

## **Arbeitspapier / Abteilung Wirtschaft**

**Buchholz, G., Voß, S., Müller, A., Jundt, I.**

**Hrsg. Günter Buchholz**

**Die Wirtschafts- und Finanzkrise mit Blick auf Marx und Keynes  
– Teil I**

Hannover, 12.10.2010

## Einladung zu „FHH meets economy“

**Herr Prof. Dr. rer. oec. Günter Buchholz**

### **„Die Wirtschafts- und Finanzkrise mit Blick auf Marx und Keynes“**

Sehr geehrte Damen und Herren,

die 2007 einsetzende, bis heute anhaltende und voraussichtlich auch in der überschaubaren Zukunft noch wirksam bleibende weltweite Wirtschafts- und Finanzkrise markiert das theoretische und praktische Scheitern der neoliberalen Theorieansätze (im Sinne von Friedman und von Hayek) ebenso wie das der neoliberalen Wirtschaftspolitik.

Die Krise selbst hat einen Wechsel des theoretischen Paradigmas und der Wirtschaftspolitik auf die Tagesordnung der Geschichte gesetzt. Aber die Lehren aus den Erfahrungen dieser tiefen und nicht abgeschlossenen Krise werden weder theoretisch noch praktisch gezogen. Die Politik behilft sich stattdessen mit sehr teuren fallweisen Notmaßnahmen zu Lasten der Masse der Steuerzahler und zugunsten des Finanzsektors, und die Wissenschaft klammert sich mehrheitlich trotz des realen massiven Marktversagens weiter an das Paradigma einer mehr oder minder gesicherten Marktstabilität.

Um notwendige Lernprozesse einzuleiten, sollen daher zwei unterschiedliche, nicht der herrschenden Meinung zuzuordnende theoretische Erklärungsansätze zur Erklärung der Wirtschafts- und Finanzkrise vorgestellt und diskutiert werden.

Die Gäste und die Veranstaltungsthemen der Fakultät IV an der Fachhochschule Hannover werden Herr Diplom-Ökonom Stefan Voß „Kann die Hypothese der finanziellen Instabilität von Hyman P. Minsky die aktuelle Finanzkrise erklären?“ und Herr Dr. Alfred Müller „Kann die Konjunkturtheorie von Karl Marx die aktuelle Wirtschafts- und Finanzkrise erklären?“ sein.

**Zeit und Ort: Freitag, den 05. 11. 2010, 17. 30 Uhr**

Fachhochschule Hannover  
Fakultät IV, Hörsaal 100  
Ricklinger Stadtweg 120, 30459 Hannover

Wir, die Fördergemeinschaft und Alumni-Vereinigung der Fakultät IV (FAWul), würden uns freuen, Sie bei unserer kostenfreien Veranstaltung vor Ort begrüßen zu können.

Mit freundlichen Grüßen



Dr. Irina von Kempster  
(Geschäftsführerin der Fördergemeinschaft  
und Alumnivereinigung Wirtschaft und Informatik)

i. A. Vitali Feist

E  
I  
N  
L  
A  
D  
U  
N  
G

## „Die Wirtschafts- und Finanzkrise mit Blick auf Marx und Keynes“

Zeit und Ort: Freitag, 05. November 2010,  
17.30 Uhr Fachhochschule Hannover, Hörsaal 100  
Ricklinger Stadtweg 120, 30459 Hannover

### Programm:

- |           |   |
|-----------|---|
| 17.30 Uhr | <b>Begrüßung</b><br>Prof. Dr. rer. oec. Günter Buchholz   |
| 17.45 Uhr | <b>Kann die Hypothese der finanziellen Instabilität von Hyman P. Minsky die aktuelle Finanzkrise erklären?</b><br>Herr Diplom-Ökonom Stefan Voß |
| 18.30 Uhr | <b>Kann die Konjunkturtheorie von Karl Marx die aktuelle Wirtschafts- und Finanzkrise erklären?</b><br>Herr Dr. Alfred Müller                   |
| 19.15 Uhr | <b>Abschließende Diskussion</b><br>Prof. Dr. rer. oec. Günter Buchholz  |
| 19.30 Uhr | <b>Ausklang mit Imbiss, Gelegenheit zu persönlichen Gesprächen und Diskussionen</b>   |

P  
R  
O  
G  
R  
A  
M  
M

Fachhochschule Hannover  
Förderungsgemeinschaft u. Alumni-Vereinigung Fakultät IV  
V.-Prof. Dr. Irina von Kempster  
Postfach 92 02 51  
30441 Hannover

**Anmeldung bis 02.11.2010**

**Telefax 0511/9296-99 1553**  
**E-Mail: fawui@fh-hannover.de**

**An der Veranstaltung:**

**„Die Wirtschafts- und Finanzkrise mit Blick auf Marx und Keynes“**

Zeit und Ort: Freitag, den 05.11.2010, 17.30 Uhr  
Fachhochschule Hannover  
Fakultät IV, Hörsaal 100  
Ricklinger Stadtweg 120, 30459 Hannover

A  
N  
M  
E  
L  
D  
U  
N  
G

***nehme ich teil/nehmen wir teil***

Firma \_\_\_\_\_  
Name, Vorname \_\_\_\_\_  
Name, Vorname \_\_\_\_\_  
Straße \_\_\_\_\_  
PLZ, Ort \_\_\_\_\_  
Telefon, Telefax \_\_\_\_\_  
E-Mail \_\_\_\_\_

***kann ich leider nicht teilnehmen***

bin aber an weiteren Veranstaltungen Hochschule / Wirtschaft interessiert

Ich erkläre mich damit einverstanden, dass meine Daten elektronisch erfasst werden.

\_\_\_\_\_  
Datum, Unterschrift

## **Günter Buchholz**

### **Einleitung: Die Krise ist die Kritik**

Die Krise ist die Kritik: dies ist das abschließende Urteil der gesellschaftlichen Praxis über die idealistischen Theorien der ökonomischen Wirklichkeit, die Krisen als ökonomisches Phänomen verleugnen (Buchholz 2006 a). Indem die herrschenden gesellschaftlichen Interessen, und das heißt: die Interessen der Herrschenden, auf die begriffliche Basis und auf die logische Konstruktionen der Theorien übergreifen, setzen sie den Vorrang der Affirmation oder der Realitätsverklärung gegenüber der nur auf dem Wege der Kritik erreichbaren Realitätserklärung durch. Und das ist ihr Geburtsfehler.

Ablesen lässt sich das an der Entstehung und der Entwicklung der neoklassischen Theorie. Sie entstand im letzten Drittel des 19. Jahrhunderts, weil die Politische Ökonomie auf Grundlage der Arbeitswertlehre, die von William Petty und John Locke über Adam Smith und David Ricardo die kapitalistische Produktionsweise legitimiert hatte (vgl. Strathern 2003, Kap. 1, 4, 5), aufgrund der sozialen Entwicklung der Industriearbeiterschaft und zugleich aufgrund der theoretischen Marxschen Kritik an der bürgerlichen Politischen Ökonomie ihre Affirmationsfunktion eingebüßt hatte (vgl. Strathern 2003, Kap. 8).

Die Begriffe des allgemeinen ökonomischen Gleichgewichts (Walras) und des Pareto – Optimums auf Grundlage eines subjektiven Nutzenbegriffs (Gossen) waren bis zur Weltwirtschaftskrise (1929 – 32 samt nachfolgender Depression und Krieg) und dann erneut in der Nachkriegszeit die affirmativen Leitbegriffe der neoklassischen Theorie (vgl. Strathern 2003, Kap. 9, 10). Ihre aktuelle Erscheinungsform ist die neoklassische Theorie, die ihr Zentrum in Chicago hat. Robert Skidelsky hat sie daher in „Die Rückkehr des Meisters“ im Unterschied zur neukeynesianischen „Salzwasserökonomie“ der amerikanischen Ost- und Westküste als „Süßwasserökonomie“ bezeichnet (Skidelsky 2010, S. 62. ff.).

Der Gedanke drängt zur Wirklichkeit, wenn die Wirklichkeit zum Gedanken drängt – dieses frühe Diktum von Marx (1974) kennzeichnet treffend die Geburt der keynesianischen Theorie aus der Existenzkrise der kapitalistischen Produktionsweise. In der Weltwirtschaftskrise von 1929 scheiterte die neoklassische Theorie praktisch und theoretisch, es ging daher - vom bürgerlichen Interessenstandpunkt her gesehen - theoretisch wie praktisch-politisch um nicht weniger als um die Rettung dieser Produktionsweise. Dies war die historische Herausforderung. John Maynard Keynes stellte sich ihr, und er gab mit der General Theory of Employment, Interest and Money (1936) sowohl eine neuartige theoretische Erklärung wie eine wirtschaftspolitische Perspektive, die das Weltwirtschaftssystem nach Ende des II. Weltkriegs bis hin zur Weltwirtschaftskrise von 1975 prägen sollte (vgl. Strathern 2003, Kap. 11).

Keynes musste, um überhaupt eine realitätsnähere und wirtschaftspolitisch wirksame Theorie formulieren zu können, die bisherige Balance von Realitätsverklärung und Realitätserklärung oder von Affirmation und Kritik - zu Lasten der Affirmation verschieben. Er verwarf zunächst das Say'sche Theorem von 1803, demzufolge die effektive Nachfrage keine Rolle spiele, weil sie stets gesichert sei, sodann die statische Theorie der Allgemeinen Gleichgewichtstheorie (AGT), die er durch die von

Ungewissheit einzelwirtschaftlicher Pläne bestimmte ökonomische Dynamik ersetze, und zwar mit der Folge endogener Instabilität, und schließlich hob er gegen die Neoklassik scharf die besondere Bedeutung des Geldes hervor: Geld spielt für Keynes eine aktive und eigenständige ökonomische Rolle, die in der neoklassischen These des passiven Geldschleiers bzw. der Neutralität des Geldes verkannt wird.

Krise und Depression wurden damit als fundamentales Marktversagen fassbar, aber kurz- bis mittelfristig nicht etwa mit der Perspektive einer Transformation des ökonomischen Systems, sondern mit dessen Stützung durch die makroökonomische Steuerung des bürgerlichen Staats, den er allerdings staatstheoretisch nicht herleitete. Es ging Keynes situationsbedingt zwar in erster Linie um die Überwindung der Depression innerhalb der bestehenden gesellschaftlichen Verhältnisse und hieraus leitet sich die weit verbreitete Fehlinterpretation ab, dass Keynes' Allgemeine Theorie nur kurzfristig, nicht aber langfristig gelte. Aber auch in langfristiger Perspektive entwickelte Keynes weiterführende Gedanken, die auf eine wünschenswerte, tiefer gehende Veränderung des ökonomischen Systems zielten (Keynes 1936, Kap. 24, S. 314 ff.; Reuter 2000, S. 151 ff.).

Die selektive Rezeption der General Theory führte schnell zu einer Spaltung in neoklassisch orientierte und fundamentalistisch orientierte Keynesianer. Für die erste, überwiegend traditionell neoklassisch inspirierte Gruppe, die von Joan Robinson deshalb als Bastard-Keynesianer bezeichnet wurde, stehen Ökonomen wie Hicks, Samuelson und viele andere, für die zweite Joan Robinson, Victoria Chick, Paul Davidson, Nicholas Kaldor, Michal Kalecki, Luigi Pasinetti, Eckhard Hein, Christoph Deutschmann und Hyman P. Minsky.

Minsky rezipierte die General Theory im Sinne des sie prägenden Wall-Street Paradigmas (Minsky 1977, in: Buchholz 2006 b, und Minsky 1990). In dieser makroökonomischen Sichtweise spielten nicht nur auf theoretisch neuartige Weise das Geld sondern auch das Kreditsystem und die Finanzmärkte wesentliche und zentrale Rollen. Hier knüpfte Minsky an, um aus einer keynesianischen Sicht zu entwickeln, wie die konjunkturellen Instabilitäten mit Finanzierungsprozessen so verknüpft sind, dass die endogenen Instabilitäten aufgrund von Erwartungs- und Investitionsschwankungen noch drastisch verstärkt werden.

Seine Theorie der finanziellen Instabilität verschärfte die kritisch-realistische Prägung der keynesianischen Theorie, verzichtete aber noch mehr auf Affirmation. Für die neoklassische Ökonomie (Müller, J. 2005) war eine derart skeptisch-kritische Sicht der Ökonomie nicht mehr anschlussfähig, und dies obwohl die Empirie diverser Finanzkrisen seit 1980 und lange vor der Großen Krise ab 2007 gewiss nicht gegen, sondern eher für seine Theorie sprach. Das herrschende gesellschaftliche Interesse an der Vermeidung von zusätzlichem Legitimationsverlust für das privatwirtschaftliche Marktsystem dürfte hierfür der Grund gewesen sein.

Stefan Voß bezieht sich in seinem folgenden Text und seiner Präsentation auf die bemerkenswerten und wichtigen Erkenntnisse dieses ebenso unterschätzten und ausgegrenzten wie bedeutenden Autors, der zu einer neuen Lektüre von Keynes' General Theory anregt, die m. E. in ihrer Komplexität und in ihrer weitreichenden Bedeutung auch in der Fachwelt vielfach unterschätzt wird. Von zentraler Bedeutung ist hierbei, dass Minsky die These begründet, Keynes General Theory sei korrekt nur aus dem Blickwinkel des „Wall Street“-Paradigmas, nicht aber aus dem

„Tauschwertparadigma“ zu begreifen und zu erschließen. Der Bastard-Keynesianismus erscheint dadurch als fundamentale Fehlinterpretation des Keyneschen Denkens.

Ergänzend wird hier ein von Irina Jundt erarbeitetes Glossar mit erläuterten Fachbegriffen der Finanzinnovationen bzw. der neuen Finanzprodukte angefügt, wie sie seit der Weltwirtschaftskrise von 1975 entwickelt und wichtig worden sind. Zwar sind, wie im Beitrag von Alfred Müller (vgl. Müller, A. 2009) dargestellt und hervorgehoben wird, weder spekulative Blasen noch Finanzkrisen etwas geschichtlich Neues (vgl. Strathern 2003, Kap. 2, 3), aber die neuen Finanzprodukte haben wegen ihrer Hebelwirkungen und ihrer Risikoumverteilung in Verbindung mit einer informations-technisch vernetzten Welt doch erheblich dazu beigetragen, dass sich die derzeitige Große Krise entwickeln konnte.

Aber nicht nur die neuklassische, sondern auch die neukeynesianische Theorie, die zum Erben des „Bastard-Keynesianismus“ (Joan Robinson) geworden ist, hat die Auseinandersetzung und die produktive Verarbeitung von Minsky's Theorie vermieden, und zwar aus demselben Grund wie die Neuklassik.

Beide Ansätze gehen nämlich davon aus, dass die Effizienz der Märkte, d. h. ihr wettbewerblicher Antrieb und ihre Innovationsimpulse sowie ihre fundamentale Stabilität und damit ihre Tendenz zum Gleichgewicht grundsätzlich gesichert seien, auch wenn die neukeynesianische Theorie hier gewiss nicht unbedeutende Einschränkungen geltend macht (vgl. hierzu Müller, Johannes, 2005).

Es ist dieses mehr oder weniger ausgeprägte affirmative aber illusionäre Grundvertrauen in die Effizienz der Märkte (Skidelsky 2010, S. 73 ff.), die die beiden Strömungen des ökonomischen Mainstreams eng miteinander verbindet, und das sie zugleich sowohl vom Postkeynesianismus wie von der Marxschen Theorie trennt.

Alfred Müller stellt mit der Marxschen Konjunkturtheorie einen aus liberaler Sicht heterodoxen, tatsächlich aber ursprünglichen, an die ökonomische Klassik kritisch anknüpfenden Ansatz dar, der bereits in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts entwickelt wurde, und zwar sowohl auf Grundlage der allgemeinen Logik des Kapitals bzw. der Wertbewegung, wie sie im Marxschen Hauptwerk, dem „Kapital“ theoretisch entwickelt worden ist, als auch auf Grundlage der Erfahrungen und der gesellschaftlichen Praxis im Hinblick auf die seit 1825 mehr oder weniger regelmäßig auftretenden konjunkturellen Schwankungen und Krisen.

Alfred Müller geht im konjunkturellen Zusammenhang auch auf Finanzkrisen ein und damit auf das Thema, das Minsky zentral beschäftigt hat, ferner auf ihr Verhältnis zu den konjunkturellen Krisen. Finanz- und Spekulationskrisen sind tatsächlich ein älteres ökonomisches Phänomen als die konjunkturellen Krisen: „Die holländische Tulpenmanie [1635 – 37, GB] war die erste große Spekulationsblase in der Geschichte des Geldes. Derartige Zusammenbrüche waren von nun an ein stetig wiederkehrendes Merkmal der Aktienmärkte“ schreibt Strathern in seinem empfehlenswerten Buch (2003; S. 33).

Aber Finanzkrisen und konjunkturelle Krisen sind nicht identisch. Finanzkrisen können auch ohne konjunkturelle Krisen auftreten, oder sie können sich mit ihnen verbinden oder im konjunkturellen Aufschwung bloß als eine ihrer Folgen auftreten.

Finanz- und Konjunkturkrise können sich auch wechselseitig verstärken. Ein solcher Fall dürfte in der nach wie nicht überwundenen Großen Krise ab 2007 vorliegen.

Die Differenz zwischen der Marxschen Theorie und der Keyneschen Theorie besteht darin, dass die erstere eine Strukturtheorie ist, die eine Handlungstheorie enthält, während die letztere eine Handlungstheorie ist, die in keine Strukturtheorie eingebettet ist; eben dieses Merkmal, das die Keynesche Makroökonomik mit der Mikroökonomik bzw. der Neoklassik gemein hat, kennzeichnet liberale ökonomische Theorien. Das anthropologisch und unhistorisch aufgefasste menschliche Individuum und seine Subjektivität bleiben daher notwendig die letzte Instanz dieses Theorietyps (Akerlof/Shiller 2009).

In der bürgerlichen Gesellschaft wird aber die Struktur der gesellschaftlichen Verhältnisse gebildet durch die entfremdeten, objektivierten und fetischisierten Formen der gesellschaftlichen Arbeit in Gestalt der Wertformen und deren Entwicklung hin zur Verwertung des Werts (Kapitalverwertung), die letztlich auf der Oberfläche der Gesellschaft als Konkurrenz der Kapitale bzw. als Sachzwang des Wettbewerbs in Erscheinung treten (Marx 1993, S. 85 -98, 108). Es ist dieser scheinbare Sachzwang – also etwas unfrei machendes – den der heute noch dominierende Rechtsliberalismus (Friedrich August von Hayek) positiv überhöht hat und auf den er sich beruft (Conert 2002, S. 275 - 295).

Aber diese entfremdeten und unfrei machenden Strukturen der gesellschaftlichen Verhältnisse sind für Marx gerade jene, die im geschichtlichen Prozess praktisch überwunden und aufgehoben werden müssen, wenn die Menschen ihre Geschichte selbst bestimmen wollen, anstatt von einem blinden gesellschaftlichen Schicksal getrieben zu werden - in ihr Verderben womöglich.

## Literatur

- Akerlof, George A. & Shiller, Robert J. (2009), *Animal Spirits – How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton
- Buchholz, Günter (2006 a), Überlegungen zum Verhältnis von Krise und Kritik, in: Vier Beiträge zur Krisentheorie, Arbeitspapier (AP) 111 der Fakultät IV der Fachhochschule Hannover, S. 17 - 21  
<http://www.fakultaet4.fh-hannover.de/fileadmin/media/doc/f4/Aktivitaeten/Veroeffentlichungen/2006/111.pdf>
- Buchholz, Günter (2006 b), Vier Beiträge zur Krisentheorie, Arbeitspapier (AP) 111 der Fakultät IV der Fachhochschule Hannover, <http://www.fakultaet4.fh-hannover.de/fileadmin/media/doc/f4/Aktivitaeten/Veroeffentlichungen/2006/111.pdf>
- Conert, Hansgeorg (2002), *Vom Handelskapital zur Globalisierung*, 2. überarb. Aufl., Verlag Westfälisches Dampfboot: Münster
- Keynes, John Maynard (1936), *Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes*, Duncker & Humblot: Berlin
- Marx, Karl (1974), Einleitung zur Kritik der Hegelschen Rechtsphilosophie (1843-1844), *Marx-Engels-Werke Bd.1*, S. 386), Dietz-Verlag: Berlin
- „Die Theorie wird in einem Volke immer nur so weit verwirklicht, als sie die



Verwirklichung seiner Bedürfnisse ist. ... Werden die theoretischen Bedürfnisse unmittelbar praktische Bedürfnisse sein? Es genügt nicht, daß der Gedanke zur Verwirklichung drängt, die Wirklichkeit muß sich selbst zum Gedanken drängen.“ Karl Marx, in: Einleitung zur Kritik der Hegelschen Rechtsphilosophie (1843 – 1844), in: Marx-Engels-Werke Bd. 1, Dietz Verlag: Berlin 1974, S. 386

- Marx, Karl (1993), MEW 23, Das Kapital, Bd. 1 - Die Produktion des Kapitals, Berlin
- Mattfeld, Harald (1985), Keynes – kommentierte Werkauswahl, VSA: Hamburg
- Minsky, Hyman P. (1977), Die Hypothese der finanziellen Instabilität – eine Keynes-Interpretation und eine Alternative zur Standard-Theorie, Übersetzung in: Buchholz, G. (2006): Kritik der ökonomischen Theorie: Vier Beiträge zur Krisentheorie, in: Arbeitspapier aus der Fakultät für Wirtschaft und Informatik (Abteilung Wirtschaft) der Fachhochschule Hannover, Nr. 111, S. 6 – 16. [Link](#)
- Minsky, Hyman, P. (1990), John Maynard Keynes – Finanzierungsprozesse, Investition und Instabilität des Kapitalismus, Metropolis: Marburg
- Müller, Alfred (2009); Die Marxsche Konjunkturtheorie; PapyRossa: Köln
- Müller, Johannes (2005), Makroökonomie & moderne Wirtschaftspolitik – Skriptum, Hannover
- Reuter, Norbert (2000) Ökonomie der „langen Frist“ - Zur Evolution der Wachstumsgrundlagen in Industriegesellschaften, Metropolis: Marburg
- Skidelsky, Robert (2010), Die Rückkehr des Meisters – Keynes für das 21. Jahrhundert, München
- Strathern, Paul (2003), Schumpeters Reithosen – Die genialsten Wirtschaftstheorien und ihre verrückten Erfinder, Campus: Frankfurt/Main

# Vortrag

## „Kann die Hypothese der finanziellen Instabilität von Minsky die aktuelle Finanzkrise 2007/09 erklären?“

Gehalten am 4. November 2010 an der FH Hannover

Von: Stefan Voß

### Zusammenfassung:

Die „Financial Instability Hypothesis“ (FIH) von Minsky führte jahrzehntelang ein Schattendasein in der theoretischen Diskussion der Wirtschaftswissenschaft. Dies lag an der Vorherrschaft der Neoklassik, welche die selbstregulierenden Kräfte der Marktwirtschaft postuliert. Ungleichgewichte oder eine Krise haben nach diesem Modell nur exogene Ursachen. Erst die Finanzkrise von 2007/09 brachte die FIH in den Mittelpunkt der Diskussion.

Minsky betrachtet das Marktgeschehen aufgrund einer instabilen Finanzsphäre als endogen instabil und steht damit diametral zur Neoklassik. Die FIH von Minsky basiert auf der „General Theory“ von Keynes. Minsky kritisiert die Standardinterpretationen von Keynes und zeigt dazu im Gegensatz eine fundamentale Perspektive von Keynes auf, welche das in Vergessenheit geratene „Wall-Street-Paradigma“ in den Mittelpunkt rückt.

Investitionen sind nicht einseitig vom Zins abhängig, sondern erfolgen in einem Prozess im Hinblick auf künftige Ertragserwartungen unter Unsicherheit. Investitionen erfolgen entweder durch einen Liquiditätsabfluss im Unternehmen selbst oder durch die Aufnahme von Krediten. Damit haben nach Minsky die Arten und Möglichkeiten der Finanzierungen für die Unternehmen einen erheblichen Einfluss auf das Investitionstempo, das Wachstum und die Beschäftigung.

Anhand konkreter Beispiele sowohl in der aktuellen als auch in der vergangenen Wirtschaftsgeschichte soll in diesem Vortrag geklärt werden, ob die FIH die aktuelle Finanzkrise tatsächlich erklären kann.

*Stichworte: Minsky, Financial Instability-Hypothese, FIH, Hypothese der finanziellen Instabilität, Finanzkrise, Kreditkrise, Liquiditätskrise, Finanzierung, Keynes, Geldmanagerkapitalismus, Modern Money Economics, Neoliberalismus, Neoklassik, effiziente Märkte, Arbeitsmarktpolitik, Big Government, Finanzreformen, endogene Instabilität.*

<b>Inhaltsverzeichnis</b>	<b>Seite</b>
1. Prolog 1	1
2. Interpretationen der General Theory (GT) von Keynes	5
2.1. Die Standard-Interpretationen von Keynes	7
2.2. Schlussfolgerungen	14
3. Fundamentalistische Perspektiven	14
3.1. Die Theorie der Investition	15
3.2. Der Einfluss von Verbindlichkeitsstrukturen auf das Investitionstempo im Konjunkturzyklus	18
3.3. Finanzinstitutionen, finanzielle Instabilität und Investitionstempo 17	18
4. Stabilizing an unstable Economy (1986)	19
4.1. Die Kreditkrise von 1966	20
4.2. Die Liquiditätskrise 1970	22
4.3. Die Rezession von 1974 bis 1975	22
4.4. Der Grundgedanke: Die Risiken der Finanzierung	25
4.5. Weitere Aspekte der Instabilität jenseits der klassischen Terminologie von Minsky	26
5. Der Geldmanagerkapitalismus	27
6. Die Reformagenda	28
6.1. Big Government	28
6.1.1. Steuern	28
6.1.2. Arbeitsmarktpolitik	29
6.1.3. Finanzreformen	30
7. Modern Money Economics	30
8. Resümee	33
9. Literaturverzeichnis	37

## 1. Prolog

In der theoriegeschichtlichen Diskussion der Wirtschaftswissenschaften dürfte die Rezeption der von Minsky entwickelten „Financial Instability Hypothesis (FIH)“ wohl zu den seltsamsten Erscheinungen gehören. Seltsam nicht im Sinne irgendeines realitätsfernen Modells, das keinerlei Bedeutung erlangt hat, sondern seltsam im Sinne eines möglicherweise realitätsnahen Modells, das vom Mainstream jahrzehntelang ignoriert wurde. Es war erst eine gigantische Finanzkrise globalen Ausmaßes erforderlich, um die FIH in den Mittelpunkt der Theoriediskussion zu führen.

Als Hyman P. Minsky 1986 sein Buch „Stabilizing an unstable Economy“ veröffentlichte, geschah dies sehr unscheinbar und mit einer geringen Auflage, wovon die Fachwelt kaum Notiz nahm.

Minsky war zwar in Chicago geboren, jedoch hatte er wohl keine Freunde bei der „Chicago-Schule“, die die freien Märkte propagieren und die Effizienz der Märkte nicht infrage stellen. Minsky entwickelte in seinem 1986 erschienenen Buch die FIH und behauptete, dass die Marktprozesse aufgrund eines liberalisierten Finanzmarktes endogen instabil seien. Minsky schlussfolgerte daraus, dass die Finanzmärkte strenger reguliert werden müssten. Er postulierte eine Reformagenda, ein „Big Government“. Dies passte so ganz und gar nicht in das Bild, das die damaligen Apologeten der freien Märkte, allen voran Milton Friedman, in eine Form gegossen hatten und zur herrschenden Wirtschaftslehre seit Beginn der achtziger Jahre machten. Es war der Beginn der Ära des Monetarismus. Ronald Reagan und Margaret Thatcher waren ihre politischen Hauptvertreter. Die Maxime hieß Deregulierung und Intensivierung des Wettbewerbs sowie eine weitgehende Privatisierung staatlicher und öffentlicher Unternehmen bzw. Aufgaben und die politische Entmachtung der Gewerkschaften.

Nach dieser Ideologie konnte der Markt die wichtigen Aufgaben viel besser bewältigen als jede staatliche Institution. Thatcher hob das Buch „The Constitution of Liberty“ von Hayek hoch und sprach: „This is what we believe!“<sup>1</sup>, und läutete damit u. a. später den Big Bang an der City of London ein. Der Finanzsektor begann insbesondere in den Metropolen New York City, London und Tokio massiv zu expandieren. Es entstand eine neuartige Karrieristenelite, die sogenannten Yuppies, die rasch vom neuen Zeitgeist profitierten. Auch wenn die Schule um Friedman in den letzten Jahrzehnten ihren Siegeszug fortsetzte, so konnte Friedman dennoch nicht all seine marktradikalen Vorstellungen durchsetzen. So plädierte Friedman u. a. auch für die Abschaffung der SEC und der FDA<sup>2</sup>, weil er glaubte, Marktprozesse seien effizienter als bürokratische Regelungen. Ebenso hatte Großbritannien nicht alle Staatsbetriebe privatisieren können. Das NHS und der BBC blieben die heiligen Kühe, die dem neoliberalen Konzept nicht geopfert werden konnten. Margaret Thatcher selbst musste abdanken, als sie Anfang 1990 die sogenannte Kopfsteuer, das Lieblingskind der neoliberalen Steuerreformer, einführen wollte. Radikale

---

1 siehe auch: <http://www.hayekcenter.org/friedrichhayek/qs-20th.htm>

2 siehe auch: <http://www.economist.com/node/9409108> u. <http://www.wiwo.de/unternehmen-maerkte/interview-mit-milton-friedman-314283/>

neoliberale Forderungen waren auch in einem marktwirtschaftlich freundlich gesonnenen Umfeld nicht vollends konsensfähig.

Minsky führte in dieser Zeit nur ein Schattendasein, obwohl nach 1986 die historischen Entwicklungen die FIH mehrfach bestätigen konnten. In den achtziger Jahren entstand in Japan eine riesige Kreditblase, die zuerst den Immobilienmarkt und dann den Aktienmarkt anheizte. Die Immobilienspekulation wurde so weit getrieben, dass am Ende die kleine Fläche des Kaiserpalastes teurer war als ganz Kalifornien. Anfang 1990 platzte in Japan zuerst die Aktienblase und dann die Immobilienblase. Heute spricht man in Japan über diesen Zeitraum von dem verlorenen Jahrzehnt. Es entwickelten sich später kleinere Finanzkrisen, wie z. B. die Savings & Loans-Krise in den USA, die Long-Term Capital Management-Krise, die Internetblase, die Argentinien-Krise, die Tequila-Krise u.a. Alle Krisen deuteten auf eine instabile Finanzsphäre hin, doch die Theorie von Minsky blieb dennoch weitgehend unbeachtet.

Erst mit dem Beginn der Subprime Loan Krise (2007/09) wurde das Interesse auf Minsky gelenkt. Begriffe wie Minsky-Momentum, Minsky-Meltdown machten die Runde. Die Erstauflage des 1986 erschienenen Buches „Stabilizing an unstable Economy“ wurde plötzlich für rund 1.000 Dollar im Internet gehandelt. Minsky wurde zu einer neuen Mode, ja fast schon zu einem neuen Hype. Am 18. August 2007 titulierte das Wall Street Journal einen Artikel mit folgender Überschrift: „In Time of Tumult, Obscure Economist Gains Currency - ... His 'Moment' has arrived.“<sup>3</sup>

Nun ist es sehr befremdlich zu konstatieren, dass Minsky 11 Jahre nach seinem Tod und 21 Jahre nach der Erstveröffentlichung seines Buches „seinen Moment erreicht“ habe. Erst eine der größten Finanzkrisen seit 1929 war nötig, um die FIH für ein größeres Publikum salonfähig machen zu können, obwohl die Finanzkrisen davor die FIH schon längst bestätigen konnten.

“Why did no one see it coming?“<sup>4</sup>, fragte die Queen im November 2008 bei einem Besuch der London School of Economics. Vielleicht hat nur noch die Queen als einzige Prominente das Privileg berechnete Fragen zu stellen, die nicht leicht zu beantworten sind.

Zum einen gibt es wohl kaum einen Ökonomen, der völlig unabhängig ist und zum anderen hätte die Prognose einer Finanzkrise globalen Ausmaßes gleichzeitig bedeutet, dass die Maximen der Deregulierung und der Effizienz der Märkte infrage gestellt hätten werden müssen. Nur wenige Ökonomen wagten es daher, sich weiter aus dem Fenster zu lehnen als unbedingt nötig.

Eigentlich hatte die Frage der Queen John Maynard Keynes schon vor rund 70 Jahren beantwortet: “Worldly wisdom teaches that it is better for reputation to fail conventionally than to succeed unconventionally.“<sup>5</sup> Damit ist nichts anderes gesagt,

---

3 siehe auch: <http://online.wsj.com/article/SB118736585456901047.html>

4 siehe auch: The Telegraph vom 5. November 2008: <http://www.telegraph.co.uk/news/newstoppers/theroyalfamily/3386353/The-Queen-asks-why-no-one-saw-the-credit-crunch-coming.html>

5 John Maynard Keynes: The General Theory of Employment, Interest and Money, Breinigsville, 2010, S. 102

als dass sich die Entscheidungsträger vor ihren Kontrollorganen absichern müssen. Und in einem solchen Fall ist es einfacher den gewöhnlichen Weisheiten zu folgen als irgendwelche neuen Theorien oder völlig neue Betrachtungsweisen darzustellen, die den gewöhnlichen Rahmen sprengen. Niemand möchte sich gerne auf vermeintliche Spekulationen einlassen, die sich nachher als nicht mehr haltbar erweisen könnten. Sollten sich die unkonventionellen Einsichten später doch als richtig erweisen, so kann sich jeder auf den Standpunkt zurückziehen, dass dies alles so nicht vorhersehbar war. Das Herdenverhalten dient der gegenseitigen Absicherung nach innen und außen.

Grundlegende organisationspsychologische Mechanismen sind in diesem Zusammenhang das „Peter-Prinzip“<sup>6</sup>, wonach jeder bis zur Stufe seiner höchsten Unfähigkeit befördert wird (wäre jemand noch fähiger, würde er weiter befördert) und das Prinzip der negativen Selektion, wonach ein Vorgesetzter nur die Mitarbeiter befördert, die nicht besser sind, als er selbst.

Ein weiterer Gesichtspunkt ist der „Principal Agent“. Ein Manager ist in der Regel nur ein Angestellter auf Zeit und verfolgt naturgemäß erst seine eigenen Interessen als die des gesamten Unternehmens. Die Erreichung kurzfristiger Ertragsziele löst in der Regel die Auszahlung hoher Boni aus. Dies kann auf Kosten der langfristigen Ertragsziele gehen. Bis dahin hat der Manager jedoch schon wieder einen neuen Posten bei einem anderen Unternehmen gefunden usw. Die wichtigen Entscheidungsträger in Wirtschaft und Politik tragen zudem keinerlei persönliche Risiken. Hohe Abfindungen und großzügige Pensionsregelungen erlauben es diesem Personenkreis hohe Risiken auf Kosten des Unternehmens einzugehen, ohne selbst das Risiko persönlich tragen zu müssen. Im schlimmsten Fall heißt es „Too big to Fail“ (TBTF). Der Steuerzahler resp. der Arbeitnehmer trägt die Kosten, wogegen die Gewinne bereits vorher privatisiert worden sind.

Eine Melange organisationspsychologischer Gesetzmäßigkeiten und der Trennung von unternehmerischen Risiken von den Managergehältern hat dazu geführt, dass vor der Finanzkrise sämtliche Institutionen versagt hatten: die Bankenaufsichten, die Zentralbanken, das Management und deren Aufsichtsorgane und nicht zuletzt die Politik, die jahrelang nur geschlafen hatte, weil sie dem Credo der „freien Märkte“ und den Segnungen der Liberalisierung ihren uneingeschränkten Glauben schenkte.

Paul Krugman überreichte erst kürzlich der Queen eine Liste von Ökonomen, die die Finanzkrise richtig prognostiziert hatten. Aber kann es Aufgabe der Wissenschaft sein, richtige Prognosen zu stellen? Zugegeben, eine ganze Branche lebt davon, dass Wirtschaftsprognosen abgegeben werden. Fraglich ist der Gebrauchswert dieser Prognosen, aber es gibt auf diesem Markt eine erhebliche Nachfrage, die auch bereit ist, dafür viel Geld zu bezahlen. Allein diese Tatsache beweist, dass das Wirtschaftsgeschehen von starken Unsicherheiten geprägt ist. Die Übergänge bis hin zu politischer Propaganda sind fließend.

Aber wird die Wissenschaft damit nicht zu einem Diener eines jeden Herrn, der bestimmte Interessengruppen mit den jeweils „richtigen“ Prognosen bedient, die im Moment gehört sein wollen? Diese Prognosen unterliegen meist wirtschaftswissen-

---

6 siehe auch: <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Archiv/85241/peter-prinzip-v5.html>  
<http://www.manager-magazin.de/politik/artikel/0,2828,733864,00.html>

schaftlichen Modellen, die der einen oder anderen Schule angehören und für sich auch beanspruchen die „richtigen“ wirtschaftspolitischen Maßnahmen zu ergreifen, um bestimmte Fehlentwicklungen zu vermeiden. Und hier wird es hochpolitisch. Denn Maßnahmen zu ergreifen, um Zustände zu verhindern, die möglicherweise eintreten könnten, sind ein gewagtes Spiel. Ein Politiker, der wiedergewählt werden will, wird sich auf keinen Fall auf unpopuläre Maßnahmen einlassen, um mögliche Missstände zu verhindern. Somit liegt es auch im Falle der letzten Finanzkrise auf der Hand, dass die meisten Politiker erst dann reagierten, als das Kind schon in den Brunnen gefallen war. Ein Totschlagargument ist dabei immer, dass diese Krise so nicht vorhersehbar war. In diesem Zusammenhang ist auch die Position des amtierenden Präsidenten der US-Notenbank, Ben Bernanke zu sehen, der noch bis zum Ausbruch der Weltfinanzkrise daran glaubte, dass die Wirtschaft in eine neue Phase der „Great Moderation“ eingetreten sei.<sup>7</sup>

Kehren wir zurück zur ersten Frage: Kann es Aufgabe der Wirtschaftswissenschaften sein, richtige Prognosen zu stellen?

Ein gewichtiges Argument könnte sein, wenn ein Modell richtige Prognosen generiert, dann ist es an sich richtig und dafür geeignet entsprechende wirtschaftspolitische Maßnahmen einzuleiten. Bei genauerer Betrachtung ist aber dieses Argument nicht hinreichend. Denn selbst wenn richtige Prognosen generiert werden, heißt dies noch lange nicht, dass es tatsächlich mit der Realität übereinstimmt, denn es könnte auch reiner Zufall gewesen sein, d. h. die Kausalketten waren in Wirklichkeit ganz andere als in dem Modell vorgesehen und folglich dürften die angestrebten wirtschaftspolitischen Maßnahmen nach diesem Modell auch nicht wirksam sein. Die Argumentation hört sich sehr hypothetisch an, sie ist es aber nicht.

Denn die FIH von Minsky ist nicht das einzige Erklärungsmodell für die Finanzkrise. Neben weniger bekannten Anhängern von Minsky haben auch besser bekannte Ökonomen die Finanzkrise richtig vorausgesehen, allerdings sind diese Anhänger einer ganz anderen Schule, nämlich der österreichischen Schule. Nach deren Meinung führte das durch die Zentralbanken künstlich niedrig gehaltene Zinsniveau und der Staatsinterventionismus – in diesem Falle die staatlich geförderte Wohnbaufinanzierung – zu dieser Krise. Nun ist es nicht verwunderlich, dass sich beide Schulen (Minsky und die österreichische Schule) unversöhnlich gegenüberstehen und folglich aus dem gleichen Phänomen höchst unterschiedliche wirtschaftspolitische Maßnahmen ableiten.

Aufgrund dieser Überlegungen ist es allein schon sehr fraglich, ob es Aufgabe der Wirtschaftswissenschaften sein kann, möglichst treffsichere Prognosen zu produzieren. Die Prognoseindustrie erinnert an das Zitat von George Eliot: „Unter allen Formen der Dummheit ist die Prophetie die überflüssigste.“

Wenn die führenden deutschen Wirtschaftsforschungsinstitute für das Jahr 2010 eine Wachstumsrate von mehr als drei Prozent und für das nächste Jahr eine Fortsetzung des Wachstums für die deutsche Volkswirtschaft - wenn auch etwas geringer - sowie eine starke Abnahme der Arbeitslosigkeit, prognostizieren, dann bedeutet dies für einen Gleichgewichtstheoretiker, dass die Volkswirtschaft durch die

---

7 Siehe auch: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040220/default.htm>

Selbstregulierungskräfte der Märkte auf einen neuen Pfad des Wachstums in einem neuen wirtschaftlichen Gleichgewicht eingeschwenkt ist. Für einen Anhänger der FIH bedeutet dies nur, dass die Exportnachfrage boomt, weil die asiatischen Länder unter der Führung von China weiter wachsen und eine entsprechende Nachfrage im Welthandel generieren. In China existiert mittlerweile jedoch auch eine Immobilienblase, die jederzeit platzen könnte mit der Folge, dass sich dort die Wachstumsraten ebenfalls abschwächen werden, was einen Nachfrageeinbruch zur Folge haben wird. Der Anhänger der FIH weiß jedoch nicht, wann diese Blase platzen wird. Er kann keine genaue Prognose stellen, sondern nur wissen, dass der Exportboom in Deutschland von sehr fragilen Strukturen abhängig ist und jederzeit plötzlich einbrechen kann.

Daher sollte der Gedanke der Erkenntnis im Vordergrund stehen und das bedeutet in diesem Fall, die Theorie der Modelle zu durchdringen und auf ihrer Plausibilität und Validität zu prüfen. Die FIH von Minsky führte in der akademischen Diskussion ein Schattendasein und sie verdient im Lichte der aktuellen Finanzkrise eine genauere Betrachtung.

Bis heute wird Minsky populär nur oberflächlich behandelt. Ein tieferes Studium der Publikationen von Minsky ist jedoch unbedingt erforderlich. Um „Stabilizing an unstable Economy“<sup>8</sup> wirklich verstehen zu können, ist es ratsam zuerst das Buch „John Maynard Keynes“<sup>9</sup> zu lesen, das 1975 erschienen ist. Minsky beschreibt darin, wie die neoklassische Synthese von Keynes dazu geführt hat, dass elementare Bestandteile der „Allgemeinen Theorie“ von Keynes verloren gegangen sind. Dazu gehören u. a. die Erwartungen bei Investitionsentscheidungen unter Unsicherheit, schwankende Aktienkurse und schwankende Kurse auf den Anleihemärkten, die die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals unmittelbar beeinflussen. Kurzum, das sogenannte „Wall-Street-Paradigma“ ist ein elementarer Bestandteil der keynesianischen Theorie, das in der neoklassischen Synthese von Keynes untergegangen ist.<sup>10</sup> Minsky stellt das Wall-Street-Paradigma wieder in den Vordergrund und baut auf diesen Überlegungen die FIH auf.

## **2. Interpretationen der „General Theory“ (GT) von Keynes** *- die Standardtheorien im Vergleich zur Interpretation von Minsky*

Vor Erscheinen der GT herrschte die damalige Standard-Geldtheorie – die Quantitätstheorie – vor. Nach dieser Theorie ist Geld immer „neutral“, d. h. in Gleichgewichtspositionen hängen relative Preise; Einkommen und Output nicht von der Geldmenge ab. Das allgemeine Preisniveau sei von der Geldmenge bestimmt und eine dezentrale Marktwirtschaft sei endogen stabil. Keynes' Haltung vor der GT war, dass diese Behauptungen zwar im Grundsatz gelten würden, die Theorie aber hinsichtlich der Prozesse zu unpräzise sei.<sup>11</sup>

Die GT hatte sich von diesen Vorstellungen endgültig verabschiedet und stellt einen scharfen Bruch mit der früheren Haltung zur Quantitätstheorie dar. Keynes führte

---

8 Hyman P. Minsky, *Stabilizing an unstable Economy*, New York 2008

9 Hyman P. Minsky: *John Maynard Keynes*, Marburg 2007

10 Hyman P. Minsky: *John Maynard Keynes*, Marburg 2007, S. 81

11 Ebenda: S.1-2



völlig neue Analyseinstrumente ein. Dazu gehörten u. a. die Konsumfunktion, die Liquiditätspräferenz; ein wichtiges Merkmal der GT ist die Einführung der „Unsicherheit“, eine Vorstellung, die der damaligen Ökonomie völlig fremd war. Keynes kam zu dem Schluss, dass Geld nicht neutral ist, dass das Preisniveau nicht einmal hauptsächlich von der Geldmenge abhängt. Die Übergangsprozesse verlaufen derart, dass die Marktprozesse ohne staatliche Korrekturen nicht zu einem allgemeinen Gleichgewicht führen, sondern im Gegenteil, dass Vollbeschäftigung nur ein vorübergehender Zustand in einem in sich instabilen Gesamtprozess sein kann.<sup>12</sup>

Der Erfolg der GT ist darauf zurückzuführen, dass dieses Buch in der Zeit der Großen Depression erschien. Die von Keynes vorgeschlagenen Maßnahmen wären in dieser Zeit wahrscheinlich sehr erfolgreich gewesen. Die orthodoxen Ökonomen glaubten dagegen an die Selbstheilungskräfte des Marktes und die orthodoxen Marxisten sahen sich in ihrer Einschätzung bestätigt, dass das kapitalistische System inhärent instabil sei. Auf diese Weise waren sich Marxisten und orthodoxe Ökonomen in einem entscheidenden Punkt einig: dass in einer kapitalistischen Wirtschaft nichts gegen eine Depression unternommen werden kann. Der Gesellschaft bleibe nichts anderes übrig als die zyklischen Schwankungen der Ökonomie hinzunehmen und sich in Zeiten der Depression den harten Bedingungen anzupassen. Damit passt Keynes weder in das eine noch in das andere Lager. Keynes vertrat eher die Ansicht, dass die Linke zwar die richtigen Fragen stellen würde, nicht aber die richtigen Antworten hätte, die aus der GT geboren wurden. Er war der Auffassung, dass etwas Besseres als das Bestehende sowohl möglich als auch erreichbar wäre. Obwohl Keynes einen reformierten Kapitalismus der Alternative eines kompromisslosen Sozialismus vorzog, trug die GT dennoch eine ernsthafte Kritik am Kapitalismus in sich. Keynes wollte die bestehende Ordnung durch eine egalitärere Wirtschaft, gestützt auf ein Vorherrschen der gesellschaftlichen Kontrolle über die Investition, ersetzen.<sup>13</sup>

Nun mag es eine Vielzahl von Erklärungen darüber geben, warum sich Keynes am Ende nicht durchsetzen konnte. Der Fokus des Vortrages soll jedoch ausgehend von den Standardtheorien den Blick auf das „Wall Street-Paradigma“ von Keynes richten und im Anschluss die „Hypothese der finanziellen Instabilität“ (FIH) von Minsky erläutern. Darauf aufbauend werde ich den von Minsky eingeführten Begriff des Geldmanagerkapitalismus<sup>14</sup> evaluieren. Vor dem Hintergrund der letzten Finanzkrise werde ich die Gültigkeit der FIH analysieren und mögliche Lösungsansätze, wie die „Modern Money Economics (MME)“<sup>15</sup>, darstellen. Zunächst erläutere ich die Interpretation der GT nach Minsky nach seinem 1975 erschienenen Buch: „John Maynard Keynes“.

---

12 Ebenda: S. 2

13 Hyman P. Minsky: John Maynard Keynes, Marburg 2007, S. 31

14 Hyman P. Minsky: Uncertainty and the Institutional Structure of Capitalist Economies in: Working Paper No. 155, April 1996; The Jeromy Levy Institute of Bard College.

15 Randall Wray: Understanding Modern Money, Annandale on Hudson, 1998, S. 1-15

## 2.1. Die Standard-Interpretationen von Keynes<sup>16</sup>

In der Standardinterpretation von Keynes haben sich drei Hauptgruppen herausgebildet:

1. Gruppe: Die Heraushebung der Konsumfunktion unter Ausscheidung fast aller anderen Aspekte.
2. Gruppe: Modelle, welche die gleichzeitige Erfüllung der Gleichgewichtsbedingungen von Güter- und Geldmarkt formalisieren.
3. Gruppe: Ableitung aus den Gleichgewichtsbedingungen für den Güter- und Geldmarkt für die Gleichgewichtsbedingungen auf dem Arbeitsmarkt

### Zu 1.): Konsumfunktionstheorien<sup>17</sup>

In der GT ist die Konsumfunktion nur eine passive Komponente der aggregierten Nachfrage. Der Gedanke, dass der Konsum eine bestimmte Funktion des Einkommens ist, grundsätzlich unabhängig von monetären und finanziellen Einflüssen, führt zu einem simplen Modell, welches ein Teil der Theorie der Einkommensbestimmung geworden ist. Als Teil der umfangreichen Modelle der 50er und 60er Jahre wurde das Konsumfunktions-Modell in Sektoren für unterschiedliche Konsumgüter aufgeteilt. Diese vereinfachten Modelle finden in der GT jedoch wenig Rückhalt. Keynes erachtete die mit der Investition befasste Beschäftigung als die primäre Beschäftigung; die Beschäftigung in der Konsumgütererzeugung war demgegenüber nur sekundär bzw. abgeleitet. Grundlegend ist die Vorstellung von Unsicherheit als einem wichtigen bestimmenden Element bei der Portfolio-Wahl und damit bei der Investition. Grundlegend für die auf die Konsumfunktion beruhenden Modelle ist dagegen die Vorstellung, die Wirtschaft könne auf einem bestimmten Konsumniveau feingesteuert werden, sodass Vollbeschäftigung dauernd erreicht werden kann.

Aus der Sicht von Keynes ist die Konsumfunktion als Multiplikator von Bedeutung in dem die Veränderung der Menge der Beschäftigung eine Funktion der Nettoveränderung im Betrag der Investition ist.

Lineare Form:

$$Y = C + I$$

$$C = \alpha_0 + \alpha_1 Y \quad \alpha_0 > 0, 0 < \alpha_1 < 1$$

$$I = I_0$$

$Y = \alpha_0 + I / (1 - \alpha_1)$ , wobei  $1 / (1 - \alpha_1) = k = \text{Multiplikator}$ , so dass  $Y = k\alpha_0 + kI$

Die Konsumfunktion  $C_t = \alpha_0 + \alpha_1 Y_t$ , kann mit einer Investitionsformel kombiniert werden,

---

16 Hyman P. Minsky: John Maynard Keynes, Marburg 2007, S. 39

17 Ebenda: S. 43

wobei gilt:  $\beta =$  Kapital je Outputeinheit

$I_t = \beta (Y_{t-1} - Y_{t-2})$ , wobei

$(Y_{t-1} - Y_{t-2}) =$  die letzte Änderung des Einkommens, deren Umfang zum Zeitpunkt (t) bekannt ist.

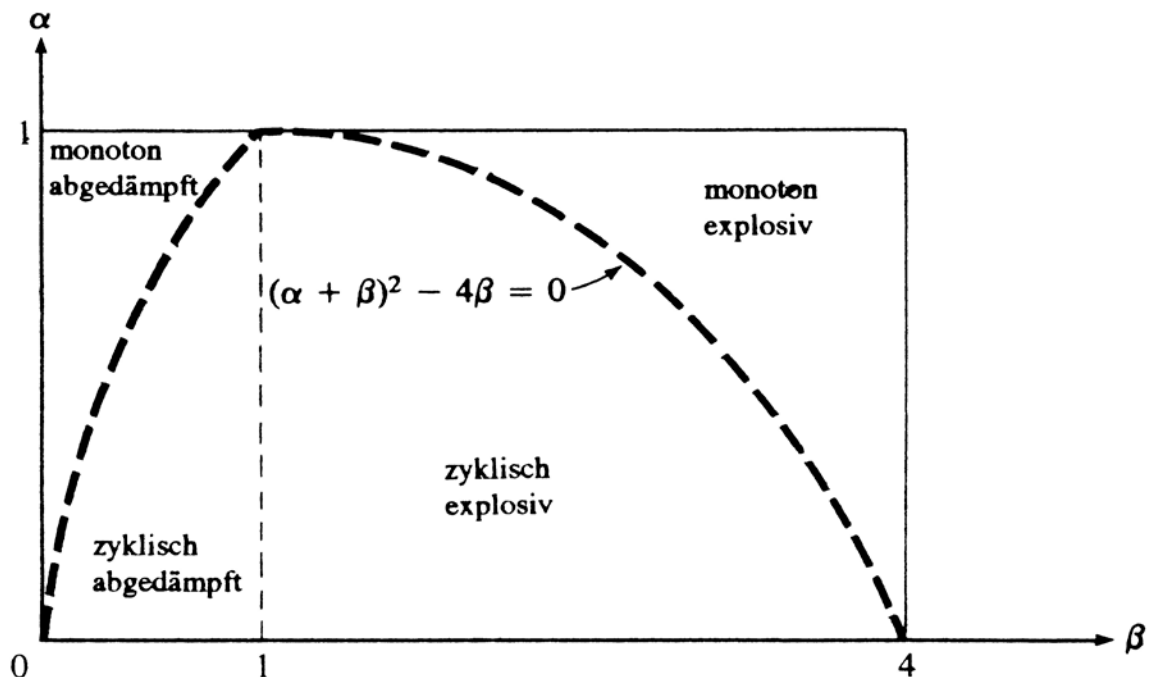
Aus Gründen der Symmetrie schreiben wir:

$C_t = \alpha Y_{t-1}$ , sodass der Konsum vom letzten Einkommen abhängt, welches als verdient bekannt ist.

Kombiniert erhält man:

$$Y_t = (\alpha + \beta) Y_{t-1} - \beta Y_{t-2} \quad \text{Form des Akzelerator-Multiplikatormodells.}$$

Die Zeitreihen sind unterschiedlich und hängen von den Werten  $\alpha$  und  $\beta$  ab. Ist  $\beta > 1$ , wird die Zeitreihe explosiv, ist  $\beta < 1$  wird die Steigerung abgedämpft. Ist  $(\alpha + \beta)^2 - 4\beta < 0$ , dann ist die Zeitreihe zyklisch; wird die Ungleichung umgekehrt, ist sie monoton.<sup>18</sup>



Quelle: Hyman P. Minsky: John Maynard Keynes, Marburg 2007, S. 52

Dieses Multiplikator-Akzeleratormodell kann eine Vielzahl von Zeitreihen erzeugen und als Grundlage für eine mechanistische Darstellung verwendet werden. Eine solche mechanistische Herleitung ist jedoch mit den Grundgedanken von Keynes nicht vereinbar.

18 Hyman P. Minsky: John Maynard Keynes, Marburg 2007, S. 52

Aus der Sicht von Keynes führen die Unsicherheiten der Unternehmer und Vermögensbesitzer, die sich permanent ändern, dazu, dass eine einmal aufrechterhaltene Vollbeschäftigung zu einer explosiven Steigerung der Nachfrage führt. Unsicherheit und die finanziellen Rückwirkungen untergraben die Stabilität des Gesamtsystems. Solche Vorstellungen sind jedoch den Anhängern der Konsumfunktionsmodelle fremd<sup>19</sup>.

---

19 Hyman P. Minsky: John Maynard Keynes, Marburg 2007, S. 54

## Zu 2.): Das IS/LM-Modell<sup>20</sup>

Eine weitere wichtige Interpretation der GT stellt das IS/LM-Modell dar. Es wurde von John R. Hicks (1937) ein Jahr nach Erscheinen der GT veröffentlicht. Diese Interpretation liefert in den heutigen Lehrbüchern eine Standardversion der Makroökonomie. Dieses Modell wurde durch Hansen (1949) in den USA weiter verbreitet.

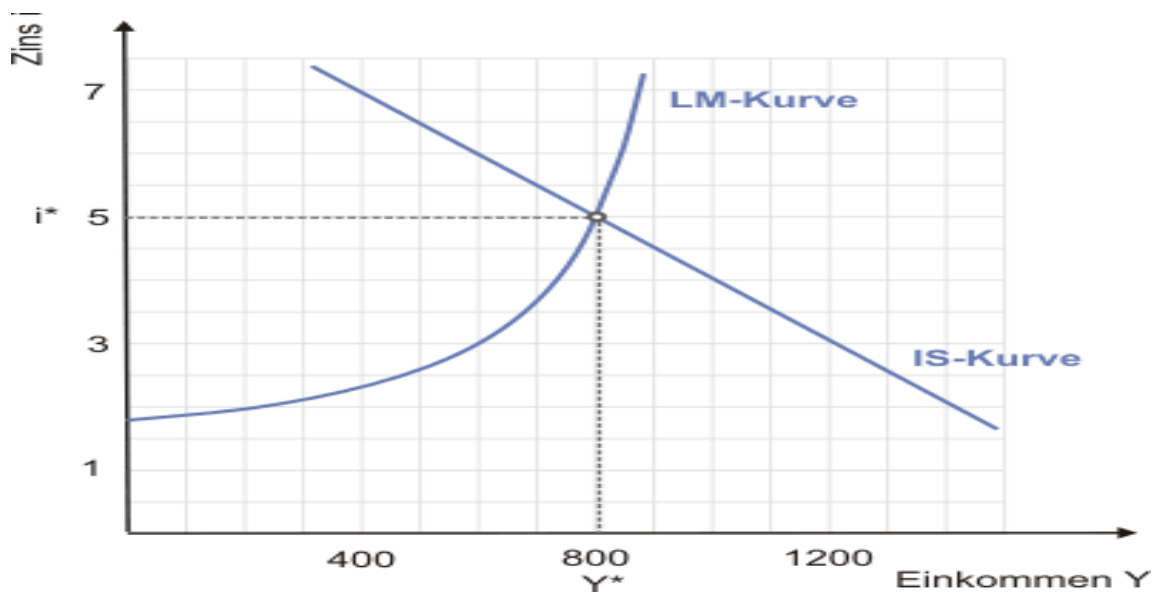
Folgende Gleichungen sind für dieses Modell maßgebend<sup>21</sup>:

$$Y = C(Y-T) + I(i) + G \quad = IS$$

$$M/P = L(i, Y) \quad = LM$$

Dieses Modell behandelt eine geschlossene Volkswirtschaft mit Staatstätigkeit. Die Investitionen  $I$  stehen im umgekehrten Verhältnis zum Zinssatz  $i$ . Die Geldmenge  $M$  ist exogen vorgegeben. Die Geldnachfrage  $L$  ist eine Funktion des Zinssatzes  $i$  und des Einkommens  $Y$ . Es besteht ein positiver Zusammenhang bzgl.  $Y$  und ein negativer bzgl.  $i$ . Die beiden fiskalpolitisch bedeutsamen Variablen  $G$  (Staatsausgaben) und  $T$  (Steuern) sowie das Preisniveau  $P$  sind exogene Größen.

Die Implikationen der Veränderungen von  $Y$  auf das Beschäftigungsniveau werden nicht diskutiert. Unter der Voraussetzung, dass Löhne und Preise konstant sind, kann über die aggregierte Nachfrage das Einkommen  $Y$  auf die Nachfrage nach Arbeit transformiert werden. Das simultane Gleichgewicht auf den Geld- und Gütermärkten befindet sich im Schnittpunkt  $(i^*, Y^*)$  der beiden Kurven. Bei einem gegebenen Preisniveau werden Realeinkommen und Beschäftigung durch die effektive Nachfrage determiniert.



20 Hyman P. Minsky: John Maynard Keynes, Marburg 2007, S. 54

21 Ebenda: S. 57

Im Vergleich mit den Konsumfunktionsmodellen ist das IS/LM-Modell komplexer, weil der Einfluss von Geld Auswirkungen auf die Elastizitäten der verschiedenen Funktionen auf das Einkommen haben kann.

Ein wichtiges Merkmal dieses Modells ist die Liquiditätsfalle. Demnach hat für einen gewissen Bereich des Einkommens eine Änderung des Geldangebotes keinen Einfluss auf den Zinssatz. Diese Situation entsteht am häufigsten in Phasen einer Depression oder in einer finanziellen Krise. Was tatsächlich nach einer Änderung der Geldmenge passiert, hängt vom Verlauf der Liquiditätspräferenzfunktion ab.

Daneben gibt es noch die Investitionsfalle als weiteren Spezialfall. In dieser Phase ist die Investitionsnachfrage vollkommen zinsunelastisch. Die Erwartungen der Investoren sind so pessimistisch, dass auch niedrigere Zinsen keinen Anreiz für Investitionen bilden. In einem solchen Extremfall müsste die IS-Kurve eine Senkrechte darstellen.

Das IS/LM-Modell eröffnet demnach zwei Möglichkeiten<sup>22</sup>:

- 1.: Eine Erhöhung der Geldmenge senkt möglicherweise nicht den Zinssatz (Liquiditätsfalle).
- 2.: Falls eine Senkung des Zinssatzes doch erfolgt, hat dies möglicherweise keinen Einfluss auf die Investitionsnachfrage (Investitionsfalle).

Das IS/LM-Modell ist zwar eine angemessenere Interpretation auf die Gedanken von Keynes als beispielsweise in den simplen Konsumfunktionsmodellen. Es trägt den ursprünglichen Ideen von Keynes allerdings kaum Rechnung, da es eine gleichgewichtsorientierte und nicht eine prozessorientierte Interpretation der GT darstellt. Das Modell blendet die Investitionsentscheidungen unter Unsicherheit völlig aus. Änderungen in den Investitionen resultieren nach Keynes in erster Linie aus den Veränderungen der Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen Erträge des Kapitals und leiten sich keineswegs rein mechanistisch aus dem Zinssatz ab. Damit ist das IS/LM-Modell im Grunde genommen nur eine Karikatur der GT<sup>23</sup>.

---

22 Hyman P. Minsky: John Maynard Keynes, Marburg 2007, S. 60

23 Hyman P. Minsky: John Maynard Keynes, Marburg 2007, S. 58

### Zu 3.): Die neoklassische Synthese<sup>24</sup>

Die neoklassische Synthese integriert den Arbeitsmarkt in das IS/LM-Modell. Das Haupttheorem der neoklassischen Synthese behauptet, dass Vollbeschäftigung durch Marktprozesse in einem Gleichgewichtszustand erreichbar sei. Genau das Gegenteil sagt die GT von Keynes aus. Die neoklassische Synthese geht dagegen prinzipiell von der Fähigkeit von Märkten aus, Gleichgewichtszustände zu erzeugen. Die Existenz von Arbeitslosigkeit oder Rezessionen wird auf unvollständige Marktmechanismen oder Defekte des Marktsystems zurückgeführt, die wirtschaftspolitische Eingriffe rechtfertigen.

Die neoklassische Theorie beinhaltet die Angebotsstruktur in der Form einer Produktionsfunktion und Arbeitsmarkt sowie das IS/LM-Modell als Nachfragesektor.

Folgende Gleichung beinhaltet den Arbeitsmarkt auf dem Beschäftigungsniveau  $N$  und der Reallohn ( $W/P$ ) festgelegt werden,  $N_d$  steht für die Arbeitsnachfrage und  $N_s$  steht für das Arbeitsangebot. Das Preisniveau  $P$  ist nicht mehr eine exogene, sondern eine endogene Größe:

$$N_d(W/P) = N = N_s(W/P)$$

Die aggregierte Produktionsfunktion, die das Volkseinkommen  $Y$  bestimmt, ergibt sich aus folgender Gleichung:

$$Y = f(N)$$

Die IS-Kurve wird von folgender Gleichung bestimmt:

$$S(Y) = I(i) \quad \text{IS}$$

Die LM-Kurve:

$$M/P = L(i, Y) \quad \text{LM}$$

Im Gegensatz zum IS/LM-Modell nach Hicks enthält diese Formulierung das Preisniveau  $P$  nicht mehr als exogene, sondern als endogene Größe.

Mittels IS- und LM-Funktion können  $i$  und  $P$  bestimmt werden.

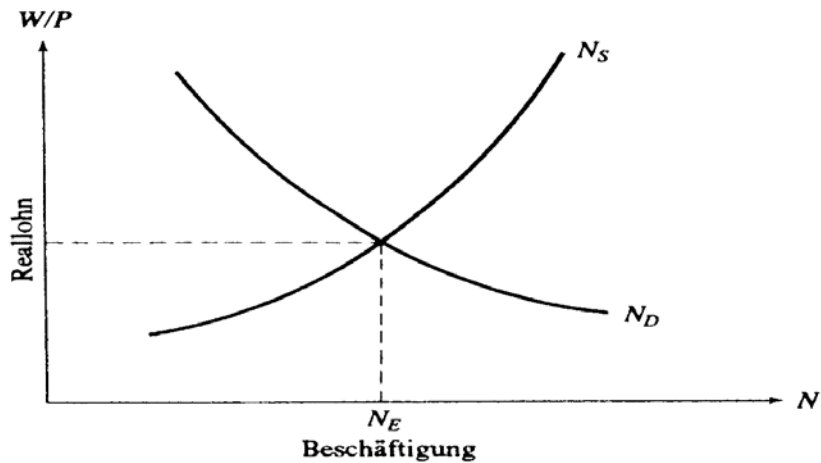
Der Gleichgewichtslohn  $W$  stellt sich folgendermaßen dar:

$$W = (W/P) * P^{25}$$

---

24 Hyman P. Minsky: John Maynard Keynes, Marburg 2007, S. 72

25 Hyman P. Minsky: John Maynard Keynes, Marburg 2007, S. 70, Schaubild: 2.5



Quelle: Hyman P. Minsky: John Maynard Keynes, Marburg 2007, S. 65

Somit errechnet sich aus diesen Variablen ein simultanes Gleichgewicht auf den Geld- und Gütermärkten sowie auf dem Arbeitsmarkt. Die neoklassische Synthese geht nicht von der naiven Vorstellung aus, dass per se ein Gleichgewicht auf dem Arbeitsmarkt existiert. Interventionen können erforderlich sein, um dieses Gleichgewicht über Marktprozesse herzustellen. Geldlöhne haben jedoch immer zwei Seiten der Medaille: Einerseits sind sie ein Kostenfaktor und andererseits schaffen sie Einkommen für Konsumausgaben. Beide Faktoren bestimmen das Preisniveau. Eine Absenkung der Geldlöhne kann die Outputmenge erhöhen. Doch die verminderten Geldlöhne senken auch die Preise, die Beschäftigte bereit sind, für ein bestimmtes Gut zu zahlen. Eine Geldlohn-Deflation kann ein ungeeigneter Weg sein, um ein Gleichgewicht auf dem Arbeits- und Gütermarkt zu erzeugen. Veränderungen der Erwartungen als destabilisierender Faktor sind der neoklassischen Synthese ebenfalls fremd.<sup>26</sup>



## 2.2. Schlussfolgerungen:

Minsky kommt zu dem Schluss, dass die verschiedenen Standard-Modelle, die aus der GT abgeleitet werden, entweder trivial (Konsumfunktions-Modelle), unvollständig (IS/LM-Modelle ohne Arbeitsmarkt) oder widersprüchlich IS/LM-Modelle mit Arbeitsmarkt, aber ohne Realkasseneffekt oder von ihrer Ergebnissen her von den Modellen der älteren Quantitätstheorie her nicht unterscheidbar sind.<sup>27</sup>

In der neoklassischen Synthese existiert unfreiwillige Arbeitslosigkeit nicht. Die Lohnstarrheit wird für die Arbeitslosigkeit verantwortlich gemacht. Nach Keynes führen fallende Löhne jedoch zu einem Prozess der Deflation, welche die wirtschaftliche Kontraktion beschleunigt und die Arbeitslosigkeit weiter erhöht.<sup>28</sup>

## 3. Fundamentalistische Perspektiven:<sup>29</sup>

Während die Standardversion von Keynes behauptet, dass Ungleichgewichtszustände nur temporär sind und staatliche Wirtschaftspolitik den Prozess stabilisieren und zur Vollbeschäftigung führen kann, hatte Keynes eine Investitionstheorie der schwankenden Nachfrage in einem zyklischen Umfeld bei Entscheidungen der Wirtschaftsteilnehmer unter Unsicherheit entwickelt. Dabei spielen nicht nur Unternehmen und Haushalte, sondern auch Banken und andere Finanzinstitutionen eine wichtige Rolle. Kreditvergaben und Investitionsverhalten bestimmen das Wirtschaftsgeschehen.

„Die GT ist keine Theorie des Konjunkturzyklus als solches, sondern vielmehr eine Theorie darüber, wie der gegenwärtige nur vorübergehende Zustand einer Wirtschaft bestimmt und wie die Robustheit dieser nur vorübergehenden Zustände untergraben wird. Jeder gegenwärtige Zustand ergibt sich aus Wechselbeziehungen zwischen einer unveränderlichen Gruppe von Marktkräften. Doch gerade die Konzepte, die bei der Interpretation Keynes' üblicherweise außer Acht gelassen oder ungenügend herausgestellt werden die zyklische Perspektive, die Beziehungen zwischen Investitionen und Finanzierung und die Unsicherheit sind der Schlüssel für ein Verständnis der vollen Bedeutung seines Beitrages. Ein kurzfristiges Gleichgewicht ist seinem ganzen Wesen nach nur vorübergehend.“<sup>30</sup>

Wichtig ist in diesem Zusammenhang den Begriff der Unsicherheit nach Keynes näher zu erläutern. Unsicherheiten sind im Sinn von Keynes keine quantifizierbaren statistischen Größen, sondern Zustände, die sich einer mathematischen Betrachtung entziehen, also nicht quantifizierbar sind.<sup>31</sup> Im Sinne von Keynes werden diese Unsicherheiten mit allgemein anerkannten Konventionen überbrückt. Der Begriff „Kasinokapitalismus“, der im Zusammenhang der Finanzkrise oft verwendet wird, ist hier fehl am Platze. Im Spielcasino sind die Gewinn- und Verlustchancen exakt kalkulierbar, in der realen Welt der Wirtschaft im Sinne von Keynes aber nicht.

---

27 Hyman P. Minsky: John Maynard Keynes, Marburg 2007, S. 77

28 Hyman P. Minsky: John Maynard Keynes, Marburg 2007, S. 78

29 Ebenda: S. 79.

30 Hyman P. Minsky: John Maynard Keynes, Marburg, 2007, S. 84-85

31 John Maynard Keynes: The General Theory of Employment, Interest and Money, Breinigsville, 2010, S. 102

„Für Keynes ist die subjektive Bewertung der Aussichten über einen Zeithorizont hinweg die wichtigste unmittelbare Grundlage für Investitions- und Portfolioentscheidungen, und diese subjektiven Einschätzungen sind veränderlich... Die keynesianische Ökonomie als Ökonomie des Ungleichgewichts ist die Ökonomie eines permanenten Ungleichgewichts.“<sup>32</sup>

Im Kapitel 4 „Kapitalistische Finanzierung und die Preisbildung bei Kapitalvermögen“<sup>33</sup> erläutert Minsky schemenhaft die Bedeutung der kapitalistischen Finanzierung für Investitionen. Demnach bedeutet eine Investition immer eine Aufnahme von Krediten oder eine Verringerung der Liquidität. Die zu erwartenden zukünftigen Cash Flow–Ströme sollen die laufenden Kredite bedienen. Minsky verweist in diesem Zusammenhang auch auf die Verschachtelung von Forderungen und Schulden, die sich in einem stabilen System gegenseitig ausgleichen können. Da die Zukunft aber unsicher ist, können kleinere Störungen in den Finanzströmen zu größeren Störungen führen, die das Gesamtsystem destabilisieren.<sup>34</sup> In diesem Kapitel legte Minsky bereits das Fundament seiner „Hypothese der finanziellen Instabilität (FIH)“, die er in seinem späteren Hauptwerk „Stabilizing an unstable Economy“ (1986) weiterentwickelte.

### **3.1. Die Theorie der Investition**

In der „reinen Theorie“ von Keynes bleiben staatliche Nachfrage und Auslandsnachfrage unberücksichtigt. Die Beschäftigung hängt von der Konsum- und Investitionsnachfrage ab. Die Konsumnachfrage ist jedoch passiv, da diese hauptsächlich vom Niveau des Einkommens abhängt. Nach Keynes bilden Investitionen die treibende Kraft, die die wirtschaftlichen Schwankungen erklären. Der Kern der GT ist die Theorie der Investition und der Ursachen, warum Investitionen Schwankungen unterliegen.<sup>35</sup>

Die Investitionstheorie von Keynes basiert zunächst auf der Annahme, dass ein Mensch einen Kapitalwert kauft, der ihm das Anrecht auf künftige Erträge liefert. Diesem voraussichtlichen Erträgnis steht der Angebotspreis des Kapitalwertes gegenüber. Dieser Wert entspricht jedoch nicht dem Marktpreis, der für dieses Kapitalgut bezahlt wird, sondern dem Preis, der einen Unternehmer noch gerade dazu veranlassen würde, eine neue, eine zusätzliche Einheit eines solchen Vermögensbestandes zu erzeugen. Dieser Angebotspreis entspricht einer Kurve, nach der höhere Nachfragepreise für Kapitalvermögen einen größeren Output an Investitionsgütern erzeugen.<sup>36</sup>

Diese Kurve wird für den relevanten Zeitraum als stabil angenommen. Da die Investition schwankt und die Angebotskurve der Investitionsgüter eine stabile Funktion ist, können die beobachtbaren Schwankungen auf folgende Faktoren zurückgeführt werden<sup>37</sup>:

---

32 Hyman P. Minsky: John Maynard Keynes, Marburg 2007, S. 94

33 Ebenda: S.95

34 Ebenda: S. 118

35 Ebenda: S. 125

36 Ebenda: S. 127

37 Ebenda: S. 128

- 1.) die voraussichtlichen Erträge, die den Schwankungen der Erwartungen über die künftigen Erträge ausgesetzt sind.
- 2.) der Zinssatz.
- 3.) Die Verbindung aus der Rendite des Realkapitals im Verhältnis zur Rendite aus Gelddarlehen.

Der dritte Fall ergibt sich aus der Unsicherheit zwischen Unternehmen, Haushalten und Bankiers. Das Verhältnis zwischen den Kapitalisierungsraten für Gelddarlehen und Kapitalvermögen hängt davon ab, wie der Markt die Sicherheit der zu erwartenden Erträge aus den jeweils unterschiedlichen Sphären bewertet.

Keynes wertet alle drei Faktoren so, dass alle für die Schwankungen der Investition verantwortlich gemacht werden können.

Die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals definierte Keynes als jenem Kapitalisierungssatz gleich, der dem Barwert der zu erwartenden Jahresrenten genau dem Angebotspreis entsprechen würde. Allerdings blieb die Theorie der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals ein unklares Konzept. Die zu erwartenden Quasirenten (Q) sind nach Keynes keine Maße der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals, sondern die Knappheit des Vermögenswertes. Wird das Kapital weniger knapp, vermindert sich auch das überschüssige Ergebnis. In der konventionellen Theorie ist die Produktivität von Kapital technologisch bestimmt. Nach Keynes hängt diese jedoch von den Geschicken der Wirtschaftsteilnehmer ab, wie knapp ein Kapitalgut ist. Keynes dachte in Konjunkturzyklen. In Aufschwungsphasen ergeben sich Engpässe bei den Kapazitäten und den Arbeitskräften und in Abschwüngen bestehen Überkapazitäten und Überangebote an Arbeitskräften.

Die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals wird in der GT auf zweierlei Weise dargestellt<sup>38</sup>. Die eine Art, die in die Standardinterpretationen eingegangen ist, ist eine mit einer negativen Steigung verlaufende Beziehung zwischen der Investition und einer Diskontierungsrate (Tabelle der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals). Die andere Art ist die Kapitalisierung der Quasirenten, um einen Nachfragepreis für den Investitionsoutput zu erhalten. Keynes glaubte vermutlich, dass beide Konzepte gleichwertig seien, und maß den unterschiedlichen Betrachtungsweisen keine besondere Bedeutung zu.

In der Standardinterpretation hängt der Nachfragepreis eines Kapitalwertes von der Kapitalisierung seiner zukünftigen Erträge ab. Der Kapitalisierungsfaktor der voraussichtlichen Erträge muss umso größer sein, je höher bei einem gegebenen Zinssatz und einer gegebenen Reihe von Erträgen die Marktbewertung der Anteilspapiere ist. Die Rolle des Zinssatzes wird in diesem Zusammenhang von der Standardinterpretation als dominierend angesehen und führte zu der voreiligen Annahme, die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals würde in erster Linie vom Zinsniveau bestimmt.

Nach der anderen Version von Keynes haben aber die Erwartungen über die künftigen Erträge einen erheblichen Einfluss auf die Grenzleistungsfähigkeit des

---

38 Hyman P. Minsky: John Maynard Keynes, Marburg 2007, S. 129

Kapitals. Starke Zunahmen der Notierungen bestehender Aktien lassen nach Keynes auf eine Zunahme der Grenzleistungsfähigkeit Kapitals schließen, da die Zunahme der Ertragserwartungen die Aktienkurse dynamisieren.

Das Preisniveau von Kapitalvermögen hängt aber nicht nur von den zu erwartenden Erträgen, sondern auch von der Geldmenge ab. Je höher die Geldmenge ist, desto höher ist auch das entsprechende Preisniveau für Kapitalwerte.

Wenn Geld als Transmissionsmittel Einfluss auf die Realsphäre hat, können zwischen der Finanz- und der Realsphäre folgende „Zwischenfälle“ eintreten<sup>39</sup>:

1. die Verbindung zwischen der Geldmenge und dem Zinssatz.
2. der Verbindung zwischen dem Zinssatz auf Gelddarlehen und der Kapitalisierungsrate aus Zahlungsströmen von Realkapital.
3. Schwankungen der voraussichtlichen Erträge, die aus den Veränderungen der Erwartungen resultieren.

Infolge dieser „Zwischenfälle“ können Situationen eintreten, wo Geld tatsächlich tonangebend ist und Änderungen der Investitionen einen starken Einfluss auf die aggregierte Nachfrage haben können und ebenso sind Situationen denkbar, wo der Einfluss des Geldangebotes nur sehr schwach ist.

Obwohl Keynes auf die unterschiedlichen Zustände der Wirtschaft hinwies, entwickelte er keine Theorie des Konjunkturzyklus. Auch entwickelte er nie ein Modell dafür, wie sich Verbindlichkeitsstrukturen von Unternehmen, Haushalten, Banken und anderen Finanzinstitutionen entwickeln oder wie die endogene Schaffung von Geld und Geldsubstituten abläuft.<sup>40</sup>

---

39 Hyman P. Minsky: John Maynard Keynes, Marburg 2007, S. 139

40 Ebenda: S. 140

### **3.2. Der Einfluss von Verbindlichkeitsstrukturen auf das Investitionstempo im Konjunkturzyklus**

Das erste Risiko besteht aus Zweifeln des Borgers, ob sein Unternehmen tatsächlich das voraussichtliche Erträgnis verdienen wird, auf das er hofft. Das zweite Risiko ist das Gläubigerrisiko, das eine unfreiwillige Zahlungseinstellung als Folge des Fehlschlagens der Erwartung beinhaltet. Sowohl das Gläubiger-, als auch das Schuldnerisiko sind subjektiv<sup>41</sup>.

Charakteristisch ist in diesem Prozess, dass beide Risiken in Aufschwungsphasen eher als gering angesehen werden und in Abschwungsphasen, sich diese Risiken - subjektiv betrachtet - wieder vergrößern. In Aufschwungsphasen hat ein Unternehmen durch eine höhere Kreditaufnahme in der Regel die Möglichkeit seine Erträge und Ertragskennziffern (Eigenkapitalrendite) zu erhöhen. Wenn sich die Kreditwürdigkeit eines Unternehmens dagegen verschlechtert und bestimmte Ertragsziele von dem Unternehmen nicht erreicht werden, so hat dies in den meisten Fällen eine Verschlechterung der Kreditkonditionen zur Folge (Verletzung der Covenants). Somit hat die Fremdfinanzierung von Unternehmen im Konjunkturzyklus in der Regel einen pro-zyklischen Charakter.

### **3.3. Finanzinstitutionen, finanzielle Instabilität und Investitionstempo**

„Die Einschaltung des Geldschleiers zwischen dem realen Vermögenswert und dem Vermögensbesitzer ist ein besonders markantes Kennzeichen der modernen Welt.“<sup>42</sup>

Eine grundlegende Tatsache einer kapitalistischen Wirtschaft im modernen Sinne ist die gegenseitige Verflechtung von Bilanzen der verschiedenen Wirtschaftseinheiten. Cashflows fließen zu Einkommen, Löhnen, Zinszahlungen, Tilgung von Krediten usw. Ein besonderes Merkmal ist dabei die Schaffung von Liquidität auf den Anleihe- und Aktienmärkten. Allein die Tatsache, dass jeder Akteur glaubt, seine Positionen auf dem Kapitalmarkt veräußern zu können, beruhigt die Nerven und erhöht die Bereitschaft größere Risiken einzugehen.<sup>43</sup> Die Märkte sind aber nur so lange liquide wie genügend Käufer auftreten, die bereit sind, das vorhandene Angebot aufzunehmen. Ein plötzlicher Vertrauensverlust kann zu einem „Käuferstreik“ führen, der das Paradies der einstigen Liquidität in eine Wüste verwandelt. Das Problem dabei ist, dass die Schwächung der Nachfrageseite genügt, um einen Zusammenbruch zu verursachen, ein Anstieg der Liquidität aber die Wiederbelebung beider Seiten benötigt.

Einen wichtigen Part spielen in diesem Prozess die Spekulanten, welche versuchen die Marktschwankungen vorauszusehen und daraus einen Profit zu schlagen. Keynes bezeichnete Spekulanten als „unschädliche Seifenblasen“, die auf einem Strom schwimmen, schloss aber auch nicht die Möglichkeit von Phasen aus, wo sich

---

41 Hyman P. Minsky: John Maynard Keynes, Marburg 2007, S. 140

42 Ebenda: S. 153

43 Ebenda: S. 154

die Spekulanten verselbstständigen und die Oberhand gewinnen könnten, mit allen negativen Folgen für die Realwirtschaft.<sup>44</sup>

Banken haben jedoch gewöhnlich eine Schlüsselposition, um die Wirtschaft von einem niedrigeren auf ein höheres Niveau zu heben. In einem gewissen Sinne sind Banken sogar immer Spekulanten, „weil ihre Verbindlichkeiten in jederzeit abrufbaren bzw. kurzfristigen Einlagen, ihre Vermögenswerte dagegen vor allem in zeitlich festgelegten, befristeten oder kurzfristigen Darlehen bestehen (sog. Fristentransformation). Sie spekulieren immer in die Möglichkeit, ihre Positionen bei Vermögenswerten auch refinanzieren zu können, wenn Einlagen abgerufen werden. Das Bankwesen, wie es in der Praxis funktioniert, könnte so ohne hochentwickelte Darlehens- und Wertpapiermärkte zwischen den Banken nicht existieren.“<sup>45</sup>

Ein Teil des Kreditgeschäfts entfällt auch auf spekulative Firmenübernahmen. Wenn die Überschüsse hoch genug sind, wird auch ein vorsichtiges und konservatives Unternehmen sich nicht scheuen z. B. Unternehmensanleihen zu emittieren, um Firmenübernahmen zu finanzieren. Ein Anziehen der Konjunktur hat damit auch immer eine expansive Wirkung auf den Bankensektor und nicht zuletzt auch auf die Expansion eines Finanzsektors, der nicht mehr den Banken zuzurechnen ist. Diese Institutionen bilden sekundäre Märkte für Finanzinnovationen, die solche Titel ebenfalls handelbar machen.

Der Finanzsektor (Banken und Nicht-Banken) hat einen bestimmenden Einfluss auf die Wirtschaftsaktivität. Diese Sichtweise, die sich durchaus auf die Gedanken der GT stützen kann, wurde von der Standardtheorie fast vollständig ausgeblendet. Statt des „Wall-Street-Paradigmas“ weisen die Standardtheorien in der Regel das so genannte „Tauschwert-Paradigma“ aus.

„Was die standardmäßige keynesianische Theorie versäumt hat, ist eine ausdrückliche Berücksichtigung der kapitalistischen Finanzierung innerhalb eines zyklischen, spekulativen Kontextes. Sobald die kapitalistische Finanzierung einbezogen... wird, tritt die volle Kraft der revolutionären Einsichten und des alternativen Analyserahmens, welche Keynes entwickelte, klar zutage.“<sup>46</sup>

#### **4. Stabilizing an unstable Economy (1986)**

In diesem Hauptwerk, wo Minsky seine Hypothese der finanziellen Instabilität explizit ausgearbeitet hat, werden die Konjunkturkrisen der Nachkriegsära genauer beschrieben. Im Anschluss dieser Betrachtungen kommt Minsky noch einmal auf seine Kernaussagen zurück, die er bereits in seinem 1975 erschienen Buch "John Maynard Keynes" erläutert hatte, und liefert damit den theoretischen Rahmen, mit dem er diese Krisen interpretiert.

Bereits in diesem Buch stellte sich Minsky die Frage, warum „die finanziellen Aspekte der GT im Wesentlichen nur stillschweigend vorhanden waren, warum sie eher Gegenstand von Andeutungen statt detaillierter Argumentation waren... Zunächst einmal, wie schon früher bemerkt, waren die wirtschaftlichen Probleme der

---

44 Ebenda: S. 157

45 Ebenda: S. 158-159

46 Ebenda: S. 167

Periode vom Erscheinen der GT bis in die jüngere Vergangenheit, sagen wir bis Mitte der 1960er Jahre, durch robustere Finanzierungsverhältnisse gekennzeichnet. Die Spekulationsfieber, welche frühere Ausbrüche in Booms charakterisierten, blieben aus und die Banken begannen erst ab etwa den 1960er Jahren, hinsichtlich ihrer Verbindlichkeiten zu spekulieren. Es war eine einzigartige Periode, in der die Finanzierungsproblematik eine verhältnismäßige kleine Rolle spielte; zumindest wirkte die Finanzierung nicht destabilisierend. Darüber hinaus blieb die Regierungsaktivität – leider nur infolge fortdauernder massiver Militärausgaben – einflussreich, und die Steuern, mit großem Gewicht auf Einkommen- und Lohnsteuer, waren hoch und reagierten auf Veränderungen des Einkommens. Auf diese Weise gab es ein hohes Mindestniveau des Einkommens, zurückzuführen auf Staatsausgaben und eine dem Steuersystem zu verdankende fiskalische Schranke gegen unangemessene Ausweitung der Wirtschaftstätigkeit. In der Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg ergaben sich die Karrieren von Ökonomen demgegenüber durch eine Kombination rein akademischer Arbeit und Diensten für die Regierung. Die bemerkenswerte Einsicht in die Wirkungsweise von Finanzierungsvorgängen, welche Keynes hatte, war für akademische Ökonomen nicht ohne weiteres erreichbar. So wurde folgende Botschaft vernachlässigt: Die Finanzierungsvorgänge sind es, die als manchmal dämpfende, manchmal verstärkende Lenkungsgröße der Investition wirken. Die Finanzierung bedingt infolgedessen das Entwicklungstempo der Wirtschaft. “47

#### **4.1. Die Kreditkrise von 1966**

Minsky bezeichnet die Kreditkrise von 1966 als erste ernstzunehmende Krise seit 1930. Sie sei ein normales Resultat der Expansionsphase seit 1961 gewesen. Es begann damit, dass Banken ein sehr hohes Volumen an Treasury Bills hielten und damit ihre Liquidität steuern konnten. Dann begannen Mitte der 60er Jahre die Großbanken ihre Treasury Positionen aufzulösen und sich Geld in Form von Federal Funds von der Federal Reserve zu leihen und diese Positionen weiterzuverleihen. Dies war der erste Schritt einer Transformation des Banksystems, das operative Geschäft nicht mehr von der Anlageseite, sondern von der Seite der Verbindlichkeiten zu steuern.<sup>49</sup> Das starke Wachstum dieser Verbindlichkeiten ermöglichte es den Banken ihre Ausleihungen in einer stärkeren Masse auszudehnen, als ihre Mindestreserven es ermöglicht hätten. In dieser Phase konnten die Banken ihre Ausleihungen rascher steigern als ihre Mindestreserven. Die Kreditexpansion war so stark, dass ein inflationärer Boom ausgelöst wurde. Um die Inflation einzudämmen, begann die Federal Reserve ab Mitte 1966 das Wachstum ihrer Reserven zu verlangsamen. Dies führte dazu, dass die Nachfrage nach Geldmarktfonds von Banken stark zunahm. Obwohl die Federal Reserve die Beleihungsgrenzen erhöhte, stieg die Nachfrage unvermindert an. Nachdem sich die Refinanzierungsmöglichkeiten immer mehr einschränkten, gab es Anstürme auf größere Banken. Die Liquiditätsabflüsse und die eingeschränkten Möglichkeiten der Refinanzierung über die Zentralbank drückten auf die Erträge und jede Bank versuchte nun nach noch mehr Möglichkeiten der Außenfinanzierung zu suchen. Nun lassen sich die weiteren Entwicklungen leicht ausmalen, wenn Banken sich gegeneinander bekämpfen, um bessere Refinanzierungen erzielen zu können. Gerüchte um die Solvenz und

---

47 Hyman P. Minsky: John Maynard Keynes, Marburg 2007, S. 167-169

48 Hyman P. Minsky, Stabilizing an unstable Economy, New York 2008, S. 97

49 Ebenda: S. 98

Liquidität von Banken machten die Runde. Am 1. September 1966 sandte die Federal Reserve einen Brief an alle Banken. Die Banken erhielten danach sämtlich Zugang zur Federal Reserve, um sich ausreichend Liquidität verschaffen zu können. Die Maßnahme funktionierte und die Panik legte sich. Minsky bezeichnet die damalige Intervention der Zentralbank als erstmaliges Auftreten in der Funktion eines „lender-of-last-resort“.<sup>50</sup>

---

50 Ebenda: S. 97



## 4.2. Die Liquiditätskrise 1970

Die Liquiditätskrise von 1970 hatte ihre Ursache in einem notleidenden Markt für Commercial Papers<sup>51</sup>. Die Intervention der Zentralbank erfolgte einerseits in der Öffnung zum Zugang von Zentralbankgeld für die Banken, um die notleidenden Kredite zu finanzieren und andererseits darin, den Banken Syndizierungen mit anderen Finanzinstitutionen vorzunehmen, die nicht mit der Zentralbank verbunden sind. Commercial Papers entstanden in den 60er Jahren. Es sind ungesicherte Obligationen von Firmen mit einer Laufzeit von 90 bis 180 Tagen. Größere Firmen platzieren diese Papiere in Eigenregie, kleinere Firmen beauftragen damit Agenturen.

Der Markt für Commercial Papers entstand 1960 mit einem Volumen von 10 Mrd. Dollar, Mitte 1968 verdoppelte sich das Volumen auf 20 Mrd. Dollar und Ende Mai 1970 lag das Volumen bei 32 Mrd. Dollar.<sup>52</sup>

Während die Federal Reserve damit beschäftigt war die Inflation mit steigenden Zinsen zu bekämpfen (der Zinssatz, zu dem sich die Banken bei der Zentralbank refinanzieren konnten, stieg von 6% Ende 1968 auf 9% zur Jahresmitte 1969), musste die Penn-Central Railroad 1970 wegen der schwierigen Kreditbedingungen in die Insolvenz gehen. Rund 82 Mio. Dollar Commercial Paper konnten nicht mehr bedient werden. Dies führte zu einem Ansturm auf den Commercial Paper Markt. Etwa drei Milliarden Dollar, rund 10% des Gesamtmarktes liefen innerhalb von drei Wochen aus. Die Federal Reserve intervenierte darauf und ermöglichte es Banken Syndizierungen zu bilden, um jene Organisationen zu stützen, die nicht zum Federal Reserve System gehörten. Mit dieser Operation des „offenen Marktes“ schützte die Federal Reserve den Commercial Paper Markt.<sup>53</sup>

Die Intervention der Notenbank als „lender-of-last-resort“ hatte zur Folge, dass Commercial Papers nunmehr einen bankähnlichen Status hatten, diese jedoch nicht in den Bilanzen der Banken selbst erschienen. Gleichzeitig wurde damit ein Machtfaktor der Federal Reserve beschnitten. Zwar konnte infolge dieser Finanzkrise eine Rezession 1969/70 nicht mehr verhindert werden, jedoch konnte sich die Wirtschaft wesentlich schneller erholen, sodass die Intervention der Federal Reserve einen relativen Erfolg brachte.<sup>54</sup>

## 4.3. Die Rezession von 1974 bis 1975

Die Weltwirtschaftskrise von 1975 dürfte wohl den meisten Deutschen als „Ölkrise“ in Erinnerung geblieben sein. Minsky führte diese Rezession jedoch nicht auf den damals stark gestiegenen Ölpreis, sondern auf eine erhebliche Finanzkrise zurück, die ihren Ursprung in den USA hatte. Lediglich die erste Phase der Rezession könne auf den Ölpreisschock zurückgeführt werden, wogegen die zweite Phase von inneren ökonomischen Prozessen ausgelöst wurde.<sup>55</sup> Die Krise von 1974-75 kann

---

51 Hyman P. Minsky, *Stabilizing an unstable Economy*, New York 2008, S. 101-102

52 Ebenda: S. 102

53 Ebenda: S. 103

54 Ebenda: S. 103

55 Hyman P. Minsky, *Stabilizing an unstable Economy*, New York 2008, S. 18

nicht isoliert von den Krisen 1966 und 1970 betrachtet werden.<sup>56</sup> Diese Periode war von den größten Bankenzusammenbrüchen seit der Großen Depression von 1930 gekennzeichnet. Es handelte sich in erster Linie um größere Banken wie die Franklin National Bank of New York, die Security National Bank of New York und die Commonwealth Bank of Detroit. Während dieser Periode wurden diese Banken nicht geschlossen oder liquidiert, sondern in andere Institutionen überführt.<sup>57</sup>

Die Gründe für die Finanzkrise waren vielfältig. Eine Hauptursache waren zweistellige Inflationsraten und zweistellig hohe Zinssätze, die dazu führten, dass relativ ertragsschwache Banken unter erheblichen Druck gerieten und beispielsweise wie die Franklin National Bank in die Insolvenz getrieben wurden. Eine weitere Ursache waren sogenannte REITS (Real Estate Investment Trust Securities). Diese Investmentvehikel waren Kreationen, die dem Steuerrecht entsprangen. Sofern diese REITS 90% ihrer Erträge als Dividende ausschütteten, brauchten keine Ertragssteuern auf die Gewinne bezahlt werden. 1968 betrug das Volumen der REITS 1 Mrd. Dollar und wuchs 1972 auf 14 Mrd. Dollar an. 1973 lag das Volumen bei 20,2 Mrd. Dollar, 1974 bei 21,2 Mrd. Dollar und 1975 fiel das Volumen auf 19,5 Mrd. Dollar. Die REITS wurden im Laufe der Jahre mit immer weniger Eigenkapital unterlegt. Dieser Effekt erhöhte zwar die Rendite, das Risiko nahm aber gleichzeitig ebenfalls zu. Da die Gewinne zu 90% ausgezahlt werden mussten, um die Steuerersparnis realisieren zu können, war mit einer Erhöhung des Eigenkapitals infolge gestiegener Gewinne auch nicht zu rechnen. In dem Moment, als die Erträge nicht mehr so flossen wie geplant, brach die gesamte Konstruktion unter der hohen Fremdkapitallast zusammen.<sup>58</sup> Ein starker Rückgang der Industrieproduktion, eine explosive Zunahme der Arbeitslosigkeit im Zeitraum zwischen dem 3. Quartal 1974 und dem ersten Quartal 1975 gingen mit der Insolvenz der Franklin National Bank, den Turbulenzen der REITS und einer Insolvenzwelle bei Unternehmen einher. Zunächst sah es so aus als stünde die Wirtschaft vor einer großen Depression, doch die Interventionen der Notenbank und ein massives Haushaltsdefizit infolge von Steuersenkungen konnten das Szenario einer Depression abwenden.<sup>59</sup> Ebenso entstand 1982 eine weitere Finanzkrise, bei der zunächst kleinere Banken insolvent wurden, worauf dann größere Banken wie Chase Manhattan, Continental Illinois u. a. große Verluste hinnehmen mussten. Mitte 1982 stürzte der mexikanische Peso ab und die Verschuldung vieler lateinamerikanischer Länder erreichte ein gefährliches Niveau. Aber auch diese Krise konnte letztendlich von Interventionen der Notenbank und der Regierung abgewendet werden.<sup>60</sup>

Nach Erscheinen des Buches „Stabilizing“ erschütterten wiederum eine Reihe von Finanzkrisen die Märkte, wobei wohl die japanische Immobilienblase vor der Finanzkrise 2007/09 bislang die größten Auswirkungen bis in unsere Zeit hatte. Mit billigem Geld wurde der Immobilienmarkt in Japan angeheizt. Die Wertsteigerungen der Immobilien führten zu einer weiteren Kreditaufnahme, um in Aktien zu investieren, die ebenfalls deutlich an Wert gewannen. Beide Blasen schaukelten sich gegenseitig hoch. Auguren sprachen Ende der achtziger Jahre davon, dass Japan die USA bald überholen wird. In Deutschland wurden die Politiker nicht müde zu

---

56 Hyman P. Minsky, *Stabilizing an unstable Economy*, New York 2008, S. 20

57 Ebenda, S. 59

58 Ebenda, S. 70

59 Ebenda, S. 72

60 Ebenda, S. 74

fordern, Japan doch endlich als Vorbild zu nehmen. In der deutschen Automobilindustrie wurden amerikanisch-englische Fachausdrücke durch japanische ersetzt und jeder bewunderte das japanische Modell bis zu dem Tag als zuerst die Aktien- und dann die Immobilienblase platzten. Japan leidet noch heute unter den Spätfolgen der Finanzkrise. Und so, als hätte die Welt von Japan nichts gelernt, entstand in den USA eine Immobilienblase, deren Platzen die Finanzkrise 2007/09 auslöste, eine der größten nach 1929. Diese Finanzkrise weckte wiederum das Interesse an dem 1986 erschienenen Werk von Minsky „Stabilizing an unstable Economy“, obwohl bereits mehrfach die Hypothese der finanziellen Instabilität bestätigt wurde und obwohl Minsky seine grundlegenden Aussagen bereits 1975 in seinem Buch „John Maynard Keynes“ publiziert hatte. Bisher herrschte und herrscht immer noch die Dominanz der Neoklassik bzw. des Monetarismus vor, die diese Probleme entweder auf externe Schocks reduzierte oder schlichtweg ignorierte. Ungleichgewichte hatten demnach nur exogene Ursachen und waren nicht im System selbst inhärent, wie Minsky behauptet. In „Stabilizing“ erweitert Minsky, ausgehend von der fundamentalen Betrachtung über Keynes, seine Theorie der finanziellen Instabilität und schafft dafür den theoretischen Rahmen.

#### 4.4. Der Grundgedanke: Die Risiken der Finanzierung 61

Nachdem Minsky bereits 1975 die GT von Keynes - im Gegensatz zu den Standardinterpretationen - auf ihren ursprünglichen Inhalt untersuchte und das Hauptaugenmerk auf Ungleichgewichte, Unsicherheit und die Finanzierungsbedingungen für Investitionen legte, baute er diese Theorie in seinem 1986 erschienenen Buch „Stabilizing...“ weiter aus und verfeinerte die Betrachtungsweisen.

Er unterscheidet dabei drei unterschiedliche Finanzierungsarten:

1. Hedge Finance
2. Speculative Finance
3. Ponzi-Finance

Zu 1.): Bei dieser Finanzierungsform erwartet der Schuldner höhere Zuflüsse über eine Periode, als er benötigt, um den laufenden Zahlungsverpflichtungen nachzukommen. Folglich können solche Unternehmenseinheiten keine hohe Nachfrage nach Finanzierungsmitteln haben. Banken sind gewöhnliche keine Hedge-Finanzierer.

Zu 2.): Bei der spekulativen Finanzierung erwartet der Kreditnehmer Zuflüsse, welche die Zahlungsverpflichtungen kurzfristig nicht abdecken werden. Über die gesamte Periode der Kreditlaufzeit erwartet der Kreditnehmer jedoch Zuflüsse, welche die laufenden Zahlungsverpflichtungen über die gesamte Laufzeit mehr als abdecken. Ein Hedge-Finanzierer kann zu einem spekulativen Finanzierer werden, wenn die erwarteten Zuflüsse plötzlich geringer ausfallen und vice versa. Minsky bezeichnet Banken als typische spekulative Finanzierer.

Zu 3.): Für den Ponzi-Finanzierer liegen die Finanzierungskosten höher als die zu erwartenden Einnahmen. Ponzi-Einheiten kapitalisieren ihre Zinsverpflichtungen in ihrer Verschuldungsstruktur. Ein spekulativer Finanzierer kann zu einem Ponzi-Finanzierer werden, wenn die Zuflüsse insgesamt nicht mehr ausreichen, um den Zahlungsverpflichtungen nachkommen zu können und vice versa.

Die Stabilität oder Instabilität einer Wirtschaft hängt stark von der Finanzierungsstruktur der einzelnen Unternehmenseinheiten ab. In Zeiten des wirtschaftlichen Aufschwungs werden die Risiken geringer eingeschätzt und die Neigung zu einer erhöhten Kreditaufnahme nimmt zu, wenn damit die Eigenkapitalrendite erhöht oder durch zusätzliche Investitionen in stark expandierenden Märkten zusätzliche Profite erzielt werden können. In der expansiven Phase verschiebt sich daher die Finanzierungsstruktur immer mehr zu spekulativen Finanzierungen. Wenn der Aufschwung nachlässt oder/und die Zinsen steigen,

---

61 Hyman P. Minsky, *Stabilizing an unstable Economy*, New York 2008, S. 230

werden diese spekulativen Finanzierungen plötzlich zu Ponzi-Finanzierungen und die Hedge-Finanzierer finden sich plötzlich als spekulative Finanzierer wieder. Es folgen Kreditausfälle, die aufgrund der gegenseitigen Verflechtungen in der Kreditwirtschaft zu einem Domino-Effekt führen können. Es entsteht eine Finanzkrise, die eine Konjunkturkrise auslöst.

Diese Theorie bildet die Grundlage der Hypothese der finanziellen Instabilität (FIH) nach Minsky.

#### **4.5. Weitere Aspekte der Instabilität jenseits der klassischen Terminologie von Minsky**

Neben diesem grundsätzlichen Schema können - außerhalb der Theorie von Minsky - aber noch zusätzliche Faktoren ausgemacht werden, die insgesamt destabilisierend auf das Gesamtsystem wirken. Die Einführung eines flexiblen Wechselkurssystems und der zunehmende Welthandel haben dazu geführt, dass die Volatilität der Wechselkurse stark zugenommen hat und gerade exportstarke Nationen von den Wechselkurseinflüssen destabilisiert werden können. In diesem Zusammenhang wurden oftmals Forderungen nach einer Tobin-Steuer laut, einer Steuer auf Finanz- und Devisentransaktionen, um die Volatilitäten an den Märkten durch spekulative Einflüsse einzudämmen. Eine Tobin-Steuer von etwa 0,5% auf Finanztransaktionen dürfte zwar den einzelnen Staaten erhebliche Steuereinnahmen einbringen, ein stabilisierender Effekt, z. B. auf Devisenschwankungen, kann jedoch bezweifelt werden. Wenn eine Steuer z. B. von 0,5% eingeführt wird, können Spekulanten immer noch hohe Profite erzielen, wenn auf eine Schwankung von lediglich 1,5% spekuliert wird. Das Problem ist, dass bereits marginale Veränderungen auf den Märkten mittels Derivate zur Erzielung von hohen Gewinnmargen eingesetzt werden können.<sup>62</sup>

Hinzu kommen neue Bilanzierungsrichtlinien, die ihren Ursprung in ihrem Glauben an die Effizienz der Märkte haben. Demnach müssen sowohl Anlagevermögen als auch Forderungen zum Bilanzstichtag zum aktuellen „Marktwert“ (mark-to-market) bewertet werden. In der Finanzkrise 2007/09 hatte dies zum Teil fatale Konsequenzen. Infolge hoher Kreditabschreibungen waren die Banken gezwungen bestimmte Anlageklassen zu verkaufen, um die Anforderungen an eine Mindest-Eigenkapitalquote zu erfüllen. Da aber fast alle Banken von Kreditabschreibungen betroffen waren, mussten diese fast zeitgleich Anlagevermögen teilweise veräußern. Dadurch entstand ein Verkaufsdruck auf den Märkten, sodass die Preise für die Veräußerungserlöse stark rückläufig waren. Da diese Entscheidungen unter Zeitdruck standen, verstärkte sich dieser Prozess. Dies führte zu einer zunehmenden Ertragsschwäche der Banken, sodass auch zu risikoreiche Kreditpositionen aufgelöst werden mussten usw. Da die Bilanzierungsspielräume der Banken durch die neuen Richtlinien stark eingeschränkt waren, verstärkten die Banken selbst noch die Finanzkrise. Die neuen Regeln entsprangen einer Ideologie der „Effizienz der Märkte“ wonach die Marktpreise ständig die „richtigen“ Informationen für die

---

62 Marc Schnyder, Die Hypothese der finanziellen Instabilität von Hyman P. Minsky, Dissertation, Freiburg (CH), 2002, S. 129

Marktteilnehmer liefern würden und somit den Steuerungsprozess effektiver gestalten könnten. Das Gegenteil war der Fall.<sup>63</sup>

Eine weitere Schwachstelle waren die Risikomodelle der Finanzinstitutionen. Im Gegensatz zum keynesianischen Begriff der „Unsicherheit“, nachdem bestimmte Risiken nicht quantifizierbar sind, lieferten die Risikomodelle scheinbar verlässliche Instrumente zur Steuerung der Risiken. Diese Modelle entstammten fast ausschließlich der Schule von Chicago, die nicht nur die Effizienz der freien Märkte für die Makroökonomie postuliert, sondern gleichzeitig auch noch Risikomodelle für die einzelnen Entscheidungsträger in der Mikroökonomie liefert. Dabei konnten empirische Studien bereits die Fehlerhaftigkeit dieser Modelle belegen, z. B. in dem Sinne, dass die angenommenen Normalverteilungskurven für die Wahrscheinlichkeit von Kreditausfällen nicht mit der Realität übereinstimmen<sup>64</sup>. Ein Opfer dieser fehlgeleiteten Annahmen war beispielsweise das Versicherungsunternehmen AIG. Ohne das Rettungspaket der Federal Reserve wäre es wahrscheinlich zu einem Flächenbrand im globalen Finanzsystem gekommen<sup>65</sup>.

Offen bleibt auch die Frage, ob die FIH mit der letzten Finanzkrise überhaupt vereinbar ist. Minsky beschreibt in seiner Theorie, dass der Verschuldungsgrad der Unternehmungen destabilisierend ist. Die Finanzkrise 2007/09 entstand aber durch eine zum Teil staatlich geförderte Spekulation mit Wohnimmobilien. Die Kredite konnten dann noch weiter expandieren, weil die Agenten diese Finanzierungen als verbriefte Forderungen verkaufen konnten. Damit war das klassische Kreditgeschäft, nach dem Risiko und Ertrag eine Einheit bilden, aufgehoben, da die Agenten nur die Provisionen vereinnahmten und das Risiko gleich weitertransferieren konnten. Diese verbrieften Forderungen wurden von Rating-Agenturen (falsch) bewertet. Banken witterten ein Geschäft und konnten diese Papiere außerbilanziell in Zweckgesellschaften platzieren und mit kurzfristigen Krediten finanzieren. Das Schema ist klassisch nach Minsky. Eine spekulative Finanzierung wird infolge geringerer Zuflüsse als erwartet zu einer Ponzi-Finanzierung. Allerdings bezog sich Minsky in seiner Theorie nur auf Finanzierungen der Unternehmen und nicht auf solche komplexen Produkte wie die Subprime Loans. Wenn die FIH auch auf die aktuelle Finanzkrise nicht vollständig angewendet werden kann, so ist sie dennoch ein wertvolles Hilfsmittel, um die Grundmechanismen der Krise verstehen zu können. Zu berücksichtigen dabei ist auch, dass die Kapitalmärkte 1986 noch nicht so weit entwickelt waren, wie zur Jahrtausendwende und dass das Anschwellen „innovativer Finanzprodukte“ in diesem Ausmaß zu dieser Zeit gar nicht vorstellbar war.

## 5. Der Geldmanagerkapitalismus<sup>66</sup>

In seinen späteren Betrachtungen skizzierte Minsky das Bild eines „Geldmanagerkapitalismus“. Danach gewann das Finanzkapital einen immer größeren Einfluss auf die Realsphäre. Fondsmanager üben ein Mandat für die Kapitalanleger in dem Sinne aus, dass sie bestrebt sind, die Rentabilität ihrer

---

63 John Cassidy: *How Markets Fail*, New York, 2009, S. 309-310

64 Benoit B. Mandelbrot / Richard L. Hudson, *Fraktale und Finanzen*, München, 2009, S. 36

65 John Cassidy, *How Markets Fail*, New York, 2009, S. 325-327

66 Randall Wray, *Money manager capitalism and the global finance crisis*; in: *real-world economics review*, issue no. 51, 2009

Beteiligungen immer weiter zu erhöhen. Dies führt zu ständigen Umstrukturierungen von Unternehmensteilen im Sinne einer kurzfristigen Steigerung des „Shareholder-Value“. Analysten und Fondsmanager richten sich nach kurzfristigen Ertragszahlen (quartalsweise Berichterstattung) und üben unmittelbaren Einfluss auf die Unternehmensstrategie und das Management aus, da die Fonds gleichzeitig über Stimmrechte an den Aktiengesellschaften verfügen. Damit sind die Arbeitsplätze immer unsicherer geworden. Der Arbeitsmarkt ist zu einem „Spotmarkt“ geworden, wo Arbeitsleistungen nur noch kurzfristig abgefragt und auch wieder zurückgegeben werden können. Somit ist also nicht nur das Wirtschaftssystem inhärent instabil geworden, auch das gesamte Sozialgefüge unterliegt kurzfristigen Profitbestrebungen. Diese Entwicklung hat auch wieder Rückwirkungen auf das Wirtschaftsleben, denn die jeweils An- oder Abgestellten haben keine finanzielle Sicherheit mehr, das eine langfristige Planung, z. B. für den Erwerb eines Hauses unmöglich macht. Wenn langfristige Planung in einem zunehmend unsicheren Umfeld nicht mehr möglich ist, halten sich die Konsumenten bei größeren Anschaffungen entsprechend zurück. Ein weiteres Merkmal des Geldmanagerkapitalismus ist die Lohn- und Gehaltsentwicklung. Während die durchschnittlichen Löhne und Gehälter mehr oder weniger stagnieren, explodieren die Managergehälter und Einkünfte aus Kapitalvermögen.

Um ein stabileres und sozial gerechteres Wirtschaftssystem zu schaffen, entwickelte Minsky eine Reformagenda.

## **6. Die Reformagenda<sup>67</sup>**

### **6.1. Big Government<sup>68</sup>**

Für den amerikanischen Ausdruck „Big Government“ gibt es keine rechte deutsche Übersetzung. Dies liegt u. a. daran, dass „Big Government“ eine Politik beschreibt, die in Europa zur normalen Politik gehört. In den USA gibt es dagegen eine politisch starke Strömung, welche die „freien Märkte“ als Maxime fordert. Der Staat sollte sich so weit wie möglich aus dem Wirtschaftsgeschehen heraushalten, da er die effizienteren Marktprozesse nur stören würde (Nachtwächterstaat). So ist es daher auch nicht verwunderlich, dass Barack Obama eine Gesundheitsreform nur unter erheblichen Zugeständnissen durchsetzen konnte, wonach sich jeder Arbeitnehmer gegen Krankheit versichern kann und muss. Voraussetzung ist dafür allerdings ein Arbeitsplatz, den viele US-Bürger nicht mehr haben und auch so schnell nicht mehr erhalten können. Seit der Finanzkrise funktionieren die liberalisierten Arbeitsmärkte nicht mehr in dem Sinne, dass es für einen Arbeitslosen leicht ist, eine neue Stelle zu finden. Die Langzeitarbeitslosigkeit ist in den USA ein völlig neues Phänomen geworden.<sup>69</sup>

#### **6.1.1. Steuern**

Minsky fordert eine umfassende Steuerreform, räumt aber ein, dass dies bei der gegenwärtigen Ausgabenpolitik des Staates, der einen Großteil für Militärausgaben

---

67 Hyman P. Minsky, *Stabilizing an unstable Economy*, New York 2008, S. 327

68 Ebenda: S. 330 f. f.

69 Ebenda. S. 339 f. f.

verwendet, schwierig ist. Eine Grundforderung ist, dass eine Steuer auf Unternehmensgewinne integriert sein müsste mit den Abgaben, die für die soziale Sicherung notwendig sind. Eine Erhöhung der Mehrwertsteuer lehnt Minsky ab, da diese inflationär wirken kann. Stattdessen sollte eine progressive Einkommenssteuer eingeführt werden. Ebenso sollte es nicht möglich sein, dass Ausgaben für Zins und Tilgung eines Kredites die Steuerlast eines Unternehmens vermindern, weil sonst eine zu hohe Schuldenaufnahme steuerlich gefördert wird.<sup>70</sup>

### **6.1.2. Arbeitsmarktpolitik**

Die Arbeitsmarktpolitik sollte so gestaltet sein, dass Vollbeschäftigung erzielt wird. Da aber ein Vollbeschäftigungsgleichgewicht nur temporär erreicht werden kann, schafft Minsky analog zum „lender-of-last-resort“ ein „employment-of-last-resort“ (ELR). Das grundlegende Problem sieht Minsky darin, dass es schwierig ist, ein Regime zu entwickeln, das nicht zur Instabilität, Inflation und Arbeitslosigkeit führt. Es sollten daher Arbeitsplätze zu einem Minimaleinkommen geschaffen werden, die nicht von lang- oder kurzfristigen Gewinnerwartungen von Unternehmen geleitet sind. Eine Institutionalisierung der Arbeitslosigkeit über die Zahlung von Transfereinkommen ohne Arbeitsmöglichkeit lehnt Minsky ab, da diese Zahlungen inflationär wirken können. Einem Einkommen steht kein werthaltiges Äquivalent gegenüber, das nur über Arbeit geschaffen werden kann<sup>71</sup>.

---

70 Ebenda. S. 334 f. f.

71 Hyman P. Minsky, *Stabilizing an unstable Economy*, New York 2008, S.348



### 6.1.3. Finanzreformen

Die von Minsky vorgeschlagenen Finanzreformen sind sehr schemenhaft und beziehen sich lediglich auf das US-Finanzsystem. Bzgl. der Geschäftsbanken zieht Minsky eine Bankenlandschaft mit dem Schwerpunkt mittelgroßer Unternehmen vor. Die Banken sollten so strukturiert sein, dass ihr Mindesteigenkapital bei 5% beträgt. Er sagt jedoch nichts darüber aus, welche Bestandteile zum Eigenkapital hinzugezogen werden dürfen und welche nicht. Die von Minsky formulierten Forderungen an die Geschäftsbanken können bestenfalls als eine Diskussionsgrundlage gewertet werden. Eine empirisch-wissenschaftliche Auswertung dieser Anforderungen erfolgt in seinem Werk „Stabilizing...“ nicht und dürften eher auf der Grundlage von Erfahrungen beruhen, die er als Berater einer Bank gesammelt hatte. Die Reformbemühungen hinsichtlich der Politik der Zentralbanken sind dagegen schon etwas konkreter. Sie beziehen sich jedoch ebenfalls nur auf das System des US-amerikanischen Federal Reserve Systems. So kritisiert Minsky beispielsweise die Aufteilung der Fed in zwölf regionale Bezirke. Nach seiner Meinung reiche eine Zentrale (New York) völlig aus. Die Notenbankpolitik sollte nicht nur auf die Bekämpfung der Inflation und der Regulierung der Geldmenge beschränkt bleiben, sie sollte auch Einfluss nehmen auf die Wachstumsrate der Bilanzsummen - die begrenzt bleiben sollte – der Kreditvergabepolitik (Hedge-Finanzierungen) und über weitgehende Befugnisse bei der Kontrolle und Überwachung des Bankensystems verfügen. Die Kontrollmöglichkeiten sollten über das reine Bankensystem auch auf andere Finanzinstitutionen ausgedehnt werden. Zudem sollten Liquiditätsstörungen durch einen weiten Zugang zum Zentralbankgeld ermöglicht werden. Ebenfalls sollte die Zentralbank die Möglichkeit erhalten Staatsanleihen zu erwerben, um die Finanzierung des Staatshaushaltes sicherstellen zu können.<sup>72</sup>

Einige Forderungen von Minsky sind im Laufe der Finanzkrise bereits umgesetzt worden. Dies geschah aber nicht im Rahmen einer langfristigen ordnungspolitischen Planung, sondern entstand aus dem Druck der Geschehnisse in der Finanzkrise, die keine anderen Handlungsspielräume mehr offen ließ.

## 7. Modern Money Economics (Functional Finance)

Hierbei handelt es sich um eine Fortentwicklung der Geldtheorie abgeleitet aus der FIH von Minsky, die in erster Linie von *Randall Wray*<sup>73</sup> von der University of Missouri Kansas City ausgehend von der Functional Finance Theorie nach Lerner<sup>74</sup> entwickelt worden ist. Die Modern Money Economics (MME) geht von der Grundüberlegung aus, dass ein souveräner Staat mit einem eigenen Währungssystem nie bankrottgehen kann, weil der Staat sich in der Währung verschulden kann, die er selbst ausgibt. Die in der heutigen Politik formulierten Obergrenzen für eine Staatsverschuldung, beispielsweise Staatsverschuldung/BIP, stellen Stellgrößen dar, die willkürlich festgelegt sind und sich aus den Grundgedanken des Goldstandards ableiten. Diese Begrenzungen sind willkürlich und fiktiv. Nach Minsky

---

72 Hyman P. Minsky, *Stabilizing an unstable Economy*, New York 2008, S. 349 f. f.

73 Randall Wray, *Understanding Modern Money*, Annandale on Hudson, 1998.

74 Ebenda: S. 18

kann jeder Geld ausgeben, die Schwierigkeit bestehe nur darin, dass dieses Zahlungsmittel auch allgemein akzeptiert wird. Ein wichtiges Merkmal von Geld ist daher nach der MME, ob damit Steuern beglichen werden können.<sup>75</sup> *Randall Wray* behauptet nicht, dass eine Ausweitung der Geldmenge keinen Einfluss auf den Außenwert der Währung haben kann bzw. dass diese nicht inflationär sein kann. Die Frage ist nur, wie sich eine Steigerung der Geldmenge tatsächlich auf Preise und Löhne auswirken wird und welche Rückwirkungen dies auch auf den Außenwert der Währung haben wird.<sup>76</sup>

Eine weitere Überlegung besagt, dass in Abschwungphasen die Geldmenge erweitert und der Zugang zu Zentralbankgeld erleichtert werden sollte, die Zinsen also möglichst niedrig gehalten werden sollten. Zudem sollten die Steuern, insbesondere diejenigen, welche die Kaufkraft stark beeinflussen, gesenkt werden. Die zunehmende Zahl der Arbeitslosen sollte in einem ELR-Programm aufgefangen werden. Wenn sich die Wirtschaft dann stabilisiert hat und wieder ein Aufschwung einsetzt, sollte die Geldmenge wieder reduziert und die Steuern erhöht werden, um spekulative Übertreibungen zu vermeiden.

Die von *Wray* vorgeschlagene Politik ist in etwa das Gegenteil der aktuellen Austeritätspolitik in Ländern wie Spanien, Portugal, Irland oder Griechenland. Die Kaufkraft wird durch Kürzungen der Beamtenegehälter herabgesetzt, wichtige Investitionen wie z. B. in Infrastrukturmaßnahmen werden gekürzt oder ganz ausgesetzt. Zudem werden noch die Steuern erhöht, wie z. B. die Mehrwertsteuer, was einen zusätzlichen Kaufkraftverlust herbeiführt. Die Austeritätspolitik ist damit kontraktiv, um nicht zu sagen kontraproduktiv, da sie die rezessiven Tendenzen einer Volkswirtschaft noch verschärft. Grundlage dieses Handelns ist eine Idee, die aus dem Goldstandard (Schuldenbegrenzung) abgeleitet ist und den Fokus auf die Konsolidierung der Staatsverschuldung setzt. Es ist der Glaube, dass nur ein ausgeglichener Staatshaushalt die Grundlage für einen Aufschwung bildet. In der Praxis dürfte wahrscheinlich eher das Gegenteil eintreten: Eine Erhöhung der Steuern, Kürzung der Beamtenegehälter, eine Erhöhung der Mehrwertsteuer bei gleichzeitiger Senkung der Staatsausgaben und -investitionen dürfte eher zu einer weiteren Kontraktion oder bestenfalls Stagnation der Wirtschaft und zu weiteren Steuerausfällen führen.

Problematisch an der Geldtheorie von *Wray* ist dagegen, dass diese sehr stark auf US-Verhältnisse ausgelegt ist. Alle wichtigen Rohstoffe werden in Dollar konvertiert und diese Währung dürfte aufgrund der Dominanz der US-Wirtschaft weiterhin eine Leitwährung bleiben, da es sonst nur wenige Alternativen im ausreichenden Volumen gibt. Wenn sich der Außenwert des Dollars verringert, ziehen die USA daraus einen Exportvorteil und erschweren es anderen Ländern in die USA zu exportieren. Da insbesondere die Euro-Länder eine zu starke Abwertung des Dollars nicht hinnehmen werden, entsteht ein Abwertungswettlauf, sodass in der relativen Bewegung bestenfalls ein etwa gleichbleibendes Austauschverhältnis bleibt. Auch ein Währungskrieg kann nicht ausgeschlossen werden.

---

75 *Randall Wray*, *Understanding Modern Money*, Annandale on Hudson, 1998, S. 18

76 *Ebenda*, S. 34 u. S. 159-160

Der Euro ist keine Währung eines souveränen Staates. Die souveränen Staaten der EU haben ihre eigene Wahrungshoheit an eine Behörde abgegeben, können sich also nicht mehr in eigener Währung verschulden. Die gegenwärtigen Ungleichgewichte in der Eurozone resultieren u. a. aus dem Umstand, dass diese Länder keine gemeinsame Fiskalpolitik praktizieren. Eine Währungsunion ohne gemeinsame Fiskalpolitik dürfte langfristig zum Scheitern verurteilt sein. Sie ermöglicht unter den gegenwärtigen Prämissen daher auch keine Währungspolitik, wie sie der MME vorschwebt<sup>77</sup>.

---

77 Randall Wray, *Understanding Modern Money*, Annandale on Hudson, 1998, S. 168

## 8. Resümee

Die Frage, ob die aktuelle Finanzkrise mit der FIH von Minsky erklärt werden kann, ist weder mit einem klaren „Ja“ noch mit einem klaren „Nein“ zu beantworten.

Bezüglich der Fragilität der Finanzstrukturen hat Minsky sicherlich recht behalten. Seine Argumentation bezieht sich aber nur auf den Verschuldungsgrad von Unternehmen. Die Finanzkrise 2007/09 hatte ihre Ursache in der Subprime Loan-Krise und weniger in der Überschuldung einzelner Produktionsunternehmen.

Allerdings zeigte sich auch in diesem Szenario wie aus einer ex-ante Hedge-Finanzierung eine ex-post Ponzi-Finanzierung entstand. Infolge liberalisierter Finanzmärkte konnten diese (uneinbringlichen) Forderungen veräußert und gehandelt werden. Banken wurden zu Ponzi-Finanzierern, indem sie vermeintlich sichere Finanzanlagen mit einem AAA-Rating kurzfristig finanzierten.

Hier ergibt sich jedoch schon das erste methodische Problem. Die drei Finanzierungsarten, die Minsky beschreibt, werden ex-ante getroffen. D. h., im Falle der Subprime Loan Krise waren sich die Banken in den meisten Fällen wohl sehr sicher, dass sie Hedge-Finanzierungen eingehen, da diese verbrieften Forderungen höchste Bonitätsnoten von den Rating-Agenturen erhalten hatten.

Das methodische Problem besteht darin, dass eine ex-ante Hedge-Finanzierung sich ex-post als eine Ponzi-Finanzierung entpuppen kann. Hier kommt die von Keynes beschriebene Unsicherheit bei Investitionsentscheidungen ins Spiel und offensichtlich sind auch Institutionen wie die Rating-Agenturen nicht immer in der Lage das tatsächliche Risiko abschätzen zu können.

Wenn Finanzmärkte stabilisiert werden sollen, d. h. im Sinne von Minsky nur noch Hedge-Finanzierungen getätigt werden, bleibt die Frage offen, welche Institutionen mit welchen Methoden das von Keynes beschriebene Moment der „Unsicherheit“ begrenzen können.

Minsky beschreibt die Periode der Nachkriegszeit bis 1966 als eine relativ stabile Phase der ökonomischen Entwicklung bis zur ersten Finanzkrise, die von Banken ausgelöst wurde, weil diese begannen, von der Hedge-Finanzierung auf die spekulative Finanzierung umzuschalten. Die Analyse ist aber nur deskriptiv und betreibt keine Ursachenforschung. Wahrscheinlich liegen die Ursachen aber nicht in einer zunehmenden Gier der Bankiers, sondern in einem Verfall der Margen im Kreditgeschäft, welche die Banken dazu zwangen, riskantere Wege zu beschreiten.

In der Nachkriegszeit waren die Produktionskapazitäten in Europa und Japan größtenteils zerstört. Die USA waren in diesem Zeitraum das einzige Land der Erde, das über ausreichende Produktionskapazitäten verfügte, um die vom Krieg geschwächten Länder mit Industriegütern zu versorgen. Es bestand also eine Knappheit von Kapitalgütern, wie sie Keynes beschrieben hatte. Diese Knappheit ermöglichte die Erzielung relativ hoher Profite. Nachdem die vom Krieg zerstörten Länder ihre eigenen Produktionskapazitäten im Laufe der nächsten zwei Dekaden

wiederherstellen konnten, war das Realkapital nicht mehr so knapp wie kurz nach dem 2. Weltkrieg. Folglich mussten also auch die Gewinnmargen der Unternehmen und Banken sinken, sodass ein Ausgleich dieser sinkenden Margen wahrscheinlich nur durch die Übernahme größerer Risiken erzielbar war. Dies wäre eine mögliche Erklärung für die eigentlichen Ursachen der Finanzkrise. Minsky bemängelt zwar an Keynes, dass er keine Konjunkturtheorie entwickelt hat, er selbst bleibt aber auch eine Konjunkturtheorie schuldig und antizipiert in seinen Überlegungen lediglich einen zyklischen Konjunkturverlauf.

Die Immobilienkrise in den USA hatte ihren eigentlichen Ursprung in der Implementierung des „Washington Consensus“ Anfang 1980. Die Liberalisierung der Märkte, das Zurückdrängen der Gewerkschaften und später dann die Verlagerung arbeitsintensiver Produktion in Billiglohnländer wie China, hatten zur Folge, dass das BIP in vielen Volkswirtschaften zwar kräftig zulegen konnte, die Bedeutung der Finanzwirtschaft ebenfalls deutlich zunahm und die Managergehälter sowie die Einkommen aus Vermögenswerten explodierten, die durchschnittlichen Gehälter und Löhne jedoch stagnierten und die Mittelschicht zurückgedrängt wurde. Es gab keinen „Trickle down-Effekt“<sup>78</sup>, wie es sich die Verfechter der freien Märkte vorstellten, vielmehr blieb es nur eine vage Vorstellung. In Wirklichkeit wurden die Einkommensunterschiede immer größer. Um den „American Dream“ aufrechtzuerhalten, gab man den Mittel- und Unterschichten mit staatlich geförderten Hilfen die Möglichkeit, sich ein Eigenheim zu finanzieren. Dies löste einen Boom bei den Eigenheimimmobilien aus, der zu noch mehr Kreditaufnahmen verleitete, um einen steigenden Konsum zu finanzieren. Es stiegen also nicht die Realeinkommen, sondern die durch Kredite finanzierten Ausgabensteigerungen. Die „Sicherheit“ der Kredite resultierte aus der Fiktion, dass bei steigenden Immobilienpreisen der Wert jederzeit realisiert werden könnte. Dies funktioniert jedoch nur so lange, wie genügend Käufer den Verkäufern gegenüberstehen. Es war also abzusehen, dass diese Kreditblase irgendwann platzen würde, da es sich hierbei auch nur um ein Ponzi-Schema handeln konnte.

Minsky ist diese Entwicklung sicherlich nicht verschlossen geblieben und in seinen letzten Lebensjahren kritisierte er scharf den sogenannten „Geldmanagerkapitalismus“. Auch die Stagnation bei Löhnen und Gehältern war eine Entwicklung, die Minsky als überzeugter Keynesianer nicht gutheißen konnte.

Der eigentliche Verdienst von Minsky ist, dass er die fundamentalen Einsichten von Keynes hervorgehoben hatte. Sonst wären diese wohl im allgemeinen Mainstream untergegangen. Minsky zweifelte zudem immer die Effizienz der Märkte an, wie sie von der Neoklassik dogmatisch dargestellt wird.<sup>79</sup> Die Finanzkrise dürfte wohl keinen deutlicheren Hinweis darauf gegeben haben, dass die Märkte nicht effizient und selbstregulierend sind. Hätten die Notenbanken im Finale der Finanzkrise nicht interveniert, wäre das globale Wirtschaftssystem in sich zusammengebrochen. Außerdem kann Minsky wohl zugutegehalten werden, dass eine derart dynamische und destruktive Tendenz der „freien Märkte“ 1986 noch nicht vorstellbar war.

---

78 <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/trickle-down-effekte.html>

79 siehe auch: Andrei Shleifer, *Inefficient Markets*, Oxford, 2000

Oft wird die grenzenlose Gier der Bankiers als Grund für die Krise genannt. Diese Betrachtung ist jedoch zu kurz gegriffen. Die „Gier“ ist eine systemimmanente Größe im „Spiel der freien Kräfte“, sie ist endogen im System angelegt, wie die Unruh in einer mechanischen Uhr. Ein Abweichen vom Prinzip der Profitmaximierung hat auf lange Sicht ein Ausscheiden des Unternehmens aus den Marktverhältnissen zur Folge.

Der größte Verdienst von Minsky ist, dass er die Instabilität des Gesamtsystems als endogene Größe erkannt hat und dass Reformen nötig sind, um ein stabileres System zu ermöglichen.

Im Sinne der Machterhaltung der herrschenden Eliten dürfte dieser Weg aber nicht einfach zu beschreiten sein. Die aktuellen Finanzstrukturen sind von Informationsdefiziten gekennzeichnet. Niemand weiß genau, wie die Verschuldungsstrukturen im Einzelnen gestaltet sind. Die Ironie der Geschichte besteht u. a. darin, dass z. B. die Fed nicht bereit ist, die Zahlen zu veröffentlichen, an wen die gezahlten Hilfgelder in der Finanzkrise in welcher Höhe geflossen sind. Eine Publikation würde die Märkte nur überflüssigerweise verunsichern, so lautet die offizielle Begründung der Fed.<sup>80</sup>

Während die Märkte in der Neoklassik als effizient beschrieben werden, da sie alle Informationen der Marktteilnehmer beinhalten, begründet die Fed die Stabilisierung der Märkte mit ihrer Nicht-Information.

Es ist aufgrund mangelnder Informationen nicht klar, ob das globale Finanzsystem nur noch durch den Zufluss öffentlicher Gelder stabilisiert werden kann, oder ob es bereits soweit saniert worden ist, dass eine globale konjunkturelle Erholung das Gesamtsystem noch einmal retten kann.

Der Beitrag der heutigen Ökonomen zur Lösung der Finanzkrise ist gering. Das Bild unterscheidet sich kaum von den Beiträgen der Ökonomen zur Zeit der Großen Depression 1929.

Eine Posse ist, dass die meisten renommierten Ökonomen nur Teilphänomene des Gesamtsystems aufgreifen und diese zu einem fundamentalen Problem der Volkswirtschaften hochstilisieren. Dies sind z. B. die zu hohen Exportüberschüsse von Deutschland oder China, oder die Tatsache, dass die Fed und die EZB die Märkte mit Liquidität überschwemmen, oder es sind die Währungsungleichgewichte im globalen Finanzsystem. Die Frage aber, ob das Finanz- und Wirtschaftssystem insgesamt nicht mehr stimmig ist, wird außen vor gelassen. Sie gleichen einem Ärzteteam von Spezialisten, die einen todkranken Patienten vor sich sehen. Der Kardiologe stellt einen ungleichen Herzrhythmus und einen schwankenden Blutdruck fest, der Onkologe entdeckt Tumore unterschiedlicher Ausprägungen an verschiedenen Organen, der Phlebologe diagnostiziert krankhafte Veränderungen der Venen, der Augenarzt erkennt eine auffällige Veränderung des Augenhintergrundes und der Neurologe diagnostiziert eine Neuropathie. Jeder Spezialist hat natürlich auch die erfolgversprechenden Behandlungsmethoden parat.

---

80 [http://www.house.gov/list/speech/tx14\\_paul/AudittheFedBill.shtml](http://www.house.gov/list/speech/tx14_paul/AudittheFedBill.shtml)

Die Tatsache aber, dass der Patient unter der Immunschwächekrankheit AIDS im Endstadium leidet und unrettbar verloren ist, kommt diesem Ärzteteam nicht in den Sinn.

Wir wissen nicht, wie es um den Patienten „Weltwirtschaft“ genau steht, ein Sachverhalt dürfte sicher sein: Wenn der Umkehrpunkt bereits überschritten ist und es langfristig keine Rettung mehr für das globale Finanzsystem geben sollte, haben die gegenwärtigen Regierungen keinen Plan „B“.

## 9 Literaturverzeichnis

- Cassidy, John: How Markets Fail, New York, 2009
- Keynes, John Maynard: The General Theory of Employment, Interest and Money, Breinigsville, 2010
- Mandelbrot, Benoit B./  
Hudson, Richard L.: Fraktale und Finanzen, München, 2009
- Minsky, Hyman: Stabilizing an unstable Economy, New York, 2008
- Ebenda: John Maynard Keynes, Marburg, 2007
- Ebenda: Can "IT" happen again?, New York, 1982
- Schnyder, Marc: Die Hypothese der finanziellen Instabilität von Hyman P. Minsky, Dissertation, Freiburg (CH), 2002
- Shleifer, Andrei: Inefficient Markets, Oxford, 2000
- Skidelsky, Robert: Die Rückkehr des Meisters, München, 2010
- Whalen, Charles J.: Economy for the 21<sup>st</sup> Century, New York, 1996
- Wray, Randall: Understanding Modern Money, Cheltenham, 2003



## **Kann die Wirtschafts- und Finanzkrise mit der Marxschen Theorie erklärt werden?**

von Alfred Müller

### **I. Vergangene Finanz- und Wirtschaftskrisen**

Regelmäßig wiederkehrende Wirtschaftskrisen gibt es seit ca. 200 Jahren. Sie entstanden mit der Industrialisierung der kapitalistischen Produktionsweise, haben eine unterschiedliche Stärke und erschüttern seitdem alle 7 – 11 Jahre die kapitalistische Marktwirtschaft (vgl. Müller 2009).

Karl Marx war der Entdecker der periodischen mittleren Wirtschaftskrisen. Er lebte von 1818 – 1883 und untersuchte, vorwiegend auf England bezogen, in diesem Zeitabschnitt die 25er, die 36er, die 47er, die 57er, die 66er, die 73er und die 82er Handelskrisen. Er kam zu folgenden Ergebnissen:

1. Kapitalistisch industrielle Wirtschaftssysteme führen zwangsläufig zu regelmäßig wiederkehrenden Wirtschaftskrisen.
2. Die einzelnen Wirtschaftskrisen sind in ihren Ursachen, ihrer Verlaufsform und in ihren Grundfolgen gleich.
3. Jede historische Krise hat ihre Besonderheiten.
4. Die Handelskrisen führen nicht zum Zusammenbruch der Wirtschaft oder zu einer lang anhaltenden Stagnation. Sie werden von einer Wirtschaftserholung abgelöst.
5. Krisen sind einerseits Reinigungskrisen, da sie die notwendigen Verwertungsbedingungen wieder herstellen, sie sind aber zugleich die Schalthebel für neue Wirtschaftskrisen.
6. Ein Zyklus von Wirtschaftsab- und aufschwung besteht aus vier Phasen.
7. Der Gesamtzyklus hat eine mittlere Länge von 7 – 11 Jahren.
8. Zyklische Wirtschaftskrisen werden von Finanzkrisen begleitet.
9. Wirtschaftskrisen entstehen national und beeinflussen je nach dem internationalen Vernetzungsgrad die Konjunkturentwicklungen in anderen Ländern.

In Bezug auf den Entdecker Marx nenne ich diese mittleren Krisenzyklen die Marx – Zyklen.

Schumpeter bezeichnete die mittleren Krisen nach dem französischen Ökonomen Clement Juglar als Juglar-Krisen, weil nach ihm angeblich Juglar „den Zyklus von etwa zehnjähriger Dauer entdeckt hatte“ (Schumpeter 1965, S. 1364). Diese Auffassung ist in der Wissenschaft zu revidieren, da Marx zeitlich vor Juglar den „10 Jahres Zyklus“ entdeckte.

Finanzkrisen treten nach Marx (vgl. MEW 23, S.152, Fn. 99) als Begleiterscheinung der zyklischen Wirtschaftskrisen oder selbständig als besondere historische Krisenformen auf. In ihrer selbständigen Form sind sie älter als die zyklischen Finanzkrisen und existieren schon seit über 700 Jahren (vgl. Reinhart/Rogoff).

Finanzkrisen werden durch Zahlungsausfälle ausgelöst und sind nach Marx die Folgen von marktbedingten Preis-, Kurs-, Profitschwankungen und den damit einhergehenden Spekulationsblasen und -zusammenbrüchen. Selbständige Finanzkrisen sind so alt wie die Finanzmärkte selbst<sup>1</sup>. Sie entstehen in der Hoffnung auf raschen Reichtum und entwickeln sich als aufgebaute Schwindelperioden mit monetären Scheinblüten und anschließenden Zusammenbrüchen.

Historische Finanzkrisen vor Marx waren u.a. (vgl. Braunberger und Bell, Brooks, Moore)

- a. die Kreditkrise von 1294,
- b. die Tulpenzwiebelkrise 1637 in Holland,
- c. die Aktienbörsenkrisen 1720/21 in Frankreich und England und
- d. die Währungskrise 1789 in Frankreich.

Marx beobachtete und analysierte im 19. Jahrhundert (im Zusammenhang mit den Konjunkturzyklen) die

- a. 17er und die 25er Bankenkrise,
- b. die 36er Banken- und Börsenkrise,
- c. die 39er Geldkrise,
- d. die 47/48er englische Börsenkrise (Spekulation mit Eisenbahnaktien)(MEW 25/S.421ff),
- e. die 56/57er Finanzkrise in den Finanzzentren Europas und Amerikas (MEW 12/49ff,80ff),
- f. die 67er französische Börsenkrise mit der Insolvenz der französischen Kreditbank Credit Mobilier<sup>2</sup> und die
- g. 73er Finanzpanik.

Er gelangte dabei zu folgenden Erkenntnissen:

1. Finanzkrisen existieren in „allen Ländern kapitalistischer Produktion“(MEW 25/486).
2. Sie treten auf den Kredit-, Währungs- und den Wertpapiermärkten<sup>3</sup> auf.
3. In den Zeiten der Finanzkrise werden die Finanzpapiere „massenhaft auf den Markt geworfen, um sie in Geld zu realisieren“ (MEW 25/485), wodurch ihre Preise fallen und sie entwertet werden. Nach der Finanzkrise „steigen diese Papiere wieder auf ihre frühere Höhe“(MEW 25/586).
4. Finanzkrisen äußern sich in Kurzstürzen, Kreditausfällen, Kreditengpässen, rückläufigen Kreditsicherheiten, Bankpleiten, fehlenden Zahlungsmitteln, Marktwert- und Vermögensverlusten, Geldpaniken, Wechselkursschwankungen, Staatsverschuldungen (vgl. MEW 29, S.117ff,222ff).

5. Es gibt zwei Formen von Finanzkrisen
  - a. Finanzkrisen als Begleiterscheinungen der zyklischen Wirtschaftskrisen und
  - b. die selbständigen Finanzkrisen (vgl. MEW 12/541; MEW 25/500).
6. Selbständige Finanzkrisen können, müssen aber nicht die Realwirtschaft beeinflussen.
7. Die Finanzmarktinstrumente unterliegen einem ständigen Wandel.
8. Neue Finanzmarktinstrumente werden geschaffen, um die Wettbewerbsposition der Finanzkapitale zu sichern und auszubauen.
9. Mit der Einführung neuer Finanzmarktinstrumente ändern sich auch die Finanzkrisen:  
Die Finanzkrisen der Handelskrisen 1817, 1825, 1836 und 1847/48 bezogen sich primär auf die jeweilige Branche. Mit dem Credit Mobilier<sup>2</sup> breiteten sich die Finanzspekulation und der Schwindel branchenübergreifend aus (vgl. MEW 12/ 49).
10. Die Ausdehnung des Kreditsystems führt zur Ausdehnung der Finanzkrisen (vgl. MEW 25/457).
11. Das Ausmaß der einzelnen Finanzkrisen ist unterschiedlich:  
Die Finanzkrisen 1847 und 1857 waren heftiger und vernichtender als je zuvor (vgl. MEW 12/540).
12. Mit der Internationalisierung steigt die globale Verflechtung der Finanzkrisen (vgl. MEW 25/508 ff, MEW 29, S.236ff, MEW 12/339ff).
13. Dem zinstragenden Kapital ist die Gewinnherkunft nicht zu entnehmen. Es ist „die Mutter aller verrückten Formen“(MEW 25/483).
14. Bei ihm geht der „Zusammenhang mit dem wirklichen Verwertungsprozeß des Kapitals (...) bis auf die letzte Spur verloren“(MEW 25/404) und es entsteht die „Vorstellung vom Kapital als einem sich durch sich selbst verwertenden Automaten“(MEW 25/404).
15. Finanzmarktpapiere stellen „in der Tat nichts vor als akkumulierte Ansprüche, Rechtstitel, auf künftige Produktion“ (MEW 25/486).
16. Die selbstständige Bewegung der Papiere und Derivate verstärkt den Anschein, dass es sich dabei um wirkliches Kapital<sup>4</sup> handelt, „neben dem Kapital oder dem Anspruch, worauf sie möglicherweise Titel sind“ (MEW 25/485).
17. Zyklische Finanzkrisen sind „Perioden allgemeiner Selbsttäuschung, der Überspekulation und des fiktiven Kredits“(MEW 12/571).
18. Die Kapitalisten rufen in jeder Krise nach staatlichen Rettungsmaßnahmen, um ihr „Recht auf Profit“ (MEW 29/23) zu verteidigen.
19. Um ihre Finanzverluste abzuwehren, verlangen sie von der Regierung die Verluste zu übernehmen und das Vermögen der gesamten Gesellschaft, welches die Regierung vertritt, zur Verlustabdeckung einzusetzen (vgl. MEW 12/360).
20. Ebenfalls versuchen die Zentralbanken in jeder Finanzkrise mit geldpolitischen Maßnahmen die Finanzwelt zu retten (vgl. MEW 12/540, MEW 29, S.237ff).

21. Dabei kann „das ganze künstliche System [...] nicht dadurch kuriert werden“, dass die Zentralbank „allen Schwindlern das fehlende Kapital gibt“ (MEW 25/507).

Diese Ergebnisse sind historisch gültig geblieben und auch heute wesentliche Bestimmungsfaktoren der Finanzkrisen.

## II. Die gegenwärtige Finanz- und Wirtschaftskrise

Wenn wir bei der Betrachtung der **zyklischen Wirtschaftskrisen** die Gegenwart auf den Zeitraum der Nachkriegszeit beziehen, sehen wir an der folgenden Übersicht, dass

- a. trotz realer Veränderungen und vieler staatlicher Regulierungsmaßnahmen die periodischen Wirtschaftskrisen nicht verschwunden sind, und
- b. dass die Länge der Konjunkturzyklen nahezu konstant geblieben ist.

Dies belegt: Marx Konjunkturerkenntnisse, die er vor rund 150 Jahren gewonnen hat, sind ebenfalls heute hoch aktuell.

Dies war und ist zu erwarten, da sich die kapitalistischen Systembedingungen und mit ihr die konjunkturellen Ursachen nicht geändert haben.

Die kapitalistische industrielle Produktionsweise enthält endogene Instabilitäten, die periodisch einen Zusammenbruch der Wirtschaft auslösen: trotz aller staatlichen Stabilisierungsmaßnahmen.

Der mittlere Konjunkturzyklus wurde von neoklassischen Ökonomen schon häufig für tot erklärt. Sie haben sich geirrt. Zu Marx Zeiten waren es die Vertreter des Freihandels, die meinten, Wirtschaftskrisen würden mit dem Freihandel verschwinden. Jedoch schreibt Marx, hat der Krisenausbruch „sofort jene seichten Freihändler zum Schweigen gebracht, die seit Jahren unaufhörlich gepredigt hatten, nach der Aufhebung der Korngesetze wären überfüllte Märkte unmöglich“ (MEW 11/101).

Zyklische Wirtschaftskrisen prägen die Bewegungsdynamik des industriellen kapitalistischen Wirtschaftssystems und sind nach Marx eine wesentliche Grundlage für dessen Überwindung (vgl. MEW 21/221).

Sollten die Zyklenlängen auch in der Zukunft anhalten, dann ist der 2010 und 2011 gefeierte Aufschwung in Deutschland nicht von langer Dauer.<sup>5</sup>

Die letzte Konjunkturkrise fand in Deutschland im Jahr 2003 statt. Bei einer Zyklenlänge von 7 – 11 Jahren könnte die nächste Wirtschaftskrise 2010 bis 2013 ausbrechen und dann wiederum schwere wirtschaftliche und soziale Erschütterungen auslösen.

Die jüngste globale Wirtschaftskrise war die Folge einer US-Immobilien-Kreditkrise 2007/08 und nicht das Ergebnis der konjunkturellen Entwicklung. Sie wurde durch fallende Immobilienpreise und durch Zahlungsausfälle am US-amerikanischen Markt

für Hypothekarkredite mit geringer Bonität (subprime mortgages) ausgelöst. Eine

### Marx - Konjunkturzyklen in Deutschland

- 1840 bis 2010 -

Zyklus	Dauer
1843 – 1851	9 Jahre
1852 - 1861	10 Jahre
1862 - 1868	7 Jahre
1869 - 1879	11 Jahre
1880 - 1887	8 Jahre
1888 - 1894	7 Jahre
1895 - 1902	8 Jahre
1903 - 1909	7 Jahre
1910 - 1923	14 Jahre (Zwischenzeit 1. Weltkrieg)
1924 - 1932	9 Jahre
	<b>2. Weltkrieg</b>
1945 – 1958	1. Nachkriegszyklus
1959 - 1967	9 Jahre (2. Nachkriegszyklus)
1968 - 1975	8 Jahre (3. Nachkriegszyklus)
1976 - 1982	7 Jahre (4. Nachkriegszyklus)
1983 – 1993	11 Jahre (5. Nachkriegszyklus)
1994 – 2002	9 Jahre (6. Nachkriegszyklus)
2003 - 2010	7 Jahre (7. Nachkriegszyklus)

Quelle: - Spiethoff, Arthur: Die wirtschaftlichen Wechsellagen (Mohr/Siebeck u. Polygraphischer Verlag) 1955, S. 145 – 147

- Henning, F.W.: Das industrialisierte Deutschland 1914 bis 1972, UTB Schöningh 1974, S.104

- Statistisches Bundesamt

- Eigene Darstellung

sektoral und regional begrenzte Ausfallkrise bei Eigenheimkrediten reichte aus, um selbst renommierte Bankhäuser in Europa ins Wanken zu bringen.

Dieser Verlauf stützt sich auf die obigen Marxschen Finanzkrisen - Aussagen und bestätigt die Marxschen analytischen Erkenntnisse.

### **III. Die Marxsche Erklärung der Finanz- und Wirtschaftskrise**

Für Marx besteht die Erschütterung der kapitalistischen Wirtschaft nicht nur in zyklischen Wirtschafts- und in Finanzkrisen. Belastet wird die kapitalistische Produktionsweise ebenfalls durch Schulden-, Agrar-, sektorale Überproduktions-, Inflations-, Öko-, Arbeits-, Verelendungs-, Verteilungs- und durch Profitratenkrisen. Bei der folgenden Erklärung beschränke ich mich auf die Marxsche Ursachenbestimmung der Konjunkturkrisen und der Finanzkrisen.

Marx entwickelte keine eindeutige und ausgearbeitete Konjunkturtheorie und seine Aussagen zu den Krisenzyklen sind nicht immer eindeutig. Aus diesen Gründen entstanden im Laufe der letzten 140 Jahren vielfältige, sich auf Marx stützende, Erklärungsansätze (vgl. Müller 2009, S.37).

Aus der Sicht der Überakkumulationstheorie (vgl. Müller 2009, S.282ff) ist bei Marx die innovationsbedingte Entwicklung der Produktivkraft der Arbeit und ihr Widerspruch zur Kapitalverwertung die eigentliche Ursache der zyklischen Entwicklung. Schumpeter übernahm später den Innovationsansatz und modifizierte ihn in wesentlichen Teilen, ohne sich auf die Marxschen Profit- und Innovationsaussagen zu beziehen.

Die entscheidende Bestimmungsgröße der Akkumulation (Rückverwandlung des Mehrwerts in Kapital) ist bei Marx die Profitrate. Schwankt die Profitrate, so schwankt auch die Akkumulation.

Der Fall der Profitrate löst einen Akkumulationsrückgang und dieser eine Wirtschaftskrise aus.

Über Kapitalvernichtungen und über den krisenbedingten Verwertungszwang entsteht ein technologisch-organisatorischer Innovations- und Imitationsschub, der die Mehrwertrate anhebt, die Kapitalentwertung und -vernichtung vorantreibt und über beide Hebel zu einer Erhöhung der Profitrate führt. Steigende Produktivitäten bewirken zunächst einen Anstieg der Profitrate und mit ihr einen Wirtschaftsaufschwung. Jedoch führt der auslaufende Innovations-, Imitationsschub zu einer Umkehr der Profitrate und damit zu einem erneuten Krisenausbruch (vgl. Müller 2009, S.292ff).

Aus diesen konjunkturtheoretischen Aussagen resultieren drei wesentliche konjunkturelle Kausalitäten:

1. Die Instabilität der kapitalistischen Realwirtschaft ergibt sich aus der Instabilität der Akkumulation.

2. Die Instabilität der Akkumulation erfolgt aus der allgemeinen Profitratenschwankung.
3. Die Profitratenschwankung ist das Ergebnis der profitrateninduzierten technisch-organisatorischen Innovations-, Imitationsentwicklung.

Die Marxsche Konjunkturerklärung hat Gemeinsamkeiten mit der Keyneschen Konjunkturtheorie:

- a. Bei beiden resultiert die produktionsbezogene Systeminstabilität aus der Investitionsinstabilität und
- b. bei beiden ergibt sich die Investitionsschwankung aus der zyklischen Veränderung der Profitrate (bei Keynes die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals<sup>6</sup>).

Die Unterschiede sind folgende:

- a. Bei Keynes fehlt eine Profiterklärung. Marx leitet den Profit aus dem kapitalistischen Produktionsverhältnis ab.
- b. Keynes erklärt seine Profitrate, die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals, nicht systemendogen wie Marx, sondern im Wesentlichen durch zwei naturgesetzlich bestimmte Größen, die Knappheit<sup>7</sup> und die Erwartungen<sup>8</sup>, und damit unabhängig von dem aktuellen kapitalistischen Wirtschaftssystem.
- c. Da diese naturgesetzlichen Bestimmungsgrößen historisch stets vorhanden sind, wird der Konjunkturzyklus bei ihm zur systemneutralen Dauererscheinung.
- d. Marx erklärt die Konjunkturschwankungen wachstumsdynamisch über die Revolutionierung der Produktionstechnik. Keynes<sup>9</sup> dagegen leitet, trotz seiner Erfahrung mit der 29er Weltwirtschaftskrise und der Auseinandersetzung mit Schumpeter, die konjunkturelle Auf- und Abwärtsbewegung auf der Grundlage gegebener Produktionsanlagen ab. Wirtschaftswachstum und technischer Fortschritt sind für ihn keine Konjunkturbestimmungsgrößen.
- e. Bei Marx gehören die Märkte zum Bereich der Krisenmöglichkeiten (vgl. MEW 26.2, S. 515). Eine zentrale These von Marx lautet: Auf den Märkten, in der Warenzirkulation, zeigen sich lediglich die Krisenerscheinungen. Die Krisenursache leitet er makroökonomisch aus der Produktion, der unzureichenden absoluten und relativen Mehrwertproduktion, ab.  
Keynes dagegen erklärt die Krisenzyklen aus den Erwartungen der Marktteilnehmer und aus der ertragsgesetzlichen Knappheit, wodurch der Markt (neben der Naturgesetzlichkeit) bei ihm eine entscheidende Kausalgröße wird.

Kommen wir zur finanziellen Instabilität.

Wie erklärt Marx die **zyklischen Finanzkrisen**?

**Zyklische Finanzkrisen** begleiten nach Marx den Konjunkturzyklus, lösen ihn aber nicht aus<sup>10</sup>. Der Aufschwung ist eine Phase, die zu steigenden Kreditfinanzierungen und zu steigenden Spekulationsgeschäften führt. Bricht dann die allgemeine Wirtschaftskrise aus, entstehen über die Erlös-, Gewinn- und Kurseinbrüche Vermögensverluste, Zahlungsschwierigkeiten, Kreditengpässe, Vertrauenseinbrüche und in der

Folge Pleiten „finanzieller Schwindelgesellschaften“ (Marx, in MEW 23/697).  
 Zyklische Finanzkrisen können, so Marx, Konjunkturkrisen verstärken.  
 Diese Position bestätigen in ihrer Untersuchung über Bankenkrisen Reinhart/Rogoff (S.223): „Schwere Finanzkrisen treten nicht isoliert auf. Anstatt Auslöser einer Rezession zu sein, sind sie wesentlich öfter ein Verstärkungsmechanismus“.

Wie erklärt Marx die **selbständigen Finanzkrisen**?

**Selbständige Finanzkrisen** werden nach Marx durch die Schwankungen (Volatilitäten) der Marktpreise, -kurse und der Gewinne und durch erhöhte Renditeaussichten im Finanzbereich ausgelöst. Sie finden auf den Kredit-, Währungs- und den Wertpapiermärkten statt. Marx untersuchte zu seiner Zeit besonders die Bankenkrise der französischen Kreditbank „Credit mobilier“, die in der Zeit zügelloser Börsenagiotage und Spekulationen 1867 Bankrott machte<sup>2</sup>.

Geldwirtschaftlich ausgerichtete Märkte sind nach Marx ineffiziente anarchische Einrichtungen: Informationen sind unvollständig und ungleich verteilt. Unsicherheiten, Risiken, Volatilitäten und Spekulationen prägen das Marktgeschehen und verhindern effiziente und stabile Marktverläufe.

Aufgrund der privaten Unternehmensbesitzverhältnisse und der Marktbeziehungen konkurrieren die Finanzkapitale auf den Finanzmärkten um Wettbewerbssicherheiten und -vorteile und sind bei Strafe des Untergangs gezwungen, Gewinnmöglichkeiten auf den einzelnen Finanzmärkten auszunutzen und Finanzierungsrisiken in Kauf zu nehmen. Preis-, Kurs-, Gewinnveränderungen lösen Liquiditätskrisen aus und können über verschiedene Wege ernsthafte Wirtschaftskrisen hervorrufen.

Spekulationen sind bei Marx die zwangsläufige Folge der marktinhärenten Volatilitäten. Es ist nach Marx das „Gesetz der Spekulation“, dass Wertrevolutionen Spekulationen auslösen (MEW 23/224). Spekulationen dienen dem Ziel, erwartete Preis-, Kurs-, Renditeschwankungen gewinnorientiert zu nutzen (vgl. MEW 25, S.319; MEW 25, S.421). Da der Profit aus der Produktion stammt und im Markt nur verteilt werden kann, endet bei Marx aufgrund der produktionsbedingten Profitgrenzen jede Spekulationsblase mit einem Unwetter (vgl. MEW 23/285).

Die Entwicklung der Finanzmarktfaktoren (Kredit-, Börsenwesen, Internationalisierung, Abkopplungen der Finanz- von der Realsphäre, Machtausdehnung der Finanzkonzerne, Ausbreitung der Staatsschuldung und neue Finanzinstrumente) ändern bei Marx nicht die Kausalgrößen und -beziehungen und damit auch nicht die grundsätzlichen Krisengesetzmäßigkeiten. Das industrielle Kapital bleibt die dominierende und das Finanzsystem die untergeordnete Kraft. Nach den Vertretern des Finanzkapitalismus und des Finanzmarktkapitalismus hat sich im Zeitablauf die Hierarchieebene verschoben. „Das Geld und der Zinsmechanismus bestimmen nunmehr die Funktionsweise des Kapitalkreislaufs **insgesamt**, das Akkumulationsregime der Gesellschaft“ (Busch 2008, S.809).



Diese Dominanz des Finanzkapitals gegenüber dem Industriekapital, des Marktes gegenüber der Produktion, des Zinses gegenüber dem Profit, hat mit Marx m.E. nicht mehr viel gemein und öffnet die Tür für keynesianische und neoklassische Krisenerklärungen.

Bei Marx sind das Kreditwesen und die Spekulation keine Auslöser, sondern Verstärker von Finanzkrisen. Entsprechend sind die vielbetonte Spekulationsgier und Habgier als Verursacher der US-Finanzkrise keine Marxsche Krisenerklärung, da sie am Schein ansetzen und der wirklichen Ursache nicht auf den Grund gehen (vgl. Müller, S.44f).

Es ist die „ewige Schwankung der Preise, wie sie durch die Konkurrenzverhältnisse geschaffen wird“, die nach Marx „dem Handel vollends die letzte Spur von Sittlichkeit“ (MEW 1/515) entzieht, die die Finanzkrisen erzeugt „In diesem fortwährenden Auf und Ab muß jeder suchen“, so Friedrich Engels, MEW 1/515), „den günstigsten Augenblick zum Kauf und Verkauf zu treffen, jeder muss Spekulant werden, d.h. ernten, wo er nicht gesäet hat, durch den Verlust anderer sich bereichern, auf das Unglück anderer kalkulieren oder den Zufall für sich gewinnen lassen“. Er „muss es, die Konkurrenz zwingt ihn dazu“ (Friedrich Engels, MEW 1/515f).

Nach dieser inhaltlichen Abgrenzung möchte ich auf die Marxschen Gemeinsamkeiten von zyklischen Wirtschafts- und Finanzkrisen eingehen.

Beide ergeben sich aus der endogenen Systeminstabilität der kapitalistischen Marktwirtschaft. Beide Krisen erschüttern die Wirtschaft und sind zugleich Reingungskrisen. Finanzkrisen verhindern die zu weite Abkopplung des Finanz- vom Realbereich und sorgen dafür, dass trotz steigender Störanfälligkeiten kein finanzieller Zusammenbruch des Systems entsteht. Zyklische Wirtschaftskrisen sorgen über die Wiederbelebung der Kapitalverwertung für einen Neuaufschwung der Akkumulation und der Wirtschaft. Beide Krisenformen überlagern sich, so dass das Zusammentreffen der zyklischen Wirtschaftskrise mit der selbständigen Finanzkrise zu gewaltigen Wirtschaftseinbrüchen führen kann.

Beide haben einen nationalen Ursprung, übertragen sich aber über die Marktverflechtungen auf andere Länder.

#### **IV. Möglichkeiten und Grenzen der Krisenregulierung**

Da die Konjunkturkrisen durch den systembedingten Widerspruch zwischen der Produktivkraftentwicklung und der Kapitalverwertung und die Finanzkrisen durch den systembedingten Privatbesitz an Finanzvermögen, die Marktvolatilitäten und den Verwertungszwang ausgelöst werden, können weder neoklassische Deregulierungen noch staatliche systemkonforme Stabilitätsmaßnahmen die Wirtschafts- und Finanzkrisen beseitigen. Staatliche Re- und Deregulierungen beheben die Krisenursachen

nicht und bleiben deshalb ohne krisenbehebende Wirkung. Indem der Staat mit seiner Ordnungspolitik die kapitalistischen Eigentumsverhältnisse schützt und verteidigt, konserviert er die Krisenursachen und sorgt dafür, dass die kapitalistische Produktionsweise weiterhin Wirtschafts- und Finanzkrisen erzeugt.

Keine „Art Bankgesetzgebung kann die Krise beseitigen“, betont Marx (MEW 25/507) und verrückte „Einmischungen der Staatsgewalt“ können sogar die „vorhandne Krise erschweren [...] wie 1847“ (MEW 27/174). Ähnlich schreibt Felber (2009, S.96): „Die Regulierung der Märkte ist ein hehres Ziel. Doch es wird vermutlich nicht gelingen. Denn der Kapitalismus tendiert dazu, die politischen Fesseln, die ihm angelegt werden, zu sprengen.“

Seit fast 200 Jahren wird versucht, mit den verschiedensten staatlichen geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen, die Konjunkturzyklen und die Finanzkrisen zu beseitigen, ohne Erfolg. So schreiben auch Reinhart/Rogoff zu den Finanzkrisen: „Finanzkrisen haben sich [...] über alle Jahrhunderte hinweg stets wiederholt und plagen Länder bis zum heutigen Tag“ (S.24).

Dabei verbreiten die jeweiligen Systemunterstützer das „Dieses Mal ist alles anders“ – Syndrom. Es „besteht in der festen Überzeugung, dass Finanzkrisen nur anderen Menschen in anderen Ländern und zu anderen Zeiten passieren; jetzt, hier und bei uns kann es keine Krise geben. Wir machen alles besser, wir sind klüger, wir haben aus den Fehlern der Vergangenheit gelernt“ (S.63).

Schon Marx kritisierte die bürgerlichen Regierungsvertreter, die mit ihrer schülerhaften Methode „jede neue Krise als eine isolierte Erscheinung behandeln, welche erstmalig am sozialen Horizont erscheint und folglich nur durch jene Ereignisse, Bewegungen und Faktoren erklärt werden muss, die ausschließlich für eine Periode, die gerade zwischen der vorletzten und der letzten Erschütterung liegt, charakteristisch sind oder als charakteristisch angesehen werden“(MEW 12/571).

Die These der Regulierungsinkompetenz ähnelt zunächst der neoklassischen These des Staatsversagens. Im Unterschied zur Neoklassik sind nach Marx aber Regulierungsmaßnahmen sinnvoll und erforderlich, wenn sie zur Verbesserung der Arbeits- und Lebensbedingungen der Lohnarbeiter, zur Demokratisierung der Wirtschaft und gleichzeitig zum Aufbau einer partizipatorischen und gemeinwohlorientierten gesamtwirtschaftlichen Planung beitragen. Da die planlose Produktion des kapitalistischen Systems die Krisen erzeugt, kann nach Marx erst eine planwirtschaftlich demokratische Koordination der Wirtschaft die Krisen beseitigen (vgl. MEW 20/276). Eine gesamtwirtschaftliche Plankoordination ist erforderlich, um die Profitlogik, den krisenauslösenden Widerspruch zwischen der Produktivkraft der Arbeit und der Kapitalverwertung und die krisenauslösenden Volatilitäten der Preise, Kurse, Zinsen und Renditen aufzuheben.

Zentralstaatliche Planungen sind aus der Marxschen Sicht abzulehnen. Sie sind wirtschaftlich ineffizient, widersprechen dem Emanzipationsanspruch der Bevölker-

ung und sind historisch zum Scheitern verurteilt. Der Weg zu einer alternativen besseren und ökologisch orientierten krisenfreien Ökonomie erfolgt nach Marx vor allem über die Demokratisierung der Unternehmen und über eine begleitende Ausbreitung demokratischer planwirtschaftlicher Prozesse.

Erste Ideen einer demokratischen Planwirtschaft, dem Sozialismus des 21. Jahrhunderts, entwickelten Dietrich, Albert, Callinicos und Cockshott/Cottrell. Weitere Ergänzungen und Vertiefungen und die Abkehr von der Politik der „Sozialpartnerschaft“ und der Politik der „Kapitalismuszähmung“ müssen folgen, wenn sie eine überzeugende Alternative zur kapitalistischen Produktionsweise und für den postkapitalistischen Transformationsprozess sein sollen (vgl. Fisahn).

## Anmerkungen

1. Nach Minsky (2007, S.99) entstehen Finanzkrisen nur auf kapitalistischen Märkten. Finanzkrisen setzen Spekulationen „über den Wert produktiver Vermögenswerte“ voraus und diese sind „ein Charakteristikum einer kapitalistischen [...] Wirtschaft“.
2. Die französische Bank Credit mobilier war eine französische Aktienbank, mit dem Ziel der Kreditvermittlung und der Gründung von Aktienunternehmen. Ihre größte Einnahmequelle war die Börsenspekulation mit den von ihr gegründeten Aktiengesellschaften. 1867 ging die Bank pleite, weil sie sich verspekuliert hatte. Marx schrieb über diese Bank 1856 und 1857 fünf Artikel (vgl. MEW 12/20 – 36, 202 – 209, 289 -292).
3. Marx listet die Finanzmarktarten nicht gesondert auf. Sie finden sich verstreut in seinen Werken.
4. Wirkliches Kapital ist Kapital, das Mehrwert erzeugt. Fiktives Kapital verschafft lediglich dem Inhaber von Finanzmarktpapieren die Möglichkeit, sich in Form von Dividenden, Kursgewinnen oder Zinsen den von den LohnarbeiterInnen geschaffenen Mehrwert anzueignen.
5. So schreibt Lessenich im Oktober 2010: „Die Krise“, so groß und tief wie sie war (oder zu sein schien), ist mit einem Mal schon wieder Geschichte.“(WSI Mitteilungen 10/2010, S.498)
6. Keynes (AT, S.265): “ Der Konjunkturzyklus kann nach meiner Ansicht am besten als die Folge einer zyklischen Veränderung in der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals betrachtet werden.“

7. Keynes (AT,S.178): Der „einzige Grund, warum ein Vermögenswert eine Aussicht bietet, während seines Bestandes Dienste von einem größeren Gesamtwert als dem ursprünglichen Angebotspreis zu leisten, ist seine Knappheit [...]. Wird das Kapital weniger knapp, so vermindert sich das überschüssige Erträgnis“.
8. Keynes (AT, S.121): „Es ist wichtig, die Abhängigkeit der Grenzleistungsfähigkeit eines gegebenen Kapitalbestandes von Änderungen in der Erwartung zu erfassen, weil es hauptsächlich diese Erwartung ist, welche die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals den etwas heftigen Schwankungen unterwirft, welche die Erklärung für den Konjunkturzyklus sind.“
9. Keynes (AT, S.265): Unsere „Theorie muß fähig sein, die Erscheinung des Konjunkturzyklus zu erklären.“ Keynes (AT, s.205): „Als gegeben setzen wir voraus [...] die bestehende Qualität und Menge der verfügbaren Ausrüstung, die bestehende Technik (...)“.
10. Anders sieht dies Karl Heinz Roth. Er schreibt: „Die Krisen von 1857, 1873 und 2007 wurden durch spekulative Zusammenbrüche von Finanzinstituten ausgelöst [...].“(Roth 2010,S.327).

## Literatur

Albrecht, Michael: Parecon - Leben nach dem Kapitalismus, Trotzdem Verlag, Frankfurt/Main 2006

Braunberger, Gerald: Eine kurze Geschichte der Finanzkrisen, online unter:  
[http://www.faz.net/s/RubB8DFB31915A443D98590B0D538FC0BEC/](http://www.faz.net/s/RubB8DFB31915A443D98590B0D538FC0BEC/Doc~EB1F42E2005304D5DA3D5A8DAC9D28092~ATpl~Ecommon~Scontent.html)

[Doc~EB1F42E2005304D5DA3D5A8DAC9D28092~ATpl~Ecommon~Scontent.html](http://www.faz.net/s/RubB8DFB31915A443D98590B0D538FC0BEC/Doc~EB1F42E2005304D5DA3D5A8DAC9D28092~ATpl~Ecommon~Scontent.html)

(abgerufen am 10.9.2010)

Bell, Adrian R/Brooks, Chris/Moore, Tony: The credit crunch of 1294: Causes, consequences and the aftermath, online unter:  
<http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3563> (abgerufen am 22.10.10)

Busch,Ulrich: Finanzmarktkrise und Finanzmarktkapitalismus, in: UTOPIE kreativ, H 215 (September 2008), S. 804 – 817

Callinicos, Alex: Ein Antikapitalistisches Manifest, VSA-Verlag, Hamburg 2003

- Cockshott, W.Paul/Cottrell,Allin: Alternativen aus dem Rechner, PapyRossa Verlag, Köln 2006
- Dietrich, Heinz: Der Sozialismus des 21. Jahrhunderts, Kai Homilius Verlag, 2006
- Felber, Christian: Kooperation statt Konkurrenz – 10 Schritte aus der Krise, Deuticke im Paul Zsolnay Verlag Wien 2009
- Fisahn, Andreas: Die Demokratie entfesseln, nicht die Märkte, PapyRossa Verlag, Köln 2010
- Henning, Friedrich Wilhelm.: Das industrielle Deutschland 1914 bis 1972, UTB Schöningh Verlag, Paderborn 1974
- MEW: Marx Engels Werke, Berlin (DDR) 1974
- Keynes, John Maynard: Allgemeine Theorie der Beschäftigung , des Zinses und des Geldes, Duncker & Humboldt Verlag, Berlin 1974, 5. Auflage , (AT)
- Lessenich, Stephan: Kommentar, Armer Wohlfahrtsstaat ?, in: WSI – Mitteilungen 10/2010
- Minsk, Hyman P.: John Maynard Keynes, Finanzierungsprozesse, Investition und Instabilität des Kapitalismus, Metropolis-Verlag, Marburg 2007
- Müller, Alfred : Die Marxsche Konjunkturtheorie, PapyRossa Verlag, Köln 2009
- Schumpeter, Joseph A.: Geschichte der ökonomischen Analyse, Bd.II, Vandenhoeck & Ruprecht Verlag, Göttingen 1965
- Spiethoff, Arthur: Die wirtschaftlichen Wechsellagen , Mohr/Siebeck -Polygraphischer Verlag, Tübingen - Zürich 1955
- Reinhart, Carmen M., Rogoff Kenneth S.: Dieses Mal ist alles anders – Acht Jahrhunderte Finanzkrisen, FinanzBuch Verlag München, 2.Auflage 2010
- Roth, Karl Heinz: Die globale Krise, Bd.1, VSA Verlag, Hamburg 2009

# **Neue Finanzprodukte und Finanzmärkte**

## **Glossar**

**Zusammengestellt**

**von Irina Jundt**

## **Derivatmärkte:**

Ein Derivat ist ein Instrument, dessen Wert von grundlegenden Marktvariablen abhängt. Der Wert einer Aktienoption hängt z.B. vom Kurs der entsprechenden Aktie ab. Derivate werden sowohl an den Börsen als auch auf dem OTC - (over the counter) Markt mit jeweils sehr großen Volumen gehandelt. Auch wenn die Statistiken für beide Marktformen nicht exakt vergleichbar sind, steht jedoch fest, dass der OTC-Markt für Derivate viel größer ist als der Börsenmarkt für Derivate.

## **Kapitalmarkt**

Der Kapitalmarkt ist ein Teil des Finanzmarkts. Er besteht aus der Gesamtheit aller Institutionen und Transaktionen, die der Zusammenführung von Angebot an und Nachfrage nach langfristigem (Finanz-)Kapital wie zum Beispiel Unternehmensanteile, Anleihen oder verschiedene Formen langfristiger Kredite dienen. Es handelt sich um einen Markt im ökonomischen Sinne, also nicht um einen physischen Ort, sondern um alle am Markt tätigen Personen, Einrichtungen und ihre Beziehungen untereinander. In der Abgrenzung gegenüber anderen Teilsegmenten des Finanzmarktes liegt der Fokus des Kapitalmarktes auf langfristigen Kapitalmarkt-Transaktionen (die vertragliche Laufzeit der Kapitalüberlassungen beträgt in der Regel mehr als ein Jahr), wodurch Geldmarkt- und Derivategeschäfte ausgeschlossen sind. Der Kapitalmarkt hat vor allem folgende Funktionen zu erfüllen:

- Fristentransformation ermöglicht die Angleichung der Fristigkeit zwischen verschiedenen Schuldnern und Sparern
- Losgrößentransformation: Eine Investition kann auf viele Marktteilnehmer aufgeteilt werden
- Risikotransformation: Unsichere Zahlungsströme von morgen können so z.B. in einen sicheren Zahlungsstrom heute umgewandelt werden

Der Kapitalmarkt wird in den Primärmarkt und den Sekundärmarkt unterteilt: Im Primärkapitalmarkt werden neu herausgegebene Wertpapiere zur Aufnahme von Kapital angeboten und von Investoren nachgefragt. Im Sekundärkapitalmarkt werden bereits bestehende Finanzierungstitel zwischen den Marktteilnehmern gehandelt. Sind die Voraussetzungen für einen börslichen Handel erfüllt, spricht man von einem →

organisierten Kapitalmarkt (Aufsicht und Kontrolle durch den Staat). Der organisierte Kapitalmarkt unterteilt sich in die Segmente Rentenmarkt, Aktienmarkt und Markt für Investmentanteile. Aktien, Renten und Investmentanteile können indes auch an den Börsen vorbei in den so genannten "over-the-counter-Märkten (OTC)" gehandelt werden (Face-to-Face-Beziehung). Die zeitliche und örtliche Konzentration des Handels bewirkt eine Steigerung der Marktliquidität sowie eine Verringerung der Handelskosten (→ Transaktionskosten) und trägt damit wesentlich zur Erhöhung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts bei.

### **Kassamarkt / Spotmarkt**

Ein Kassamarkt (auch Spotmarkt, Lokomarket, Effektivmarkt oder Kassabörse) ist ein Markt im börslichen Bereich, auf dem ein vereinbartes Geschäft, bestehend aus Lieferung, Abnahme und Bezahlung (Clearing), unmittelbar abgewickelt werden muss. Hierbei ist in Deutschland eine Frist von maximal zwei Börsentagen zulässig, wobei Geschäfte mit Fälligkeiten ab drei Tagen auf dem Terminmarkt abgeschlossen werden. Die an einem Spotmarkt gehandelten Preise bezeichnet man als Kassakurs oder Einheitskurs. Gegensatz: Terminmarkt.

### **Terminmarkt**

Der Terminmarkt ist eine über Regeln geordnete Institution in der Termingeschäfte abgeschlossen werden. Handelsgegenstand an den Terminmärkten sind hierbei keine physischen Waren oder Wertpapiere, sondern Verträge über zukünftig zu erfüllende Geschäfte (Abnahme und Lieferung der Ware oder des Wertpapiers erst zu einem späteren Zeitpunkt), die als Derivative Instrumente (Derivate) bezeichnet werden. Der Preis für den Handelsgegenstand (Basiswerte), auf den sich ein Vertrag im Terminmarkt bezieht, wird bereits im Zeitpunkt des Vertragsabschlusses festgelegt. Terminmärkte gehören zu den Zukunftsmärkten, welche die Spot- beziehungsweise Kassamärkte ergänzen. Terminmärkte bestehen, weil wirtschaftliche Unsicherheiten unvermeidbar sind und weil Menschen auch bei gleichem öffentlich zugänglichen Wissen unterschiedliche Erwartungen bilden. Werden an den Terminmärkten Verträge in standardisierter Form fortlaufend für eine vordefinierte Auswahl an



Handelsgegenständen abgeschlossen, spricht man von Terminbörsen. Die Terminbörse Eurex ist Weltmarktführer beim Handel von Futures und Optionen.

### **Plain-Vanilla-Derivate**

Als Plain-Vanilla-Derivate bezeichnet man die Standardkontrakte der Derivatmärkte vor.

### **AAA/Aaa**

Die höchste Adellung unter den (->) Ratings, die (->) Ratingagenturen wie Standard & Poor's, Fitch und Moody's für die Kreditwürdigkeit von Unternehmen vergeben können, aber auch für Kreditpakete. Der Ruf dieser privat geführten Agenturen ist jedoch spätestens seit der Skandalpleite des US-Energieriesen Enron Ende 2001 angeknackst – kurz zuvor bescheinigte Standard & Poor's noch die beste Zahlungsfähigkeit.

### **Asset Backed Securities (ABS)**

Asset Backed Securities (ABS) sind Wertpapiere, die durch zukünftige Zahlungsströme besichert sind. Es handelt sich dabei um durch Vermögenswerte (Assets) unterlegte (Backed) Wertpapiere (Securities). Grundsätzlich sieht dieser Finanzierungsweg die Veräußerungen von Forderungen eines Unternehmens, Kreditinstituts oder einer Kommune an eine Finanzierungsgesellschaft vor, die entsprechende Wertpapiere emittiert. Der Wertpapierkäufer erwirbt damit quasi einen Anteil an der Zweckgesellschaft. Das Wertpapier ist frei handelbar, fest- oder variabel verzinslich und entspricht damit etwa einer (Staats-)Anleihe.

Als Finanzierungsinstrument wurden Asset Backed Securities schon vor über 30 Jahren in den USA entwickelt. Erst 1998 fanden sie dann auch den Weg auf den deutschen Finanzmarkt. ABS eröffnen neue Perspektiven für die Finanzierung von Unternehmen.

Die Finanzierungsgesellschaft, die auch als Special Purpose Vehicle (SPV) bezeichnet wird, ist rechtlich selbstständig und hat als einzigen Zweck den Ankauf von Forderungen und deren Emission in Wertpapieren. Diese Gesellschaft sitzt im Ausland und unterliegt damit auch nicht der Gewerbesteuer auf Zinserträge. Doch bevor die Anteilsscheine begeben werden, ist es Usus, die ABS durch eine Rating-Agentur – beispielsweise

Moodys – bewerten zulassen. Der Vorteil: Bei einer günstigen Bewertung finden sie leichter Käufer.

### **Caps**

Zinsausgleichsvereinbarungen, die als eigenständiges Recht gehandelt werden. Der Käufer eines Cap ist bereit, eine Prämie dafür zu zahlen, dass ihm der Verkäufer die Differenz zwischen einem vereinbarten Zinssatz und dem Marktzinsniveau vergütet, sobald das Geldmarktzinsniveau den vereinbarten Zinssatz überschreitet. Damit kann sich der Käufer des Rechts gegenüber Zinssteigerungen absichern. Seine variabel verzinslichen Verpflichtungen erhalten bei Erreichen des vereinbarten Zinssatzes, des sog. Cap-Satzes Festzinscharakter. Der Verkäufer des Cap erhält für die Zinsausgleichsvereinbarung eine Prämie, die sog. Cap-Prämie. Sobald das Marktzinsniveau den Cap-Satz überschreitet, kommt auf ihn eine Zahlungsverpflichtung zu.

Für Caps hat sich ein eigenständiger Markt entwickelt. (maßgeschneidertes Instrument, Optionsmarkt)

### **Carry Trades**

Carry Trades ist eine Anlagestrategie von Investoren, die Kredite in einer Währung mit niedrigen Zinsen aufnehmen und das Kapital in eine Währung mit höheren Zinsen anlegen.

Die Differenz zwischen den erwirtschafteten Zinsen aus der Anlage und den zu zahlenden Zinsen aus dem Darlehen stellt den Gewinn dar. Allerdings trägt der Anleger bei dieser Strategie sowohl das Währungsrisiko als auch das Zinsänderungsrisiko.

### **CDO (Collateralized Debt Obligations)**

Collateralized Debt Obligations, kurz CDOs, sind eine spezielle Art von Asset Backed Securitites (ABS) und gewinnen immer mehr an Bedeutung. Es sind, wie die ABS, verbrieft Schuldtitle, die durch Vermögenswerte vorwiegend in Form von Krediten, Derivaten oder Anleihen gesichert sind.

Bei den CDOs dienen die Zahlungsflüsse der unterlegten Vermögenswerte den Zins- und Tilgungszahlungen des Schuldtitels, d.h. die Zahlungen des Schuldners dienen den Zahlungen an den Anleger.

Bezüglich der Vermögenswerte lassen sich grundsätzlich drei Arten von CDOs unterscheiden:

- 1) Collateralized Loan Obligations (CLOs) -> Kredite als Vermögenswerte
- 2) Collateralized Bond Obligations (CBOs) -> Anleihen als Vermögenswerte
- 3) Collateralized Synthetic Obligations (CSOs) -> Derivate als Vermögenswerte

Werden diese untereinander vermischt bzw. fließen auch andere Werte als Basis (Underlying) mit ein, dann spricht man allgemein von Collateralized Debt Obligations.

Für Kreditinstitute stellt die Ausgabe solcher Wertpapiere einen enormen Vorteil dar, da es damit vor allem verstärktes Bilanz- und Kostenmanagement betreiben kann. Durch die Veräußerung von Kreditforderungen kann das regulatorische Eigenkapital verringert und somit neue Kredite vergeben werden. Dadurch wird auch die Rendite des Institutes erhöht. Ein weiterer Punkt ist die Risikosteuerung des Kreditportfolios. Unerwünschte Kreditpositionen können ganz einfach am Kapitalmarkt verkauft werden. CDOs dienen also vor allem der Umwandlung nicht handelbarer Finanzaktiva in handelbare, liquide Finanzinstrumente.

Für potenzielle Anleger gibt es vor allem den Vorteil, dass erstens höhere Erträge auf Grund der eventuell höheren Risikobeteiligung möglich sind, und dass zweitens die Risikosteuerung beeinflusst werden kann, indem man ein CDO mit unterschiedlichen Basiswerten wählt.

### **CDS (Credit Default Swap)**

Ein Credit Default Swap, kurz CDS, ist eine spezielle Form von Kreditderivaten, die sich auf den Handel von Ausfallrisiken von Krediten, Anleihen oder anderen Risikoaktiva spezialisiert haben.

Zu unterscheiden sind bei Geschäften mit CDS drei verschiedene Grundpositionen:

- 1) Schuldner -> Kreditnehmer, Emittent der Anleihen etc.
- 2) Sicherungsnehmer (= Risikogebener) -> Verkäufer des Ausfallrisikos (z.B. kreditgebende Bank)
- 3) Sicherungsgeber (=Risikonehmer) -> Käufer des Ausfallrisikos (z.B. Investoren, Anleger etc.)

Der Handel solcher Credit Default Swaps erfolgt in der Regel ohne Wissen der ersten Grundposition, da die Rechte und Verpflichtungen dieser nicht angegriffen oder verändert werden. Die Hauptforderung bleibt weiterhin bestehen, denn es wird ausschließlich das damit verbundene Risiko gehandelt. Der Handel findet dabei außerbörslich statt.

Im CDS-Handel muss man die folgenden Faktoren genau definieren:

- Kontraktvolumen
- Ausfallprämie
- Kreditereignis
- Leistung des Sicherungsgebers

#### Kontraktvolumen

Bei Abschluss des CDS-Geschäftes wird ein zugrunde liegendes Volumen, der Nominalwert, vereinbart. Dieser richtet sich in der Regel nach dem Schuldner-volumen (z.B. Darlehenshöhe, Nominalwert der Anleihe etc.). Dieses Kontraktvolumen bildet die Grundlage für die Ausfallprämie.

#### Ausfallprämie

Für den Verkauf des Ausfallrisikos zahlt der Sicherungsnehmer (er sichert sich ab, indem er das Risiko abgibt) eine Ausfallprämie/ Gebühr an den Sicherungsgeber. Diese richtet sich nach dem Risikopotenzial des Schuldners und wird üblicherweise in Basispunkten (z.B. 2 % = 200 Basispunkte) ausgedrückt.

#### Beispiel

Kontraktvolumen = 100 Mio. €

Basispunkte = 200 pro Jahr

-> Ausfallprämie = 2 Mio. €

Der Wert der Ausfallprämie ist in der Regel als jährlicher Wert ausgedrückt (= p.a.), wird aber häufig vierteljährlich oder halbjährlich anteilig für die gesamte Laufzeit des CDS gezahlt.

### Kreditereignis

Für die Bestimmung des Kreditereignisses ist es wichtig, festzustellen, welche Schuld vorliegt, d.h. Kredit, Anleihe etc. Nur danach kann auch das jeweilige Risiko bestimmt und somit das eventuell eintretende Ereignis festgelegt werden.

### Beispiel

Schuld = Kredit

-> Ausfallrisiko durch Insolvenz, Zahlungsunfähigkeit, etc. des Kreditnehmers

Schuld = Anleihe

-> Ausfallrisiko durch Zahlungsunfähigkeit etc. des Emittenten

Das einzutretende Kreditereignis muss im Vertrag genau bestimmt werden, da nur bei Eintritt dessen der Sicherungsgeber leistet bzw. leisten muss.

Leistung des Sicherungsgebers

Im Falle eines Kreditereignisses hat der Sicherungsgeber eine vertraglich vereinbarte Leistung zu erbringen. Beispielsweise kann vereinbart werden, dass er die zugrunde liegende Forderung übernimmt oder einen Barausgleich zu leisten hat.

Der Handel mit CDS gilt für alle Marktteilnehmer auch als ein Indikator bezüglich der Bonität eines Emittenten, denn je höher die Ausfallprämie ist, umso höher wird auch das Ausfallrisiko des Emittenten eingeschätzt.

### **Collars**

Stellen eine Koppelung eines Caps-Kaufes und eines Floors-Verkaufes bzw. eines Floors-Kaufes und eines Cap-Verkaufes dar. Sie dienen zur Reduzierung der zu zahlenden Prämie und legen damit einen Zinsbereich fest, in dem der Referenzzinssatz schwanken kann. (maßgeschneidertes Instrument, Optionsmarkt)

## **Floors**

Bei denen im Gegensatz zu Caps eine Zinsuntergrenze bestimmt wird. Der Floor versichert damit variable Finanzanlagen gegen ein Absinken des Zinsniveaus. Der Käufer des Floors erwirbt das Recht, bei Unterschreiten des Referenzzinssatzes während der Laufzeit vom Verkäufer des Floors eine Ausgleichszahlung, die sich wiederum auf einen zu Grunde liegenden Nominalbetrag bezieht, zu verlangen.

(maßgeschneidertes Instrument, Optionsmarkt)

## **Forward-Kontrakte**

Ein Forward Kontrakt ist eine Vereinbarung über den Kauf eines Gutes zu einem zukünftigen Zeitpunkt zu einem bestimmten Kurs. Forwards werden außerbörslich gehandelt. Bei einem Forward-Kontrakt nimmt eine der Vertragsparteien eine Long-position ein und verpflichtet sich, das Underlying (Wertpapiere, Zinssätze, Derivate) zu einem festgelegten Zeitpunkt in der Zukunft zu einem festgelegten Preis zu kaufen. Die andere Partei nimmt die Verkaufsposition (Short-Position) ein. Sie verpflichtet sich, das Gut genau zu diesem Zeitpunkt zum festgelegten Preis zu verkaufen.

## **Futures-Kontrakte**

Genau wie Forward-Kontrakte stellen Futures-Kontrakte eine Vereinbarung über den Kauf eines Assets zu einem zukünftigen Zeitpunkt dar. Im Gegensatz zu Forwards werden Futures jedoch an der Börse gehandelt, was bedeutet dass die gehandelten Kontrakte standardisiert sind. Die Börse legt u.a. den Umfang des zugrunde liegenden Assets, den Termin und andere Bestimmungen für die Lieferung fest. Die Kontrakte werden über Ihren Liefermonat bezeichnet. So ist der Dezember-2010-Gold-Futures ein Kontrakt, der eine Lieferung im Dezember vorsieht. Während bei einem Forward-Kontrakt meist nur ein Tag für die Lieferung festgelegt wird, kann die Lieferung bei einem Futures-Kontrakt an mehreren Tagen des Liefermonats erfolgen. Die diversen Lieferzeiten und Orte etc. werden von der Börse vorgegeben. Es ist immer die Partei in der Short-Position, die den Lieferprozess auslöst und zwischen den Alternativen auswählt.

Futures-Kontrakte zeichnen sich dadurch aus, dass die Positionen einfach zu schließen sind. Wenn man im März 2010 einen September-2011-Gold-Futures-Kontrakt kauft (also

die Long Position einnimmt), kann man im Juni 2010 durch Verkauf desselben Kontrakts (also durch einnehmen der Short Position) wieder aussteigen.

### Spekulationen mit Futures-Kontrakten

Da die Finanzmärkte gut organisiert und die Waren und Finanzinstrumente standardisiert sind, können Kauf- und Verkaufsaufträge heute abgeschlossen werden, während die gekaufte Ware erst in der Zukunft geliefert und bezahlt werden muss. Aufgrund der Standardisierung der Kontrakte, sind diese austauschbar. Das bedeutet, wenn Sie eine Position eingehen, können Sie diese jederzeit mit einem Gegengeschäft ausgleichen (glattstellen). Ein Kaufkontrakt wird verkauft, ein Verkaufskontrakt wird gekauft.

### Der Käufer (Long-Position)

verpflichtet sich, eine Ware zu einem bestimmten Umfang zu einem vorher vereinbarten Preis, zu einem Termin in der Zukunft (dem Ablauf- oder Verfallstag) zu kaufen und abzunehmen.

### Der Verkäufer (Short-Position)

verpflichtet sich, zu diesen Bedingungen zu liefern. Kauf- oder Verkaufspositionen können jederzeit an der Börse eingegangen werden.

Der Spekulant ist nicht an der Lieferung der Ware interessiert und wird vor Ablauf- oder Verfallstag seine eingegangene Position glattstellen. Die Saldierung der Ergebnisse beider Positionen ergibt seinen finanziellen Verlust oder Gewinn.

### Beispiel 1:

Man nehme an, dass der DAX-Index in absehbarer Zeit steigen wird. Man kauft einen Kontrakt DAX z.B. bei 5100 Pkt.

Der DAX steigt wie angenommen z.B. auf 5120 Pkt.

Man möchte den Gewinn realisieren und stellt die Kaufposition glatt, indem man den einen Kontrakt DAX jetzt verkauft

(Kauf bei 5100 und Verkauf bei 5120).

Jeder Punkt beim DAX-Kontrakt - bedeuten 25,- €

Die Differenz von Kauf und Verkauf beträgt 20 Pkt.

$20 \text{ mal } 25,-\text{€} = 500,- \text{€ Gewinn}$

### Beispiel 2:

Man nehme an, dass der DAX-Index in absehbarer Zeit steigen wird. Man kauft einen Kontrakt DAX z.B. bei 5100 Pkt.

Der DAX fällt aber z.B. auf 5080 Pkt.

Man möchte den Verlust realisieren und stellt die Kaufposition glatt, indem man den einen Kontrakt DAX jetzt verkauft.

(Kauf bei 5100 und Verkauf bei 5080).

Jeder Punkt beim DAX-Kontrakt - bedeuten 25,- €

Die Differenz von Kauf und Verkauf beträgt 20 Pkt.

$20 \text{ mal } 25,- \text{€} = 500,- \text{€ Verlust.}$

## **Hedgefonds**

Sie sammeln das Geld privater Investoren ein und leihen sich zusätzlich welches bei Banken, um ihren Geschäften nachzugehen. „Hedgen“ bedeutet eigentlich absichern. Ziel war es ursprünglich, Risiken abzusichern. Die rund 9000 Hedgefonds weltweit kaufen jedoch vor allem Wertpapiere, Aktien, und auch (->) CDOs. Sie können aber auch mit Rindfleisch oder Devisen aus touristisch unerschlossenen Ländern spekulieren. Internationale Hedgefonds unterliegen keinen Richtlinien. In der Tat handeln sie im Hinblick auf die hohen erwarteten Renditen hoch riskant. In Deutschland waren sie bis Anfang 2004 verboten, heute zielt die Prospekte von Dach-Hedgefonds der Hinweis: „Der Bundesminister der Finanzen warnt: Bei diesem Investmentfonds müssen Anleger bereit und in der Lage sein, Verluste des eingesetzten Kapitals bis hin zum Totalverlust hinzunehmen!“

## **Option**

Allgemein beinhaltet eine Option das Recht, ein nach Preis und Menge bestimmtes Vertragsangebot anzunehmen oder abzulehnen. In der finanzwirtschaftlichen Theorie wird zwischen Optionen aus Optionsgeschäften und Optionen aus Optionsscheinen unterschieden. Ersteres beinhaltet ein bedingtes Termingeschäft in Effekten (z.B.



Aktien), das dem Käufer einer Option die Wahlmöglichkeit gibt, innerhalb einer bestimmten Frist oder zu einem bestimmten zukünftigen Zeitpunkt (europäische Option) zu einem vorab vereinbarten Kurs Basispreis gegen sofortige Zahlung einer Optionsprämie das Basisgeschäft zu kaufen (Kaufoption; Call-Option) oder zu verkaufen (Verkaufsoption; Put-Option). Diese Optionen sind in der Regel standardisiert (Laufzeit, Basis et cetera). Optionen aus Optionsscheinen Warrants) bezeichnen explizit das Recht, innerhalb einer bestimmten Frist eine bestimmte Anzahl von Aktien zu einem festgelegten Kurs zu beziehen. Optionsscheine sind selbständige Wertpapiere, die in der Regel von Banken begeben werden und nicht standardisiert sind.

**Spekulation mit Optionen:**

Angenommen, es ist Oktober und der Spekulant denkt, dass eine bestimmte Aktie ihren Wert in den nächsten zwei Monaten steigern kann. Der Aktienkurs liege bei 20 \$, die Zweimonats-Kaufoption mit einem Basispreis von 22,50 \$ koste zur Zeit 1 Dollar.

Es gibt zwei Möglichkeiten unter der Annahme, dass der Spekulant 2000 \$ investieren will.

	Aktienkurs im Dezember	
Anlagestrategie:	15 \$	27 \$
Kauf von 1000 Aktien	-500 \$	700 \$
Erwerb von 2000 Kaufoptionen	-2000 \$	7000 \$ <sup>1</sup>

Hat der Spekulant das richtige Gefühl und der Kurs der Aktien steigt bis Dezember auf 27 \$ ergibt die erste Alternative, Aktienkauf, einen Gewinn von 700 \$.

Die zweite Alternative ist noch viel Profitabler. Eine Kaufoption auf die Aktie mit einem Basispreis von 22,50 \$ liefert eine Auszahlung von 4,50 \$, da sie den

---

1

□ Vergleich der Gewinne für zwei alternative Strategien , mit 2000 \$ auf die Entwicklung einer Aktie zu spekulieren, deren Kurs im Oktober bei 20 \$ liegt

Erwerb eines Vermögensgegenstands mit dem Wert 27 \$ für 22,50 \$ ermöglicht. Die Gesamtzahlung von 2000 Optionen, die bei der Wahl der zweiten Alternative erworben wurden, beträgt:  $(2000 \cdot 4,50 \$ = 9000 \$)$ .

Nach Abzug der anfänglichen Kosten der Optionen verbleibt ein Nettogewinn von 7000 \$.

Damit bringt die Alternative zwei gegenüber dem Aktienkauf einen zehnfachen Gewinn.

### **Optionsanleihen / Optionsschuldverschreibungen / Bond Warrants**

Stellen eine Sonderform der Anleihe dar. Die Inhaberschuldverschreibungen gewähren gewisse Zusatzrechte über die regelmäßige Zahlung von Zins und Tilgung im Rahmen der gewöhnlichen → Anleihe hinaus. Bei diesen Zusatzrechten handelt es sich um (1) Konditionenänderungsrechte, das heißt zu bestimmten Zeitpunkten können Laufzeit oder Zinszahlung der Anleihe verändert werden, (2) Konversionsrecht, d. h. das Recht auf Umtausch der Anleihe, (3) Bezugsrecht, das heißt das Recht auf Bezug von Aktien oder den Eintausch in zukünftige Anleihen. Das Bezugsrecht von Aktien findet am häufigsten Anwendung. Innerhalb einer bestimmten Frist kann eine bestimmte Anzahl an Aktien zu einem bestimmten Preis erworben werden. Das Optionsrecht ist unabhängig vom Bestehen der Anleihe.

### **Rating**

Agenturen wie Standard & Poor's, Fitch und Moody's bewerten mit einem Rating die (->) Bonität von Unternehmen und die Qualität ihrer Schuldpapiere. Die Arbeit von Ratingagenturen bewertet bisher niemand.

### **Rating-Agentur**

Eine Rating-Agentur ist ein privatrechtliches Unternehmen, das gewerbsmäßig für die Erstellung externer Ratings verantwortlich ist. Sie geben ihre Meinung über die wirtschaftliche Fähigkeit und rechtliche Bindung einer Person oder eines Unternehmens ab, den fälligen Zahlungsverpflichtungen vollständig und rechtzeitig nachzukommen. Rating-Agenturen beurteilen also die Bonität (Kreditwürdigkeit) eines Schuldners.

Grundlage für den Start eines Rating-Prozesses ist der Auftrag eines Emittenten bzw. Kreditnehmers (Schuldner). Zur Beurteilung des Schuldners sammelt die Rating-Agentur alle relevanten Daten zusammen und startet eine Basis-Analyse, bei der sowohl qualitative als auch quantitative Faktoren geprüft und berücksichtigt werden. Selbst Rücksprachen mit dem zu analysierenden Schuldner bleiben nicht aus, um genauere Informationen zu erhalten. Im Rahmen eines sogenannten Management-Meetings werden die Vorschläge zum Rating abgegeben und vom Komitee beschlossen. Anschließend wird es beim Auftraggeber vorgelegt und eine Genehmigung abgewartet. In diesem Prozesspunkt hat der Auftraggeber die Möglichkeit, dem Rating noch zu widersprechen. Erst, wenn eine endgültige Genehmigung durch den Auftraggeber vorliegt, kann das Rating veröffentlicht werden. Danach findet die regelmäßige Überwachung des Ratings durch die Rating-Agentur statt. Jede zukünftige Anpassung muss allerdings nicht mehr mit dem Schuldner abgesprochen werden.

Je nach Schuldnertyp haben die Rating-Agenturen auch unterschiedliche Arten von Beurteilungen (Ratingverfahren) entwickelt. So gibt es beispielsweise die folgenden:

- Emittentenratings
- Emissionsratings
- Fondsratings
- Bankrating etc.

Dadurch wird gewährleistet, dass die Rating-Agenturen den unterschiedlichen wirtschaftlichen Anforderungen und betriebswirtschaftlichen Eigenheiten der Schuldner gerecht werden.

Die Ratingnoten im Ergebnis der Analysen werden mit bestimmten Rating-Symbolen in Form von Buchstaben dargestellt. Je nach Rating-Agentur differenzieren sich diese Symbole beispielsweise in Groß- und Kleinschreibung.

Deutsche Rating-Agenturen sind beispielsweise:

- RS Rating Services
- Creditreform Rating
- URA Rating Agentur

International tätige Rating-Agenturen sind:

- Standard & Poor's
- Moody's Investors Service
- Fitch Ratings
- Dominion Bond Rating Services (DBRS)

## **Swaps**

Die ersten Swap-Kontrakte wurden zu Beginn der 1980 Jahre abgeschlossen. Seit damals hat der Markt ein gewaltiges Wachstum erfahren. Mittlerweile haben Swaps eine zentrale Bedeutung auf dem Over-the-Counter-Derivatmarkt erlangt.

Ein Swap ist ein Tausch von Verbindlichkeiten/Forderungen; so kann z. B. ein deutscher Exporteur seine Forderung in US-\$ mit einem amerikanischen Exporteur, der eine Forderung in Euro hat, tauschen. Zinsunterschiede zwischen den Währungen werden mit dem Swapsatz ausgeglichen. Man unterscheidet Zins- und Währungsswaps. Swaps haben sich als Alternativen zu direkten Finanzierungen an den internationalen Finanzmärkten als Quelle für kostengünstiges festverzinsliches Fremdkapital erwiesen.

## **Swaption**

Swaption bedeutet eine Option auf einen Zinsswap. Es ist die kombinierte Anwendung der Options- und Swaptechnik und der Begriff setzt sich aus Teilen des Wortes "Swap" und des Wortes "Option" zusammen.

Bei einer Swaption erfolgt eine Fixierung der Konditionen einer zukünftigen Swapvereinbarung ex ante (= zuvor; aus früherer Sicht). Der Käufer der Swaption erwirbt gegen Zahlung einer Optionsprämie das Recht, den Abschluss einer bereits fixierten Swapvereinbarung zu fordern. Dieses ist innerhalb einer vorher definierten zukünftigen Zeitperiode oder zu einem festgelegten zukünftigen Zeitpunkt wahrzunehmen. Der Optionskäufer ist jedoch nicht verpflichtet, seine Option auszuüben. Die übliche Laufzeit für derartige Optionen liegt zwischen 6 und 12 Monaten. Durch Swaption wird es möglich, mittel- und langfristige Verbindlichkeiten vor steigenden Zinssätzen zu schützen. Ebenso wird es möglich, durch Swaption, mittel- und langfristige Forderungen gegen sinkende Zinssätze zu schützen.

Mit dem Erwerb einer derartigen Swaption ist der Käufer berechtigt aber nicht verpflichtet, bis zu einem vereinbarten Zeitpunkt dem Stillhalter gegenüber den genau spezifizierten Zinsswap wahrzunehmen.

## **Tranche**

Der Begriff „Tranche“ stammt aus dem Französischen und bedeutet übersetzt „Stück“. Grundsätzlich stellt es also einen Teil eines Ganzen dar. Bezogen auf die Finanzwelt wird die Bezeichnung in mehreren Bereichen verwendet.

Die häufigste Anwendung findet es im Wertpapierbereich. Hier versteht man unter Tranchen beispielsweise die Teilbeträge einer Wertpapieremission (Wertpapierausgabe), d.h. das Volumen wird nicht in einem Zug sondern in einzelnen Teilen auf dem Markt platziert. Die Emission erfolgt in der Regel zu unterschiedlichen Terminen und teilweise auch zu verschiedenen Konditionen.

Eine weitere Bedeutung kommt dem Kreditwesen zu. Hier werden ebenfalls Tranchen genutzt, um das Kreditvolumen nicht im Ganzen an den Kreditnehmer auszuzahlen, sondern in Teilbeträge aufzusplitten. Vor allem im Bereich der Immobilienfinanzierung ist dies häufiger der Fall. Eine Tranchenaufteilung kann hierbei beispielsweise wie folgt aussehen:

1. Tranche: bei Grundstückskauf
2. Tranche: nach Fundamentsetzung
3. Tranche: nach Fertigstellung Rohbau
4. Tranche: nach gesamter Fertigstellung

## **Verbriefung**

Als Verbriefung (engl.: securitization) ist die Umwandlung von nicht handelbaren Forderungen in handelbare (fungible) Wertpapiere zu verstehen. Seitens der verbriefenden Unternehmen gilt es als eine mögliche Art der Kapitalbeschaffung. Die dadurch entstehenden forderungsbesicherten Wertpapiere werden Asset Backed Securities (ABS) genannt.

In der Regel sind für diese Maßnahme spezielle (Ein)Zweckgesellschaften verantwortlich. Dazu werden üblicherweise sogenannte Special Purpose Vehicles (SPV)

gegründet, die die Verbriefungen am Markt platziert (Emission). Dazu kauft sie die Forderungen vom Forderungsverkäufer (= Originator; z.B. Bank etc.). In Folge dessen werden also die Forderungen rechtlich von dem verkaufenden Unternehmen getrennt, sodass es sich um eine True Sale - Verbriefung handelt. Allein die Verwaltung der verkauften Forderungen bleibt in der Regel beim Originator. Auch alle zukünftigen Zahlungsströme seitens fließen vorerst an das verkaufende Unternehmen, stehen aber der SPV zu.

### **Währungsswap: (Currency Swap)**

Beim Währungsswap werden Finanzierungsmittel mit gleicher Laufzeit und Zinsbindungsfrist, jedoch mit unterschiedlicher Währung getauscht (zum Beispiel fünfjährige festkonditionierte € gegen fünfjährige festkonditionierte US-\$. Mit Kapitaltausch zu Beginn und am Ende.

Beim Währungsswap werden zu Beginn, also zu Kontraktabschluss, die beiden Kapitalbeträge in der jeweiligen Währung getauscht (Kassageschäft). Während der Laufzeit kommt schließlich der Tausch der Zinszahlungen in der Währung, in der man auch den Kapitalbetrag erhalten hat, hinzu. Dabei können sowohl feste als auch variable Zinsen gezahlt werden. Bei Fälligkeit des Währungsswaps werden letztlich die Kapitalbeträge zum gleichen Kurs wie bei Vertragsabschluss wieder zurückgetauscht (Termingeschäft). Eine mögliche Ausgestaltung eines Währungsswaps ist die Form einer Finanzinnovation (Finanzierungsmöglichkeit) auf den internationalen Kapitalmärkten. Genauer gesagt handelt es sich hierbei um den Austausch von eingegangenen Verbindlichkeiten (Beträge aus Kreditaufnahmen) inklusive der Zinszahlungen zwischen zwei Vertragspartnern. Üblicherweise entstehen für mindestens einen der Kontraktparteien Zinsvorteile.

Vereinbart werden können Währungsswaps entweder direkt zwischen zwei Vertragspartner oder durch Zwischenschaltung eines Kreditinstitutes auf Basis eines Rahmenvertrages. Bei der letzten Variante nehmen die Banken dadurch sowohl die Position des Vertragspartners als auch des Vermittlers ein.

## **Zinsswap: (Interest Rate Swap)**

Grundsätzlich ist darunter ein Austausch von Zinszahlungsverpflichtungen in einer (derselben) oder verschiedener Währung(en) für eine bestimmte Zeit auf vorher festgelegte Nennbeträge zu verstehen, bei dem es zu einer vertraglichen Vereinbarung zwischen den zwei Vertragspartnern kommt.

Mit Hilfe eines Zinsswap möchte man sich üblicherweise gegen mögliche Schwankungen der Zinsen absichern. Aber auch als Spekulationsinstrument werden diese Derivate gerne eingesetzt. Da es keine förmliche bzw. genormte Regelung für diese Swapgeschäfte gibt, werden die Vertragsbedingungen individuell zwischen den Teilnehmern ausgehandelt. Dadurch bestimmen die Swap-Händler selbst, nach welchen Bedingungen sie vorgehen möchten und welche Bedürfnisse sie befriedigen können. Dabei verpflichten sie sich gleichzeitig, je einen variablen bzw. festen Zinssatz zu vereinbaren und bei Fälligkeit des Swaps die vereinbarten Vertragsbedingungen (Austausch) auch zu erfüllen. Ein Zinsswap ist demnach ein verpflichtendes Derivategeschäft. Dabei werden aber üblicherweise nicht die gesamten Zinszahlungen sondern lediglich die Differenzen gezahlt, um den Verwaltungsaufwand sowie den möglichen Verlust beim Ausfall eines Kontrahenten zu minimieren.

Oftmals nutzen Teilnehmer Zinsswaps dazu, ihre eigene Marktposition zu stärken, indem sie mit einem vergleichsweise starken Kontrahenten Zinsen tauschen und dadurch auch selbst finanziell intensivere Geschäftsabschlüsse durchführen zu können.

Die häufigste Form des Zinsswaps ist der Tausch eines variablen Zinses, der sich üblicherweise an Indices wie dem Eurobor orientiert, gegen einen festen Zins. Der feste Zinssatz wird dabei in der Regel so gewählt, dass der Marktwert des Zinsswap 0 ergibt.

## **Zins- und Währungsswap (Cross Currency Interest Rate Swap)**

Tausch von Festzinsen gegen variable Zinsen unterschiedlicher Währungen mit Kapitaltausch zu Beginn und am Ende

### **Quellenverzeichnis:**

Albrecht, Peter, Maurer, Raimond, Investment- und Risikomanagement, 3. Auflage, Stuttgart 2008

Alves, Reinhard, Risikomanagement, Weinheim 2010

Cremers, Heinz, Walzner, Jens, Risikosteuerung mit Kreditderivaten unter besonderer Berücksichtigung von Credit Default Swaps, Arbeitspapier der Frankfurt School of Finance & Management

Deutsche Gesellschaft für Risikomanagement e.V. (Hrsg.), Risikoaggregation in der Praxis, Heidelberg 2008

Diederichs, Marc, Risikomanagement und Risikocontrolling, München 2010

Gleißner, Werner, Grundlagen des Risikomanagements im Unternehmen, 2. Auflage, München 2010

Franke, Günter, Weber, Thomas, Wie werden Collateralized Debt Obligation-Transaktionen gestaltet

Henschel, Thomas, Erfolgreiches Risikomanagement im Mittelstand, Berlin 2010

Kajüter, Peter, Risikomanagement im Konzern, München 2010

Hull, John, Optionen, Futures und andere Derivate, 7., aktualisierte Auflage, Pearson Studium 2010

Kajüter, Peter (Hrsg.), Risikomanagement in der Konzernpraxis, München 2010

Kühlmann, Torsten M., Haas, Hans-Dieter (Hrsg.), Internationales Risikomanagement, München 2009

Oehler, Andreas, Unser, Matthias, Finanzwirtschaftliches Risikomanagement, 2. Auflage, Heidelberg 2002

Overbeck, Ludger Präsentation – Risikoadäquates Rating von Verbriefungstransaktionen

Reichling, Peter, Bietke, Daniela, Henne, Antje Praxishandbuch Risikomanagement und Rating, 2. Auflage, Wiesbaden 2007

Ricken, Stephan, Verbriefung von Krediten und Forderungen in Deutschland

Romeike, Frank, Hager, Peter, Erfolgsfaktor Risiko-Management 2.0, Wiesbaden 2009

Romeike, Frank, Brühweiler, Bruno, Praxisleitfaden Risikomanagement, Berlin 2010

Schneck, Ottmar, Risikomanagement, Weinheim 2010

Wagenknecht, Claus-Rainer, Reinhard, Karsten, Anforderungen an eine moderne Verbriefungsstrategie aus Sicht einer Großbank

Wolke, Thomas, Risikomanagement, München 2008