

Bernhard Emunds

# Finanzsystem und Konjunktur

Ein postkeynesianischer Ansatz

Metropolis-Verlag  
Marburg 2000

# Inhaltsverzeichnis

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Vorwort</b> . . . . .  | <b>13</b> |
| <b>1 Einführung</b> . . . . .   | <b>17</b> |
| 1.1 Abgrenzung des Phänomenbereichs. . . . .  | 17        |
| 1.2 Begriffe zur Beschreibung von Konjunktur- und Wachstumszyklen . . . . .                     | 20        |
| 1.3 Empirische Bezugspunkte:<br>Einige konjunkturelle Variationen finanzieller Größen . . . . . | 22        |
| 1.4 Der fmanzkeynesianische Ansatz im Kontext des Postkeynesianismus. . . . .                   | 26        |
| 1.4.1 Der Postkeynesianismus. . . . .   | 26        |
| 1.4.2 Der von Minsky begründete Finanzkeynesianismus. . . . .                                   | 28        |
| 1.5 Eine fmanzkeynesianische »Vision« der Wirtschaft . . . . .                                  | 32        |
| 1.5.1 Unsicherheit . . . . .  | 33        |
| 1.5.2 Produktion . . . . .  | 35        |
| 1.5.3 Investitionen . . . . .   | 36        |
| 1.5.4 Wall Street-Perspektive. . . . .  | 38        |
| <br><b>TEIL A DAS FINANZSYSTEM IN FINANZKEYNESIANISCHER SICHT</b>                               |           |
| <b>2 Das einzelwirtschaftliche Handeln als Portfolio-Kalkül</b> . . . . .                       | <b>41</b> |
| 2.1 Der Zusammenhang von Aktiva und Passiva . . . . .   | 42        |
| 2.2 Die Cash Flow-Perspektive . . . . .   | 43        |
| 2.3 Die verschiedenen Ertragsformen der Aktiva . . . . .  | 44        |
| 2.4 Die Verschuldung . . . . .  | 48        |
| • 2.4.1 Die drei Finanzierungsregime . . . . .  | 48        |
| 2.4.2 Verschiedene Maße des Verschuldungsgrades. . . . .  | 49        |
| 2.4.3 'Der Zusammenhang von Verschuldung und Einkommensentwicklung . . . . .                    | 50        |
| 2.5 Das Liquiditätspolster. . . . .   | 51        |
| 2.6 Die optimale Größe des Portfolio. . . . .   | 53        |
| 2.7 Die Liquiditätspräferenz . . . . .  | 55        |
| 2.8 Die Robustheit oder Fragilität des Finanzsystems. . . . .                                   | 57        |
| 2.8.1 Die Robustheit der Finanzierungsbeziehungen . . . . .                                     | 58        |
| 2.8.2 Die gesamtwirtschaftliche Liquidität . . . . .  | 60        |
| 2.8.3 Das Niveau der Aktiva-Preise und ihre Bedeutung für die Verschuldung . . . . .            | 61        |
| 2.9 Die Bestimmungsfaktoren der Liquiditätspräferenz . . . . .                                  | 62        |

|   |     |
|---|-----|
| <b>3 Die Investitions- und Finanzierungsentscheidungen der Unternehmen</b> .....          | 64  |
| 3.1 Der Angebotspreis .....   | 64  |
| 3.2 Der Nachfragepreis .....  | 67  |
| 3.2.1 Die Ertragskomponente des Nachfragepreises .....                                    | 69  |
| 3.2.2 Die rein kalkulatorischen Kosten des Kapitalgutkaufs .....                          | 70  |
| 3.2.3 Die individuellen pagatorischen Finanzierungskosten .....                           | 74  |
| 3.3 Das Minsky-Diagramm .....   | 77  |
| 3.4 Ein vereinfachtes Bild des unternehmerischen Portfolio-Kalküls ..                     | 83  |
| <b>4 Das Kreditangebot der Banken</b> .....   | 86  |
| 4.1 Die Perspektive der Kreditangebotsanalyse .....                                       | 87  |
| 4.1.1 Die Bank als gewinnmaximierendes Unternehmen .....                                  | 87  |
| 4.1.2 Die Kreditvergabe als Portfolio-Optimierung .....                                   | 89  |
| 4.2 Die Kosten der Kreditvergabe .....  | 91  |
| 4.2.1 Die Nachteile der Kredite gegenüber verbrieften Finanztiteln .....                  | 91  |
| 4.2.2 Die Kosten des Depositenab'ugs .....  | 92  |
| 4.2.3 Die mit der Kreditvergabe steigende Mindestreservepflicht                           | 95  |
| 4.3 Die Elastizität des Kreditangebots .....  | 96  |
| 4.3.1 Eine steigende Kreditangebotskurve .....  | 97  |
| 4.3.2 Das Kreditangebot gegenüber verschiedenen Kreditnehmer-Gruppen .....                | 101 |
| 4.3.3 Kreditrationierung .....  | 102 |
| 4.3.4 Die Einflüsse einer restriktiven Geldpolitik und möglicher Finanzinnovationen ..... | 105 |
| <b>5 Endogenes Geld</b> .....   | 112 |
| 5.1 Die Abgrenzung der Geld-Aktiva .....  | 113 |
| 5.2 Die Geldnachfrage .....   | 114 |
| 5.2.1 Die mit realwirtschaftlichen Transaktionen verbundene Geldnachfrage .....           | 114 |
| 5.2.2 Die Geldnachfrage zu Wertaufbewahrungszwecken .....                                 | 116 |
| 5.2.3 Die Geldnachfrage für finanzielle Transaktionen .....                               | 118 |
| 5.3 Das Geldangebot .....   | 121 |
| 5.3.1 »Essentials« der Position endogenen Geldes .....                                    | 122 |
| 5.3.2 Das Angebot an Bankdepositen .....  | 124 |
| 5.3.3 Das Angebot an Zentralbankgeld .....  | 127 |
| 5.3.3.1 Die Zentralbank als Garantin des Finanzsystems ..                                 | 127 |
| 5.3.3.2 Der Einfluß der Zentralbank auf die Menge des Zentralbankgelds .....              | 130 |
| 5.3.4 Das Verhältnis von Innengeld und Außengeld .....                                    | 135 |

|   |       |
|---|-------|
| 5.4 Die parallele Entwicklung vbn Volkseinkommen und Geldmenge . . . . .                          | 138   |
| 5.5 Der Ausgleich von Geldangebot und -nachfrage über das »idle money« . . . . .                  | 140 • |
| <b>6 Ein von der Liquiditätspräferenz bestimmtes System der Aktiva-Preise . . . . .</b>           | 145   |
| 6.1 Das System der Aktiva-Preise bei Ausschluß von Bestandsänderungen . . . . .                   | 149   |
| 6.1.1 Die Annahmen . . . . .  | 149   |
| 6.1.2 Das Preis-System . . . . .  | 151   |
| 6.2 Das System der Aktiva-Preise bei erwarteten Bestandsänderungen . . . . .                      | 156   |
| 6.2.1 Die Transformation des Preissystems . . . . .   | 156   |
| 6.2.2 Investition: Kauf von Kapitalgut-Einheiten . . . . .  | 158   |
| 6.2.3 Anstieg der Verschuldung: Ausgabe neuer Schuldtitel . . . . .                               | 159   |
| 6.3 Das System der Aktiva-Preise bei endogenem Geld . . . . .                                     | 161   |
| 6.3.1 Die Zunahme der Bankkredite und der Geldmenge . . . . .                                     | 161   |
| 6.3.2 Das Preissystem . . . . .   | 162   |
| 6.3.3 Vervollständigung des Gleichungssystems . . . . .   | 163   |
| 6.3.4 Die Interdependenz zwischen Investitionen, Krediten, Geldmenge und Aktiva-Preisen . . . . . | 164   |
| <b>7 Spekulation . . . . .</b>  | 166   |
| 7.1 Der Spekulationsbegriff . . . . .   | 167   |
| 7.2 Objekte der Spekulation . . . . .   | 168   |
| 7.3 Spekulationswellen . . . . .  | 170   |
| 7.4 Finanzierung der Spekulation . . . . .  | 172   |
| 7.4.1 Die Mittel, mit denen die Haushalten spekulieren . . . . .                                  | 173   |
| 7.4.2 Die Mittel, mit denen die Unternehmen spekulieren . . . . .                                 | 173   |
| 7.4.3 Die Mittel, mit denen die Geschäftsbanken spekulieren . . . . .                             | 175   |
| 7.5 Die Entwicklung der finanziellen Zirkulation . . . . .  | 176   |
| <b>TEIL B DIE KONJUNKTURELLEN EINFLÜSSE DES FINANZSYSTEMS IN FINANZKEYNESIANISCHER SICHT</b>      |       |
| <b>8 Hyman Minskys finanzielle Konjunktur- und Krisentheorie . . . . .</b>                        | 179   |
| 8.1 Die »Essentials« der Hypothese finanzieller Instabilität . . . . .                            | 179   |
| 8.2 Der grundlegende Zusammenhang von Investitionen, und Profiten . . . . .                       | 183   |
| 8.2.1 Die Investitionen als entscheidende Determinante der Gewinne . . . . .                      | 184   |

|           |  |     |
|-----------|--|-----|
| 8.2.2     | Die Bedeutung der Gewinne für die Investitionen . . . . .  | 186 |
| 8.2.2.1   | Der Einfluß der aktuellen Gewinne<br>auf die Erwartungsbildung . . . . .                                 | 187 |
| 8.2.2.2   | Der Einfluß der aktuellen Gewinne<br>auf das Finanzsystem . . . . .                                      | 189 |
| 8.3       | Die kumulativen Prozesse im Aufschwung . . . . .   | 190 |
| 8.3.1     | Ausgangspunkt: Die endogene Lösung<br>von einem Pfad konstanten Wachstums . . . . .                      | 193 |
| 8.3.2     | Fundamentaler kumulativer Prozeß: Die steigenden<br>Gewinne, Gewinnprognosen und Investitionen . . . . . | 194 |
| 8.3.3     | Verstärkung: Die finanziellen Einflüsse . . . . .  | 195 |
| 8.3.4     | Gelöste Bremse: Die Überschuldungsbedenken<br>der Unternehmen . . . . .                                  | 200 |
| 8.3.5     | Gelöste Bremse: Das Angebot<br>an Fremdfinanzierungsmitteln . . . . .                                    | 201 |
| 8.3.5.1   | Der Einfluß der Gewinnprognosen und<br>der Liquiditätspräferenz der Banken . . . . .                     | 202 |
| 8.3.5.2   | Der Einfluß restriktiver Geldpolitik . . . . .   | 203 |
| 8.3.6     | Formalisierung: Die Dynamik der Investitionen . . . . .  | 204 |
| 8.4       | Die Abschwächung des Aufschwungs<br>und der beginnende Abschwung . . . . .                               | 207 |
| 8.4.1     | Voraussetzung: Der Anstieg der finanziellen Fragilität<br>im Aufschwung . . . . .                        | 208 |
| 8.4.1.1   | Steigende Fragilität bei konstanten Zinsen . . . . .   | 208 |
| 8.4.1.1.1 | Die mit der Investitionsdynamik steigende<br>Fragilität der Finanzierungsbeziehungen . . . . .           | 209 |
| 8.4.1.1.2 | Weitere Gründe und Folgen zunehmend<br>fragiler Finanzierungsbeziehungen . . . . .                       | 211 |
| 8.4.1.1.3 | Veränderungen der beiden anderen<br>Dimensionen finanzieller Fragilität . . . . .                        | 212 |
| 8.4.1.2   | Steigende Fragilität bei steigenden Zinsen . . . . .   | 213 |
| 8.4.2     | Oberer Wendepunkt: Der Abbruch des Investitionsbooms   | 215 |
| 8.4.2.1   | Wahrnehmung einer Überschuldung . . . . .  | 215 |
| 8.4.2.2   | Verstärkung des Konjunktureinbruchs:<br>Die finanzielle Anspannung . . . . .                             | 217 |
| 8.4.3     | Extremfall: Der Ausbruch einer Finanzkrise . . . . .   | 220 |
| 8.5       | Der Abschwung und der untere Wendepunkt . . . . .  | 221 |
| 8.5.1     | Starke Rezession: Der mit einer Finanzkrise<br>verbundene Abschwung . . . . .                            | 222 |
| 8.5.2     | Milde Rezession: Der konjunkturelle Abschwung<br>ohne Finanzkrise . . . . .                              | 223 |
| 8.6       | Die Änderungen der Konjunkturzyklen in den USA . . . . .   | 225 |
| 8.7       | Kritische Einordnung . . . . .   | 227 |

|  |     |
|--|-----|
| <b>9 Der konjunkturelle Einfluß der internen Finanzierungsmittel auf die Investitionen in einem Modell von Delli Gatti/Gallegati . . . . .</b> | 231 |
| 9.1 Das Grundmodell . . . . .  | 232 |
| 9.1.1 Der Gütermarkt . . . . .   | 232 |
| 9.1.2 Der Kreditmarkt und die Entwicklung des Schuldendandes . . . . .   | 236 |
| 9.1.3 Der Gleichgewichtspunkt und seine lokale Stabilität . . . . .  | 237 |
| 9.1.4 Die Hopf-Bifurkation . . . . .   | 240 |
| 9.1.5 Interpretation des Grundmodells . . . . .  | 243 |
| 9.1.5.1 Das Problem der negativen Investitionen . . . . .  | 243 |
| 9.1.5.2 Die Interpretation der konjunkturellen Dynamik . . . . .   | 245 |
| 9.2 Ergänzungen des Grundmodells . . . . .   | 249 |
| 9.2.1 Endogenisierung des Kreditzinssatzes . . . . .   | 249 |
| 9.2.2 Die Berücksichtigung stabilisierender Institutionen . . . . .  | 252 |
| 9.3 Kritische Einschätzung . . . . .   | 255 |
| <b>10 Die konjunkturelle Bedeutung der finanziellen Zirkulation und der Aktiva-Preise . . . . .</b>  | 258 |
| 10.1 Die Entwicklung der finanziellen Zirkulation im Aufschwung . . . . .  | 259 |
| 10.1.1 Das Zusammenwirken von makro- und mikroökonomischen Faktoren . . . . .  | 259 |
| 10.1.2 Die finanziellen Implikationen eines Multiplikator- Prozesses im Anschluß an Victoria Chick . . . . .                                   | 261 |
| 10.1.2.1 Die Annahmen . . . . .  | 261 |
| 10.1.2.2 Erster Analyse-Schritt: Ohne Wachstum des »idle money« . . . . .  | 263 |
| 10.1.2.3 Zweiter Analyse-Schritt: Zuwächse des »idle money« aus geplanten Ersparnissen . . . . .   | 267 |
| 10.1.2.4 Ergebnisse der Analyse . . . . .  | 270 |
| 10.1.3 Bemerkungen zur theoretischen Einordnung . . . . .  | 272 |
| 10.2 Der Einfluß von Geldmarktkonstellationen. auf die Zinsrelationen . . . . .  | 274 |
| 10.2.1 Die Zinssenkung durch »Geldüberschüßangebot« in der Expansion im Anschluß an Peter Howells . . . . .                                    | 275 |
| 10.2.2 Die Zinssteigerung am oberen Wendepunkt im Anschluß an Sheila Dow . . . . .   | 281 |
| 10.2.3 Der Verfall der Aktiva-Preise in der Finanzkrise . . . . .  | 283 |
| 10.2.4 Zusammenfassung und Einordnung . . . . .  | 285 |
| 10.3 Der konjunkturelle Einfluß der Spekulation bei Sheila Dow . . . . .   | 287 |
| 10.3.1 Spekulative Märkte im Aufschwung . . . . .  | 287 |
| 10.3.1.1 Der Beginn einer sich selbst verstärkenden Spekulation . . . . .  | 288 |

|  |            |
|--|------------|
| 10.3.1.2 »Crowding Out« investierender Unternehmen auf dem Bankkreditmarkt . . . . .                       | 288        |
| 10.3.1.3 Spekulierende Unternehmen . . . . .   | 289        |
| 10.3.2 Spekulative Märkte am oberen Wendepunkt und im Abschwung . . . . .                                  | 291        |
| 10.3.3 Kritische und weiterführende Bemerkungen . . . . .  | 292        |
| 10.3.3.1 Die expansionsbremsenden Effekte und ihre »Verortung« im Aufschwung . . . . .                     | 292        |
| 10.3.3.2 Gegenseitige Ergänzung der Analysen Chicks und Dows . . . . .                                     | 293        |
| 10.3.3.3 Zum Konzept der spekulativen Aktiva . . . . .   | 294        |
| 10.3.3.4 Szenario: Der von einer Spekulationswelle gebremste Aufschwung . . . . .                          | 295        |
| <b>11 Schlußbemerkungen zur theoretischen Einordnung . . . . .</b>   | <b>299</b> |
| 11.1 Der Beitrag des finanzkeynesianischen Ansatzes zur Finanzierungstheorie . . . . .                     | 299        |
| 11.1.1 Vergleichspunkt:  '<br>Die neoinstitutionalistische Finanzierungstheorie . . . . .                  | 299        |
| 11.1.2 Die Grundidee der finanzkeynesianischen Finanzierungstheorie . . . . .                              | 303        |
| 11.1.3 Vergleich . . . . .   | 305        |
| 11.2 Der Beitrag des finanzkeynesianischen Ansatzes zur finanziellen Konjunkturtheorie . . . . .           | 310        |
| 11.2.1 Vergleichspunkt: Zwei neukeynesianische Modelle mit unvollkommenen Finanzmärkten . . . . .          | 311        |
| 11.2.2 Konjunkturelle Einflüsse des Finanzsystems in der finanzkeynesianischen Konjunkturtheorie . . . . . | 315        |
| 11.2.3 Vergleich . . . . .   | 321        |
| <b>Symbolverzeichnis . . . . .</b>   | <b>327</b> |
| <b>Literaturverzeichnis . . . . .</b>  | <b>330</b> |