, gründlichere Überwachung, Notfallplanung für verschiedene Krisenszenarien und angemessene Kapitalunterfütterung riskanter Anlagen.

4) *Geldpolitik*: Seit die Fed Anfang der 80er Jahre durch einen scharfen Restriktionskurs die Inflation unter Kontrolle gebracht hat, scheint sie eine deutlich nuanciertere Geldpolitik zu betreiben. Zwar verfolgt die amerikanische Zentralbank eine Hochzinspolitik, um die Inflationserwartungen im Zaum zu halten, doch ist sie bereit, die Zügel zu lockern, sobald sich die wirtschaftliche Dynamik abschwächt. In entscheidenden Phasen, etwa als die globalen Gütermärkte 1985 einbrachen, nach dem Börsenkrach von 1987 und während der durch Finanzknappheit verschärften Rezession von 1990/91, als der amerikanische Bankensektor zum ersten Mal seit 60 Jahren vor einer akuten, systembedingten Krise stand, gelang es der Fed, potentiell gefährliche Verschuldungs-Deflations-Spiralen abzuwenden, in dem sie die Zinsen aggressiv nach unten drückte. Im Gegensatz zu Deutschland und Japan, den beiden anderen Schlüsselwährungsländern, deren außenhandelsabhängige Ökonomien das Wechselkursmanagement noch viel wichtiger machen, sind die Vereinigten Staaten recht unbekümmert, was die Fluktuationen des Dollars anbelangt. Der lange, stetige Niedergang des Dollars gegenüber Mark und Yen nach 1985 ging einher mit seiner Aufwertung gegenüber den anderen amerikanischen Währungen und den Währungen wichtiger Handelspartner, was auf eine Konsolidierung des Dollars in den weitreichenden »Einflußsphären« der USA schließen läßt. Der Wechselkurs wird erst dann wirklich beachtet, wenn sich der Verfall des Dollars gegenüber den beiden anderen Schlüsselwährungen allzu sehr beschleunigt (z.B. 1987, 1994/95) und/oder die ausländischen Kapitaleinfuhren, die zur Finanzierung der riesigen amerikanischen Budget- und Handelsdefizite benötigt werden, rapide zurückgehen (z.B. 1989).

Zwar hat die Fed einen schwierigen Balanceakt offenbar recht effektiv bewältigt, doch brauchen wir nur ein wenig am Lack zu kratzen um zu sehen, daß die Geldpolitik immer noch völlig konzeptionslos ist. Das Strategiekomitee der Fed hat mit allen möglichen neuen Zielvorgaben kokettiert, vor allem was die reale Zinsstruktur oder das nominale BIP angeht. Außerdem haben die Werkzeuge der Geldpolitik an Wirksamkeit verloren. Dies gilt insbesondere im Hinblick auf die rapide schrumpfenden Mindestreserven unter Kontrolle der Zentralbank, den Einsatz von Diskontkrediten durch Nichtbanken, die Schwierigkeiten mit der Kontrolle von Devisenströmen und die abnehmende Bedeutung von Bankkrediten im Vergleich zu anderen, weniger regulierten Kanälen der Kreditvergabe.

Diese Schwierigkeiten spiegeln ein umfassenderes Problem wider, das durch den Übergang zu einer neuen Geldform aufgeworfen wird. Die Ver-

breitung des elektronischen Geldes gefährdet die Kontrolle der Zentralbank über das Zahlungsverkehrssystem, die für ihre Fähigkeit zum Geldmanagement entscheidend ist. Die Fed hat, wenn überhaupt, nur geringe Kontrollmacht über das globale CHIPS-System, sie wird sich mit der Entwicklung des Cybercash im Internet bald einer noch größeren Herausforderung stellen müssen.

Diese Herausforderung durch das elektronische Geld wird man letztlich nur durch die Einrichtung eines weltweiten Zahlungssystems bewältigen können, das von einer internationalen Geldbehörde geleitet wird. Denn andernfalls wird die neue Geldform in vorwiegend privaten und globalen Banknetzwerken zirkulieren, was ein Management äußerst schwierig machen würde. Ein derartiges offizielles Zahlungssystem hätte den weiteren Vorteil, daß es, wie oben erwähnt, die Entwicklung von supranationalem Kreditgeld erleichtern würde, welches, richtig verfaßt, nicht die strukturellen Mängel der als Weltgeld fungierenden nationalen Währungen aufweisen würde. Solange die Zentralbanken keine effektive Kontrolle über die internationalen, computergestützten Geldtransfers ausüben, wird auch die Wirksamkeit ihrer Geldpolitik und ihrer Notfallinterventionen untergraben werden. Durch ein international organisiertes, offizielles System des Zahlungsverkehrs wird es möglich, mit neuen Typen regulatorischer Beschränkungen für Banken zu experimentieren, die dem exzessiven Wachstum des fiktiven Kapitals Einhalt gebieten und die weltweit hohen »realen« Zinssätze senken. Dazu könnten Kapital- und Devisenbewirtschaftungskontrollen auf beiden Seiten der Transaktionen gehören, des weiteren selektive Kreditkontrollen, nach Risiko differenzierte Mindestreserve- und Mindesteinschufvorgaben (zusätzlich zu den risikogewichteten Depotversicherungen und Kapitaleinlagen, die schon vorgeschrieben sind), »moral suasion« zur Beeinflussung der Preisstrategien von Banken und globale Transaktionssteuern auf »heiße« Geldströme.

Konservative Kräfte werden solche Vorschläge sicher als ungerechtfertigte Rückkehr in die Zeit umfassender staatlicher Regulierung ablehnen, die das wundersame Funktionieren des Marktes beeinträchtigt. Ein solcher Einwand beruht jedoch auf der in der Standardtheorie des Geldes herrschenden falschen Vorstellung, daß Geld eine Ware sei. Geld ist mehr als das, nämlich eine gesellschaftliche Institution, deren *modus operandi* nicht allein privaten Akteuren und ihrem Profitmotiv überlassen werden kann. Seine Eigenschaften als öffentliches Gut machen eine institutionalisierte Geldschöpfung, reibungslose Zirkulation und Wertstabilität erforderlich, also einiges an staatlichem Management. Angesichts des Wandels der Geldform und der sich daraus ergebenden Folgen für die Beziehungen zwischen Finanz- und Industriekapital sollte im Zentrum dieses staatlichen Managements am besten ein neues globales System des Zahlungsverkehrs stehen.

Seit einem Jahrzehnt beobachten wir den schrittweisen Aufbau eines neuen monetären Regimes, und wir nähern uns jetzt einer entscheidenden Weggabelung. Die Transformation des Finanzkapitals - Deregulierung, Computerisierung und Globalisierung - ist nun bis zu dem Punkt gereift, an dem die Widersprüche zwischen der sich entfaltenden elektronischen Geldform und einem überholten regulatorischen Rahmen für das Papiergeld einen qualitativen Sprung in der politischen Behandlung des Geldes und der Banken erfordern. Die jüngsten Instabilitäten, vor allem die europäische Währungskrise von 1992/93 und die mexikanische Peso-Krise von 1994/95 zeigen deutlich die Gefahren, die das sich entwickelnde Mehrwährungssystem und dessen Dominierung durch die - Instabilitäten generierende - Logik des Finanzkapitals heraufbeschwören. Unglücklicherweise neigen Politiker dazu, nur dann grundlegende Reformen einzuleiten, wenn sie durch Krisen dazu gezwungen werden, die so schwerwiegend sind, daß die vorhandenen Regulationsmechanismen und theoretischen Glaubenssätze nicht mehr ausreichen, um sie einzudämmen. Angesichts der heute dominanten Ideologie des Laissez-faire wird einiges passieren müssen, um die Politiker zur gemeinsamen Errichtung eines neuen monetären Regimes zu veranlassen, das die unterschiedlichen Züge des globalen elektronischen Geldes, seine Eigenschaften als öffentliches Gut und private Ware, angemessen ausbalanciert.

Aus dem Amerikanischen übersetzt von Klaus Fritz

## Literatur

- Aglietta, M. (1976): *Regulation et Crises du Capitalisme*, Paris: Calmann-Levy.
- Aglietta, M. (1991): Le risque de système, in: *Revue d'économie financière*, vol. 17, no. 3.
- Aglietta, M.; Orlean, A. (1982): *La violence de la monnaie*, Paris: PUF.
- Basle, M.; Mazier, J.; Vidal, J.-F. (1993): *Quand les crises durent...*, Paris, 2nd ed.: Economica.
- Bowles, S.; Gordon, D.; Weisskopf, T. (1983): *Beyond the Waste Land*, New York: Doubleday.
- Business Week (1995): Cover Story: *The Future of Money*, June 12.
- Carlson, J. (1993): Assessing Real Interest Rates, in: *Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Commentary*, October.
- Chesnais, F. (1994): *La globalisation du capital*, Paris: Syros.
- Darin, R.; Hetzel, R. (1995): An Empirical Measure of the Real Rate of Interest, in: *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, Winter.
- Davidson, P. (1986): A Post Keynesian View of Theories and Causes for High Real Interest Rates, in: *Thames Papers in Political Economy*, London.
- De Brunhoff, S. (1976): *Etat et Capital*, Grenoble: PUG/Maspero.
- De Brunhoff, S. (1979): *Les Rapports d'Argent*, Grenoble: PUG/Maspero.
- De Brunhoff, S. (1990): Fictitious Capital, in: Eatwell, J.; Milgate, M.; Newman, P., Eds., *The New Palgrave: Marxian Economics*, London: Macmillan.
- Guttmann, R. (1984): Stagflation and Credit-Money in the USA, in: *British Review of Economic Issues*, vol. 6, no. 15.
- Guttmann, R. (1989): *Reforming Money and Finance: Institutions and Markets in Flux*, Armonk: M. E. Sharpe.
- Guttmann, R. (1990): The Regime of Credit-Money and its current Transition, in: *Economies et Sociétés*, vol. 24, no. 6.

- Guttman, R. (1994): *How Credit-Money Shapes the Economy: The United States in a Global System*, Armonk: M. E. Sharpe.
- Guttman, R. (1995): Monnaie et credit dans la theorie de la regulation, in: Boyer, R.; Sillard, Y., Eds., *Theorie de la regulation: L'etat des savoirs*, Paris: La Decouverte.
- Hayek, F. (1939): *Profit, Interest and Investment*, London: Routledge.
- Hilferding, R. (1985): *Finance Capital*, London: Routledge and Kegan.
- Kaufmann, G.; Mote, L. (1994): Is banking a declining industry? A historical perspective, in: *Federal Reserve Bank of Chicago Economics Perspectives*, May/ June.
- Keynes, J. M. (1936): *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan.
- Keynes, J. M. (1943): Proposal for an International Clearing Union, in: *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. 26, Royal Economic Society, London, 1980.
- Lipietz, A. (1979): *Crise et inflation, pourquoi?* Paris: Maspero.
- Marx, K. (1867): *Das Kapital*, Bd. 1, MEW 23.
- Marx, K. (1894): *Das Kapital*, Bd. 3, MEW 25.
- Minsky, H. (1982): *Can 'It' Happen again?* Armonk: M. E. Sharpe.
- Osler, C. L. (1994): High Foreign Real Interest Rates and Investment in the 1990s, in: *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Spring.
- Plihon, D. (1991): *Les taux de change*, Paris: La Decouverte.
- Polany, K. (1944): *The Great Transformation*, Boston: Beacon Press.
- Wolff, E. (1995): *Top heavy: a study of the increasing inequality of wealth in America*, New York: Twentieth Century Fund Press.
- Wolfson, M. (1993): *Financial Crises: The Postwar U.S. Experience*, Armonk, 2nd edition: Sharpe.

### **PROKLA 104 (September 1996): Universität**

Daß die Universitäten in der Krise sind, wird von Studenten, Professoren und Politikern schon lange beklagt. Als Heilmittel werden Studiengebühren, Privatuniversitäten und kürzere Studienzeiten angeboten. Daß Universitäten etwas mit Bildung zu tun haben könnten, gilt dagegen als hoffnungslos altmodisch. Aber was kann Universität heute tatsächlich noch bedeuten? Wie sieht es mit den Bewußtseinslagen der Studenten aus? Und wie verhält es sich mit der Universitätslandschaft anderer Länder? In den USA sind Universitäten schon längst auf dem Weg, sich in Wirtschaftsunternehmen zu verwandeln. Die Universitätslandschaft Osteuropas wird maßgeblich von den Stiftungen des Devisenspekulanten George Soros beeinflusst. Welche neue »Bildungsökonomie« setzt sich hier durch? Ist Universität als Ausgangspunkt kritischen Denkens überhaupt noch vorstellbar?