

Krise oder finanzdominiertes postfordistisches Akkumulationsregime?¹

Engelbert Stockhammer

Mit dem Einbruch der Wachstumsraten Mitte der 70er Jahre, begleitet zunächst von einem Anstieg der Inflationsrate und etwas später von einem Anstieg der Arbeitslosenraten, ging eine Phase des schnellen Wachstums und der Vollbeschäftigung zu Ende, die oft als Fordismus bezeichnet wird. Die Wirtschaft und die sie umgebenden institutionellen Arrangements kamen in eine Krise: das Bretton Woods System der fixen Wechselkurse, Keynesianische Geld- und Fiskalpolitik, aber auch der Verteilungskompromiß zwischen Arbeit und Kapital standen zur Disposition. Nach mehr als zwei Jahrzehnten der neokonservativen Reformen mit ihren Schwerpunkten Inflationsbekämpfung und Deregulierung von Güter- und Arbeitsmärkten, ist unklar ob sich ein neues Akkumulationsregime etabliert hat. Die Wachstumsraten von Output und Produktivität bleiben auf deutlich geringerem Niveau, während die Arbeitslosigkeit nachhaltig angestiegen ist.

In diesem Artikel wird mit makroökonomischem Fokus der Frage nachgegangen, ob die gegenwärtige Situation noch als Krise zu verstehen ist, oder die Konturen des »post-fordistischen« Akkumulationsregimes bereits zu erkennen sind. Die Antwort fällt zugunsten des zweiten aus. Einerseits hat eine politische Machtverschiebung zugunsten von Kapital und Rentiers (Bezieher von Finanzeinkommen) stattgefunden, die sich in den institutionellen Formen der Regulationsweise kristallisiert hat. Andererseits lassen sich in den makroökonomischen Variablen geänderte Muster finden. Im speziellen zeigt sich eine deutliche Erhöhung von Finanzeinkommen und ein Anstieg der Profitquote. Es wird argumentiert, daß die Konturen eines finanzdominierten Akkumulationsregimes erkennbar sind. Dieses Regime ist geprägt von einer gestiegenen Bedeutung des Finanzsektors, das den Konsum belebt, aber aufgrund gedämpfter Investitionen einen schwachen Wachstumstrend aufweist und daher mit hoher Arbeitslosigkeit verbunden ist.

Der Artikel ist wie folgt aufgebaut. Sektion eins stellt Standardindikator der Wirtschaftslage vor, die auf eine Krise hinweisen. Sektion zwei bespricht Änderungen in der funktionalen Einkommensverteilung. Sektion drei diskutiert Änderungen im Finanzsektor und deren korrespondierende Einkommensströme. Sektion vier fragt, wie hohe Profite mit niedrigen Investitionen koexistieren können. Sektion fünf zeigt immanent Krisenpotentiale des Akkumulationsregimes auf.

Krisensymptome: Wachstum und Beschäftigung

Der gängigste Indikator zur Bestimmung der Konjunkturlage in der Makroökonomie ist das reale BIP, die inflationsbereinigte volkswirtschaftliche Wertschöpfung, bzw. dessen Wachstumsrate (siehe Tabelle A.1). Dieses Maß macht die Ver-

langsamung der Wachstumsdynamik seit Mitte der 70er Jahre deutlich. In den meisten Ländern (größte Ausnahme ist Großbritannien, das in der Nachkriegszeit relativ niedrige Wachstumsraten hatte) hat sich die durchschnittliche Wachstumsrate halbiert oder zumindest um ein Drittel reduziert (USA).

Derselbe Trend läßt sich auch bei den Wachstumsraten der Arbeitsproduktivität feststellen. Entgegen der weitverbreiteten Erwartung hat die Revolution in den Informations- und Telekommunikationstechnologie bislang nicht zu einem allgemeinen Anstieg des Produktivitätswachstum geführt; im Gegenteil: für die meisten Länder hat sich das Produktivitätswachstum, im Vergleich zu den 60er Jahren fast halbiert (siehe Tabelle A.2 im Statistischen Anhang).

Beide Maßzahlen, BIP und Arbeitsproduktivität sind in den letzten Jahren Gegenstand von Kritik und Revisionen in der statistischen Erfassung gewesen. Qualitätsänderungen seien nicht hinreichend erfaßt und die Produktivität im Dienstleistungssektor werde aufgrund von Messproblemen unterschätzt. Die Reduktion der Wachstumsraten der Arbeitsproduktivität ist jedoch nicht durch den steigenden Anteil des Dienstleistungssektors zu erklären, denn ein ähnlicher Rückgang hat auch in Industrie stattgefunden (BLS Daten).

Warum ist es zu dieser Verringerung des Trendwachstums gekommen? Aus Keynesianischer² (und übrigens auch marxistischer) Sicht ist die entscheidende Variable die Investitionen, oder, in dynamischem Kontext, die Kapitalakkumulation. Investitionen erhöhen nicht nur das Produktionspotential und »verkörpern« den technischen Fortschritt, sondern schaffen auch über den Multiplikatoreffekt die zu ihrer Finanzierung erforderlichen Ersparnisse. Wie aus Tabelle 1 ersichtlich ist, haben sich die Wachstumsraten des Kapitalstocks (Akkumulation) im Vergleich zu den 60er Jahren deutlich reduziert. Erklärungsansätze für den Rückgang der Investitionen werden in Sektion 4 erörtert.

Tabelle 1: **Akkumulation (Wachstum des privaten Kapitalstocks)**

	Deutschland	Frankreich	Italien	UK	USA
60-64	7.0%		6.5%		3.0%
65-69	5.1%	4.8%	4.7%	2.1%	4.7%
70-74	4.8%	5.5%	4.4%	1.9%	4.0%
75-79	3.4%	3.8%	3.1%	1.7%	3.5%
80-84	2.6%	2.5%	2.4%	1.1%	3.0%
85-89	2.7%	2.6%	2.8%	2.5%	2.6%
90-95	5.9%	2.4%	2.5%	2.5%	1.6%
95-99	3.0%	2.9%	3.8%	4.1%	4.9%

note: F and UK 62-64 instead of 60-64

Q: OECD

Die Verlangsamung des Wirtschaftswachstum ist mit einem Anstieg der Arbeitslosigkeit einher gegangen. Speziell, aber nicht nur, in Europa hat Arbeitslosigkeit einen hohen Grad an Persistenz, d. h. einmalige Erhöhungen der Arbeitslosigkeit werden nur sehr langsam abgebaut. Aus Keynesianischer Sicht ist der Anstieg der Arbeitslosigkeit angesichts der Verlangsamung des Wachstums kaum überraschend,

wird doch die Nachfrageentwicklung als die Hauptdeterminante der Beschäftigungsentwicklung verstanden.³ Aus Sicht der NAIRU-Theorie, die derzeit in der Diskussion der europäischen Arbeitslosigkeit vorherrschend ist, sollten Wachstum und Beschäftigung (langfristig) unabhängig sein und Arbeitsmarktinstitutionen wie Arbeitslosenunterstützung und Kündigungsschutzbestimmungen die Arbeitslosigkeit bestimmen.⁴ Mittlerweile hat sich, theoretisch gestützt auf die NAIRU-Theorie, ein breiter akademischer und politischer Konsens gebildet, daß Europas Arbeitslosigkeit nicht durch Nachfragemangel verursacht ist, sondern durch Rigiditäten am Arbeitsmarkt, die zu überhöhten Lohnabschlüssen führten. Nachfrageorientierte Beschäftigungspolitik ist für die mittlere Zukunft nicht zu erwarten.

Tabelle 2: **Arbeitslosenraten (nationale Definitionen)**

	Deutschland	Frankreich	Italien	UK	USA
60-64	0.70		3.46	1.64	5.72
65-69	0.96	2.03	4.13	1.89	3.84
70-74	1.06	2.71	4.27	2.55	5.41
75-79	3.71	4.88	5.09	4.62	7.02
80-84	6.00	7.92	6.99	9.61	8.32
85-89	7.55	10.08	9.88	9.49	6.23
90-94	6.90	10.52	9.57	8.79	6.59
95-99	9.01	11.84	11.75	7.13	4.93

Q: OECD

Aufgrund der niedrigen Wachstumsraten und der hohen Arbeitslosigkeit mag es politisch durchaus angebracht sein, von einer Krise zu sprechen. Analytisch ist dies jedoch nicht zufriedenstellend. Die Generation von hohen Wachstumsraten und Vollbeschäftigung sind nicht das Ziel in der kapitalistischen Produktionsweise. Noch waren sie in den 200 Jahren des (industriellen) Kapitalismus der Regelfall. Nur in historisch spezifischen institutionellen Settings ist die Produktionsweise kompatibel mit hoher Beschäftigung. Ein besserer Indikator für die Krisenhaftigkeit ist daher die Profitabilität.

... aber nicht für alle: Einkommensverteilung

Der Anstieg der Profitabilität seit Mitte der 80er Jahre ist wohl das stärkste Argument, daß die derzeitige Situation nicht als Krise zu bezeichnen ist. Die Entwicklung der Profitrate im privaten Sektor der Wirtschaft ist grob als U-förmig zu bezeichnen: Auf die hohen Profitraten der 60er und frühen 70er Jahren, folgten zehn Jahre der schlechten Ertragslage. Seit Mitte der 80er Jahre jedoch haben die Profitraten wieder Werte wie im Fordismus erreicht. Von kapitalistischer Seite ist daher nicht mehr von einer Krise zu sprechen.

Tabelle 3: **Profitraten**

	Deutschland	Frankreich	Italien	UK	USA
60-64	16,98		12,05	11,80	15,99
65-69	15,62	12,80	13,38	11,78	18,25
70-74	14,13	13,80	12,22	10,68	16,07
75-79	12,85	11,33	11,34	9,57	15,36
80-84	11,42	10,45	12,52	9,07	13,80
85-89	12,75	13,18	14,59	10,02	16,04
90-95	13,36	14,58	14,58	10,27	17,40
93-97	14,19	15,27	15,78	12,33	19,39

Q: OECD

Dem Anstieg der Profitrate entsprechen Lohnabschlüsse unter den Werten des Produktivitätswachstums, also eine Abkehr von der fordistischen Lohnbildung. Diese, in Österreich unter dem Namen Benya-Formel bekannt, beinhaltet, daß Lohnwachstum gleich Produktivitätssteigerung plus Inflation sei. Die Verschiebung der Einkommensverteilung zuungunsten der ArbeitnehmerInnen ist angesichts der hohen Arbeitslosigkeit und der Schwächung der organisierten ArbeitnehmerInnennorganisation kaum überraschend. Tabelle 4 faßt die Entwicklung des gewerkschaftlichen Organisationsgrades zusammen. Aufgrund der unterschiedlichen Organisationsstrukturen von Gewerkschaften und Lohnverhandlungsmodalitäten sind Vergleiche zwischen den Ländern von fragwürdiger Qualität. Innerhalb eines Landes, also über den Zeitablauf, sind die Daten aber aussagekräftiger. Die gewerkschaftlichen Organisationsgrade erreichten in den 70er Jahren ihren Höhepunkt und fielen in den 80er und 90er Jahren (außer in den skandinavischen Ländern, wo Gewerkschaftsmitgliedschaft häufig Voraussetzung für den Bezug gewisser Sozialleistungen ist).

Tabelle 4: **Gewerkschaftlicher Organisationsgrad**

	Frankreich	Deutschland	UK	USA	Italien	Japan
60-69	0.14	0.27	0.36	0.22	0.15	0.20
70-79	0.16	0.29	0.42	0.21	0.29	0.23
80-89	0.11	0.28	0.37	0.15	0.27	0.21
90-93	0.07	0.22	0.29	0.13	0.24	0.19

union density: union members (without retirees and unemployed)/labor force

Q: Jelle Visser, Unionisation Trends. The OECD Countries Union Membership File, Amsterdam: University of Amsterdam, Centre for Research of European Societies and Labour Relations CESAR, 1996.

Die Gründe für die Schwäche der Gewerkschaften sind vielfältig und reichen von der Änderung des politischen Klimas in den 80er Jahren über exemplarische Attacken einzelner neokonservativer Regierungen (der Konfrontationskurs der Reagan Administration beim Fluglotsenstreik, der britische Bergarbeiterstreik) bis hin zu Globalisierung, Strukturwandel und Unfähigkeit oder Unwillen der Gewerkschaften, neue Berufsgruppen und Gesellschaftsgruppen (insb. Frauen, deren Er-

werbsbeteiligung in dieser Zeit angestiegen ist) anzusprechen. (Ragini 1992, Hyman und Ferner 1994)

Die Entwicklungen im Bereich der Einkommensverteilung sind mit der funktionellen Einkommensverteilung nur unzulänglich beschrieben. So gab es speziell in den angelsächsischen Ländern auch eine Verschlechterung der personellen Einkommensverteilung. Im folgenden wollen wir auf einen weiteren Aspekt der Einkommensverteilung näher eingehen: dem Anstieg der Finanzeinkommen.

Strukturelle Änderungen im Finanzsektor

Die bedeutendsten Veränderungen, so das zentrale Argument dieses Artikels, gab es im Finanzsektor. Erstens, Anfang der 70er Jahre, kam es zum Ende des Bretton Woods Systems fixer Wechselkurse und schrittweise zu einer Liberalisierung der internationalen Finanztransaktionen. In Europa spielte das Europäische Währungssystem dabei eine wichtige Rolle. Speziell für südeuropäische Länder bedeutete es die Liberalisierung der Kapitalbilanz. Parallel wurden auch die diversen Systeme von Zinskontrollen und -obergrenzen, die in der Nachkriegszeit weit verbreitet waren, abgeschafft. (Epstein and Schor 1992)

Zweitens wurde ab Ende der 70er Jahre Inflationsbekämpfung zunächst unter der Flagge des Monetarismus zum obersten Ziel der Geldpolitik, und später durch die Europäische Währungsunion zum alleinigen Ziel. Durch institutionelle Unabhängigkeit wurde den Zentralbanken ermöglicht ohne Rücksichtnahme auf andere wirtschaftspolitische Ziele zu agieren. Gemäß dem ökonomischen Mainstream⁵ besteht auch kein langfristiger Widerspruch zwischen niedriger Inflation und anderen Zielen. In der Praxis ist dem jedoch nicht so, oder zumindest nicht immer so (Bruno and Easterly 1998). In jedem Fall führte die restriktive Geldpolitik der 80er und 90er Jahre zu historisch hohen Realzinssätzen. (siehe Tabelle 3; Levy and Panetta 1996)

Drittens kam es nicht zuletzt aufgrund der Deregulierungen, zur Entwicklung neuer Finanzinstrumente und zu einem rasanten Anstieg der Finanztransaktionen und, wenn auch mit Einbrüchen, zu einem Boom der Aktienmärkte. Weder diese neuen Finanzinstrumente noch der Aktienboom haben jedoch eine positive Auswirkung auf die reale Investitionstätigkeit gehabt. Wie Studien zur Finanzierung von Investitionen zeigen, werden diese nach wie vor zum größten Teil aus Gewinnen und zu einem kleineren Teil aus Bankkrediten finanziert. Aktien und Bonds haben nur eine marginale Bedeutung. In den Angelsächsischen Ländern sind die Beiträge aus Aktien sogar negativ (Mayer 1988, Corbett and Jenkinson 1997), vermutlich aufgrund von Aktienrückkäufen aus Angst vor feindlichen Übernahmen.

Die Entwicklung neuer Finanzinstrumente hatte aber, viertens, einen bedeutenden indirekten realen Effekt. Durch sie wurden feindliche Übernahmen möglich, die Aktienbesitzern (shareholders) und institutionellen Anlegern eine direktere Kontrollmöglichkeit des Managements gab und damit gewannen diese neuen Akteure Einfluß auf die Management Prioritäten und etablierten ihre Ziele (shareholder value): eine Unternehmenspolitik, die auf Erhöhung des Aktienkurses und der Dividendenzahlungen ausgerichtet ist (apologetisch: Rappaport 1986, kritisch: diverse Beiträge im special issue von *Economy & Society* 1/2000).

Als quantitatives Maß für diese Prozesse werden wir die Einkommen aus Finanztransaktionen, d. h. Zins und Dividendeneinkommen verwenden. Kapitalge-

winne, also ein nicht unbeträchtlicher Teil der Gewinne, werden dabei nicht berücksichtigt, dafür sind die genannten Einkommensarten direkt mit VGR Größen vergleichbar.

Nicht-finanzielle Unternehmen spüren die Kosten dieser Strukturänderungen. Ihre Ausgaben für Zins- und Dividendenzahlungen sind im Vergleich zu den 60er Jahren deutlich angestiegen und machen nun zwischen 40% (in Deutschland) und knapp über 100% (in den angelsächsischen Ländern) des operationell Geschäftsergebnisses aus. (Es ist zu beachten, daß dieses Maß anti-zyklisch ist, d. h. im Konjunkturtief besonders hoch ist, da die Gewinne dann besonders niedrig sind).

Tabelle 5: **Finanzialisierung im non-financial business Sektor**

Zins- und Dividendenzahlungen / operating surplus des non-financial Sektors

	W-Dtld.	Frankreich	Italien	UK	USA	Japan
60-64	0.172				0.488	
65-69	0.218			0.743	0.496	
70-74	0.309	0.591		1.019	0.712	0.691
75-79	0.324	0.846		1.057	0.722	0.816
80-84	0.452	1.210	1.077	0.882	1.009	0.722
85-89	0.373	0.829	0.688	0.789	0.958	0.590
90-94	0.427	0.978	0.761	1.145	1.012	0.698
95/96		1.005	0.579	0.981	0.848	0.564

Zins- und Dividendeneinnahmen / operating surplus des non-financial Sektors

	W-Dtld.	Frankreich	Italien	UK	USA	Japan
60-64	0.038				0.171	
65-69	0.048			0.201	0.169	
70-74	0.068	0.092		0.467	0.292	0.181
75-79	0.064	0.164		0.447	0.327	0.201
80-84	0.099	0.300	0.269	0.356	0.494	0.189
85-89	0.092	0.250	0.198	0.325	0.520	0.174
90-94	0.135	0.415	0.197	0.472	0.567	0.191
95/96		0.481	0.188	0.399	0.508	0.118

Aufnahme von Verbindlichkeiten / Erwerb von Titeln des non-financial Sektors

	W-Dtld.	Frankreich	Italien	UK	USA	Japan
60-64					1.906	1.624
65-69					1.840	1.511
70-74	3.129	1.913		2.844	1.829	1.730
75-79	2.330	1.705		1.390	1.232	1.600
80-84	2.569	1.535	2.121	0.944	1.403	1.790
85-89	1.696	1.196	1.873	1.088	1.341	1.512
90-94	1.137	0.956			0.863	3.823
95/96		0.789				1.465

Gleichzeitig lukrieren nicht-finanzielle Unternehmungen aber auch beträchtliche Einkommen aus Finanztransaktion und -vermögen. Seit Mitte der 70er Jahre stiegen sie in allen Ländern deutlich an, auch wenn beträchtliche Niveauunterschiede existieren (Deutschland und Italien liegen stark unter den angelsächsischen und französischen Werten).

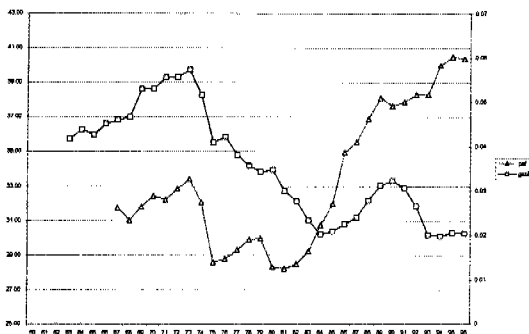
Nicht-finanzielle Unternehmen sind also nicht nur Leidtragende, sondern auch Nutznießer der gestiegenen Attraktivität von Finanzinvestitionen. Zur Zeit übersteigen ihre Zins- und Dividendenzahlungen ihre diesbezüglichen Einkommen deutlich. Dies mag allerdings daran liegen, daß die Zinsen auf die gesamte ausstehende Kreditsumme zu entrichten sind und daher nur langsam verringert werden können. Wie Tabelle 5 zeigt, bewegen sich die nicht-finanziellen Unternehmungen aber in Richtung einer Netto-Gläubiger Position indem sie mehr Finanztitel akquirieren als sie neue Schulden aufnehmen (in einem gegebenen Jahr). In Frankreich und den USA waren die nicht-finanziellen Unternehmungen in den frühen 90ern in Bezug auf die Neuverschuldung bereits Nettogläubiger, in den anderen Ländern (außer Japan) bewegen sie sich in diese Richtung.

Der Finanzsektor selbst (inkl. Versicherungen und Immobilien) lukriert gleichzeitig einen wachsenden Anteil der gesamtwirtschaftlichen Gewinne. Tabelle A.4 im Statistischen Anhang zeigt den Anteil des Finanzsektors an den gesamten Gewinne. Dabei sind wiederum deutliche Niveauunterschiede festzustellen. Deutschland liegt weit unter den Werten anderer Länder. In den anderen großen Ländern geht rund ein Drittel der Gewinne an den Finanzsektor.

Die neue Logik der Akkumulation

Vom makroökonomischen Standpunkt ist eines der grossen Rätsel wie die beobachtete Entkoppelung von Profiten und Investitionen möglich ist. Und zwar in zweierlei Hinsicht. Erstens, warum induzieren die gestiegenen Profite nicht höhere Investitionen? Profite, ob als Finanzierungsquelle oder als Profiterwartungen sind eine der zentralen Erklärungsvariablen von Investitionen in der Keynesischen Theorie.⁶ Zweitens, wie können die hohen Gewinne bei niedriger Investitionstätigkeit realisiert werden? Nimmt man, wie Kalecki, vereinfachend an, daß ArbeitnehmerInnen all ihr Einkommen für Konsum verwenden, so müssen Profite aus den Investitions- und Konsumausgaben der Kapitalisten realisiert werden.

Graphik 1: Profitquote (psf) und Akkumulation (gkbf) in Frankreich



Zur ersten Frage. Die meisten post-keynesianischen Erklärungen der Verlangsamung der Akkumulation sehen in den Änderungen im Finanzsektor eine der zentralen Ursachen, im Detail unterscheiden sie sich allerdings. Davidson (1998) argumentiert, daß die Schwankungen der Wechselkurse ein Klima der erhöhten Unsicherheit erzeugen, das Realinvestitionen entmutigt. Dumenil and Levy (2000) sehen in den hohen Zins- und Dividendenzahlungen den Grund, da sie die verfügbaren Mittel für Investitionen reduzieren. Schulmeister (1996) auf die hohen Realzinsen hin, die Finanzinvestitionen attraktiver als Realinvestitionen. Stockhammer (2000) betont die Änderungen in den Managementprioritäten im Zuge der shareholder value Revolution, die zu geringeren gewünschten Investitionen führen können.

Die zweite Frage betrifft die Nachfrageseite. Damit die hohen Profite, inklusive deren Ausschüttung als Zinsen oder Dividenden, volkswirtschaftlich realisiert werden können, müssen entweder die LohneinkommensbezieherInnen über ihren Verhältnisse leben, d. h. mehr ausgeben als sie einnehmen, die KapitaleinkommensbezieherInnen mehr konsumieren oder der Staat Budgetdefizite in Kauf nehmen. Alle drei Phänomene sind in den letzten Jahrzehnten aufgetreten. Erstens, ermöglichte der Anstieg der Privatverschuldung eine ein rasches Wachstum des Konsums. Zweitens, führten Vermögenseffekte zu einem Anstieg der Konsumausgaben in den einkommenstärkeren Schichten. Gängige Schätzungen von Vermögenseffekten (z. B. auf Aktien) gehen von marginalen Konsumneigungen von rund 5% aus (Potera and Samwick 1995, Boone, Giorno, and Richardson 1998). Drittens wirkten die Staatsausgaben stabilisierend. Bekanntermaßen hatten die meisten Industrienationen bis vor kurzem Budgetdefizite. Darüberhinaus, und weniger bekannt, stieg die Staatsquote in den 80er und 90ern weiter oder stagnierte. In allen Industrieländer ist die Staatsausgabenquote mindestens 10 Prozentpunkte des BIP über dem Niveau der 60er Jahre (siehe Tabelle A.5 im Anhang).

Vom makroökonomischen Standpunkt scheint die Kombination von niedrigen Akkumulations- und Wachstumsraten mit hohen Profiten möglich, technisch gesprochen handelt es sich um ein Gleichgewicht. Es macht daher Sinn von einem Akkumulationsregime zu sprechen. Die Regulationsweise des post-fordistischen Regimes ist nicht Gegenstand dieses Artikels, wenn auch in etlichen Bereichen Rekonfigurationen des institutionellen Settings diskutiert wurden, namentlich im monetären Bereich und in den Kapital-Arbeitsbeziehungen.

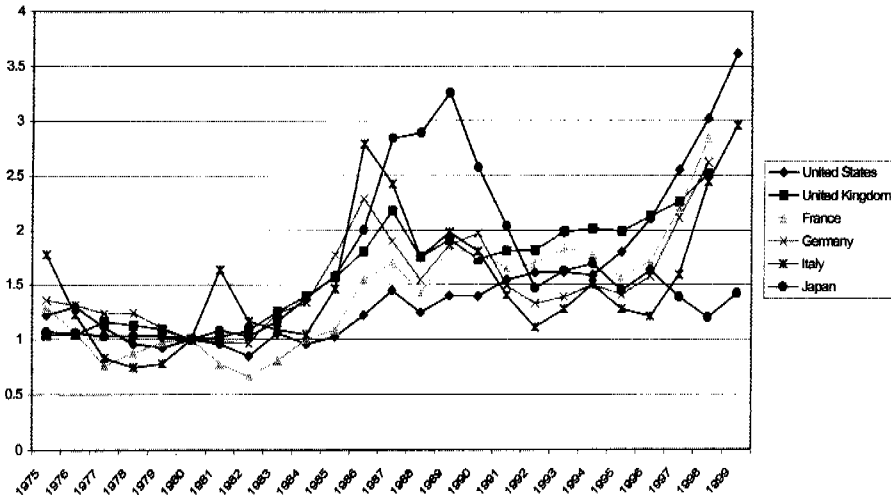
Krisenpotentiale

Das Faktum eines makroökonomischen Gleichgewichts allein impliziert noch nicht die mittelfristige Stabilität des gesamten Akkumulationsregimes. Im speziellen lassen sich vier Quellen der potentiellen Instabilität des Regimes ausmachen, wovon die ersten beiden makroökonomischer Natur sind, die anderen im politischen Regime angesiedelt sind.

Erstens, neigt ein finanzdominiertes Regime zu spekulativen Blasen, welche aufgrund der zentralen Stellung des Finanzsektors natürlich leicht auf andere Sektoren übergreifen können. Und tatsächlich hat sich die finanzielle Instabilität seit Anfang der 80er Jahre deutlich erhöht, wie sich bei der Schuldenkrise, dem Akti-

enkurssturz 1987, der Krise des EWS 1992, der mexikanischen Pesokrise, der asiatischen und darauf der russischen Finanzkrise sowie den heftigen Schwankungen der Technologiebörsen in den letzten beiden Jahren gezeigt hat. In den letzten Jahren sind die Aktienkurse deutlich schneller gewachsen als Inflation und realer Output (siehe Grafik 2).

Graphik 2: Aktienkurse/nominales BIP (1980=1)



Zweitens, sind gesamtwirtschaftliche Probleme zu erwarten, wenn der Firmensektor die bisherige Tendenz fortsetzt und sich in Richtung einer Nettogläubigerposition bewegt. Damit dies möglich ist müssen sich andere Sektoren, d. h. Haushalte oder der Staat verschulden. Letzteres ist aufgrund der Regelungen in der europäischen Währungsunion ausgeschlossen, ersteres wird zu einer Zunahme von Privatkonkursen führen.

Drittens, ist eine Diskrepanz zwischen der vorherrschenden neo-konservativen Ideologie hinsichtlich der Rolle des Staates und dessen realer Funktion festzustellen. Sollte die gesamtwirtschaftliche Rolle des Staates, d. h. nicht nur seine regulative Funktion, sondern auch seine Nachfragefunktion, zurückgenommen werden, droht eine Nachfragerücke aufzuklaffen.

Viertens stützt sich der post-fordistische Kompromiß auf eine deutlich geringere soziale Gruppen, die vom System profitieren, während größere Gruppen, insbesondere beträchtliche Teile der ArbeitnehmerInnen, ausgegrenzt sind. Diese leiden zwar unter den geringeren Reallohnzuwächsen, haben aber nicht an den steigenden Finanzeinkommen teil.

Schlußbemerkungen

Während Standardindikatoren zur Wirtschaftslage wie Wachstum und Beschäftigung den Schluß nahelegen, daß sich in den großen Ökonomien noch kein neues Akkumulationsregime etabliert hat und wir uns daher noch in einer »großen Krise« befinden, deuten Verteilungsindikatoren auf eine deutliche Verschiebung von Arbeit zu Kapital hin. Darüberhinaus haben sich im Finanzbereich qualitative Veränderungen ergeben, die sich auch quantitativ und in Einkommenströmen niederschlagen. In diesem Artikel wurde argumentiert, daß niedrige Wachstumsraten eher als Bestandteil eines neuen finanz-dominierten Akkumulationsregimes denn als Krisenanzeichen zu interpretieren sind.

Der Finanzsektor dämpft reale Investitionen, erhöht aber, über Verschuldung und Vermögenseffekte Konsumausgaben. Daher können die hohen Profite, die aus schwachen Arbeitnehmerorganisationen und Arbeitslosigkeit resultieren, mit niedrigen Investitionen koexistieren. Wie jedes Akkumulationsregime hat auch dieses immanente Krisenpotentiale, die im einzelnen durchaus über die Regulationsweise befriedet werden können, wie z. B. die pragmatische Geldpolitik der FED 1987 (Börsenkrach) und 1998 (LTCM) gezeigt hat, aber sie bieten zweifellos auch Ansatzpunkte für eine egalitäre Politik.

Anmerkungen

- 1 Ich danke Elisabeth Springler und Joachim Becker für Kommentare zu diesem Artikel.
- 2 In diesem Artikel wird der Begriff »keynesianisch« synonym mit »post-keynesianisch« verwendet. Neben Keynes, geht dieser Ansatz auf Kalecki, Robinson und Kaldor zurück. Theoretisches Kernstück ist die Theorie der effektiven Nachfrage.
- 3 Neuere empirische Analysen, die die Rolle der Kapitalakkumulation für Beschäftigung betonen sind z. B. Rowthorn 1995, Glyn 1998, Dumenil and Levy 1999 und Stockhammer 1999.
- 4 Genauer bestimmen Arbeitsmarktinstitutionen die Arbeitslosigkeit die mit konstanter Inflationsrate kompatibel ist (NAIRU). Zu diese Gleichgewichtsarbeitslosigkeit gravitiert mittelfristig die aktuelle Arbeitslosigkeit. Es ist zu beachten, daß diese Theorie nicht neo-klassisch ist, sondern neu-Keynesianisch, da keine Markträumung am Arbeitsmarkt stattfindet. Im Sinne dieses Artikels ist sie jedoch nicht als keynesianisch zu bezeichnen, da Nachfrage keine wichtige Rolle spielt. Nickell, Jackman and Layard (1991) bieten eine ausführliche Darstellung der Theorie. Bean (1994) einen Überblick über die (Mainstream) Diskussion über Arbeitslosigkeit in Europa.
- 5 Die Literatur zu Zentralbankunabhängigkeit ist mittlerweile äußerst umfangreich. Die klassische Dichotomie (langfristige Unabhängigkeit von realem und monetärem Bereich) wurde durch Milton Friedman reformuliert (z. B. Friedman 1969). Kydland and Prescott 1977 und Rogoff 1985 sind wichtige Beiträge zur Begründung der Vorteile von unabhängigen Zentralbanken. Alesina and Summers 1993 und Cukierman, Webb and Neypati 1992 präsentieren empirische Evidenz für die positiven Effekte von Zentralbankunabhängigkeit. Cukierman 1992 bietet eine ausführliche Diskussion dieser Literatur. Arestis 1998, Kirshner 1998, Epstein 1999 und verschiedene Artikel im special issue der Oxford Economic Papers 1998 bieten eine kritische Betrachtungsweise.
- 6 Natürlich gibt es neben den Profiten noch andere Bestimmungsfaktoren wie Kapazitätsauslastung, Kapitalkosten und Unsicherheit.

Literatur

- Alesina, A, Summers, L, 1993. Central Bank Independence and Macroeconomic Performance. *Journal of Money, Credit and Banking*, 25, 2: 151-163

- Arestis, 1998. Political Economy of Central Banking
- Ball, Laurence, 1999. Aggregate Demand and Long-Run Unemployment. *BPEA* 2, 1995: 189-236
- Bean, Charles, 1994. European Unemployment: A Survey. *JEL* XXXII: 573-619
- Boone, L, Giorno, C, Richardson, P, 1998. Stock market fluctuations and consumption behaviour: some recent evidence. OECD Economics department working papers No. 208
- Bruno, M, Easterly, W, 1998. Inflation crises and long run growth. *Journal of Monetary Economics* 41, 1: 3-26
- Corbett, J, Jenkinson, T, 1997. How is investment Financed? A Study of Germany, Japan and the United Kingdom and the United States. *The Manchester School Supplement* 1997: 69-93
- Cosh, A, Hughes, A, Sing, A, 1992. Openness, financial innovation, changing patterns of ownership, and the structure of financial markets. In: T. Banuri and J. Schor (eds): *Financial Openness and National Autonomy. Opportunities and Constraints*. Oxford: Clarendon Press.
- Cukierman, A, Webb, S, Neypati, B, 1992. Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes. *World Bank Economic Review* 6, 1: 353-98
- Cukierman, Alex, 1992. *Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence*. Cambridge, MA: MIT Press
- Davidson, Paul, 1998. Post Keynesian employment analysis and the macroeconomics of OECD unemployment. *Economic Journal* 108: 817-831
- Dumenil, G, Levy, D, 1999. Structural unemployment in the crises of the late 20th century: a comparison between the European and the US experiences. In: R. Bellofiore (ed): *Global Money, Capital Restructuring and the Changing Patterns of Labour*. Cheltenham, UK: Edward Elgar
- Dumenil, G, Levy, D, 2000. Costs and Benefits of neoliberalism. A Class Analysis. Paper presented at the Rethinking Marxism 2000 conference, Amherst Sept. 2000
- Epstein, G, Schor, J, 1992. Structural determinants and economic effects of capital controls in OECD countries. In: T. Banuri and J. Schor (eds): *Financial Openness and National Autonomy. Opportunities and Constraints*. Oxford: Clarendon Press.
- Ferner, A, Hyman, R, (eds) 1994. *New Frontiers in European Industrial Relations*. Oxford: Blackwell
- Friedman, Milton, 1968. The Role of Monetary Policy. *American Economic Review* 58: 1-117
- Grilli, V, Masciandaro, C, Tabellini, G, 1991. Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries. *Economic Policy* 13: 485-512
- Kirshner, Jonathan, 1998. Disinflation, Structural Change, and Distribution. *RRPE* 30, 1: 53-89
- Kydland, F, Prescott, E, 1977. Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy* 85: 473-86
- Layard, R, Nickell, S, Jackman, R, 1991. *Unemployment. Macroeconomic Performance and the Labour Market*. Oxford: Oxford University Press
- Levy, A, Panetta, F, 1996. The Main Trends of Real Interest Rates (1969-1994). In: P Ciocca and G Nardozzi: *The High Price of Money. An Interpretation of World Interest Rates*. Oxford: Clarendon Press
- Mayer, Colin, 1988. New Issues in Corporate Finance. *EER* 32: 1167-89
- Potera, J, Samwick, A, 1995. Stock Ownership Patterns, Stock Market Fluctuations, and Consumption. *BPAE* 2: 1995. 295-358
- Ragini, M (ed) 1992. *The Future of Labour Movements*. London: Sage
- Rogoff, Kenneth, 1985. The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target. *Quarterly Journal of Economics* 11: 1169-90
- Rowthorn, Robert, 1995. Capital Formation and Unemployment. *Oxford Review of Economic Policy* 11, 1: 26-39
- Schulmeister, Stephan, 1996. *Zinssatz, Investitionsdynamik, Wachstumsrate und Staatsverschuldung*. Wien: Oesterreichisches Institut für Wirtschaftsforschung
- Stockhammer, Engelbert, 2000. *Accumulation and European Unemployment*. Dissertation University of Massachusetts at Amherst
- Stockhammer, Engelbert, 2000. Explaining European Unemployment: Testing the NAIRU Theory and a Keynesian Approach, Vienna University of Economics and Business Administration Working Papers, No. 68, February 2000

Statistischer Anhang

A.1 Wachstumsraten des BIP

	Deutschland	Frankreich	Italien	UK	USA
60-64	4.69%		5.71%	3.46%	4.61%
65-69	3.87%	5.28%	6.45%	2.59%	4.21%
70-74	3.05%	4.44%	4.05%	2.77%	3.46%
75-79	3.84%	3.49%	4.74%	2.83%	4.72%
80-84	0.92%	1.57%	1.27%	1.66%	2.95%
85-89	2.79%	3.31%	3.11%	3.99%	3.62%
90-94	4.04%	0.81%	0.88%	1.29%	2.30%
95-99	1.95%	3.06%	1.83%	3.44%	5.46%

A.2 Wachstum der Arbeitsproduktivität

	Deutschland	Frankreich	Italien	UK	USA
60-64	4.30%		6.30%	2.80%	3.20%
65-69	4.70%	4.80%	6.50%	2.80%	1.90%
70-74	2.90%	3.40%	2.90%	2.50%	0.90%
75-79	3.10%	3.00%	3.30%	2.30%	1.10%
80-84	1.50%	1.80%	0.60%	2.70%	1.40%
85-89	1.70%	2.70%	2.40%	1.60%	1.00%
90-94	2.40%	1.50%	1.70%	2.70%	1.00%

note: Germany 91-95 instead of 90-94

Q: OECD

A.3 Reale langfristige Zinssätze (Deflator: CPI)

	Deutschland	Frankreich	Italien	UK	USA
50-54		-1.32	1.97	-0.71	1.97
55-59	4.82	0.38	4.38	2.49	1.81
60-64	3.73	1.31	1.75	2.86	2.75
65-69	4.92	2.14	4.11	3.45	1.73
70-74	3.15	0.71	-0.71	0.91	0.68
75-79	2.99	-0.8	-2.13	-2.27	0.12
80-84	4.16	2.94	1.92	2.98	4.89
85-89	5.1	5.8	4.6	4.51	5.21
90-94	3.97	5.83	6.69	4.59	3.63
95/96	4.39	5.09	6.2	5.24	3.64

Q: IMF

A.4 Anteil des Finanzsektors (FIRE) an den Profiten

	Deutschland	Frankreich	Italien	UK	USA
60-64	0.027				0.323
65-69	0.037				0.317
70-74	0.049		0.249	0.339	0.338
75-79	0.065	0.264	0.247	0.374	0.315
80-84	0.096	0.3	0.252	0.325	0.391
85-89	0.076	0.319	0.292	0.336	0.422
90-94	0.072	0.325	0.339	0.413	0.463
95/96			0.343	0.425	0.447

W-Germany: 60-93

France:77-92

UK: 70-95

Q: OECD National Accounts

A.5 Anteil der Staatsausgaben am BIP

	Deutschland	Frankreich	Italien	UK	USA
60-64	0.29	0.33	0.26		0.24
65-69	0.33	0.34	0.3		0.26
70-74	0.35	0.34	0.33		0.3
75-79	0.43	0.4	0.37		0.31
80-84	0.44	0.46	0.43		0.34
85-89	0.43	0.47	0.46	0.39	0.34
90-95	0.45	0.49	0.51	0.41	0.34
93-96	0.47	0.51	0.51	0.42	0.34

Q: OECD