



Ein stabiles Fundament?

**Machen ungleich verteilte Einkommen und Vermögen
das Finanzsystem instabil und krisenanfällig?**

Kurzstudie von Dr. Michael Schwan im Auftrag
der Fraktion DIE LINKE. im Bundestag

DIE LINKE.
IM BUNDESTAG

Inhalt

Vorwort	3
Einleitung	5
1. Ungleichheit, Finanzmärkte, Instabilität: Zum Stand der Debatte	7
1.1 Ungleichheit	7
1.2 Finanzstabilität	9
1.3 Wie hängen Ungleichheit und Finanzstabilität zusammen?	15
2. Empirische Schlaglichter auf Ungleichheit und Finanzmärkte: Deutschland und die USA im Vergleich	24
3. Fazit, Ausblick und mögliche Handlungsfelder	34
Literaturverzeichnis	36

DIE LINKE.

I M B U N D E S T A G

Fraktion DIE LINKE. im Bundestag
Platz der Republik 1, 11011 Berlin
Telefon: 030/22751170, Fax: 030/22756128
E-Mail: fraktion@linksfraktion.de
V.i.S.d.P.: Jan Korte

Kurzstudie von Dr. Michael Schwan im Auftrag der Fraktion
DIE LINKE. im Deutschen Bundestag
mit Dank an Tobias Roemer für seine wertvolle Forschungs-
assistenz bei der Erstellung dieser Studie

Redaktion: Philipp Hersel, Büro Jörg Cezanne, MdB

Stand: September 2020

Layout/Druck: Fraktionsservice

**Dieses Material darf nicht zu Wahlkampfzwecken
verwendet werden!**

**Mehr Informationen zu unseren parlamentarischen
Initiativen finden Sie unter: www.linksfraktion.de**

201203

Vorwort

Spätestens seit den 1980er Jahren sind mit dem Vormarsch neoliberaler Politiken auf nationaler und internationaler Ebene eine starke Liberalisierung und Aufblähung der Finanzmärkte einerseits und eine stark wachsende Ungleichheit in der Verteilung von Einkommen und Vermögen andererseits zu beobachten.

Beide Entwicklungen haben intuitiv miteinander zu tun, wenn man z.B. davon ausgeht, dass die Reichen und Superreichen ihre wachsenden Vermögen natürlich irgendwo anlegen müssen und dass dieser »Anlagedruck« die Umsätze und Volumina auf den Finanzmärkten immer weiter in die Höhe treibt.

Durch die gleichzeitig erfolgte Liberalisierung sind die Finanzmärkte in den vergangenen Jahrzehnten sehr viel komplexer und volatiler geworden, was die Risiken im Finanzsektor erheblich erhöht hat. Nicht zuletzt daher hat die herrschende Politik auf die letzte große Finanzkrise von 2007/2008 ja auch mit vorsichtigen – wenngleich völlig unzureichenden – Schritten der Re-Regulierung reagiert.



Als Bundestagsfraktion DIE LINKE haben wir nicht erst im Zusammenhang der globalen Finanzkrise immer versucht, zwei unserer Kernforderungen, nämlich die nach Umverteilung und gerechteren Verhältnissen einerseits und nach einer drastischen Regulierung und Entschleunigung der Finanzmärkte und dem Zurückdrängen ihrer politischen Macht andererseits, zu verbinden.

Auch wenn vieles plausibel dafürspricht, dass Ungleichverteilung und Finanzstabilität eng miteinander verbunden sind, lassen sich in der wissenschaftlichen Literatur kaum fundierte Erkenntnisse zu diesem Zusammenhang finden. Um das Ausmaß dieser Wissenslücke besser abschätzen zu können, haben wir daher den Austausch mit kritischen Ökonominen und Ökonomen gesucht und den Stand der wissenschaftlichen Forschung in einer Kurzstudie zusammentragen lassen. Die vorliegende Broschüre ist das Ergebnis dieses Zusammentragens und wir danken dem Autor Dr. Michael Schwan ausdrücklich, dass er sich so engagiert auf diese schwierige Aufgabe eingelassen hat.

Zu den Hauptergebnissen der Kurzstudie gehört, dass die Wirtschafts- und Sozialwissenschaften tatsächlich erst seit der globalen Finanzkrise bescheidene Fortschritte bei der Untersuchung des Zusammenhangs von Verteilung und Finanzinstabilität machen. Dazu trägt einerseits bei, dass große öffentliche

Finanzinstitutionen wie der Internationale Währungsfonds und große Zentralbanken wie die Federal Reserve in den USA und die Europäische Zentralbank überhaupt erstmals systematisch versucht haben, Finanzstabilität umfassend zu definieren und durch Indikatorenmodelle messbar zu machen. Parallel dazu hat die sogenannte Finanzialisierungsforschung verstärkt untersucht, wie die Vertiefung und der Bedeutungszuwachs von Finanzmärkten – in einzelnen Ländern und im Ländervergleich – mit Veränderungen in der Einkommens- und Vermögensverteilung einhergingen. Ohne dabei die Frage von Ursache und Wirkung eindeutig zu beantworten, kommt diese Literatur zu dem Schluss, dass eine stärkere Finanzmarktorientierung eindeutig mit einer Verschärfung der Ungleichverteilung der Einkommen einherging.

Wir hoffen, dass die hier zusammengetragenen Erkenntnisse sowohl die politische wie auch die wissenschaftliche Diskussion zu beleben helfen. Zugleich hoffen wir, dass die hier gesammelten offenen Fragen bzw. der konstatierte weitere Forschungsbedarf durch uns und umso mehr durch andere politische und wissenschaftliche Institutionen in Zukunft stärker in den Blick genommen und bearbeitet werden. Auf dem Weg dahin wünschen wir viel Spaß und Erkenntnis beim Lesen.



Jörg Cezanne, *MdB*

Einleitung

In den letzten Jahren hat die Diskussion über die gewachsene Ungleichheit von Einkommen und Vermögen wieder Fahrt aufgenommen und an Schärfe gewonnen. Neben den vielfältigen Ursachen dieses in nahezu allen entwickelten kapitalistischen Ökonomien zu beobachtenden Trends gilt der Fokus dabei vor allem den Konsequenzen dieser Entwicklung. Diese sind sehr vielfältig und reichen von grundlegenden Fragen nach Leistungs- und Verteilungsgerechtigkeit über gesellschaftlichen Zusammenhalt und politische Partizipation bis hin zu (finanz-)wirtschaftlichen Folgewirkungen. Die vorliegende Kurzstudie knüpft dabei an den letztgenannten Komplex an und beschäftigt sich eingehender mit den möglichen Auswirkungen und Vermittlungskanälen gestiegener Ungleichheit auf makroökonomische Zusammenhänge. Konkret steht dabei die Frage im Zentrum, welchen Effekt eine zunehmend polarisierte Verteilung von Einkommen und Vermögen auf die Stabilität des Finanzsystems hat.¹ Dieser zentrale Aspekt der globalen Finanzmarktdébatte wurde nicht zuletzt zu Jahresbeginn 2020 von der geschäftsführenden Direktorin des Internationalen Währungsfonds (IWF), Kristalina Georgiewa, bei einer Rede vor dem Peterson Institute for International Economics hervorgehoben, in der sie vor einer neuen »Großen Depression« als Folge einer durch Ungleichheit verursachten globalen Finanzkrise warnte (The Guardian, 17. Januar 2020).

Der Fokus der vorliegenden Arbeit liegt auf zwei Aspekten: Zum einen soll durch eine Darstellung vorhandener Literatur aus unterschiedlichen Forschungszweigen ein Überblick über die verschiedenen theoretischen Kausalzusammenhänge zwischen Ungleichheit einerseits und Instabilität bzw. Krisenanfälligkeit des Finanzsystems andererseits verschafft werden. Zum anderen sollen relevante Daten, sowohl zu Indikatoren der Verteilungsungleichheit, als auch zu Dimensionen der Instabilität des Finanzsystems aufbereitet und diskutiert werden. Dabei gilt es einschränkend zu beachten, dass einerseits Verteilungsdaten, insbesondere jene zu Vermögen, immer noch nur selektiv und lückenhaft verfügbar sind. Salopp formuliert lassen sich Reiche nicht gerne in die Portemonnaies schauen. Oft mangelt es auch an Personal und politischem Willen, dies zu tun. Andererseits herrscht in der internationalen Forschung und Diskussion teils dogmenspezifische Uneinigkeit darüber, was unter dem Begriff »Finanzstabilität« zu verstehen sei. Dies spiegelt sich in den immer noch unzureichenden, wenn auch sich international konsolidierenden Indikatorensammlungen zu diesem Thema wider. Dennoch kann die vorliegende Kurzstudie einen Beitrag dazu leisten, folgende Teilfragen zu erörtern: Wie hat sich die Verteilungsungleichheit entwickelt? Welche Folgen können daraus für die gesamtwirtschaftliche Nachfrage entstehen? Hat dies Auswirkungen auf das Investitionsverhalten des Nichtfinanzsektors? Kann ein

¹ Die Bearbeitung einer solch globalen Rahmenfrage geht notwendigerweise mit einem hohen Maß an Komplexitätsreduktion einher. Entsprechend ist diese Kurzstudie vor allem als ein Aufschlag zu verstehen, an den eine weiterführende und tiefergehende Analyse der aufgeworfenen Schlaglichter möglicherweise anknüpfen kann.

Anwachsen bestimmter Teilmärkte des Finanzsektors diagnostiziert werden? Was bedeutet dies für die Stabilität bzw. Instabilität des Finanzsystems?

Um dieser Zielsetzung Rechnung zu tragen, gliedert sich die Arbeit in folgende Teile: In einem ersten Abschnitt werden zunächst verschiedene Literaturstränge präsentiert, diskutiert und zusammengefügt. Dabei wird besonderes Augenmerk auf Interdisziplinarität und ein breites Spektrum an Sichtweisen gelegt, um einen möglichst umfassenden Überblick zu bekommen. Den Kern bilden dabei unterschiedliche Stränge der Wirtschaftswissenschaften, der Politischen Ökonomie und der Wirtschaftssoziologie. Dabei geht es sowohl um die Frage nach dem Zusammenhang von Ungleichheit und Finanzmärkten generell, wie auch um spezifischere Gesichtspunkte der (In-)Stabilität. Der daran anknüpfende zweite Abschnitt widmet sich der Empirie und liefert einen Überblick über einige der wesentlichen Indikatoren im Zeitverlauf. Dabei konzentriert sich die Kurzstudie auf einen idealtypischen Vergleich Deutschlands mit den USA. Dies hat neben Gründen der Datenverfügbarkeit besonders die konzeptionelle Motivation, dass beide politische Ökonomien in unterschiedlichen Literaturen (*Varieties of Capitalism*, Finanzialisierungsforschung, Vergleichende Politische Ökonomie der Finanzmärkte, *Growth Models Perspective*) als Gegensatzpaar verstanden werden. Vor allem, wenn es um ein tieferes Verständnis der Dynamiken in Deutschland geht, hilft eine Kontrastierung mit den Vereinigten Staaten – einem politökonomischen System, welches bereits viel früher und in einem viel stärkeren Maße neoliberale Politik umgesetzt hat – um wichtige Teilaspekte diskutieren zu können. Der dritte Abschnitt entwirft einige mögliche Politikimplikationen und zeigt weitere Anknüpfungspunkte auf.

I. Ungleichheit, Finanzmärkte, Instabilität: Zum Stand der Debatte

Bevor in diesem ersten Abschnitt verschiedene Stränge und Schwerpunktsetzungen der akademischen Debatte der letzten Jahre zum Themenbereich »Ungleichheit, Finanzmärkte und Instabilität« rekapituliert werden, gilt es darauf hinzuweisen, dass sich die vorgestellten Beiträge mehr oder minder explizit in einen übergreifenden Rahmen einordnen lassen, der als *Finanzialisierungsforschung* verstanden werden kann. Obwohl der *Aufstieg des Finanzsektors* bereits vormals in der Kritischen Politischen Ökonomie vielfach diskutiert worden ist (u.a. Magdoff & Sweezy 1987; Arrighi 1994; Hufschmid 1998), muss der Beginn einer systematischen und interdisziplinären Beschäftigung, die mittlerweile über eine gute Verankerung in der wissenschaftlichen Diskussion verfügt, auf den Beginn der 2000er Jahre datiert werden. Prägend war dabei die breit angelegte Definition des amerikanischen Makroökonomen Gerald Epstein (2005: 3):

»[Financialization] means the increasing role of financial motives, financial markets, financial actors and financial institutions in the operation of the domestic and international economies.«

Diese bewusst grobschnittige Herangehensweise hat die Entstehung eines vielfältigen Forschungsansatzes ermöglicht, der sich mit unterschiedlichen, jedoch zusammenhängenden Phänomenen wie den verschiedenen Arten von Verschuldung, der Herausbildung einer neuen Finanzkultur privater Haushalte, dem Wandel des Geschäftsmodells von Nichtfinanzunternehmen, dem Aufstieg neuer Investoren oder den Veränderungen der Funktionsweise von Banken auseinandersetzt (vgl. für einen Überblick: van der Zwan 2014). Innerhalb dieses Kanons stellt die Frage nach dem Zusammenhang von Finanzmärkten und Ungleichheit einen der zentralen Bereiche dar (Zalewski & Whalen 2010; Lin & Tomaskovic-Devey 2013; Alvarez 2015; Hager 2015; Roberts & Kwon 2017; Meyer 2019).

1.1 Ungleichheit

In ihrer Studie zum Zusammenhang von Veränderungen unterschiedlicher Formen der Finanzintermediation mit dem Gini-Koeffizienten als Maß gesellschaftlicher Vermögensverteilung zeigen Zalewski & Whalen (2010) für eine Stichprobe von 18 entwickelten kapitalistischen Ökonomien einen klar positiven Trend und einen Anstieg des Korrelationskoeffizienten. Ihrer Analyse folgend bedeutet dies, dass je stärker sich das Finanzsystem eines Landes zwischen 1995 und 2004 in Richtung einer kapitalmarktbasierten Form der Finanzintermediation (und damit weg von klassischer Intermediation durch Banken) bewegt hat, desto stärker war auch der

Anstieg des Gini-Koeffizienten, also desto stärker hat die Ungleichheit in der jeweiligen Ökonomie zugenommen. In ihrem Referenzbeitrag zur Frage, wie unterschiedliche Formen der Einkommensungleichheit mit der Finanzialisierung der U.S.-Ökonomie in der langen Frist einhergehen, präsentieren Lin & Tomaskovic-Devey (2013) robuste Evidenz, dass eine stärkere Finanzmarktorientierung von Nichtfinanzunternehmen, besonders im verarbeitenden Sektor, sowohl mit einem Rückgang der Lohnquote, als auch mit einer höheren Vergütung von Topmanagern bei gleichzeitiger unternehmensinterner Einkommenspolarisierung zwischen den abhängig Beschäftigten korrespondiert. Roberts & Kwon (2017) weiten diesen Forschungsansatz aus und untersuchen ländervergleichend 17 OECD-Staaten über den Zeitraum von 1980 bis 2007. Im Wesentlichen bestätigen sie die für die USA gemachten Befunde, erweitern sie aber um diverse abmildernde oder verstärkende Faktoren, die eng mit der Typologie der *Varieties of Capitalism* zusammenhängen. Damit werden in der vergleichenden Kapitalismusforschung liberale von stärker koordinierten Marktwirtschaften unterschieden. In liberalen Ökonomien, wie den USA oder dem Vereinigten Königreich, ist der Ungleichheitseffekt des Finanzsektorwachstums im Vergleich zu stärker koordinierten Marktwirtschaften, wie Deutschland oder Österreich, nochmals deutlich stärker. Diese Makroergebnisse werden von Alvarez (2015) auf der Ebene einzelner Firmen für Frankreich durch eine Paneldatenanalyse dahingehend bestätigt, dass auch er einen signifikant negativen Zusammenhang zwischen der Stärke der Finanzmarktorientierung von Nichtfinanzunternehmen und der in diesen Unternehmen gezahlten Löhne feststellt. Meyers (2019) Papier zum Einfluss von Finanzialisierung auf die Einflussmöglichkeiten und den Organisationsgrad von Gewerkschaften in 21 OECD-Ländern zwischen 1970 und 2010 komplettiert das Bild. Mithilfe ökonometrischer Modelle arbeitet er heraus, dass selbst unter Hinzunahme von technologischem Wandel als Kontrollvariable das Anwachsen von Aktien- und Kapitalmärkten einen negativen Einfluss auf wichtige Mitbestimmungs- und Koordinierungsindikatoren in den Bereichen der Lohnfindung oder von Tarifverhandlungen ausübt. Wie dieser kursorische Überblick zeigt, scheint trotz aller Schwierigkeiten hinsichtlich kausaler Komplexität und empirischer Messbarkeit ein ernstzunehmender Zusammenhang zwischen dem Anstieg der Bedeutung des Finanzsektors und dem Anstieg von Ungleichheit zu bestehen. Dies hat vielfältige politische, gesellschaftliche und ökonomische Konsequenzen. Hier sei exemplarisch ein kurzer Verweis auf die Arbeit von Hager (2015) erlaubt, der für die USA eine neue Klasse identifiziert, in deren Händen sich ein stark wachsender Anteil von US-Staatsschuldeniteln konzentriert und deren Interessen die US-Politik daher in besonderer Weise bedient. Daran anknüpfend stellen sich erneut Fragen von wirtschaftlicher und politischer Macht, welche hier jedoch nicht weiter ausgeführt werden sollen.

1.2 Finanzstabilität

1.2.1 Ansätze aus dem Mainstream

Wenden wir uns stattdessen dem zweiten Unteraspekt zu und fragen nach Möglichkeiten, wie Instabilitäten im Finanzsystem bestimmt bzw. gemessen werden können und welche Bedeutung Finanzialisierung für die Finanzstabilität haben könnte (Boyer 2000; Geršl & Heřmánek 2008; Wray 2008; Tang & Xiong 2010; Brave & Butters 2011; Palley 2011). In ihrer Pilotstudie, welche auf einem Arbeitspapier der Tschechischen Zentralbank (CNB) basiert, diskutieren Geršl & Heřmánek (2008) verschiedene Indikatoren, die allesamt das Ziel haben, Finanzstabilität messbar zu machen. So konzedieren die Autoren zu Beginn zwar, dass mittlerweile (nach den Krisen der 1980er und 1990er Jahre, jedoch noch vor der Globalen Finanzkrise ab 2007/08; Anm. d. Verf.) eine allgemein anerkannte Notwendigkeit bestehe, Finanzsysteme zu überwachen, um deren Stabilität einschätzen zu können. Bezüglich eines gemeinsam nutzbaren Maßes betonen sie aber:

»Unlike price stability, financial stability has neither an established definition nor an aggregate indicator that the central bank can use as a measure of financial instability. Whereas at least some consensus has been reached on the definition of financial stability, the construction of an aggregate financial stability indicator is still in the research and experimental phase“ (Geršl & Heřmánek 2008: 128).

Um diese Lücke zu füllen, haben sowohl der Internationale Währungsfonds (IWF) als auch die Europäische Zentralbank (EZB) einen jeweils eigenen Versuch unternommen, solche Indikatoren zu entwickeln.

Die Financial Soundness Indicators (FSI) des IWF

Innerhalb des IWF startete die Diskussion Anfang der 2000er im Kontext der Asien- und Dotcom-Krisen. Im Verlauf eines mehrjährigen Prozesses entstand so schließlich im Jahr 2006 ein Handbuch mit dem Titel »Financial Soundness Indicators. Compilation Guide« (IMF 2006), welches in der Folge als Kompendium die Grundlage für eine zukünftige multilaterale Datensammlung und Aufbereitung unterschiedlicher Statistiken im Bereich der Finanzmarktstabilität bildete. In diesem Zusammenhang hat der IWF sukzessive eine eigene Datenbankinfrastruktur aufgebaut, für die nationale Statistik- und Aufsichtsbehörden regelmäßig Zahlen liefern. Ende 2019 beteiligten sich insgesamt 139 Staaten daran, darunter die gesamte G-20 (IMF 2019a). Im Laufe der Jahre wurde jedoch immer wieder auf die bestehenden Unzulänglichkeiten der *Financial Soundness Indicators* (FSI) hingewiesen. Verschärft wurde diese Kritik durch den Ausbruch und die Aufarbeitung der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise ab 2008, sowie die daran anknüpfenden Neuregelungen zur Bankenregulierung im Zuge des Basel III-Abkommens von 2010. Ziel war es, die FSI zu reformieren und anzupassen. Dabei ging es beson-

Tabelle 1:
IMF Financial Soundness Indicators 2019 (Auszug)

Kernindikatoren	
Einlagennehmer	
Eigenmittelausstattung	Kernkapitalquote Kreditausfälle
Qualität der Vermögenspositionen	Kreditkonzentration
Einkommen und Profitabilität	Eigenkapitalrentabilität Zinsmargenanteil
Liquidität	Anteil liquider Anlagegüter
Anfälligkeit für Marktrisiko	Nettofremdwährungspositionen
Immobilienmärkte	
	Wohnimmobilienpreise
Zusatzindikatoren	
Einlagennehmer	Geographische Kreditverteilung Derivatepositionen Fremdwährungskredite Privatkreditwachstum
Andere Finanzunternehmen	Vermögenswerte im Finanzsystem
Geldmarktfonds	Sektorale Investitionsverteilung
Nichtfinanzunternehmen	Verschuldungsquote
Haushalte	Verschuldungsquote
Immobilienmärkte	Hypothekenkreditanteil

Eigene Zusammenstellung nach IWF (2019b: 2–3)

ders darum, Klumpenrisiken und Konzentrationsprozesse besser abzubilden, sowie das gesamte Schattenbanksystem, bestehend aus Geldmarkt- und Investmentfonds überhaupt einmal zu erfassen. Weiterhin sollte ferner dem Hypothekenmarkt bzw. dem Immobiliensektor eine erhöhte Beachtung zukommen (IWF 2013). Schlussendlich mündete dieser Prozess in einem überarbeiteten Handbuch, auf dessen Grundlage der IWF nunmehr seit 2019 die Datensammlung anleitet (IMF

2019b). Insgesamt kann durchaus festgehalten werden, dass die Überarbeitung der *FSI Guidelines* einen wirklichen Fortschritt für eine vergleichbare Datenbasis darstellt. Besonders die Berücksichtigung der Nichtbankinstitute, sowie detailliertere Krediterfassungen stellen wichtige Säulen der Bewertung von Finanzstabilität dar. Weiterhin hat sich die Zahl der meldenden Länder deutlich erhöht und umfasst mittlerweile alle wichtigen Ökonomien. Doch welche Daten werden erhoben? Tabelle 1 fasst die zentralen Indikatoren zusammen. Zunächst muss zwischen den Kernindikatoren und den Zusatzindikatoren unterschieden werden. Während erstere verpflichtend zu melden sind und sich besonders auf Einlagennehmer – also vor allem Banken im geläufigen Sinne – beziehen, ist der Zusatzbereich nur eine Empfehlung, unter den sowohl zusätzliche Banken Kennziffern als auch Daten zu Nichtbanken bzw. Schattenbanken fallen. Neben Daten zum Bankensektor werden nur Immobilienmärkte ebenso im Kernbereich erfasst. Wie aus Tabelle 1 ersichtlich wird, werden im verpflichtenden Bereich sowohl klassische Eigenkapitalquoten, wie auch Kreditausfälle, Zinseinkommen und Profitabilitätsmaße erhoben, welche alle zu den etablierten Kennziffern der Finanzstabilitätsdiskussion gehören. Ferner beinhalten die FSI nunmehr aber auch Preissteigerungen von Wohnimmobilien. Kennziffern im Bereich der Geschäftsimmobilien – einem weiteren Treiber auf den Kreditmärkten – wie auch andere wichtige Finanzpositionen wie Derivatevolumen, sowie Verschuldungsquoten von Privathaushalten und Nichtfinanzunternehmen, werden nur im Zusatzteil der FSI erhoben und sind entsprechend auf freiwilliger Basis zu berichten, auch wenn die meisten Mitglieder dieser Empfehlung nachkommen.

Die makroprudenziellen Indikatoren (MPI) der EZB

Neben dem IWF versucht inzwischen auch die EZB, über das Europäische System der Zentralbanken eigene makroprudenzielle Indikatoren (MPI) für die Finanzstabilität und die systemische Aufsicht aller Banken zu etablieren. Allerdings unterscheidet sich der Beweggrund dieser europäischen Initiative von der des IWF. Während die Entwicklung der FSI beim IWF vornehmlich vor dem Hintergrund der Währungskrisen der 1990er Jahre betrachtet werden muss, steht die europäische Initiative im Zusammenhang der Wirtschafts- und Währungsintegration der EU-Mitgliedsstaaten und ist eine unmittelbare Folge der globalen Finanzkrise und der darauffolgenden Krisenentwicklungen in der Euro-Zone. Dennoch haben sich beide Datensets von IWF und EZB inzwischen erheblich angeglichen (Agresti *et al.* 2008; Israel *et al.* 2013). In ihrem systematischen Vergleich beider Indikatorensätze betonen Agresti *et al.* (2008: 25-40) zwei zentrale Unterschiede: Erstens unterscheiden sich die Zahlenwerte auch bei ähnlichen Teilindikatoren. Dies beruht hauptsächlich auf (leicht) abweichenden Konstruktionen einzelner Kennzahlen sowie verschiedenen Berichtsstandards zwischen den teilnehmenden Ländern. Bezogen auf die Mitgliedsstaaten der EU hat dies zur Folge, dass für den Bereich der FSI des Internationalen Währungsfonds die meisten Indikatoren nicht direkt mit den MPI der Europäischen Zentralbank verglichen werden können. Weiterhin ist aber

auch ein unmittelbarer Vergleich der FSI zwischen allen EU-Staaten nicht uneingeschränkt möglich, da mindestens zwei verschiedene Erhebungsweisen verbreitet sind. Diese beziehen sich auf die Frage, wie mit Tochtergesellschaften und ausländischen Zweigstellen internationaler Banken umgegangen werden soll. Oft führt dies in der Praxis zu einer doppelten Berichtsführung, sodass z.B. eine Tochter der spanischen Santander Bankengruppe in Deutschland sowohl im Ursprungsland (Spanien) als auch im Zweitland (Deutschland) erhoben wird (Agresti *et al.* 2008: 25-32). Zweitens muss auf Differenzen in der Zielsetzung beider Stabilitätsmessungen hingewiesen werden, die sich in der Konstruktion der Indikatoren, den Berichtsstandards und der Erhebungsfrequenz ausdrücken. Während die FSI des IWF primär darauf abzielen, eine möglichst große internationale Vergleichbarkeit über ganz unterschiedliche Finanzsysteme – einschließlich derer von Entwicklungsländern – hinweg zu erzielen, um so per quartalsmäßiger Erhebung auch an andere, ebenfalls vom Währungsfonds gesammelte makroökonomische Daten anschlussfähig zu sein, haben die MPI der Europäischen Zentralbank hauptsächlich das Ziel, die Gesamtstabilität des Finanzsystems der Eurozone abzubilden, wenn auch auf Kosten bestimmter nationalstaatlicher Vergleichbarkeit und des Nichtfinanzsektors (Agresti *et al.* 2008: 32-40).

Trotz aller Fortschritte muss festgehalten werden, dass bei beiden großen Indikatorenansammlungen (FSI und MPI) das Hauptaugenmerk bis vor kurzem auf dem klassischen Bankensektor lag und sich dies erst langsam zu ändern begonnen hat.

Der Financial Conditions Index (FCI) für die USA

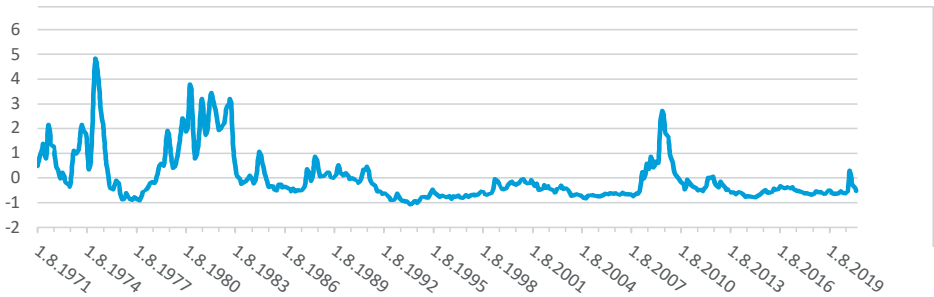
In ihrem Beitrag für das ökonomische Bulletin der Chicagoer Dependence der U.S.-amerikanischen Notenbank FED weisen Brave & Butters (2011, vgl. auch 2012) völlig zurecht auf die Ungenauigkeiten und Unzulänglichkeiten dieser Konzentration auf den Bankensektor hin:

»One of the key observations to come out of the recent crisis is that financial innovation has made it difficult to capture broad financial conditions in a small number of variables covering just a few traditional financial markets. The network of financial firms outside the traditional commercial banking system – that is, the so-called shadow banking system – was at the forefront of many of the major events of the crisis, as were newer financial markets for derivatives and asset-backed securities. (...) Monitoring financial stability, thus, now, explicitly requires an understanding of both how traditional and evolving financial markets relate to each other and how they relate to economic conditions» (Brave & Butters 2011: 22).

Entsprechend versuchen Brave & Butters einen neuen Gesamtindex zu entwickeln, den sie *Financial Conditions Index* nennen. Mithilfe einer Hauptkomponentenanalyse gewichten sie unterschiedliche Teilbereiche des US-Finanzsystems wie Kapitalmärkte, Bankenstatistiken und derivative Finanzinstrumente, deren Preise und

Kursverläufe sie in einem komplexen Verfahren über einen längeren Zeitraum zusammenführen und ins Verhältnis zu realwirtschaftlichen Entwicklungen setzen. Beeindruckend an ihrem Index ist die Passgenauigkeit hinsichtlich historischer Wirtschafts- und Finanzkrisen, aus der die Autoren auch zuversichtliche Aussagen zur Gegenwartsdiagnosekapazität und Prognosefähigkeit des Index ableiten. Die Werte für die USA sind über die Chicagoer Federal Reserve abrufbar. Insgesamt umfasst der daraus entstandene *National Financial Conditions Index* (NFCI) für die USA 105 Einzelwerte des gesamten Finanzsystems einschließlich Risikopositionen, Kreditvergabe und Leverage-Effekten, welche wöchentlich erhoben werden. Zu den Einzelwerten gehören z.B. die Bewertung bestimmter Unternehmens- und Staatsanleihen, Aktien- und Börsenindizes, das von Pensionsfonds gehaltene Anlagevermögen, das Volumen von Konsumkrediten, die Höhe der Unternehmensverschuldung oder aber bestimmte Derivatepositionen und Zinsspreads (Brave and Butters 2012). Diese Werte werden jeweils nach ihrer Faktorladung gewichtet und zu einem Index zusammengefasst, dessen zu einem Zeitpunkt ermittelte Standardabweichung vom langjährigen Mittel dann entweder einen positiven (= *financial tightening*) oder einen negativen Wert (= *financial loosening*) ergibt. Abbildung 1 stellt den NFCI von 1971 bis September 2020 dar.

Abbildung 1:
National Financial Conditions Index, USA,
wöchentliche Werte 1971 (8.1.) – 2020 (29.9.)



Quelle: Federal Reserve Bank of Chicago (2020)

Auf dem Höhepunkt von Finanzkrisen nimmt der NFCI stark positive, in sehr ruhigen Zeiten eher negative Werte an. Die einzelnen Komponenten können dann jeweils zeitgleich (Risikopositionen), prospektiv (Leverage) und retrospektiv (Kreditvergabe) interpretiert werden. Dies bedeutet, dass in einer Krise die Risikopositionen auf einem Hoch sind, während Hebeleffekte wie eine Zunahme von Verschuldung vor Krisen stark ansteigen und Kreditvolumina erst zeitverzögert angepasst werden. Neben dem NFCI hat die Chicagoer FED auch noch den *Adjusted National Financial Conditions Index* (ANFCI) entwickelt, welcher den

gesamten Finanzsektor in Relation zur gesamtwirtschaftlichen Lage, insbesondere mit Blick auf Wirtschaftswachstum und Inflationsentwicklung, setzt. Aus der Gegenüberstellung beider Indizes lässt sich somit ein umfassendes Bild der Situation an den Finanzmärkten und des wechselseitigen Effekts von Makroökonomie und Finanzsektor erstellen. In der derzeitigen Corona-Krise verschlechtert sich der ANFCI deutlich stärker als der NFCI. Offensichtlich bildet der Indikator die starke Verschlechterung der gesamtwirtschaftlichen Lage infolge der Corona-Epidemie als (wenngleich noch recht moderate) Gefährdung des Finanzsektors ab und nicht umgekehrt den Finanzsektor als eine Gefährdung der Realwirtschaft (wie im Falle der globalen Finanzkrise 2007/2008).

Die Vorteile des (A)NFCI sind vielfältig und seine Entwicklung und Erhebung stellen einen wesentlichen Fortschritt in der Bewertung von Finanzmarktstabilität dar. Leider ist er nur auf die USA begrenzt, daher wäre ein vergleichbarer Index für die Eurozone, die EU oder die globale Ebene enorm erstrebenswert. Auf diese Notwendigkeit eines Aggregatindikators haben davor bereits Geršl und Heřmánek (2008) hingewiesen:

»To assess the stability of the financial system and its most important part, i.e. the banking sector, it is appropriate to use a number of quantitative indicators and combine various approaches, including the calculation of financial soundness indicators, stress testing and some aggregate view of the development of the financial or banking sector based on a simple aggregate indicator. Financial stability indicators compiled at the level of international institutions, such as the IMF or the ECB, facilitate the assessment of financial soundness and stability in international comparison thanks to their single methodology. (...) An aggregate financial stability indicator may serve as a first step towards better operationalising the concept of financial stability and building a more appropriate framework for assessing financial stability.« (Geršl und Heřmánek 2008: 141)

1.2.2 Heterodoxe und linke Ansätze

Jenseits dieser politisch-pragmatischen Zugänge des wirtschaftswissenschaftlichen Mainstreams internationaler Organisationen und Zentralbanken gibt es jedoch auch eine Reihe von Ansätzen aus dem Bereich der Regulationsschule und der Post-Keynesianischen Ökonomie, die die den Finanzmärkten inhärente Instabilität stärker betonen. In einem bereits im Jahr 2000 erschienenen Grundlagenaufsatz stellt Boyer (2000) zunächst die Frage, ob ein finanzmarktgetriebenes Wachstumsmodell eine langfristig praktikable Alternative als Nachfolger des alten fordistischen Modells darstellen könnte und mahnt dann im weiteren zu äußerster Vorsicht hinsichtlich der Adaptierbarkeit von Indikatoren der Finanzstabilität. Aus der Warte der an Hyman Minsky orientierten heterodoxen Ökonomie ist dabei die grundlegende Eigenschaft von Finanzmärkten von Bedeutung, bestimmte Zyklen zu durchlaufen, an deren Ende immer eine Krise bzw. zumindest eine Form

enormer Instabilität steht. Diese Sichtweise liegt damit quer zur neoklassischen bzw. neo-keynesianischen Perspektive, die besonders auf unterschiedliche Gleichgewichtszustände fokussiert ist. Im Gegensatz dazu unterscheidet Minsky zwischen einem Basiskreislauf (*basic cycle*) und einem übergeordneten Kreislauf (*super cycle*). Während sich ersterer auf der Ebene einzelner Unternehmen abspielt, die im Verlauf immer risikoreicher werden, was ihre Geschäfte und Finanzierungen angeht (von *Absicherung* über *Spekulation* hin zu *Ponzi-Geschäftsmodellen*²) und am Ende nicht einmal mehr in der Lage sind, ihre Zinsverbindlichkeiten aus den generierten Einnahmen zu begleichen, bildet der *super cycle* die Gesamtwirtschaft ab. Fehlt es an politökonomischen Institutionen, die solche Zyklen einhegen können – dies ist zum Beispiel der Fall, wenn die Regierung aufgrund einer verordneten Austerität nicht genügend aggregierte Nachfrage generiert oder Zentralbanken nicht mehr als *Kreditgeber letzter Instanz* fungieren – schaukelt sich der Superzyklus immer weiter hoch, bis es schließlich zur großen Finanz- und Wirtschaftskrise kommt (allgemein: Palley 2011, schematisch für die USA am jüngsten Beispiel: Wray 2008). Einen sehr systematischen, mehrere Wirtschaftssektoren miteinbeziehenden Überblick hierzu gibt auch der hervorragende Aufsatz von Stockhammer (2008), welcher bereits vor Ausbruch der Finanzkrise wesentliche makroökonomische Probleme des finanzdominierten Akkumulationsregimes, darunter z.B. eine höhere Fragilität, diagnostiziert.

1.3 Wie hängen Ungleichheit und Finanzstabilität zusammen?

Bis hierher konnte herausgearbeitet werden, dass Finanzialisierung mit einem Anstieg von Ungleichheit einhergeht und dass, obwohl Uneinigkeit über die konkrete Messung von Finanzstabilität besteht, unter gewissen Bedingungen angenommen werden kann, dass einem stärker finanzialisierten bzw. finanzmarkt-orientierten Wachstumsmodell eine höhere Tendenzen zur Instabilität innewohnt. Im nächsten Schritt ist nun zu fragen, wie sich der Literaturstand zur Verknüpfung beider Stränge, also zum Zusammenhang von Ungleichheit und Finanzinstabilität darstellt. Generell muss man sagen, dass diese Frage in der Literatur und gegenwärtigen Forschung offensichtlich deutlich weniger bearbeitet wurde als die Themen Ungleichheit und Finanzstabilität für sich genommen.

² Mit Ponzi-Geschäftsmodellen bzw. Ponzi-Schemas werden Geschäftsmodelle beschrieben, bei denen ein wachsender Berg von Verbindlichkeiten durch schnellere bzw. größere Refinanzierungen überdeckt werden soll. Eine Investition neu eingehender Finanzmittel findet nicht mehr statt, sondern sie dienen nur der Auszahlung von Forderungen aus laufenden Geschäftsbeziehungen. Ponzi-Geschäftsmodelle ähneln Schneeballsystemen, lassen sich aber meist länger durchhalten bzw. kollabieren nicht so schnell, weil die Gründer bzw. Verantwortlichen des Unternehmens namentlich bekannt sind, sie oftmals zu früherer Zeit ein profitables Geschäftsmodell hatten und sie daher ein höheres Vertrauen genießen als Schneeballsysteme.

Finanzialisierung und Kapitalakkumulation

Eine erste Gruppe von Beiträgen, die hierzu herangezogen werden kann, lässt sich im Bereich der post-keynesianischen Makroökonomie verorten und beschäftigt sich mit den Auswirkungen einer gestiegenen Finanzmarktorientierung von Firmen auf die Kapitalakkumulation, meist gemessen als Bruttoanlageinvestitionen im produzierenden und Dienstleistungssektor (Stockhammer 2004; Orhangazi 2008; Tori & Onaran 2018). Auf der Ebene der Gesamtwirtschaft zeigt Stockhammer (2004), dass eine Erhöhung der Finanzprofite von Nichtfinanzunternehmen, der so genannte Rentieranteil, in Frankreich, den USA und Großbritannien einen signifikant negativen Effekt auf die Kapitalakkumulation, operationalisiert als Wachstum des Kapitalstocks, ausübt. Nur für Deutschland konnte er in seiner Langzeitbetrachtung seit den 1960er Jahren keinen robusten Effekt finden. Die beiden Studien von Orhangazi (2008), sowie Tori & Onaran (2018) konzentrieren sich demgegenüber jeweils auf eine einzelne Ökonomie (USA bzw. UK) und arbeiten nicht mit Aggregat-, sondern Firmendaten. Auch sie bestätigen beide den negativen Zusammenhang, wenn auch mit leicht anderen Messverfahren. Auch wenn diese angeführten Arbeiten nicht direkt zum Thema der Ungleichheit in Beziehung gesetzt werden können, weisen sie dennoch auf einen wesentlichen Bezugspunkt hin: Finanzialisierung hemmt Investitionen. Denkt man dies nun mit dem oben dargelegten Effekt der Einkommens- und Vermögenspolarisierung zusammen und trifft die Annahme, dass eine relative Abhängigkeit der Konsumneigung und Spartätigkeit von der Einkommenshöhe besteht, wie es in keynesianischen, aber auch besonders neo-kaleckianischen Ansätzen der Fall ist (vgl. Baccaro & Pontusson 2016), ergibt dies einen mindestens theoretisch plausiblen Zusammenhang: Finanzialisierung und ein Anwachsen der Finanzmärkte gehen Hand in Hand, auch wenn dabei kein eindeutiger Kausalzusammenhang abzuleiten ist.

Ob die Finanzialisierung die Henne und das Anwachsen der Finanzmärkte das Ei ist oder umgekehrt, liegt außerhalb des Rahmens der vorliegenden Arbeit. Grob gesprochen könnte jedoch angenommen werden, dass nach dem »Urknall der Finanzialisierung«, wie z.B. dem berühmten »Big Bang« unter Thatcher in Großbritannien, sowie einer Reihe anderer deregulierender und liberalisierender Politiken, eine Rückkopplung in Gang gesetzt wurde, die einen sich selbst treibenden Prozess beschreibt. Dieser Prozess kann dann durch zwei weitere Mechanismen verstärkt (oder abgeschwächt) werden. Zum einen kann ein (relativer) Einkommensverlust der Gering- und Durchschnittsverdiener durch ein Überangebot und einen leichteren Zugang zu Krediten temporär abgefedert werden, um den Binnenkonsum in einem schuldenfinanzierten Wachstumsmodell zu stabilisieren. Dies erhöht jedoch potentiell wiederum auch die Instabilität (nicht nur) im Finanzsektor. Zum anderen hat das idealtypische post-keynesianische Unternehmen mehrere, teils konfligierende Ziele, die über die Profitmaximierung hinausgehen. Dies können u.a. ein Ausbau der Marktanteile, firmenbezogenes Wachstum oder eine Festigung der ökonomischen und sozialen Macht gegenüber den Stakehol-

dern, einschließlich der Angestellten sein (Stockhammer 2004). Im Zuge der erhöhten Shareholder-Value-Orientierung treten diese Ziele jedoch hinter das Primat der Profitmaximierung zurück, weshalb in einem prinzipiell prekären wirtschaftlichen Umfeld der Anreiz hoch ist, durch Finanztransaktionen Einnahmen zu generieren. Dieses Verhalten hätte wiederum die oben beschriebenen Folgen und die Schleife startet erneut.

Finanzialisierung, finanzielle Inklusion und Instabilität

Wie eingangs bereits unter Verweis auf die Rede der IWF-Direktorin angeschnitten, beschäftigt die Frage nach dem Zusammenhang von Ungleichheit und Finanzmarktinstabilität mittlerweile auch zunehmend internationale Organisationen und Aufsichtsbehörden. Exemplarisch soll deshalb eine kürzlich veröffentlichte IWF-Studie mit dem Titel »Finance and Inequality« (Čihák & Sahay 2020) vorgestellt werden. Diese ist in vielerlei Hinsicht besonders beachtenswert. Zum einen, da sie selbst anführt, dass nach wie vor eine große Lücke in der makroökonomischen Forschung zum Zusammenhang von Ungleichheit, Finanzmarktentwicklung und Finanzstabilität existiert. Zum anderen aber auch, da sie explizit die (potentiell) ungleichheitsverschärfenden Konsequenzen des Finanzsektors betont und auf globaler Ebene differenziert analysiert. Ausgangspunkt ist dabei, dass trotz der langfristigen Reduktion der Ungleichheit *zwischen* Ländern ein persistenter Trend der Zunahme von Ungleichheit *innerhalb* der Länder festgestellt wird. Dieser ist besonders ausgeprägt in den fortgeschrittenen Ökonomien (der OECD), auch wenn die Gesellschaften des globalen Südens immer noch deutlich ungleicher verfasst sind (Čihák & Sahay 2020: 5-11). Kennzeichnend für die Studie ist die Dreigliederung, mit der die Finanzmarktentwicklung und damit verbundene Wirkungszusammenhänge gemessen werden. In einem ersten Schritt fragen die Autoren nach den möglichen Folgen von »Finanztiefe« (*financial depth*) für Ungleichheit. Dafür verwenden sie einen Index, der die Größe des Finanzsektors in Relation zur Wirtschaftsleistung eines Landes setzt. Aufgeteilt in die beiden Dimensionen »Finanzinstitutionen« und »Finanzmärkte«, welche jeweils gesondert analysiert werden, enthält der Index zum einen das Volumen von Privatkrediten, Versicherungsprämien, Pensionsfonds- und Investmentfondsvermögenswerten als Anteil des Bruttoinlandsprodukts (Finanzinstitutionen). Zum anderen schließt er die Höhe der Marktkapitalisierung, das Handelsvolumen und verschiedener Anleihen des öffentlichen und Unternehmenssektors mit ein (Finanzmärkte). Die beiden Indizes nutzen die Autoren nun für eine Regressionsanalyse mit dem Gini-Koeffizienten, einem Standardmaß zur Messung von Ungleichheit, als abhängige Variable. Ihre Ergebnisse sind höchst interessant: nach einer anfänglichen Reduktion der Ungleichheit durch die Vertiefung von Finanzmärkten steigt diese mit zunehmender Finanzmarktentwicklung wieder an. Ihre vorausgesagten Werte liefern das folgende Bild: für Entwicklungs- und Schwellenländer können Finanzmärkte ungleichheitsreduzierende Effekte haben, in entwickelten (kapitalistischen) Ökonomien führt eine weitere Marktvertiefung jedoch tendenziell zu steigender

Ungleichheit (Čihák & Sahay 2020: 11–14). Im zweiten Schritt untersucht die Studie die Wirkung von Finanzinklusion (*financial inclusion*) auf Ungleichheit. Dieses vor allem in der Entwicklungsökonomie verwendete Konzept misst u.a. den Zugang der Bevölkerung zu Finanzdienstleistungen wie etwa einem Girokonto, Geldautomaten, Möglichkeiten des Sparens und Anlegens oder auch Kredite. Auch hier sind die Ergebnisse uneinheitlich. Während der Zugang zu Finanzinfrastruktur wie Konten und Geldautomaten einen reduzierenden Effekt auf Ungleichheit hat (das gilt natürlich besonders stark in jenen Ländern, in denen die Versorgung mit Girokonten und Geldautomaten bislang gerade nicht flächendeckend ist), verhält es sich bei Krediten komplizierter. Auch diese können einen Ungleichheit reduzierenden Effekt haben – allerdings fast ausschließlich in Ländern mit ausbaufähiger Finanzinfrastruktur. In den reichen Ökonomien des globalen Nordens ist das Gegenteil der Fall. Hier geht eine weitere Expansion von Privatkrediten in der Tendenz mit einem Anstieg der Ungleichheit einher (Čihák & Sahay 2020: 14–18). Im dritten und letzten Schritt untersuchen die Autoren nun noch den unmittelbaren Zusammenhang von Ungleichheit und Instabilität, gemessen durch das Auftreten von Finanzkrisen. Hier zeigt sich, dass alle Länder, in denen eine Finanzkrise auftrat, in der unmittelbaren Vorkrisenperiode zunächst einen Anstieg und dann ein Verharren des Gini-Koeffizienten verzeichneten. Zusammenfassend hält die Studie fest, dass der Finanzsektor zwar prinzipiell zu Wachstum und geringerer Ungleichheit beitragen kann, dies aber nur in bestimmten Kontexten funktioniert. Vielmehr seien strikte und effektive Aufsicht, sowie Fiskal- und Wettbewerbspolitik notwendig, um nicht nur Finanzmärkte stabil zu halten, sondern auch eine Zunahme der Ungleichheit zu verhindern.

Ungleichheit, kreditfinanzierter Konsum und Finanzstabilität

Zum Abschluss der Literaturdiskussion soll die Überblicksstudie von van Treeck (2014) angeführt werden, die sich explizit mit dem Zusammenhang von Ungleichheit und der U.S.-Finanzkrise beschäftigt. Hierbei geht van Treeck zunächst einmal vom empirischen Fakt aus, dass sich die Einkommensungleichheit in den USA beim Ausbruch der globalen Finanzkrise im Jahr 2007/2008 auf einem ähnlich hohen Niveau wie zu Beginn des 20. Jahrhunderts befand. Die Phase von 1947–1977 kann als »Große Kompression« bezeichnet werden kann, in der die unteren Einkommen deutlich stärker wuchsen als die oberen, was zu einer Reduktion des Anteils der reichsten 10 Prozent am Gesamteinkommen von rund 45 Prozent Ende der 1930er Jahre auf dann relativ konstant bleibende 32 Prozent führte. Erst seit den frühen 1980er Jahre steigt die Einkommensungleichheit in den USA wieder an (siehe auch Abb. 2 und 3 ab Seite 23). Was für Auswirkungen lassen sich jedoch aus der ökonomischen Theorie aus diesem Befund ableiten und wie hängen dementsprechend Ungleichheit und die Finanzkrise miteinander zusammen? Um dies zu verdeutlichen fährt van Treeck (2014) mit einer umfassenden Diskussion unterschiedlicher, und unterschiedlich etablierter, Hypothesen über das Verhältnis von Einkommen, Konsum und Krediten fort.

»Hypothese permanenter Einkommen«

Zunächst skizziert van Treek die lange Zeit dominante »*Hypothese permanenter Einkommen*« (*Permanent Income Hypothesis*, PIH). Basierend auf einem Grundlagenwerk des einflussreichen monetaristischen Ökonomen und neoliberalen Intellektuellen Milton Friedman mit dem Titel »*A Theory of the Consumption Function*« (1957), geht die PIH unter dem Strich davon aus, dass Einkommensunterschiede in einer Gesellschaft keinen Einfluss auf Konsum- und Sparneigung haben. Entsprechend sei Einkommensungleichheit dahingehend unproblematisch. Aufgrund von Bildung, sowie der beruflichen und familiären Situation gehen die Individuen der PIH zufolge rational langfristig von einem bestimmten zu erwartenden durchschnittlichen Lebenseinkommen von z.B. 30.000,- Euro pro Jahr aus. Liegt nun das aktuelle Einkommen in einem Jahr darunter, neigen die Individuen eher zur Aufnahme von Krediten, statt ihren Konsum einzuschränken. Liegt das Einkommen hingegen über dem langfristig erwarteten Durchschnittseinkommen, wird der Differenzbetrag gespart. Problematisch an dieser Hypothese ist die vollständige Verneinung der Relevanz gesellschaftlicher Ungleichheit für Konsum- und Kreditausgaben, sowie die Fixierung auf rationale Individuen, die nur durch Projektionen ihrer eigenen Situation Entscheidungen treffen.

»These der Einkommensabhängigkeit des Konsums«

Die PIH ist historisch als Gegenstück zu der von Keynes in den 1930er Jahren begründeten »*These der Einkommensabhängigkeit des Konsums*« zu verstehen. Keynes und die Keynesianer gehen davon aus, dass bei Menschen mit zunehmendem Einkommen auch die Neigung steigt, neben dem Konsum einen Teil ihres Einkommens zu sparen (marginale Sparneigung), sobald ihr Einkommen die Grenze des Existenzminimums überschreitet. Reiche Haushalte sparen daher von jedem Einkommenszuwachs einen höheren Prozentsatz als Haushalte mit niedrigen oder mittleren Einkommen. Daraus ergeben sich wichtige wirtschaftspolitische Konsequenzen, denn ein Anstieg der niedrigen und mittleren Einkommen führt wirksamer zu einer Steigerung der gesellschaftlichen Konsumausgaben als Einkommenszuwächse für Reiche – und somit zu Wirtschaftswachstum. Ungleiche Ökonomien haben demnach niedrigere Wachstumsraten als solche mit weniger Einkommensungleichheit. Neben den »klassischen« Einkommensthesen von Keynes und Friedman gibt es weitere, von denen zwei zunehmend in der (wissenschaftlichen) Diskussion Gehör finden und einen expliziten Zusammenhang zwischen Ungleichheit und der Finanzkrise – und damit auch allgemeiner Finanzstabilität im weiteren Sinne – herstellen.

»Rajan-Hypothese«

Zum einen ist dies die sogenannte »*Rajan-Hypothese*«, welche nach dem indisch-amerikanischen Wirtschaftswissenschaftler und vormaligen Chefökonom des Internationalen Währungsfonds (2003–2007) Raghuram Rajan benannt ist. In

seinem Buch »Fault Lines« (2011) entwickelt Rajan das Argument, dass die angestiegene Ungleichheit in den USA zu einem erhöhten politischen Druck für Umverteilungsmaßnahmen zugunsten der unteren Einkommensgruppen geführt hat. Als Reaktion darauf stärkten die US-Regierungen jeweils Subventionsprogramme, die es breiteren Schichten ermöglichten, Hypothekenkredite aufzunehmen, um so – scheinbar – Vermögensbildung und Absicherung für das Alter betreiben zu können. Kurzfristig hätte dies zwar zur Stabilisierung von Nachfrage und Konsum beigetragen, langfristig jedoch in die Finanzkrise und die Große Rezession ab 2008 geführt. In einer Studie mit dem Titel »Does inequality lead to credit growth?« bestätigen Yamarik und Ko-Autoren (2016) die Rajan-Hypothese empirisch auf der Ebene einzelner US-Bundesstaaten im Zeitraum von 1977-2010. Ihre Analyse zeigt einen klar positiven und statistisch robusten Zusammenhang zwischen einem Anstieg des Gini-Koeffizienten und dem Anteil der reichsten 1 Prozent an der Einkommensverteilung einerseits, sowie dem Anwachsen sowohl der allgemeinen Kreditvergabe, wie auch Hypothekenkrediten im Besonderen, andererseits. Zwar erkennt die Rajan-Hypothese einen Zusammenhang zwischen Ungleichheit und Finanzstabilität an. Ihre Grenzen liegen jedoch zum einen im spezifischen Fokus auf die Erklärung der US-Finanzkrise, wie auch zum anderen in der Engführung des Effekts von Verteilung auf unverantwortliches Handeln der Politik durch Kreditliberalisierung und Subventionen.

»Hypothese relativer Einkommen«

Zum anderen verweist van Treek (2014) auf die langfristig folgenreichere und auch im Ländervergleich bedeutendere *»Hypothese relativer Einkommen«*, welche van Treek als instruktiv für das Verständnis eines wesentlichen Vermittlungsmechanismus zwischen der Ungleichverteilung von Einkommen und der Instabilität des Finanzsystems hervorhebt. In starkem Kontrast zur *»Hypothese permanenter Einkommen«* von Friedman geht die *»Hypothese relativer Einkommen«*, welche vom früheren Harvard-Ökonom James Duesenberry (1949) bereits Ende der 1940er Jahre entwickelt wurde, davon aus, dass privates Konsumverhalten von relativen Parametern bestimmt wird. »Relativ« bedeutet in diesem Zusammenhang, dass bei der Konsumententscheidung die eigene Einkommenssituation jeweils zur Situation und zum Verhalten anderer Personen zum jeweils aktuellen Zeitpunkt und zur eigenen Situation in der Vergangenheit ins Verhältnis gesetzt wird. Dabei sind mehrere Annahmen zentral: Erstens wird das Konsum- und Sparverhalten immer von der jeweiligen Situation relativ zur nächsthöheren Einkommensgruppe mitgeprägt. Wenn zum Beispiel die obere Mittelschicht, welche eine wichtige Referenzgruppe für die Durchschnittseinkommen darstellt, durch Einkommenszuwächse mehr konsumieren kann, entsteht daraus ein Kaskadeneffekt, der zunehmenden Konsumdruck auch auf untere Einkommensgruppen ausübt, da diese mit der Referenzgruppe in puncto Lebensstandard mithalten wollen (*»Keeping up with the Joneses«*). Somit ist sogar eine prinzipielle Auswirkung einer Einkommensspreizung am ganz oberen Ende der Verteilung auf untere Einkommensgruppen denkbar. Zweitens, und

genauso folgenreich, ist das Verhältnis der gegenwärtigen Situation zur eigenen Vergangenheit. Selbst bei einer langfristigen Verschlechterung der Einkommenssituation versuchen Haushalte demzufolge so lange wie möglich ihr vormaliges Konsumniveau aufrechtzuerhalten. Wenn dies nicht (mehr) durch Mehrarbeit oder das Aufbrauchen von Ersparnissen erreicht werden kann, steigt die Verschuldungsneigung und damit letztendlich die Kreditaufnahme. Dies wird unter anderem dadurch bestätigt, dass van Treeck (2014) abschließend einen höchst interessanten Sachverhalt präsentiert, der die Hypothese relativer Einkommen stützt. Zusammengefasst vergleicht er über den Zeitraum von 1947–2007 die Veränderung des Durchschnittseinkommens einer vierköpfigen Familie in den USA mit dem auf regelmäßigen Umfragen basierenden subjektiven Einkommenswert, den eine solche Familie nach eigener Aussage bräuchte, um problemlos »über die Runden zu kommen«. Hierbei zeigt sich, dass ab den frühen 1980er Jahren (also dem gleichen Zeitpunkt, ab dem die Topeinkommen (wieder) dramatisch zu steigen begannen) die realen Einkommenszuwächse deutlich hinter den subjektiv als notwendig eingeschätzten zurückbleiben. Sobald die Möglichkeiten von Mehrarbeit – u.a. durch die steigende Partizipation von Frauen am Arbeitsmarkt oder den Anstieg der an Frauen gezahlten Löhne – sowie das Aufbrauchen vorhandener Ersparnisse ausgereizt waren, stieg die Privatverschuldung kontinuierlich an. Zusammenfassend verdeutlicht das Papier von van Treeck (2014) somit den Zusammenhang zwischen Ungleichheit und Instabilität über die wichtigen Kanäle der Einkommensverteilung, Konsumneigung und privaten Kreditaufnahme. Einen ähnlichen Ansatz, wenn auch mit ökonometrischen Simulationsmodellen und im historischen Vergleich zwischen *Great Depression* und *Great Recession* liefern Kumhof et al. (2015). Die Autoren argumentieren ebenfalls, dass ein »positiver Einkommensschock« für die Topverdiener, also ein deutlicher Zuwachs ihrer Einkommen, dazu führt, dass diese vermehrt als Netto-Kreditgeber³ für untere Einkommensgruppen fungieren, um damit Finanzeinnahmen in Form von Zinsen, Dividenden oder Kursgewinnen zu generieren. Können die Kreditnehmer nun ihren Zahlungsverpflichtungen – aus verschiedensten Gründen – nicht mehr nachkommen, kommt es zu massenhaften Kreditausfällen und damit zu einer Banken-, Finanz- und schließlich Wirtschaftskrise.

Einkommen und Konsum: Fazit

Beide Papiere, van Treeck (2014) und Kumhof et al. (2015), betonen den plausiblen Zusammenhang von relativ stagnierenden bzw. sinkenden Einkommen der unteren 95 Prozent der Einkommensverteilung, die Kompensation durch einfacheren Zugang zu Krediten, sowie den dadurch angeregten *Boom-Bust*-Zyklus. Die Kernaussage, dass ein erhöhtes privates Kreditvolumen zur einer höheren Instabilität im Finanzsystem führt, wird in der Langzeitbetrachtung von Schularick und

³ Damit ist nicht die direkte Kreditvergabe der Reichen an die weniger Reichen gemeint. Vielmehr erwerben die Reichen z.B. Aktien von Banken und anderen Finanzakteuren, die wiederum den weniger Reichen Kredite gewähren. Oder die Reichen investieren z.B. in Fonds, die die Privatkredite der weniger Reichen auf dem Finanzmarkt aufkaufen und »weiterverwerten«.

Taylor (2012) in herausragender Weise bestätigt. In ihrer Analyse historischer Kredit- und Geldmengendaten für insgesamt 14 entwickelte kapitalistische Länder im Zeitraum von 1870–2008 finden sich besonders zwei hervorstechende Befunde: Einerseits, so betonen die Autoren, muss die Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg als eine »Ära des Kredits« klassifiziert werden, die die vormalige »Ära des Geldes«⁴ abgelöst hat. Hinter dieser Formulierung steckt die von ihnen statistisch sauber herausgearbeitete Beobachtung, dass das Kreditvolumen relativ zur Geldmenge, wie auch im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung deutlich und beschleunigt angewachsen ist. Andererseits führt dies der Studie zufolge zu einem Anstieg der Instabilität des Finanzsystems, da sich eine Finanzkrise als »fehlgeschlagener Kreditboom« klassifizieren lässt. Hier demonstrieren Schularick und Taylor (2012: 1042–1058) mit Hilfe ökonometrischer Methoden, dass ein positiver Wirkungszusammenhang zwischen dem relativen Anwachsen der Kreditvergabe im Zeitfenster von fünf Jahren vor einer Finanzkrise und ihrem Ausbruch besteht.

Basierend auf diesem Überblick des Forschungsstands lassen sich nun zwei analytisch zu trennende, jedoch konzeptionell miteinander verknüpfte Pfade herausarbeiten, mit denen der plausible Zusammenhang von Ungleichheit und Finanzinstabilität beschrieben und wie folgt skizziert werden kann. Der eine betrifft die Einkommensungleichheit, der andere die Vermögensungleichheit.

1. Einkommensungleichheit ist besonders vor dem Hintergrund relativer Veränderungen zwischen Top- und Durchschnittseinkommen von Bedeutung. Nimmt diese Spreizung zu, steigt die Sparneigung der oberen Gruppe und die Verschuldungsneigung der mittleren und unteren Gruppen. Weiterhin kann davon ausgegangen werden, dass der Gesamtkonsum aus laufendem Einkommen fällt und dieser Rückgang (temporär) durch den Rückgriff auf Erspartes oder – im Falle niedriger Zinsen und eines ausgeprägten Finanzsektors – durch leicht verfügbare und refinanzierbare Kredite teilweise abgemildert wird. Gleichzeitig führt dies aber auch zu einem generellen Anwachsen des Finanzsektors und damit zu einem potentiellen Sogeffekt, der von steigenden Finanzprofiten ausgeht. Zusammen mit dem durch rückläufigen Konsum stagnierenden Wirtschaftswachstum führt dies prinzipiell zu einer erhöhten Instabilität des Finanzsystems und einer damit einhergehenden Krisenanfälligkeit. Weiterhin kann ein Anstieg der Einkommensungleichheit durch ein Sinken der mittleren Einkommen unter bestimmten Umständen auch über den Vermögenskanal (vgl. Punkt 2) zu einem Anstieg der Finanzinstabilität führen. Nämlich dann, wenn dadurch in einem gegebenen Rentensystem niedrigere Leistungen zu erwarten sind.

⁴ Bei dieser »Ära des Kredits« muss dann aber nochmals ausdrücklich zwischen einer frühen Phase eines stärker regulierten Kredit- und Finanzregimes in der unmittelbaren Nachkriegszeit und den ersten Jahrzehnten danach, und einer späteren Phase eines liberalisierten Kredit- und Finanzregimes seit den 1980er Jahren unterschieden werden. Sinnbildlich wird dies mit dem Ausspruch »from boring banking to roaring banking«, also etwa »vom langweiligen zum tobenden Bankgeschäft«, verdeutlicht.

2. Vermögensungleichheit ist zwar einerseits stark mit Einkommensungleichheit korreliert, wird aber ferner auch durch Erbschaften, Rentenansprüche oder Immobilieneigentum geprägt. Nimmt diese nun zu, so können folgende Effekte im Hinblick auf Finanzstabilität durchdekliniert werden: Bei den niedrigen und Durchschnittsvermögen spielt besonders die Rentenanwartschaft eine zentrale Rolle. Wird die zu erwartende Rente gesenkt, besteht ein höherer Anreiz zu riskanteren kapitalmarktbasierten Pensionsinvestitionen. Diese lassen den Finanzsektor anwachsen und stärken institutionelle Investoren, die ihrerseits potentiell destabilisierende Effekte haben können. Bei großen Vermögen wirkt sich ein Anstieg ähnlich aus. Bei allgemein stagnierendem Wirtschaftswachstum und niedrigen Zinsen kann der Vermögenszuwachs etwa auf Dividendeneinnahmen durch höhere Unternehmensprofitabilität (in Form geringerer Löhne) oder Finanzinvestitionen in boomende Anlagegüter wie Immobilien (und einem damit einhergehenden Preisauftrieb) fußen. Beides hat wiederum potentiell destabilisierende Effekte auf das Finanzsystem.

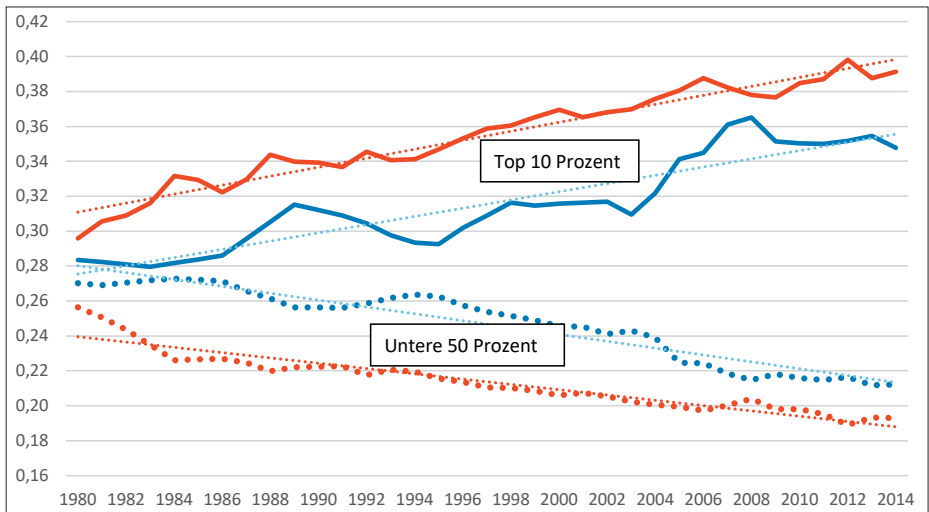
2. Empirische Schlaglichter auf Ungleichheit und Finanzmärkte: Deutschland und die USA im Vergleich

In Anschluss an den Literaturüberblick soll es nun darum gehen, einige empirische Schlaglichter auf in der Forschung diskutierte Kennzahlen in Sachen Ungleichheit und Finanzmarktentwicklung zu werfen. Dies schließt explizit auch eine Gruppe zentraler Akteure mit ein, welche nicht nur in den letzten beiden Jahrzehnten als Anlage suchende Protagonisten auf den globalen Finanzmärkten an Bedeutung gewonnen hat, sondern anhand welcher sich ebenso auch exemplarisch der Zusammenhang zwischen Ungleichheit, Vermögenswachstum, Finanzpraktiken und Tendenzen zur Instabilität diskutieren lassen. Es handelt sich um die sogenannten *institutionellen Investoren*. Als kontrastierende Idealtypen, mithilfe derer

Abbildung 2

Top 10 Prozent der Einkommensbezieher vs. untere Hälfte der Bevölkerung

Einkommensanteile USA (rot) und Deutschland (blau), in Prozent des Nationaleinkommens, 1980–2014.



Anmerkung: groß-gepunktete Kurven: untere Hälfte der Bevölkerung (*p0p50*), durchgezogene Kurven: oberes Zehntel (*p90p100*); klein-gepunktete Geraden: Regressionsgeraden.

Quelle: eigene Darstellung basierend auf UNU-WIDER (2018)

die einzelnen Schritte der Empirie dargestellt werden, fungieren einerseits die USA und andererseits Deutschland. Wenn nicht anders verfügbar oder aber im Falle konzeptioneller Passung, wird zusätzlich auf gesamteuropäische Daten oder allgemein alle entwickelten kapitalistischen Volkswirtschaften (OECD) Bezug genommen.

Entwicklung der Einkommens- und Vermögensverteilung

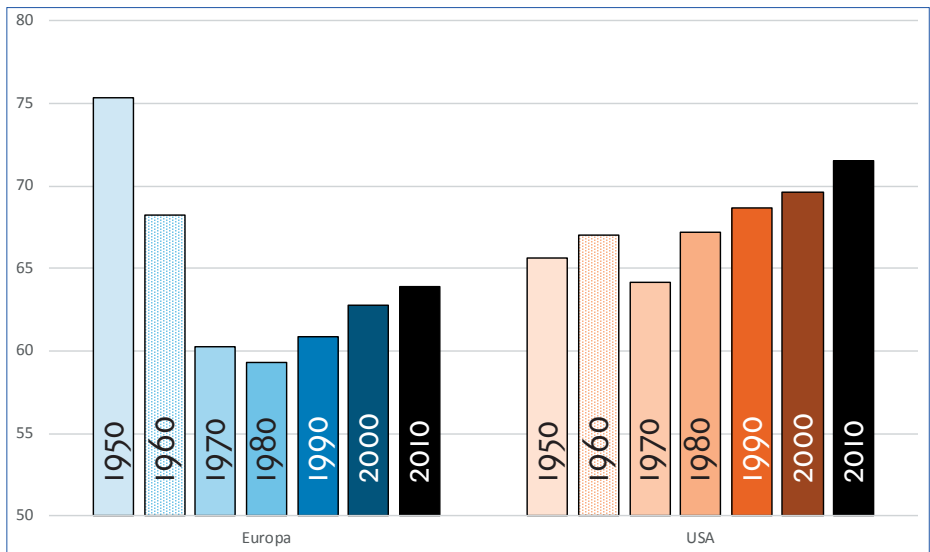
Die ersten drei hier folgenden Grafiken (Abbildungen 2–4) beginnen mit der Darstellung zentraler Kennzahlen hinsichtlich der Verteilung von Vermögen und Einkommen, wie sie in der Literatur als Maße und Analysegrundlagen herangezogen werden.

Abbildung 2 verdeutlicht die kontinuierliche Zunahme der Einkommenspolarisierung sowohl in den USA wie auch in Deutschland von 1980 bis ins Jahr 2014. Abgetragen wird jeweils das Jahreseinkommen vor Steuern und Transfers des obersten Dezils, also den einkommensstärksten 10 Prozent, im Vergleich zur unteren Hälfte der Bevölkerung. Hierbei sind mehrere interessante Trends zu beobachten. Erstens wächst in beiden Ländern die Einkommensungleichheit kontinuierlich an. Bis auf wenige kurze Phasen der Stagnation fällt der Anteil der unteren 50 Prozent der Bevölkerung am jährlichen Gesamteinkommen vor Steuern konstant. Während er Anfang der 1980er Jahre in den USA noch gut 26 Prozent und in Deutschland knapp 27 Prozent betrug, ist er mittlerweile auf etwas über 21 Prozent in Deutschland und sogar unter die Marke von 20 Prozent in den USA gefallen. Auffallend ist ferner, dass das obere Zehntel über einen deutlich höheren Einkommensanteil verfügt als noch vor rund vierzig Jahren. In Deutschland wurde dieser Trend kurzzeitig durch vorübergehend rückläufige Werte vor allem nach der Wiedervereinigung gebremst, um dann aber nach 2002, unter anderem durch die Beförderung der Finanzmarktliberalisierung einerseits und der Einkommenseinschnitte durch den nach und nach etablierten Niedriglohnsektor andererseits, umso rasanter zuzunehmen. Insgesamt hat sich das Verhältnis in Deutschland von einer nahezu hälftigen Aufteilung zu einem Wert von 1,6 und in den USA von 1,2 auf gut 2,0 erhöht.

Abbildung 3 stellt nun nicht mehr jährliche Einkommensanteile, sondern Vermögenspositionen dar. Diese sind nicht nur ungleich schwerer zu erheben und daher kaum vergleichend über die Zeit verfügbar, sondern können weiterhin besonders stark durch Finanzmarktaktivitäten wie Aktienbesitz oder andere Finanzprodukte beeinflusst werden. Hier werden mangels verfügbaren Datenmaterials nicht die USA mit Deutschland, sondern mit einer europäischen Referenzgruppe aus Frankreich, Großbritannien und Schweden verglichen. Angegeben sind jeweils die Anteile der vermögendsten 10 Prozent am Gesamtvermögen zum Beginn eines jeden Jahrzehnts von den 1950ern bis zu den 2010ern. Auch hier spiegelt sich ein ähnlicher Trend wie bei den Einkommen wider, und zwar sogar noch deutlich

Abbildung 3

Vermögensanteil (in Prozent) der obersten 10 Prozent am Gesamtvermögen, Europa und USA, 1950–2010.



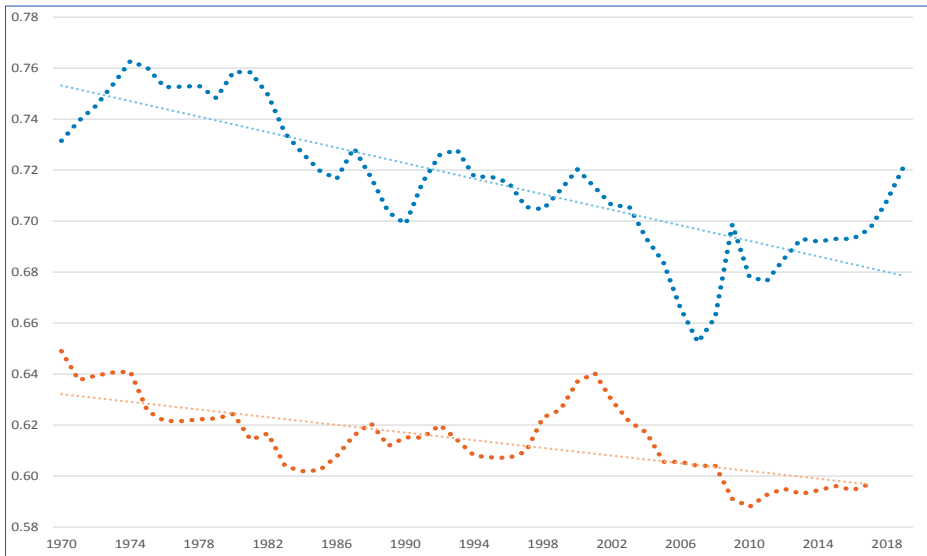
Anmerkung: chronologisch v.l.n.r. immer dunkler werdend jeweils zum 31.12.1950, 1960, 1970, 1980, 1990, 2000 und 2010.

Quelle: eigene Darstellung basierend auf WID.world (2019).

prononcierter. So fand bis in die 1970er Jahre im Fall der USA respektive bis in die 1980er Jahre im Falle Europas eine Verringerung des Vermögensanteils der (Super-)Reichen statt, was besonders durch das Fordistisch-Keynesianische-Wohlfahrtsregime bedingt war (*Great Compression*). Die enorme Ungleichverteilung in Europa zu Beginn der 1950er ist sicherlich noch den Kriegsfolgen geschuldet. Für beide Weltregionen gilt jedoch, dass das Ausmaß an Vermögensungleichheit heute entweder Rekordniveaus für die Zeit nach dem Ende des Zweiten Weltkriegs anstrebt (Europa: 64 Prozent) oder diese bereits erreicht hat (USA: 72 Prozent).

Zum Abschluss dieses ersten Blocks mit dem Schwerpunkt Einkommen, Vermögen und Verteilung zeigt **Abbildung 4** schließlich die Veränderung der Lohnquote, ausgedrückt durch die realen Lohnstückkosten in Prozent des Bruttoinlandsprodukts.

Abbildung 4
Lohnquote in Prozent des Bruttoinlandsprodukts, Deutschland und USA,
1970–2019.



Anmerkung: blaue gepunktete Linie (Deutschland), rote gepunktete Linie (USA)

Quelle: eigene Darstellung basierend auf Destatis (2020), FRED (2019) und OECD (2019)

Neben dem allgemein deutlich niedrigeren Niveau in den USA im Vergleich zu Deutschland ist der strukturelle Rückgang über alle Volkswirtschaften des OECD-Raums hinweg zu betonen. Dieser drückt sich durch einen Abfall des OECD-Durchschnitts vom Hochpunkt Mitte der 1970er Jahre mit leicht über 72 Prozent bis auf knapp 61 Prozent im Jahr 2006 aus. Eine interessante Beobachtung, die es zukünftig weiter zu verfolgen gilt, ist die wieder ansteigende Lohnquote in Deutschland seit 2010. Dies kann aber auf kurze Frist auch durch eine rapide BIP-Veränderung, etwa in Form eines Konjunkturerinbruchs, ausgelöst werden, da Löhne allgemein weniger flexibel reagieren. Im Mehrjahrestrend ist diese Entwicklung jedoch erst einmal positiv zu bewerten, auch wenn dadurch nichts über die Verteilung innerhalb der Gruppe der abhängig Beschäftigten gesagt wird. Diese kann – getrieben durch Topeinkommen – weiter auseinandergehen, selbst wenn die Lohnquote insgesamt wächst.

Zusammenfassend lässt sich also mit Blick auf die Einkommens- und Vermögensdaten festhalten, dass ein in den 1980er Jahren einsetzender und sich im Laufe der 1990er Jahre beschleunigender Trend steigender Polarisierung beobachten lässt, der zwar kurzzeitig in Deutschland durch die Folgen der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise ab 2008 angehalten, aber in keiner Weise revidiert wurde. Zum einen nehmen die Topeinkommen und das durch die Reichsten gehaltene Vermögen kontinuierlich zu, während auf der anderen Seite die untere Hälfte der Bevölkerung nicht nur Einkommensverluste hinnehmen musste, sondern ebenso besonders betroffen vom Rückgang der Lohnquote ist. Das damit verbundene Anwachsen der Kapitaleinkommen wird ferner weiterhin durch Finanzmarktliberalisierung und die Vertiefung unterschiedlicher Teilmärkte vorangetrieben.

Entwicklung der Finanzmärkte

Mit dieser Marktvertiefung und Verbreiterung, dem zweiten Schritt der Argumentation, beschäftigen sich die beiden folgenden Schaubilder. Den Anfang macht **Abbildung 5**, welche die Entwicklung der beiden Börsenleitindizes, des US-amerikanischen Dow Jones und des deutschen DAX, seit Ende der 1980er Jahre darstellt.

Während der DAX 1988 eingeführt wurde und die Wertentwicklung der 30 größten deutschen börsennotierten Firmen abbildet, ist der Dow Jones Industrial Average, so sein offizieller Name, bereits seit 1884 eine Darstellung der ebenfalls 30 größten (Industrie-)Unternehmen der USA. Neben dem allgemein ansteigenden Trend beider Indizes, welcher zwar durch Konjunkturzyklen mitgeprägt ist und ebenso unterschiedliche Krisen wie das Platzen der Dotcom-Blase bzw. des Neuen Marktes Anfang der 2000er sowie die Finanzkrise 2007/2008 widerspiegelt, fallen besonders zwei Dinge ins Auge: Einerseits ist dies die sprunghafte Beschleunigung des Kurswachstums in beiden Ökonomien ab Mitte der 1990er Jahre und dann wieder ab 2010. Andererseits ist die enorme Dynamik der letzten Jahre zu betonen, in denen nicht nur beide Indizes Allzeithochs erreichen, sondern in denen sich die Lücke zwischen beiden Indizes nochmals deutlich vergrößert. Für die USA spielt dabei neben der weiter verbreiteten Aktienkultur und dem traditionell viel stärker kapitalmarktbasierten Finanzsystem vor allem der Aufstieg der Technologiegiganten Apple und Microsoft, sowie die Präsenz großer Investmentbanken wie Goldman Sachs eine gewichtige Rolle. Dennoch muss für beide Länder notiert werden, dass Vermögenspolarisierung, Absenkung der Lohneinkommen und das Anwachsen der Aktienmärkte eine gleichförmige Tendenz und ein prägendes Charakteristikum des finanzialisierten Kapitalismus darstellen.

Die besondere Rolle institutioneller Investoren

Doch welche Akteure kaufen, halten und handeln eigentlich Aktien? Neben vermögenden Einzelpersonen, kleineren Zusammenschlüssen oder Banken als Kreditinstituten, die entweder ihren Kunden Anlageoptionen bieten wollen oder

Abbildung 5
Börsenindizes, USA (Dow Jones) und Deutschland (Dax), 1988–2019.



Anmerkung: blau (Deutschland), rot (USA), tägliche Notierung zum Handelsschluss, 01.01.1988–04.12.2019.

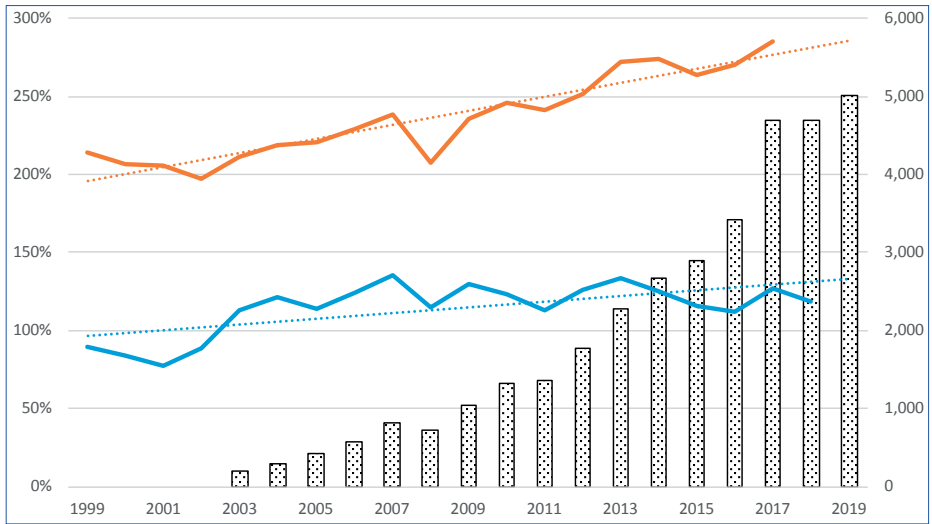
Quelle: eigene Darstellung basierend auf Yahoo! Finanzen

aber selbst als Großaktionäre in der vormaligen »Deutschland-AG« effektive Unternehmenskontrolle ausübten, sind es vor allem die sogenannten institutionellen Investoren, also Versicherungen, Pensionsfonds und andere Vermögensverwalter, die in zunehmendem Maße am Kapitalmarkt aktiv sind und global agieren. Dies ist eine der zentralen Entwicklungen im Bereich der Finanzmärkte seit den 1980er Jahren, welche sich mit steigendem Trend fortsetzt. Klarheit über dieses Bild in den USA und Deutschland verschafft **Abbildung 6**, die das Gros des von institutionellen Investoren verwalteten Vermögens in Relation zur Wirtschaftsleistung darstellt.

Zum einen ist festzuhalten, dass der Gesamtanteil in den USA deutlich größer ist als in Deutschland und sich mittlerweile vom Zweifachen in Richtung des Dreifachen des Bruttoinlandsprodukts bewegt. Dies hat vielfältige Gründe, u.a. die höhere Bedeutung von Pensionsfonds und Investmentfonds in den USA, die Rolle der US-Ökonomie als globaler Kapitalschwamm in einer Dollar-Weltwirtschaft oder aber der ungleich tiefere und breitere Finanzsektor des Landes. Dennoch hat auch

Abbildung 6

Verwaltetes Vermögen von institutionellen Investoren (Versicherungen, Pensionsfonds und Investmentfonds) in Prozent des Bruttoinlandsprodukts in den USA (rot) und Deutschland (blau), sowie globales ETF-Volumen in Milliarden US-Dollar, 1999–2019.



Anmerkung: blau (Deutschland), rot (USA), Anteile in Prozent (links), ETF-Volumen in Mrd. US-Dollar (graue Balken) (rechts), gepunktete Linien: Trendgeraden

Quelle: eigene Darstellung basierend auf ETFdb.com (2020), OECD Stat (2019), World Bank (2020).

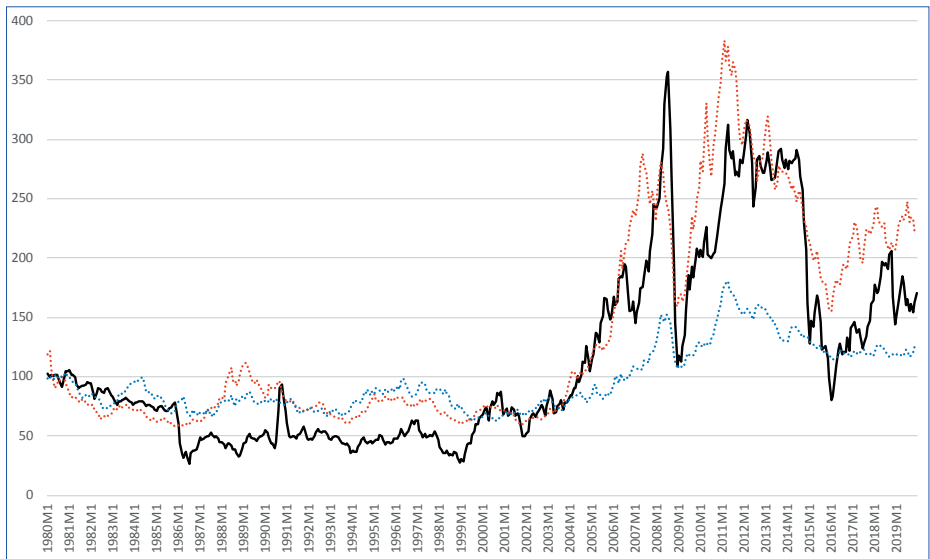
die Bundesrepublik beachtliche Wachstumszahlen vorzuweisen und überholt die Vereinigten Staaten oftmals in dieser Kategorie. Eine Betrachtung dieser unter dem Begriff »institutionelle Investoren« subsumierten Akteure lohnt sich in mehrfacher Hinsicht. Zum einen erwachsen aus ihnen neue einflussreiche Anteilseigner und Kapitalsammler, die von vielerlei Entwicklungen – dem propagierten Ausbau finanzmarktbasierter Anlage- und Vorsorgemodelle, Vermögensungleichheit, Dis- und Re-Intermediation im Bankensektor – profitieren. Zum anderen können sie aber selbst auch qua Größe und Strategie entscheidenden Einfluss auf Preise auf Finanzmärkten ausüben, was wiederum zu Fragilität führen kann.

Eine besondere Rolle nehmen dabei in den letzten Jahren seit der Finanzkrise die als »Passiv-« oder »Indexinvestoren« bezeichneten Akteure ein. In ihrer Studie weisen Fichtner *et al.* (2017) darauf hin, dass ein klarer Trend hin zu billigeren und

standardisierten Anlageformen festgestellt werden muss, bei dem etwa die *Exchange-Traded Funds* (ETF), besonders herausragen. Sie nehmen eine zentrale Funktion in der Investitionsstrategie globaler Vermögensverwalter ein. Die Big 3 etwa, welche aus den US-amerikanischen Finanzkonzernen BlackRock, Vanguard und State Street bestehen, investieren jeweils mindestens 80 Prozent der ihnen anvertrauten Mittel passiv, also per Indexfonds oder ETF (Fichtner *et al.* 2017: 304). Zur Verdeutlichung des globalen Gesamtvolumens und der damit verknüpften Dynamik dienen die grauen Balken in **Abbildung 6**. Während zu Anfang des Jahrtausends gerade einmal rund 200 Milliarden US-Dollar in ETFs angelegt waren, waren es Ende 2019 mit mehr als 5 Billionen US-Dollar mehr als fünfzig Mal so viel. Auch wenn sich das Vermögen meist aus Quellen in den entwickelten Ökonomien des globalen Nordens speist und – anders als das gesamte durch institutionelle Investoren verwaltete Vermögen – in Relation zur weltweiten Wirtschaftsleistung »nur« etwas mehr als 5 Prozent ausmacht, so sind dies 5 Prozent, mit denen massive Kursbewegungen und daraus folgende Wirtschaftsentwicklungen ausgelöst und initiiert werden können. Sie stellen also makroökonomisch eine gewichtige Größe dar. So können nicht nur einzelne Unternehmen davon betroffen sein, etwa, wenn sie nicht mehr in einem Index gehandelt werden, also »absteigen« und somit nicht mehr Bestandteil des großen, automatisch per Algorithmus regulierten ETF-Portfolios sind. Vielmehr können im Zusammenhang mit der globalen Marktvertiefung Effekte von Preissynchronisationen entstehen, die für hohe Volatilität und damit auch Instabilität sorgen und Krisenpotentiale bergen. Um dies abschließend an einem Beispiel zu verdeutlichen, soll auf Weltrohstoffmärkte eingegangen werden, die neben klassischen Unternehmensanteilen, (Staats-)Schuldentiteln und Immobilien die vierte große Säule für Investitionen und Spekulationen bilden. Ausgehend von einer Studie von Tang & Xiong (2010) bieten Weltrohstoffmärkte deutliche Anhaltspunkte für die Verkettung von Ungleichheit, Finanzialisierung und Instabilität. Zu sehen sind zunächst in **Abbildung 7** verschiedene Rohstoffpreisindizes und deren monatliche Preisentwicklung von Januar 1980 (dem Basisjahr) bis Ende 2019.

Als Referenzrohstoff fungiert dabei ein ungewichteter Rohölindex verschiedener Sorten, dargestellt durch die schwarze Kurve. Nicht nur kann Öl im wahrsten Sinne des Wortes als das Schmiermittel der Weltwirtschaft verstanden werden. Vielmehr spiegeln sich in seinem Preis neben der geopolitischen auch die makroökonomische Großwetterlage wider. Die beiden anderen, gepunktet visualisierten Indizes sind einmal ein Korb aus Metallen (in rot) – u.a. Gold, Aluminium, Silber, Kupfer, Eisenerz und Platin – und zum anderen verschiedene Agrarprodukte (in blau) – u.a. Soja, Weizen, Kakao, Kaffee, Rindfleisch und Bananen. Für den ersten Abschnitt der Kurven, welcher die 1980er und 1990er Jahre umfasst, legt der Augentest nahe, dass ein eher schwacher als systematischer Zusammenhang zwischen den Preisentwicklungen der drei Indizes besteht. Dies sollte, so der allgemein intuitiven Logik folgend, auch nicht der Fall sein, da es sich um eigentlich völlig disparate Teilmärkte und ein breites Spektrum verschiedenster Produkte

Abbildung 7
Globale Rohstoffpreisindizes, monatliche Werte, 1980–2019 (1980 = 100)



Anmerkung: schwarz (Rohöl), rot (Metalle), blau (Agrarprodukte).

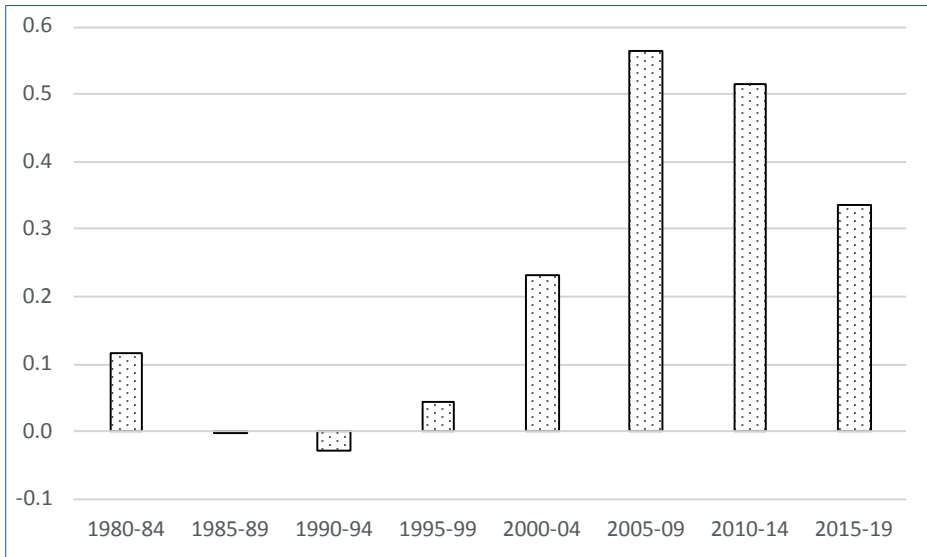
Quelle: eigene Darstellung und Berechnung basierend auf IMF (2020).

handelt, die weder einfach als Substitut- noch als Komplementärgüter verstanden werden können. Mit Beginn der 2000er Jahre scheint sich aber etwas zu ändern. Alle drei Kurven zeichnen einen sich immer mehr ähnelnden Verlauf nach. Für einen vergleichbar gelagerten Fall identifizieren Tang & Xiong (2010) dies empirisch mit einem komplexen ökonometrischen Modell und folgern daraus, dass dies mit der zunehmenden Präsenz institutioneller Investoren und indexierter Rohstoffinvestitionen, z.B. via ETFs, zu tun hat und dass dies auch Instabilitäten erhöht.

Einen ersten Hinweis für den hier vorliegenden Kontext liefert in erster Näherung eine Korrelationsanalyse, deren Ergebnisse in **Abbildung 8** dargestellt sind.

In Fünfjahresschritten wird dabei geschaut, ob die Preisentwicklungen des Rohölindex auf der einen Seite mit der der beiden anderen Rohstoffindizes auf der anderen Seite zusammenhängen. Ein positiver Wert deutet dabei auf einen Gleichlauf, ein negativer Wert auf einen Gegenlauf der Preise hin. Generell können Werte zwischen -1 und +1 erzielt werden, wobei man ab 0,3 von einem Zusammenhang und ab etwa 0,5 von einem starken Zusammenhang sprechen kann. Wir

Abbildung 8
Bravais-Pearson-Korrelationskoeffizient der Preisentwicklung
von Rohstoffindizes, 1980–2019



Quelle: Eigene Darstellung und Berechnung

sehen, dass die Ergebnisse den Augentest und die von Tang & Xiong (2010) herausgearbeiteten Erkenntnisse bestätigen. Während in den 1980er und 1990er Jahren kein systematischer Zusammenhang zwischen den Rohstoffpreisentwicklungen bestand, tauchten erste Anzeichen dafür zu Beginn der 2000er Jahre auf und setzten sich danach mittel bis stark fort. Dies kann fundamentale Konsequenzen haben, etwa wenn Preise – wie der von Öl – nicht mehr (nur) realwirtschaftlichen Entwicklungen, sondern vor allem Preiserwartungen und Investitionsstrategien immer größerer institutioneller Investoren ausgesetzt sind und von diesen beeinflusst werden. Die Verkettung dieser globalisierten Märkte kann dann dazu führen, dass Schwankungen in einem Rohstoffsegment Folge- und Sogwirkungen auf andere Segmente haben und somit computerbasierte Vermögensumschichtungen auslösen, die wiederum Preise weitertreiben oder drücken können. Dies wäre ein erstes Beispiel für erhöhte Instabilität, welche aus Finanzmarktvertiefung, Vermögenspolarisierung und Einkommensungleichheit entstehen kann.

3. Fazit, Ausblick und mögliche Handlungsfelder

Die vorliegende Arbeit zum Themenkomplex »Ungleichheit und Finanzinstabilität« hat den Versuch unternommen, sowohl die theoretischen Annahmen eines Wirkungszusammenhangs in der relevanten Forschungsliteratur aufzuarbeiten, als auch ausgewählte empirische Schlaglichter auf die Entwicklungen in Deutschland und – als Referenzpunkt – den USA zu werfen. Trotz unzulänglicher Datenlage und eines komprimierten und damit auch selektiven Blicks, kann plausibel angenommen werden, dass Finanzialisierung und Ungleichheit sich nicht nur wechselseitig bedingen, sondern das beide mit ernstzunehmender Wahrscheinlichkeit zu bestimmten Formen der Instabilität führen oder beitragen. Auch wenn es sich dabei scheinbar zunächst um ein globales Makrophänom des Gegenwartskapitalismus handelt, muss die Vergleichende Politische Ökonomie als Disziplin jedoch immer auch nationalen Spezifika politökonomischer Institutionengefüge wie Lohnfindung, Wohlfahrtsstaatlichkeit, Steuersystemen oder Kreditwesen besondere Beachtung schenken. Aus politökonomischer Sicht haben wir es daher mit national divergierenden Formen und Ursachen dieser Instabilitäten zu tun, die sich zudem länderspezifisch unterschiedlich artikulieren können. Genau jene Spezifika wären es auch, an denen eine weiterführende und vertiefende Analyse anknüpfen sollte. Dabei wären dann etwa folgende Leitfragen zu stellen: Welche Rolle haben fiskal- und sozialpolitische Maßnahmen, wie zum Beispiel Reformen der Steuer- und Rentensysteme bei der Verschärfung der Ungleichheit gespielt und wie wirken sie auf die Entwicklung der Finanzmärkte? Wie ist die Bedeutung unterschiedlicher institutioneller Investoren (Versicherungen, Pensionsfonds, Investmentfonds) im Ländervergleich und worin investieren sie verstärkt? Wie wirken sich nationale Besonderheiten der Kreditvergabe und Vermögensbildung im Kontext unterschiedlicher Finanzsysteme sowohl auf Ungleichheit als auch auf Finanzinstabilität aus? In welchem Zusammenhang dazu stehen öffentliche Investitionen bzw. ihr Ausbleiben; besonders in Verbindung mit (vormaligen) Privatisierungen der Daseinsvorsorge und Infrastruktur? Hinsichtlich plausibler politischer Forderungen lassen sich vor allem drei zentrale Leitlinien identifizieren, die jeweils eine Vielzahl von Maßnahmen bzw. Maßnahmenbündeln sinnvoll erscheinen lassen:

1. Zum einen Maßnahmen, die sowohl direkt als auch indirekt das Ausmaß ökonomischer Ungleichheit reduzieren. Hierbei sollte zum einen bei der Primärverteilung angesetzt werden, also über einen Abbau der Lohnspreizung und eine Begünstigung von Lohneinkommen im Vergleich zu Kapitaleinkommen. Konkrete Optionen wären etwa eine Anhebung von Mindestlöhnen, die Stärkung des gewerkschaftlichen Organisationsgrads und der Tarifbindung und ein Lohndeckel im Sinne einer Begrenzung des Verhältnisses von Minimal- und

Maximaleinkommen innerhalb eines Unternehmens. Zum anderen sollte ebenso an der Sekundärverteilung über eine grundlegende progressive Steuerreform gearbeitet werden, die eine Vermögensteuer, einen gerechteren Einkommensteuertarif, eine reformierte Erbschaftsteuer, sowie eine mindestens äquivalent hohe Besteuerung von Kapital- und Arbeitseinkommen beinhaltet.

2. Zweitens sollte über eine direkte und indirekte De-Finanzialisierung des Wirtschafts- und Finanzsystems nachgedacht werden. Dabei muss sowohl eine präzise Erfassung als auch stärkere Regulierung – bis hin zum Verbot – bestimmter Finanzinstrumente erfolgen. Besonders im Zentrum stehen sollten dabei Fragen nach dem Hochfrequenzhandel, der Größe institutioneller Investoren und Banken (*too big to fail*), der Bevorzugung von Nachhaltigkeits- und Regionalitätsprinzipien bei der Kreditvergabe und der Stärkung kleinerer, lokaler Banken mit öffentlichem Auftrag.
3. Drittens gilt es weiterhin, das Öffentliche zu stärken. Dabei müssten wohlfahrtstaatliche Maßnahmen so aktualisiert werden, dass sie durch progressive Umlagen und Steuern finanziert und kapitalmarktbasierte Zusatzprodukte zurückgefahren werden. Finanzinvestitionen sollten sich, wenn, dann vorrangig auf Anleihen öffentlicher Unternehmen oder Staatsanleihen konzentrieren. Schließlich sollten Infrastrukturprojekte nicht mehr durch (Teil-)Privatisierungen realisiert werden. Stattdessen wären Öffentlich-Öffentliche-Partnerschaften (ÖÖP) und direkte Finanzierungen notwendig.

Literaturverzeichnis

Agresti, Anna Maria, Patrizia Baudino und Paoli Poloni (2008). The ECB and IMF indicators for the macro-prudential analysis of the banking sector. A comparison of the two approaches. *ECB Occasional Paper Series*, No. 99, November 2008.

Alvarez, Ignacio (2015). Financialization, non-financial corporations and income inequality: the case of France. *Socio-Economic Review*, 13:3, 449–475.

Arrighi, Giovanni (1994). *The Long Twentieth Century. Money, Power, and the Origins of Our Times*. London/New York: Verso Press.

Baccaro, Lucio und Jonas Pontusson (2016). Rethinking Comparative Political Economy: The Growth Models Perspective. *Politics & Society*, 44:2, 175–207.

Boyer, Robert (2000). Is a Finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis. *Economy and Society*, 29:1, 111–145.

Brave, Scott und R. Andrew Butters (2011). Monitoring financial stability: A financial conditions index approach. *Economic Perspectives*, Federal Reserve Bank of Chicago, 1Q/2011, 22–43.

Brave, Scott und R. Andrew Butters (2012). Diagnosing the Financial System: Financial Conditions and Financial Stress. *International Journal of Central Banking*, 8:2, 191–239.

Čihák, Martin und Ratna Sahay (2020). Finance and Inequality, *IMF Staff Discussion Note SDN/20/01*, Washington, DC: International Monetary Fund.

Duesenberry, James S. (1949). *Income, Saving and the Theory of Consumer Behavior*. Cambridge, MA: Harvard University Press.

Epstein, Gerald A. (2005). Introduction: Financialization and the World Economy. In: ders. (Hg.). *Financialization and the World Economy*. Cheltenham, UK/Northampton, MA, USA, Edward Elgar, 3–16.

Fichtner, Jan, Eelke M. Heemskerk und Javier Garcia-Bernardo (2017). Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk. *Business and Politics*, 19:2, 298–326.

Friedman, Milton (1957). *A Theory of the Consumption Function*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Geršl, Adam und Jaroslav Heřmánek (2008). Indicators of financial system stability: towards an aggregate financial stability indicator? *Prague Economic Papers*, 17:2, 127–142.

Hager, Sandy Brian (2015). Corporate ownership of public debt: mapping the new aristocracy of finance. *Socio-Economic Review*, 13:3, 505–523.

Huffschnid, Jörg (1998). *Politische Ökonomie der Finanzmärkte*. Hamburg: VSA.

The Guardian (2020). »IMF boss says global economy risks return of Great Depression«, *The Guardian*, 17. Januar 2020, [Phillip Inman] <https://t1p.de/w22n>

International Monetary Fund (IMF) (2006). *Financial Soundness Indicators. Compilation Guide*. Washington, DC.

International Monetary Fund (IMF) (2013). *Modifications to the current list of Financial Soundness Indicators*, November 13, 2013.

International Monetary Fund (IMF) (2019a). *Financial Soundness Indicators and the IMF*. <https://t1p.de/mdr7>

International Monetary Fund (IMF) (2019b). *Financial Soundness Indicators. Compilation Guide*.

Israël, Jean-Marc, Patrick Sandars, Aurel Schubert und Björn Fischer (2013). Statistics and indicators for financial stability analysis and policy. *ECB Occasional Paper*, No. 145, April 2013.

Kumhof, Michael, Romain Rancière und Pablo Winant (2015). Inequality, Leverage, and Crises. *American Economic Review*, 105:3, 1217–1245.

Lin, Ken-Hou und Donald Tomaskovic-Devey (2013). Financialization and U.S. Income Inequality, 1970–2008. *American Journal of Sociology*, 118:5, 1284–1329.

Magdoff, Harry und Paul M. Sweezy (1987). *Stagnation and the Financial Explosion*. New York University Press.

Meyer, Brett (2019). Financialization, Technological Change and Trade Union Decline. *Socio-Economic Review*, 17:3, 477–502.

Orhangazi, Özgür (2008). Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973–2003. *Cambridge Journal of Economics*, 32:6, 863–886.

Palley, Thomas I. (2011). A Theory of Minsky Super-Cycles and Financial Crises. *Contributions to Political Economy*, 30:1, 31–46.

Philip, Davis (2003). Institutional investors, financial market efficiency, and financial stability. *EIB Papers*, European Investment Bank (EIB). Luxembourg, Vol. 8, Iss. 1, pp. 77–107

Rajan, Raghuram G. (2011). *Fault Lines: How hidden Fractures still threaten the World Economy*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Roberts, Anthony und Roy Kwon (2017). Finance, inequality and the varieties of capitalism in post-industrial societies. *Socio-Economic Review*, 15:3, 511–538.

Schularick, Moritz und Alan M. Taylor (2012). Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870–2008. *American Economic Review*, 102:2, 1029–1061.

Stockhammer, Engelbert (2004). Financialisation and the slowdown of accumulation. *Cambridge Journal of Economics*, 28:5, 719–741.

Stockhammer, Engelbert (2008). Some Stylized Facts on the Finance-dominated Accumulation Regime. *Competition & Change*, 12:2, 184–202.

Tang, Ke und Wei Xiong (2010). Index Investment and Financialization of Commodities. *NBER Working Paper 16385*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, USA.

Tori, Daniele und Özlem Onaran (2018). The effects of financialization on investment: evidence from firm-level data for the UK. *Cambridge Journal of Economics*, 42:5, 1393–1416.

Useem, Michael (1996). *Investor Capitalism. How Money Managers are changing the Face of Corporate America*. New York, Basic Books.

van der Zwan, Natascha (2014). Making sense of financialization. *Socio-Economic Review*, 12:1, 99–129.

van Treeck, Till (2014). Did Inequality cause the U.S. Financial Crisis? *Journal of Economic Surveys*, 28:3, 421–448.

Wray, L. Randall (2008). Financial markets meltdown: What can we learn from Minsky? *Public Policy Brief, No. 94*, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, NY, USA.

Yamarik, Steven, Makram El-Shagi und Guy Yamashiro (2016). *Does inequality lead to credit growth? Testing the Rajan hypothesis using state-level data*. *Economic Letters* 148, 63–67.

Zalewski, David A. und Charles J. Wahlen (2010). Financialization and Income Inequality: A Post Keynesian Institutional Analysis. *Journal of Economic Issues*, 44:3, 757–777.

Datenbanken

ETFdb.com (2020). ETF Directory. <https://etfdb.com/etfs/>

ETFGI (2020). »ETFGI reports assets invested in global ETFs and ETPs industry rises back above 5 trillion US dollars in January 2019«, 14 February 2019. <https://t1p.de/46zs>

Federal Reserve Bank of Chicago (2020). *National Financial Conditions Index (NFCI)*. <https://t1p.de/yjkd>

International Monetary Fund (IMF) (2020). *IMF Primary Commodity Prices*. <https://t1p.de/3b3m>

OECD (2019). *OECD Statistics* <https://stats.oecd.org/>

United Nations University (UNU-WIDER) (2018). *World Income Inequality Database (WIID)*, Version 4, 19 December 2018. https://www.wider.unu.edu/sites/default/files/WIID/WIID_19Dec2018.xlsx

World Bank (2020). Data, GDP (current). <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD>

World Inequality Database (WID.world) (2019). <https://wid.world/>

Yahoo! Finanzen (2020). *Börsenkurse. Historische Datenbank*. <https://t1p.de/irzi>

Notizen

www.linksfraktion.de