

Entstehung und Krise des finanz-dominierten Akkumulationsregimes.

Eine postkeynesianische Perspektive auf Finanzialisierung

Engelbert Stockhammer

1. Einleitung¹

In diesem Kapitel werde ich das Konzept der Finanzialisierung aus der Sicht der heterodoxen Ökonomie diskutieren. Im Abschnitt 2 beleuchte ich zunächst Veränderungen im Verhalten der Haushalte, insbesondere im Bezug auf ihre Verschuldung; Veränderungen im Verhalten von nicht-finanziellen Unternehmen, wie Shareholder-Value-Orientierung und die Zunahme finanzieller Aktivitäten; und Veränderungen im Finanzsektor selbst, insbesondere die Entstehung des (kaum regulierten) Schatten-Bankensektors (vgl. Kessler und Wilhelm in diesem Band), die Verschiebung des Kreditgeschäfts in Richtung der Haushalte (statt Unternehmen) und die Verlagerung hin zum Investmentbanking an Stelle des traditionellen Bankengeschäfts. Abschnitt 3 behandelt die internationale Dimension der Finanzialisierung. Hier diskutiere ich die Liberalisierung des Kapitalverkehrs, die Bestimmung der Wechselkurse durch Kapitalströme (anstatt durch Handelsströme) sowie die Deregulierung des Finanzsektors. Abschnitt 4 bietet eine Interpretation des zu Grunde liegenden finanz-dominierten Akkumulationsregimes (basierend auf Stockhammer 2010), nach der zwei unterschiedliche Wachstumsmodelle entstanden sind: ein finanzgetriebenes Wachstumsmodell (basierend auf kreditfinanziertem Konsum, meist in den angelsächsischen Ländern) und ein exportorientiertes Wachstumsmodell (in Deutschland, Japan, und China). Beide Wachstumsmodelle leiden unter einem strukturellen Nachfragemangel, der auf unterschiedliche Weise (temporär) überwunden wird: entweder durch steigende Haushaltsverschuldung oder durch Exportüberschüsse. Abschließend argumentiere ich, dass Finanzialisierung in ihren nationalen und internationalen Dimensionen eine Polarisierung der Einkommensverteilung befördert, die zu jenen strukturellen Ungleichgewichten geführt hat, die sich in der Krise 2007-09 entladen haben. Die wachsende Ungleichverteilung der Einkommen führte zu stag-

1 Dieses Kapitel basiert auf Stockhammer (2010).

nierender Nachfrage, da untere Einkommensgruppen eine höhere Konsumneigung haben. Das finanzgetriebene und das exportorientierte Wachstumsmodell sind bei- des Strategien, um auf diesen Nachfragemangel zu reagieren. Während das finanz- getriebene Modell direkt auf der Finanzialisierung beruht, ist auch das exportierte Modell erst mit der finanziellen Globalisierung möglich geworden, da diese die Fi- nanzierung anhaltender Außenhandelsungleichgewichte erlaubte. Beide Modelle führen zu wachsenden Ungleichgewichten, die die Stabilität des Systems untergraben.

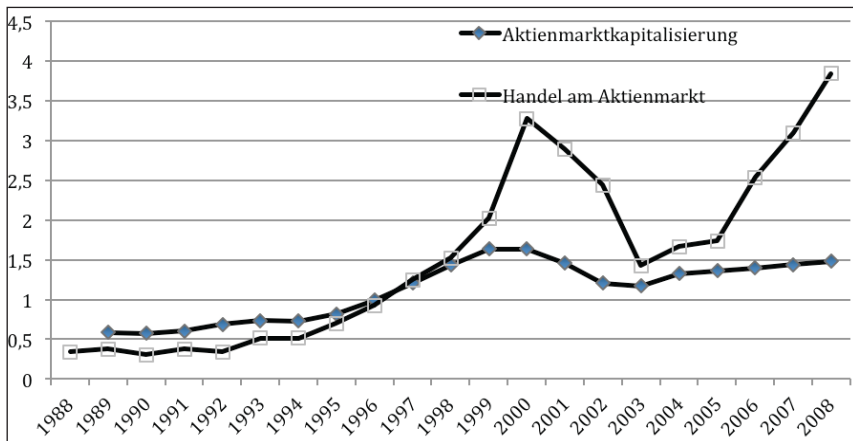
2. Finanzialisierung

Der Begriff der Finanzialisierung beschreibt eine Vielzahl unterschiedlicher Phä- nomene in der Veränderung des Verhältnisses von Finanz- und Realsektor: die De- regulierung des Finanzsektors und die Entwicklung neuer Finanzinstrumente; die Liberalisierung der internationalen Kapitalströme und die zunehmende Instabilität der Wechselkurse; die Entstehung von institutionellen Investoren als neue, mächtige Akteure; Shareholder-Value-Orientierung und Veränderungen in der Corporate Governance von Unternehmen; verbesserter Zugang zu Krediten für soziale Grup- pen, die einst als „underbanked“ bezeichnet worden sind; und das im Vergleich zur Nachkriegszeit hohe Niveau der Realzinsen (vgl. Ertürk et al. 2008 für eine Samm- lung zentraler Arbeiten). Dieses Kapital ist aus der Perspektive der heterodoxen Öko- nomie² verfasst und versucht mithilfe des regulationstheoretischen Begriffs des Ak- kumulationsregimes die makroökonomische Bedeutung dieser Veränderungen zu erfassen. Andere AutorInnen betrachten Finanzialisierung als einen Teil von breite- ren gesellschaftlichen Veränderungen durch den Neoliberalismus (vgl. den Beitrag von Young in diesem Band).

Die Finanzialisierungs-Debatte wird von dem Eindruck gespeist, dass finanzia- elle Entwicklungen und Aktivitäten zunehmend die reale Entwicklung dominieren. Zwar ist es schwierig, diese „finanziellen Entwicklungen und Aktivitäten“ analytisch präzise zu umfassen, aber verschiedene Indikatoren belegen, dass finanzielle Aktivitä- ten schneller als „reale“ Aktivitäten gewachsen sind. Abbildungen 1 bis 3 illustrieren dies für drei häufig verwendete Maßzahlen für die USA. Abbildung 1 zeigt die Ak- tienmarktkapitalisierung und den *stock market turnover*, d. h. den Handel mit Akti- en. Die Börsenkapitalisierung, d. h. der Wert der an den US-amerikanischen Börsen gelisteten Firmen, stieg von 58 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) im Jahre 1988 auf 163 Prozent im Jahre 1999 (und blieb auf ähnlichem Niveau danach). Seit 1997 überstieg die Börsenkapitalisierung den Wert des BIP. Der Handel mit Aktien,

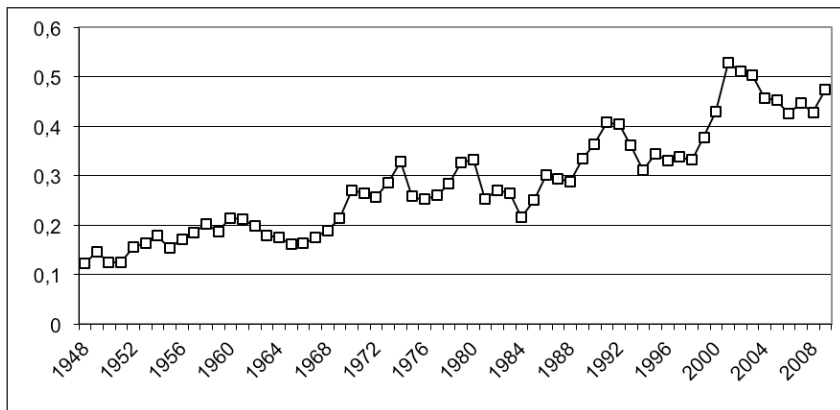
2 Der Begriff der heterodoxen Ökonomie und der Politischen Ökonomie werden hier synonym verwendet. Als Übersicht zur heterodoxen Ökonomie siehe Becker et al (2009).

Abbildung 1: Aktienmarktkapitalisierung und -transaktionsvolumina (im Verhältnis zum BIP), USA



Quelle: Worldbank Financial Structure data set (Beck, Demirgüç-Kunt and Levine 2010).

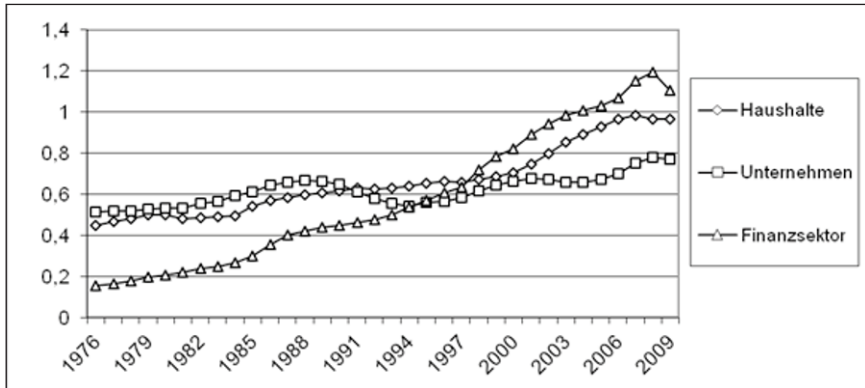
Abbildung 2: Finanzielle und internationale Profite als Anteil der Unternehmensprofite.



Anmerkung: Finanzielle und internationale Profite beinhalten heimische finanzielle Profite und (Netto-) Profite aus dem Ausland als Anteil der Profite. Die Reihe weist einen statistischen Bruch im Jahre 2001 auf.

Quelle: Bureau of Economic Analysis, national income and product accounts, table 6.16B-D.

Abbildung 3: Verschuldung der Haushalte, Unternehmen und des Finanzsektors (im Verhältnis zum BIP), USA.



Quelle: FED flow of funds, table D.3 credit market debt outstanding by sector; household, business and financial debt.

der sogenannte *turnover*, ist noch spektakulärer gewachsen: von 33 Prozent im Jahre 1988 auf 383 Prozent im Jahre 2008. Die Bewertungen und der Handel auf den Aktienmärkten sind deutlich rascher als die realen Aktivitäten gewachsen. Abbildung 2 zeigt den Anteil der finanziellen Profite (und Profite aus Auslandsoperationen) als Teil der Unternehmensprofite. Deren Anteil ist von 12 Prozent im Jahre 1948 auf 53 Prozent im Jahre 2001 gestiegen. Rund die Hälfte aller Profite von US Unternehmen erschienen (vor der Krise) als finanzielle Profite. Die Finanzialisierung hat des Weiteren zu einem dramatischen Anstieg in der (Brutto-)Verschuldung in verschiedenen Sektoren geführt. Abbildung 3 zeigt die Verschuldung der privaten Haushalte, der Unternehmungen und des Finanzsektors (jeweils in Prozent des BIP). Während die Verschuldung des Unternehmenssektors von 52 Prozent des BIP (1976) auf 77 Prozent (2009) anstieg, wuchs die Verschuldung der Haushalte von 45 Prozent (1976) auf 96 Prozent (2009). In den frühen 2000er Jahren ist hier eine klare Beschleunigung dieses Trends beobachtbar. Den dramatischsten Anstieg verzeichnete die Verschuldung des Finanzsektors selbst: sie stieg von 16 Prozent auf 111 Prozent (2009).³ Der verbreitete Eindruck, dass der Finanzsektor und Finanzgeschäfte ra-

3 Die Zahlen beziehen sich auf die *Brutto*-Verschuldung. Üblicherweise wird die Verschuldung zum Erwerb von Vermögensiteln (z.B. Aktien oder Immobilien) genutzt. Der Verschuldung stehen also meist Vermögen gegenüber. Die Differenz zwischen beiden ist die Netto-Verschuldung (oder das Netto-Vermögen). Makroökonomisch ist die Brutto-Verschuldung eine wichtige Variable,

scher wachsen als die reale Produktion, ist damit klar dokumentiert. Im Folgenden sollen die ökonomischen Veränderungen, die dieser Entwicklung zu Grunde liegen, näher untersucht werden. Finanzialisierung wurde maßgeblich durch die Deregulierung des Finanzsektors und durch die Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs ermöglicht. Einige dieser Maßnahmen waren selbst Reaktionen auf zunehmende Versuche des Finanzsektors, die Regulierung der Finanzmärkte zu umgehen. Zu diesen Maßnahmen gehören das Auslaufen der Kontrollen auf internationale Kapitalströme, eine Deregulierung der Art der Geschäfte, die Banken erlaubt sind, und – speziell in den USA – die Aufhebung der Zinsobergrenzen (auf Einlagen wie auch auf Kredite). Dies führte zu tiefgreifenden institutionellen Veränderungen auf den Finanzmärkten. So entstanden neue Akteure wie Geldmarktfonds, Private-Equity-Fonds und Hedge-Fonds, die ihrerseits in einer schier unermüdlichen Welle von Finanzinnovationen zu immer neuen Finanzinstrumenten geführt haben.

Die Veränderungen auf den Finanzmärkten führten auch zu weniger offensichtlichen, Veränderungen für die nicht-finanziellen Sektoren der Wirtschaft. Die Analyse dieser Phänomene bildet einen zentralen Teil der Debatte um Finanzialisierung. Ein erster wichtiger Bereich dieser Debatte war die *Finanzialisierung der nicht-finanziellen Unternehmungen*. In der sogenannten Shareholder-Value-Revolution erlangten Aktionäre in Form von institutionellen Investoren (Private-Equity, Pensionsfonds etc.) neue Bedeutung, mitunter in Form von feindlichen Übernahmen. Ideologisch wurde dies durch die Theorien der Corporate Governance, in denen Unternehmen als Prinzipal-Agenten-Beziehungen analysiert werden, unterfüttert. So befürworteten Jensen und Meckling (1976) die Shareholder-Value-Orientierung als geeignetes Ziel des Unternehmens. Unternehmungen sollten den Wert, den sie für die Shareholder, d. h. die Aktionäre, darstellen maximieren. Dazu müssten die Manager von den Aktionen effektiver kontrolliert werden. Der Shareholder Value sollte durch Auszahlungen von Dividenden und über Aktienrückkäufe erhöht werden. Bemerkenswert ist, dass dies in der Praxis oft mit einer steigenden Verschuldung der Unternehmungen und einer schwacher Investitionsdynamik einherging. In anderen Worten, viele Unternehmen haben sich verschuldet, um eigene Aktien zurückzukaufen und höhere Dividenden an ihre Aktionäre auszuschütten.

Forschungsbeiträge der Politischen Ökonomie unterstreichen die sozialen Kosten solcher Strategien, die oft Personalabbau („downsizing“) und Lohndruck beinhalten. Lazonick und O’Sullivan (2000) argumentieren, dass es zu einer Verschiebung der Unternehmensstrategie von dem, was sie als „retain and reinvest“ (Gewinne einbehalten und reinvestieren) bezeichnen, zu „downsize and distribute“ (Personalab-

erstens weil die Bewertung von Vermögensiteln sich rasch ändern kann, der Wert der Schulden aber nicht, und zweitens, weil die Zinsen auf die Brutto-Verschuldung zu zahlen sind.

bau und Gewinnausschüttung) gekommen ist. Fligstein (1990) argumentiert, dass die finanzielle Kontrolle (im Gegensatz zu direkter Kontrolle und industrieller [manufacturing] Kontrolle) ein spezifisches Modell der Steuerung von Unternehmung darstellt. Damit lokalisiert er (noch ohne expliziten Bezug zur Finanzialisierungsdebatte), die Quelle der Finanzialisierung in der Managementstrategie von *nicht*-finanziellen Unternehmen. Mittlerweile hat die Debatte um die Finanzialisierung zu einer wachsenden empirischen Literatur geführt, die auch ökonometrisch gezeigt hat, dass zunehmende finanzielle Aktivität der nicht-finanziellen Unternehmen einen negativen Effekt auf die (realen) Investitionen dieser Unternehmen hatte (Stockhammer 2004; Orhangazi 2008; Demir 2009). Die Shareholder-Value-Orientierung ist in den angelsächsischen Ländern weiter voran geschritten, aber die kontinentaleuropäischen Länder scheinen sich in die gleiche Richtung zu bewegen.

Die *Auswirkungen der Finanzialisierung auf die Haushalte* sind nicht minder tiefgreifend. Die Verschuldung der Privathaushalte ist seit Mitte der 1970er Jahre stark angestiegen. Haushalte haben sich daran gewöhnt, Transaktionen durch Verschuldung zu finanzieren.⁴ Konsumentenkredite sind jedoch eine relative neue Entwicklung. Ihre Verbreitung setzte Veränderungen in der Mentalität der Haushalte wie in den Finanzinstitutionen und -instrumenten voraus. Die zunehmende Verbreitung von Kreditkarten ist die offensichtlichste Illustration dieser Entwicklung. Hypothekarkredite stellen allerdings in allen Ländern die weitaus wichtigste Form von Krediten an private Haushalte dar. Einige Autoren (z. B. Guttman und Plihon 2010) haben argumentiert, dass die Konsumausgaben in den angelsächsischen Ländern zunehmend mehr von Veränderungen der Bewertung der Finanzvermögen und der Haushaltsverschuldung geprägt seien. Nicht mehr das laufende Einkommen, sondern die Entwicklung der Aktienkurse und der Zugang zu Krediten bestimmten demnach, wie viel die Haushalte ausgeben. Dies ist wohl übertrieben, beschreibt aber in der Tendenz durchaus tatsächliche Entwicklungen (vgl. den Beitrag von Mertens und Meyer-Eppler in diesem Band). Dies hat auch zu einer umfangreichen ökonomischen Literatur innerhalb des Mainstreams geführt. Angesichts fallender Sparquoten (insbesondere in den USA) haben Institutionen wie die Zentralbanken untersucht, inwieweit Konsumausgaben auf die Preise von Vermögenswerten reagieren. In den späten 1990er Jahren wurden die fallenden Sparquoten durch den damaligen Börsenboom erklärt.⁵ Eine marginale Konsumneigung von 5 Prozent auf

4 Ein zweiter Bereich, der die Finanzialisierung private Haushalte direkt betrifft, ist die Pensionsvorsorge. In den meisten Ländern kam es zu einer Verschiebung von sozialstaatlichen zu privaten, markt-basierten Formen, die wirtschaftliche ebenso wie sozialpsychologische Effekte hat (Langley 2004; Blackburn 2007).

5 Die Verteilung der Haushaltsverschuldung ist eine wichtige, aber kaum erforschte Dimension. Brenner (2003, S. 191) argumentiert, dass der Fall der Sparquote (in den späten 1990er Jahren)

Finanzvermögen wurde oft als realistisch angesehen (allerdings ist die Evidenz für europäische Länder keineswegs eindeutig, vgl. Boone et al. 1998). Der Börsencrash des Jahres 2000 führte aber nicht zu einer Abschwächung der Konsumausgaben. Der ungebrochene Konsumboom wurde in der Folge durch die boomenden Immobilienpreise erklärt. Immobilien wurde nun als wichtigste Vermögensart identifiziert. Sie werden von Banken als Sicherheiten akzeptiert und ihr Besitz ist viel breiter gestreut als z. B. Aktienbesitz. Case et al. (2001), Catte et al. (2004) und Girouard et al. (2006) finden wesentlich höhere marginale Konsumneigung aus Immobilienvermögen als aus finanziellen Vermögenswerten.⁶

Allerdings lautet die grundsätzlichere Frage, ob die Zunahme der Verschuldung der privaten Haushalte als Teil eines rationalen, individuellen Entscheidungsprozesses oder als Ergebnis breiterer, sozio-kultureller Veränderungen betrachtet werden sollte. Ein Großteil der Mainstream-Literatur geht davon aus, dass Haushalte rational ihre Verschuldung mit ihrem Vermögen steigern. Aus Sicht der Politischen Ökonomie hingegen ist die zunehmende Verschuldung der privaten Haushalte das Ergebnis veränderter Konsumnormen angesichts stagnierender Masseneinkommen (Barba und Pivetti 2009; Cynamon und Fazzari 2009). Ein wesentlicher Teil der angehäuften Schulden ist auf den Versuch der Haushalte zurückzuführen, ein Konsumniveau aufrechtzuerhalten, das längerfristig bei gegebenem Einkommen nicht finanzierbar (und damit irrational) ist. Ein weiterer Faktor war die geänderte Strategie von Banken, die Konsumentenkredite als neuen Markt entdeckten und sich diesen z. B. via Kreditkarten erschlossen. Aus dieser Perspektive ist es irreführend, von Vermögenseffekten zu sprechen, es handelt sich eher um *credit-access*-Effekte. Der Unterschied in den beiden Interpretationen ist, dass die Vermögenseffekt-Interpretation eine rationale (und stabile) Reaktion der Haushalte auf die steigenden Vermögen beschreibt, während die *credit-access*-Interpretation die Rolle der Banken und ihrer Kreditvergabepraktiken betont.

Während die Verschuldung der Haushalte in allen Ländern überwiegend aus Hypothekarkrediten besteht, unterscheidet sich die Entwicklung der Haushaltsverschuldung und der privaten Konsumausgaben erheblich zwischen einzelnen Ländern. In den USA hat der Konsumanteil am BIP seit etwa 1980 stark zugenommen. Dieser Trend lässt sich ähnlich in Großbritannien und anderen angelsächsischen Ländern (Australien und Neuseeland) beobachten. In meisten Fällen ging die steigende

durch das Sparverhalten der Spitzenverdiener getrieben war, die auch am meisten durch den Aktienboom profitierten. Wolff (2009) präsentiert Belege (aus den frühen 2000er Jahren) dass die Schuldenlast am stärksten in Mittelklassehaushalten wuchs.

6 Zwar gibt es für die USA statistische Evidenz (wenn auch oft basierend auf kurzen Zeitreihen) für die Vermögenseffekte, aber für die europäischen Volkswirtschaften sind die Belege dünner. Meist sind die Vermögenseffekte für kontinentaleuropäischen Volkswirtschaften nicht signifikant und / oder deutlich geringer.

Verschuldung mit einer Immobilienblase einher bzw. wurde durch diese ermöglicht. Diese Entwicklung ist jedoch nicht universell. In verschiedenen kontinentaleuropäischen Ländern kam es nicht zu einer vergleichbaren Entwicklung. In Deutschland ist die Schuldenquote gar gefallen und der private Verbrauch hinkte dem BIP-Wachstum hinterher. In Frankreich kam es zu einem schwachen Anstieg der Haushaltsverschuldung. Insgesamt gibt es also bemerkenswerte Divergenzen zwischen den Ländern.

Finanzialisierung hat wichtige *Konsequenzen für den Finanzsektor* selbst. Erstens besteht mit dem Aufkommen des Schattenbankensystems ein beachtlicher und wachsender Teil des Finanzsektors nicht mehr nur aus den traditionellen Banken (oder Versicherungen), sondern auch aus anderen, deutlich weniger regulierten Institutionen, wie Investmentfonds, Geldmarktfonds, Hedge-Fonds, Private-Equity-Fonds und Zweckgesellschaften. Dieses Schattenbankensystem hat sich auch als Motor für Finanzialisierung erwiesen (siehe die Beiträge von Fichter sowie Kessler und Wilhelm in diesem Band, für eine frühe Diskussion siehe D'Arista und Schlesinger 1993). Ein wichtiger Aspekt der Entstehung des Schattenbankensystems ist die Entwicklung neuer Finanzinstrumente, die dazu beigetragen haben, die traditionelle Bankenaufsicht zu untergraben. Adrian und Shin (2010) schätzen, dass in den USA das Schattenbankensystem nunmehr (gemessen an der Bilanzsumme) ebenso groß ist wie der traditionelle Bankensektor. Zweitens hat unter den Geschäftsbanken eine Verschiebung der Aktivitäten in Richtung solcher stattgefunden, die Einnahmen aus Gebühren generieren (*fee-generating activities*). Während im traditionellen Bankengeschäft, die Einkommen auf der Spanne zwischen Einlage- und Kreditzinsen beruhen, werden nunmehr Finanztitel entwickelt, verkauft und dafür Gebühren verlangt. Setzte das traditionelle Bankgeschäft dabei längerfristige Beziehungen zwischen Bank und Kunden voraus, so ist das moderne Bankgeschäft auf die „Produktion“ von auf den Finanzmärkten handelbaren Titeln ausgerichtet. Ein Teil dieser Entwicklung ist die Entstehung des *originate-and-distribute*-Modells der Banken (insbesondere in den USA), wo Hypotheken schnell in Form von *Asset-Backed-Securities* verpackt und weiterverkauft wurden. Drittens, hat es innerhalb des Bankensektors eine Verlagerung hin zu Krediten an private Haushalte anstatt an Unternehmen gegeben. Hypothekarkredite an Haushalte sind heute mit Abstand die größten Aktiv-Posten in den Bankbilanzen (Ertürk und Solari 2006; Lapavistas 2008).

Befürworter der Deregulierung der Finanzmärkte haben argumentiert, dass Finanzialisierung eine überlegene Art des Umgangs mit Risiken ermöglicht. Durch Verbriefung werde etwa das Risiko verteilt, das Finanzsystem wäre somit stabiler (explizit in IWF 2006, S. 51) und die Gesellschaft insgesamt erführe einen Wohlfahrtsgewinn. Im Gegensatz dazu haben keynesianische ÖkonomInnen schon lange argumentiert, dass die Finanzmärkte an sich instabil sind und endogene Boom-Bust-Zyklen gene-

rieren (Minsky 1986). Basierend auf der keynesianischen Theorie argumentiert Minsky, dass Konjunkturzyklen in kapitalistischen Wirtschaften durch die Interaktion der Investitionsentscheidungen der Unternehmen und der Kredit- und Zinspolitik der Banken entstehen. Im Boom werden die Unternehmen und ihre Banken optimistischer und der Verschuldungsgrad der Unternehmen steigt. Während dies kurzfristig die Investitionen und das Wachstum ankurbelt steigt auch die Krisenanfälligkeit der Unternehmen, die ja jetzt eine höhere Schuldenlast zu bedienen haben. Wenn dann die Zinsen steigen, kommen sie in Schwierigkeiten ihre Schulden zu bedienen, müssen Ausgaben kürzen und der Abschwung beginnt. Dabei wird auch die Kreditvergabe eingeschränkt, was nach einiger Zeit zu einer niedrigeren Schuldenquote führt und die Basis für den nächsten Zyklus legt. Aglietta und Rebérioux (2005) sowie Crotty (2009) betonen darüber hinaus Interessenkonflikte im Finanzsektor. Insbesondere die Ratingagenturen und die Investmentbanken haben oft eigene Profitinteressen, die einer objektiven Evaluierung von Finanzanlagen entgegenstehen. Zweitens waren sie vor den Gefahren des Irrglaubens, dass Risiken mit Blick auf die Korrelationen in historischen Daten identifiziert und isoliert werden können. Die Krise von 2008/09 hat diese optimistischen neoliberalen Vorstellungen zwar erschüttert, aber bisher noch nicht zu einem grundlegenden Wandel in der Finanzmarktregulierung geführt.

3. Finanzielle Globalisierung

Finanzialisierung hatte wichtige Auswirkungen in der internationalen Dimension. Die Liberalisierung der internationalen Kapitalströme führte zu einer erhöhten Volatilität der Wechselkurse, die oft in Wechselkurskrisen eruptieren. Dies hat zu einer lebhaften Debatte über die Auswirkungen der Liberalisierung der Kapitalströme oder, weiter gefasst, der finanziellen Globalisierung geführt.

Das Argument zugunsten der finanziellen Globalisierung basiert auf der neoklassischen Vorstellung, dass die Globalisierung der Finanzmärkte es erlaubt, Kapital effizienter zu nutzen. Insbesondere Entwicklungsländer würden davon profitieren. Zwei wichtige Implikationen dieses Arguments sind, dass man Kapitalströme von den reichen zu den armen Ländern erwarten würde, und dass es eine positive Korrelation zwischen finanzieller Globalisierung und Wachstum gäbe. Dieser Ansatz wurde von McKinnon (1973), Shaw (1973) und zuletzt von Mishkin (2006) vertreten und hat die Wirtschaftspolitik auf der ganzen Welt, insbesondere in Form von IWF-Programmen in den Entwicklungsländern, geprägt. Allerdings hat die Globalisierung der Finanzmärkte offenbar nicht die Erwartungen erfüllt, die in sie gesteckt wurden. In der Summe floss Kapital eher „bergauf“, d. h. aus armen in reiche Länder. Selbst innerhalb des Mainstreams der Ökonomie wird nun akzeptiert, dass

„the majority of studies are unable to find robust evidence in support of the growth benefits of capital account liberalization“ (Kose et al. 2006, S. 4). Während einige Globalisierungsoptimisten die Vorteile der finanziellen Globalisierung weiter preisen, werden ihre Argumente immer diffiziler: die positiven Effekte wären indirekter Natur (Kose et al. 2006), würden sich erst in der Zukunft zeigen (Mishkin 2009) oder sind nur mit ausgeklügelteren Methoden nachweisbar (Henry 2008); die empirische Evidenz für den Mangel an positiven Wachstumseffekte ist jedoch überwältigend (Rodrik und Suramanian, 2009; Stiglitz 2000).

Die tatsächlichen Entwicklungen stehen in scharfem Kontrast zur harmonischen neoliberalen Vision. Die finanzielle Globalisierung und Liberalisierung hat erstens zu häufigen Wechselkurskrisen durch volatile Kapitalströme geführt und, zweitens, zu lang anhaltenden Ungleichgewichten in der Weltwirtschaft. Wechselkursentwicklungen werden, als Folge der finanziellen Globalisierung, zunehmend durch Kapitalströme und nicht durch wirtschaftliche Fundamentaldaten, wie Leistungsbilanzpositionen, bestimmt. Tatsächlich waren Episoden massiver Kapitalzuflüsse, gefolgt von plötzlichen und scharfen Kapitalabflüssen, die Wechselkurskrisen auslösten, das herausragende Merkmal für die ökonomische Entwicklung der letzten Jahrzehnte, insbesondere für Schwellen- und Entwicklungsländer (Epstein 2005; Reinhart und Reinhart 2008, siehe den Beitrag von Becker in diesem Band). Die makroökonomischen Gefahren volatiler Kapitalströme waren bisher am deutlichsten in den Schwellenländern zu spüren. Mexiko 1994, die Türkei 1994 und 2001, Süd-Ost-Asien 1997/98 und Argentinien 2001 sind Beispiele für solche Krisen. Alle von ihnen haben zu schweren Rezessionen (mit meist zweistelligen Rückgängen des realen BIP) geführt, von denen einige langanhaltend, andere kurzlebiger waren.⁷ Ähnliche Krise traten seltener in entwickelten Ländern auf, allerdings erschütterte die Krise des Europäischen Währungssystems 1992/93 auch die europäischen Länder.

Der Grund, warum Wechselkurskrisen so verheerende Wirkung haben, besteht darin, dass auf liberalisierten internationalen Finanzmärkten Zinsarbitrage (oft auch als *carry-trade* bezeichnet), d. h. Investitionen in einer Währung durch Verschuldung in einer anderen Währung, in der Regel profitabel ist. Wenn z. B. Zinsen in türkischer Lira höher als in Euro sind, ist es verlockend, einen Kredit in Euro aufzunehmen und in türkischen Lira zu investieren – immer unter der Annahme stabiler Wechselkurse. Abrupte Wechselkursanpassungen können dann aber katastrophale Auswirkungen auf die Unternehmens- oder Bankbilanzen haben.

7 Die Tatsache, dass einige Länder sich rasch von einer tiefen Rezession erholen, bedeutet nicht, dass alle ökonomischen Variablen damit wieder zum status quo ante zurückkehren. Onaran (2009) argumentiert beispielsweise, dass Finanzkrisen oft zu nachhaltigen Veränderungen in der funktionellen Einkommensverteilung führen.

Politische Ökonomie der Finanzialisierung

Heires, M.; Nölke, A. (Hrsg.)

2014, XVIII, 259 S. 13 Abb., Softcover

ISBN: 978-3-658-03777-2