universität wien

DIPLOMARBEIT

Titel der Diplomarbeit

„Finanzmarktliberalisierung und Finanzkrisen. Krisenanfälligkeit des chinesischen Finanzsystems?“

Verfasser

Sebastian Prantz

angestrebter akademischer Grad

Magister (Mag.)

Wien, 2014

Studienkennzahl lt. Studienblatt:	A 057 390
Studienrichtung lt. Studienblatt:	Individuelles Diplomstudium Internationale Entwicklung
Betreuerin ODER Betreuer:	Mag. Dr. Johannes Jäger

Danksagung

Allen voran möchte ich mich bei meinem Betreuer Dr. Johannes Jäger für seine kompetente Unterstützung und unkomplizierte Art während der langen Entstehungsphase dieser Arbeit bedanken.

Dank gilt auch meinen Korrekturleserinnen Daniela, Irina, Mathilde, Rachel und Verena für ihren gewissenhaften Eifer und ihre hilfreichen Kommentare.

Ein großes Dankeschön auch an meine Eltern, die mich auf verschiedenste Art und Weise dabei unterstützt haben meinen Weg zu gehen und auch an den Rest meiner Familie und Freunde, die mir immer wieder die Möglichkeit des Austauschs und für aufbauende Gespräche gaben.

0 Inhaltsverzeichnis

0 Inhaltsverzeichnis 5
1 Einleitung 7
1.1 Allgemeine Anmerkungen, Methode & Forschungsfrage 7
1.1.1 Forschungsthema 7
1.1.2 Gliederung 9
1.1.3 Methode 10
1.1.4 Forschungsfrage(n) 11
1.1.5 Relevanz des Forschungsunterfangens 12
1.2 Bezug zur Entwicklungsforschung 13
1.2.1 Finanzmärkte und Entwicklung 13
1.2.2 Finanzkrisen und Entwicklung 14
1.3 Systematisierung von Theorien zu den Ursachen von Finanzkrisen 15
2 Krisentheorien 18
2.1 Akteursbezogene Perspektive 18
2.1.1 Effizienzmarkthypothese (EMH) 20
2.1.2 Asymmetrische Informationen 25
2.1.3 Behavioral Finance (BF) 29
2.2 Keynesianische Perspektive 34
2.2.1 Postkeynesianischer Ansatz 35
2.2.2 Exkurs: internationale Übertragungswege von Finanzkrisen 46
2.3 Politökonomische Perspektive 49
2.3.1 Regulationstheorie 51
2.3.2 Finanzmarktkapitalismus 57
2.3.3 Exkurs Finanzmarktliberalisierung und Instabilität 64
3 Transformationsprozess der Volksrepublik China 67
3.1 Politische und Wirtschaftliche Transformation 67
3.1.1 Transformation und Liberalisierung 67
3.1.2 Der politische Transformationsprozess 68
3.1.3 Der wirtschaftliche Transformationsprozess 72
3.1.4 Transformationsprozess des chinesischen Finanzsystems 76
3.1.5 Ist China eine Marktwirtschaft? 80
3.2 China und Finanzkrisen 81
3.2.1 China in der Asienkrise 1997/98 82
3.2.2 China in der Subprime Krise 2007/08 84
3.2.3 China und internationale Ansteckung 88
3.3 Perspektiven auf die chinesische Krisenanfälligkeit 90
3.3.1 Akteursbezogene Perspektive auf die chinesische Krisenanfälligkeit 90
3.3.2 Keynesianische Perspektive auf die chinesische Krisenanfälligkeit 94
3.3.3 Politökonomische Perspektive auf die chinesische Krisenanfälligkeit 99
4 Conclusio 105
5 Bibliographie 110
6 Anhang 119
6.1 Zusammenfassung (Abstract) 119
6.2 Summary (Abstract) 120
6.3 Lebenslauf 121

1 Einleitung

1.1 Allgemeine Anmerkungen, Methode & Forschungsfrage

1.1.1 Forschungsthema

Die Volksrepublik China befindet sich seit drei Jahrzehnten in einem graduell voranschreitenden Transformationsprozess von einem administrativ geplanten hin zu einem marktwirtschaftlich organisierten Wirtschaftssystem, wobei eine kapitalistische Marktwirtschaft nicht offiziell das angestrebte Endstadium darstellt. Bis heute hat die ‚trial and error' Methode, mit der die Kommunistische Partei Chinas (KPCh) die Transformation vorantreibt, positive Ergebnisse im Bezug auf das Wirtschaftswachstum und die chinesische Integration in die Weltwirtschaft gebracht. Es kam zu einer weitreichenden Öffnung der Volkswirtschaft gegenüber dem Ausland und tiefgreifenden strukturellen Veränderungen im chinesischen Finanzsystem. Der bisherige wirtschaftliche Erfolg dieser Transformation hat dazu geführt, dass China seitens GlobalisierungsbefürworterInnen als eine ökonomische Erfolgsgeschichte präsentiert wird und als Paradebeispiel für die Vorteile die Globalisierung für Entwicklungsländer mit sich bringen kann herangezogen wird (vgl. Cho 2005: 268).

Die Ursachenbewertung dieses Erfolges ist ein umkämpftes Feld. Es besteht Konsens darüber, dass der Übergang von einer staatlich gesteuerten Wirtschaftsweise hin zu einer Produktionsweise, die auf marktwirtschaftlich gesteuerten Allokationsprozessen beruht, der Grund für die derzeitige wirtschaftliche Dynamik ist (vgl. Qian 2006: 229ff). Allerdings herrscht Uneinigkeit darüber, wie dies zu interpretieren ist (vgl. Klenner 2006: 116f). Einerseits existiert die Anschauung, dass die Liberalisierung an sich der Grund für das gute Abschneiden der chinesischen Wirtschaft ist und daher verstärkt vorangetrieben werden sollte (vgl. Lo 2007: 158ff). Andererseits wird dem gegenüber argumentiert, dass Chinas Wirtschaft gerade deswegen so erfolgreich ist, weil die Liberalisierungsanstrengungen (noch) nicht vollständig umgesetzt wurden, starke Kontrolle und Regulation von Wirtschaftsaktivitäten weiterhin besteht und der Staat somit eine tragende Lenkungsfunktion einnimmt. Das vorhandene Mischsystem wird folglich als Ursache des Erfolges angesehen (vgl. Herr 2008: 142ff). Dies würde dagegen sprechen Liberalisierung verstärkt voranzutreiben bzw. Vorsicht bei der Umsetzung von Liberalisierungsvorhaben walten zu lassen, da sonst unkontrollierte Marktmechanismen die bisherigen Entwicklungserrungenschaften zunichtemachen könnten (vgl. Chandrasekhar 2008: 219).

Die Bedeutung der chinesischen Volkswirtschaft für die Entwicklung der Weltwirtschaft nimmt stetig zu. China ist in verschiedenen Segmenten des Weltmarkts führend, überholte 2010 gemessen am realen Bruttoinlandsprodukt (BIP) Japan als zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt

und ist auf dem Weg innerhalb der nächsten 20 Jahre die USA zu übertreffen. Die chinesische Volkswirtschaft blickt zurück auf drei Dekaden mit jährlichen BIP-Wachstumsraten zwischen sieben und zehn Prozent (vgl. Hofman/Kuijs 2008: 109ff), die zu einer stetigen Steigerung des Produktionspotentials und des Weltmarktanteils geführt haben.

Ein Faktor, der bei dem rasanten Aufstieg Chinas in den letzten Jahrzehnten besonders erwähnenswert ist, ist das weitgehende Ausbleiben von Finanz- und Währungskrisen in der chinesischen Volkswirtschaft (vgl. Chandrasekhar 2008: 205).

Das internationale Finanzsystem ist seit Mitte der 1970er Jahre zunehmend durch nationale und internationale Finanzkrisen gekennzeichnet. In der Literatur wird, angefangen mit der Schuldenkrise zahlreicher Entwicklungsländer 1982, auf eine erhöhte Intensität im Auftreten von Finanzkrisen sowohl in Entwicklungs- und Schwellenländern (Mexiko 1994/95, Südostasien 97/98, Brasilien 98/99 und 2002, etc.), als auch in sogenannten Industrieländern (Europäisches Währungssystem 1992/93, dotcom 2001, Subprime Krise USA 2007, Staatsschuldenkrise Euroraum[1]) hingewiesen (vgl. Küblböck/Staritz 2008: 9). In Anbetracht dieses instabilen Umfelds ist es umso erstaunlicher, dass China bis dato noch keine Finanz- oder Währungskrise mit systemgefährdenden Auswirkungen durchlebte. Speziell die Asienkrise von 1997/98 und die Weltwirtschaftskrise, die sich 2007 aus der Subprime Krise in den USA entwickelte, sind in diesem Kontext zu erwähnen. China war zwar von beiden Krisen betroffen, die Auswirkungen auf die chinesische Wirtschaft, Politik und Bevölkerung konnten aber vergleichsweise gering gehalten werden (siehe Lo 2009, Gutowski 2001).

Die Politik der Reform und Öffnung, die 1978 vom Zentralkomitee der KPCh beschlossen wurde, führte zu einer Internationalisierung der chinesischen Volkswirtschaft in der gleichen Periode, in der es verstärkt zu Finanzkrisen in der Weltwirtschaft kam.

Im Zuge des fortlaufenden Transformationsprozesses wurde der chinesische Finanzsektor zunehmend liberalisiert und dereguliert. Die Wirtschaft wurde immer mehr Marktmechanismen unterworfen und für ausländische Einflüsse geöffnet. Dies hat folglich in China zu einer Dynamisierung des wirtschaftlichen Entwicklungsprozesses geführt. Speziell in den 1990er Jahren wurden die Reformanstrengungen auf das chinesische Finanzsystem ausgeweitet. Zeitgleich durchlief die internationale Finanzarchitektur eine Phase äußerster Instabilität, die vermehrt mit unzureichender Regulierung in Verbindung gebracht wird (vgl. Küblböck/Staritz 2008: 9ff). Das Zusammenwirken dieser beiden Prozesse bildet den thematischen Rahmen für

[1] Unter dem Terminus Subprime Krise 2007 ist die Weltwirtschaftskrise zu verstehen, die ihren Ursprung im US-amerikanischen Hypothekenmarkt für schlechte Bonitäten (‚subprime') im Jahr 2007 nahm. Einige Autoren verorten das Ende der Krise 2009 mit dem Einsetzen der weltwirtschaftlichen Erholung. Es existieren aber durchaus Ansichten, die die Schuldenkrise des EU Raums und der USA als Fortführung dieser Krise betrachten und dementsprechend keinen Schlussstrich ziehen.

diese Forschungsarbeit.

Auf der einen Seite steht die historische Erfahrung der chinesischen Transformation der letzten Jahrzehnte, die bis dato zu keiner krisenhaften Entwicklung geführt hat. Auf der anderen Seite steht die Beobachtung, dass es im Zuge der Liberalisierung und Deregulierung der internationalen Finanzarchitektur seit den 1970er Jahren weltweit verstärkt zu Finanzkrisen gekommen ist.

Die vorliegende Arbeit unternimmt den Versuch die strukturellen Ursachen zu ergründen, welche dafür verantwortlich waren, dass es im chinesischen Finanzsystem bis dato zu keinen Krisen gekommen ist.

1.1.2 Gliederung

Die vorliegende Arbeit ist in vier Abschnitte gegliedert: 1. Einleitung, 2. Krisentheorien, 3. der chinesische Transformationsprozess und 4. die Conclusio.

Nach einer allgemeinen Einführung, die den Einstieg in das Thema, die angewandte Methodologie sowie den Bezug der Arbeit zum Feld der Entwicklungsforschung erörtert, wird im zweiten - theoretischen - Teil ein Denkschulen-übergreifender Analyserahmen entwickelt. Hierfür werden die besprochenen theoretischen Ansätze grob in drei Kategorien geteilt: akteursbezogene Perspektive, keynesianische Perspektive und politökonomische Perspektive. Innerhalb dieser werden jeweils ausgewählte Strömungen der Perspektiven in Bezug auf ihre zentralen Thesen, Aussagen über Krisenursachen und gegebenen wirtschaftspolitischen Handlungsanweisungen zur Krisenbekämpfung bzw. Prävention besprochen. Zusätzlich wird im Zuge zweier Exkurse speziell auf die internationalen Übertragungswege von Finanzkrisen und die Thematik der Finanzmarktliberalisierung eingegangen.

Im dritten Teil wird ein Überblick über den historischen Ablauf des chinesischen Transformationsprozesses gegeben, wobei die Reformstrategie und Umsetzung sowie volkswirtschaftliches Datenmaterial dargelegt werden. Weiters wird auf Basis der im theoretischen Teil ausgearbeiteten Erklärungsmuster auf spezifische Aspekte des Transformationsprozesses und der Struktur des chinesischen Finanzsystems eingegangen.

Im vierten Kapitel - der Conclusio – wird sich schließlich im Zuge der Zusammenführung der vorangegangenen Kapitel einer Interpretation der Ursächlichkeit der historischen Stabilität des chinesischen Finanzsystems für moderne, kapitalistische Finanzkrisen aus einer Denkschulen-übergreifenden Perspektive angenähert.

1.1.3 Methode

Um die Krisenanfälligkeit der chinesischen Volkswirtschaft bzw. im Besonderen des chinesischen Finanzsystems einschätzen zu können, bedient sich die Arbeit der Methode der Literaturanalyse.

Die theoretische Literatur zur Entstehung von Finanzkrisen ist mannigfaltig und die Interpretation der Krisenprozesse der jeweiligen AutorInnen hängt sehr stark von deren Zugehörigkeit zu ökonomischen Denkschulen sowie von der Auswahl der Krisen, anhand derer die jeweiligen Modelle entwickelt wurden, ab. Bordo (1992) beschreibt dieses Dilemma treffend bei seinem Versuch eine allgemeine Definition für den Begriff der Finanzkrise zu finden: „[...] the numerous and often conflicting approaches to this subject in the literature make this a difficult task.“ (Bordo 1992: x).

Um einerseits der Vielfalt der Erklärungsansätze Tribut zu zollen, aber sich andererseits auch einer umfassenden Analyse der Ursachen der relativen Stabilität des chinesischen Finanzsystem anzunähern, ist es notwendig eine Denkschulen-übergreifende Perspektive zu entwickeln, in der die Hauptströmungen des ökonomischen Denkens integriert sind.

Nach Jäger und Springler (2012: 14ff) ergeben sich aus dem unterschiedlichen historischen Kontext, in dem die Zugänge zur Ökonomie entwickelt wurden, sowie der verschiedenen Erkenntnissinteressen, verwendeten wissenschaftstheoretischen Zugängen und methodologischen Implikationen, unterschiedliche Paradigmen in der wissenschaftlichen Beschäftigung mit ökonomischen Fragen.

Die Unterschiede in den jeweiligen Herangehensweisen und Perspektiven, die diesen Paradigmen inhärent sind, bedingen gleichzeitig, dass die durch sie generierten Erkenntnisse für die Erklärung verschiedener Teilbereiche der Ursachenforschung von Finanzkrisen unterschiedlich gut geeignet sind.

Die Herangehensweise an den theoretischen Teil dieser Arbeit besteht somit darin, die verschiedenen Teilbereiche zu identifizieren, für die die jeweiligen Denkschulen das höchst mögliche Erklärungspotenzial besitzen und sie dann im Sinne einer Gesamtdarstellung zusammenzuführen.

Um dies zu bewerkstelligen werden die verschiedenen Theorien zu den Ursachen von Finanzkrisen dahingehend analysiert, wie sie die Funktionsweise von Finanzmärkten konzipieren, welche Elemente sie als Krisenursachen definieren und welche Handlungsempfehlungen sie geben um Finanzkrisen zu verhindern bzw. unter Kontrolle zu bringen.

Die herausgearbeiteten Erklärungsmuster werden der historischen Entwicklung des chinesischen Finanzsystems gegenübergestellt, um diese in einen umfassenden theoretischen Rahmen zu

stellen. Daran kann die relative Stabilität des chinesischen Finanzsystems gegenüber Finanzkrisen ergründet werden.

Für die Darstellung des Transformationsprozesses des chinesischen Finanzsystems wird auf Sekundärliteratur zur chinesischen Wirtschaftsentwicklung, auf volkswirtschaftliche Daten sowie auf historische Abhandlungen zum Gebaren der chinesischen Volkswirtschaft im Kontext internationaler Finanzkrisen zurückgegriffen.

In dieser Arbeit wird bewusst auf das Erstellen eigener ökonometrischer Berechnungen verzichtet. Theorien und Ansätze, die derartige Forschungsmethoden benutzen, werden im Kontext der Theorien-Diskussion vorgestellt und deren Überlegungen bezüglich der Ursachen von Finanzkrisen fließen in die Analyse des chinesischen Finanzsystems mit ein. Somit wird deren analytischer und methodischer Wichtigkeit in den Wirtschaftswissenschaften Tribut gezollt. In Bezug auf die abschließende Beantwortung der Forschungsfrage hält es der Autor dieser Arbeit allerdings mit Minsky (1977): „In order to understand our economy we have to leave the easy world of econometrics, simulations, and computer printouts and enter the tough world in which institutions, usages, and policy affect what happens.“ (Minsky 1977: 138).

1.1.4 Forschungsfrage(n)

Die zentrale Fragestellung mit der sich diese Arbeit auseinandersetzen wird, lautet:

> Warum hat es im chinesischen Finanzsystem seit Beginn des Transformationsprozesses keine Finanzkrise gegeben?

In diesem Kontext ist es wichtig zu klären, dass es sich beim Untersuchungsgegenstand um Finanzkrisen nach kapitalistischem Muster handelt wie sie in den letzten drei Jahrzehnten verstärkt auftraten. Die Frage zielt im Speziellen darauf ab den Zusammenhang zwischen Finanzkrisen und Finanzmarktliberalisierung zu erörtern. Die Liberalisierungsprozesse, die im Zuge des Transformationsprozesses des chinesischen Finanzsystems durchgesetzt wurden, dienen als Analysegegenstand um diesen Zusammenhang veranschaulichen zu können.

Für die Analyse der Theorien zu den Ursachen von Finanzkrisen werden die folgenden Fragestellungen als Orientierungshilfen eingesetzt:

- Welche Vorstellungen der Funktionsweise von Finanzmärkten liegen der Darstellung zu Grunde?
- Welche Zusammenhänge und Mechanismen werden als Voraussetzung für die Entstehung von Finanzkrisen angeführt?
- Welche politisch-regulatorischen Mechanismen werden zur Prävention bzw. Bekämpfung von Finanzkrisen vorgeschlagen?

Für die Analyse des historischen Transformationsprozesses der chinesischen Volkswirtschaft

dienen die im theoretischen Teil erarbeiteten Erklärungsmuster als Rahmen. Dieser wird am Ende des theoretischen Teils zusammengefasst dargestellt. Etwaige Fragestellungen, die sich aus diesen Darstellungen ableiten lassen, finden sich in den entsprechenden Unterkapiteln des Kapitels zum chinesischen Transformationsprozess wieder.

1.1.5 Relevanz des Forschungsunterfangens

Grundsätzlich stellt sich die Frage nach der praktisch-politischen Relevanz des unternommenen Forschungsvorhabens dahingehend, ob eine Einschätzung der Gründe für die Abwesenheit von Finanzkrisen in der Vergangenheit für die Analyse der Stabilität bzw. Instabilität eines Finanzsystems in der Zukunft dienen kann. Einerseits ist die Antizipation zukünftiger Ereignisse aus der Beobachtung des Vergangenen nicht nur im Kontext von Finanzsystemen ein problematisches Unterfangen und birgt die Gefahr in linear-historische Erklärungsmuster von Entwicklungsprozessen abzurutschen. Andererseits führt das Postulat der absoluten Einzigartigkeit von Finanzkrisen zu einer Perspektivenlosigkeit in Bezug auf den Einsatz von politischen und ökonomischen Instrumenten zur Bekämpfung krisenhafter Prozesse. Damit kommt es gleichzeitig zu einer Entwertung der praktischen Relevanz jedweder Analysen, die sich mit diesen Prozessen auseinandersetzen.

Die Kontextabhängigkeit von Entwicklungsstrategien und deren Auswirkungen auf die Entstehung von Finanzkrisen in Bezug auf deren jeweiliges wirtschaftliches, politisches, kulturelles und historisches Umfeld ist zu berücksichtigen. Gleichzeit darf aber die Einzigartigkeit historischer Prozesse nicht verabsolutiert werden. Im Zusammenhang mit der Analyse von Finanzkrisen bedeutet dies: „Every financial crisis has its own character, whether regarding the trigger event, the course of the crisis, or the impact on the financial system as a whole. There is no textbook-like financial crisis, although there are some similarities among market crisis we have experienced thus far.“ (Felsenheimer/Gisdakis 2008: 17)

Genau diese Ähnlichkeiten (similarities) stehen im Zentrum der Betrachtung dieser Arbeit. Sie werden herausgearbeitet, um als Basis für die Beurteilung der historischen Stabilität des chinesischen Finanzsystems zu dienen. Primär liegt dieser Arbeit die Anschauung zugrunde, dass es bei unterschiedlichen kapitalistischen Finanzkrisen vergleichbare Kausalitäten in Bezug auf deren Ursachen gibt. Dies ist deshalb relevant, da es die Möglichkeit einräumt, die hier herausgearbeiteten Bewertungen als Basis für die Analyse zukünftiger Dynamiken im chinesischen Finanzsystem heranziehen zu können.

1.2 Bezug zur Entwicklungsforschung

1.2.1 Finanzmärkte und Entwicklung

Der augenscheinlichste Zusammenhang zwischen der Auseinandersetzung mit Finanzmarktphänomenen und Entwicklungsforschung ergibt sich über den Diskurs zum Zusammenhang der Entwicklung von Finanzsystemen und dem wirtschaftlichem Wachstum. Hier weißt Levine (1997: 688) auf drei traditionelle Positionen hin:

- Der Entwicklung von Finanzsystemen wird eine wichtige Rolle bei der Erreichung wirtschaftlichen Wachstums zugeschrieben.
- Die Herausbildung von Finanzsystemen wird als systemimmanente Reaktion auf wirtschaftliche Entwicklung angesehen.
- Die Rolle des Finanzsystems für wirtschaftliche Entwicklung wird als überbewertet angesehen bzw. es fehlen Ausführungen zu Finanzsystemen in den Darstellungen zu wirtschaftlichem Wachstum.

Levine (1997) geht davon aus, dass „a growing body of work demonstrates a strong, positive link between financial development and economic growth, and there is even evidence that the level of financial development is a good predictor of future economic development." (Levine 1997: 703).

Im Sinne eines erweiterten Entwicklungsbegriffs ist es jedoch wichtiger, Finanzmärkte als Institutionen im gesamtgesellschaftlichen Kontext zu verstehen, die nicht ausschließlich ökonomische Aspekte beeinflussen, sondern auch mit politischen, sozialen und kulturellen Aspekten gesellschaftlicher Entwicklung in Verbindung stehen.

Als besonders anschauliches Beispiel für die Relevanz von Finanzmärkten in gesamtgesellschaftlichen Entwicklungsprozessen kann die Verbindung zwischen dem Aufstieg des Neoliberalismus als vorherrschende Gesellschafts- und Wirtschaftsideologie und der damit zusammenhängenden Liberalisierung der Finanzmärkte angeführt werden (vgl. Huffschmid 2009: 41).

Die vorangetriebene Liberalisierung der Finanzmärkte hat sich laut Altvater (2009) gesamtgesellschaftlich derart ausgewirkt, dass „financial markets have exerted their own repression of the real economy, of social systems and of the natural environment." (Altvater 2009: 73). In diesem Zusammenhang wird Finanzmärkten unter anderem ein wesentlicher Einfluss auf die nationalen, internationalen und zwischengeschlechtlichen Verteilungsstrukturen, auf Demokratiestrukturen und politische Handlungsfähigkeit, auf Strukturen von Unternehmen, Arbeitsplatz- und Lohnniveauentwicklung, den Um- und Aufbau von Sozialsystemen, Pensionssystemen, etc. zugestanden (vgl. Schoder/Pirklbauer 2008: 30ff).

Um diese Arbeit nun in das Feld der Entwicklungsforschung einordnen zu können, wird davon ausgegangen, dass ein Zusammenhang zwischen der Entwicklung des internationalen und des

nationalen Finanzsystems und der wirtschaftlichen, politischen, kulturellen und sozialen Entwicklung der VR China besteht, unabhängig davon wie dieser zu bewerten ist und welcher Kausalität er folgt.

1.2.2 Finanzkrisen und Entwicklung

Der Zusammenhang zwischen Finanzsystemen und Entwicklungsprozessen in Gesellschaften wird dann besonders augenscheinlich, wenn durch krisenhafte Entwicklungen in den Finanzsystemen Entwicklungserrungenschaften im Sinne von Wohlstandszuwächsen vernichtet werden. Dies ist in den letzten Jahrzehnten durch in immer höheren Frequenzen auftretende Finanzkrisen an den verschiedensten Orten passiert (vgl. Küblböck/Staritz 2008: 4f).

Die Konsequenzen solcher Krisen sind dramatisch und führen zu Rezessionen, dem Verlust von Arbeitsplätzen, sozialer Not, gesellschaftlichen Unruhen, Vergrößerungen des Wohlstandsgefälles, etc. (vgl. Küblböck/Staritz 2008: 15ff).

In den Entwicklungs- und Schwellenländern wirken sich Finanzkrisen meist noch stärker aus. „In the case of developed countries, banking and financial crisis have been costly to the economy, yet the damage that these crisis seem to impose on developing countries seems to be far greater […]." (Mishkin 1996: 1).

Eine Finanzkrise stellt einen signifikanten Einschnitt in die Lebensrealitäten der Menschen, die von ihr betroffen sind, dar. Ebenso sind die Auswirkungen auf politische Strukturen und Institutionen sowie eingeschlagene Entwicklungsstrategien meist signifikant. So wurden in der Vergangenheit Finanzkrisen in Entwicklungsländern über die Konditionalitäten verschiedenster Hilfestellungen im Krisenfall dazu genutzt um Änderungen in deren Entwicklungsstrategie durchzusetzen (vgl. Küblböck/Staritz 2008: 16f).

Finanzkrisen bzw. die Stabilität oder Instabilität von Finanzsystemen nehmen in der Entwicklungsökonomie einen prominenten Platz ein. „Indeed an important puzzle for the study of development economics is how a developing economy can shift dramatically from a path of reasonable growth before a financial crisis […] to a sharp decline in economic activity after a crisis occurs that is very damaging to both the economy and social fabric of the country." (Mishkin 1996: 1).

Finanzkrisen müssen als multidimensionales Phänomen wahrgenommen werden, deren Auswirkungen sich nicht alleine auf die ökonomische Sphäre der Finanzmärkte beschränken lassen. Wolf (2009) stellt die Subprime Krise von 2007 in den Kontext einer weltweiten Krise der kapitalistischen Produktionsweise und weist darauf hin, dass die Finanzkrise lediglich ein Teilaspekt der krisenhaften Entwicklung ist, die als Einheit in sieben Ebenen zu analysieren ist: Finanzkrise, realwirtschaftliche Krise, Verteilungskrise, Nord-Süd-Krise, Klimakrise,

Hegemoniekrise, Krise der Leitwährung USD.

1.3 Systematisierung von Theorien zu den Ursachen von Finanzkrisen

Der Versuch, eine Denkschulen-übergreifenden Perspektive auf die Theoriebildung bezüglich der Ursachenanalyse von Finanzkrisen zu entwickeln, macht eine Systematisierung der verschiedenen akademischen Perspektiven unentbehrlich, mithilfe derer Aussagen zur Funktion von Finanzmärkten, Ursachenforschung und Stabilisierungsanleitungen getroffen werden.

In der Literatur finden sich verschiedene Ansätze zur Kategorisierung der verschiedenen Paradigmen. Der hier verfolgte Kategorisierungsansatz basiert auf dem dreigeteilten Schema ‚Neoklassik-Keynesianismus-Politische Ökonomie' von Jäger und Springler (2012). In die spezifische Systematisierung der Finanzmarktheorien werden die Ansätze von Toporowski (2005) und Huffschmid (2009) mit eingebunden.

Toporowski (2005) verfolgte in seiner TheoretikerInnendiskussion eine Dreiteilung in Gleichgewichts-, reflexive und kritische Finanzwissenschaft. Er stellt die ‚Mainstream Ökonomie' in ihren zwei Ausformungen: ‚equilibrium finance' (Gleichgewichtsfinanzwissenschaft) und ‚reflective finance' (reflexive Finanzwissenschaft) dem Konzept der ‚critical finance' (kritische Finanzwissenschaft) gegenüber (vgl. Toporowski 2005: 2ff).

Nach ihm beschreibt die Gleichgewichtsfinanzwissenschaft Finanzmärkte, die in einem Gleichgewicht zur Ökonomie funktionieren. Die Beziehung zwischen der realen Ökonomie und dem Finanzsystem ist durch ein statisches, beidseitig bedingtes Gleichgewicht innerhalb des Finanzsektors charakterisiert, wobei jede Variable Veränderungen in diesem Gleichgewicht hervorrufen kann.

In der reflexiven Finanzwissenschaft werden Finanzmärkte durch die Gegebenheiten in der Realwirtschaft bestimmt. Auch hier wird von einem Gleichgewichtszustand ausgegangen. Dieses Gleichgewicht wird aber ausschließlich durch die Vorkommnisse außerhalb des Finanzsektors determiniert. In Bezug auf Finanzkrisen bedeutet dies, dass Instabilitäten in Finanzsystemen nicht mehr sind als zeitlich beschränkte Angleichungen, die entstehen, weil es in der Realwirtschaft zu Umstrukturierungsprozessen kommt (vgl. Toporowski 2005: 3).

Unter kritischer Finanzwissenschaft werden von Toporowski (2005) Ansätze subsummiert, in denen die Finanzwirtschaft unabhängig von ihrer Intermediationsfunktion den Ablauf und die Funktion der modernen kapitalistischen Ökonomie systematisch stört und folglich Fluktuationen in der Realwirtschaft auslöst. Die Finanzsysteme an sich sind hier die Auslöser für Finanzkrisen und wirtschaftliche Rezessionen.

Huffschmid (2009) teilt in seinem Ansatz zur Strukturierung der Ursachendebatte zur Subprime

Krise 2007 den Diskurs in vier Ebenen auf:

Auf der ersten Ebene wird bei den Individuen, also bei den BankmanagerInnen und FinanzinvestorInnen angesetzt. Ihr Handeln wird als auf moralischem Fehlverhalten, Gier und Geltungssucht basierenden konzipiert. Durch die Rücksichtslosigkeit und immer höhere Risikobereitschaft der FinanzmarktakteurInnen wird das internationale Finanzsystem sukzessive instabiler und gleichzeitig von allen wirtschaftlichen und sozialen Werten abgekoppelt, sodass es laut dieser Argumentationslinie zusammenbrechen muss (vgl. Huffschmid 2009: 34).

Die zweite Ebene führt die Entstehung von Finanzkrisen auf das Fehlen bzw. auf den Abbau von politischen Regulierungen und Kontrollen zurück. Die Diversifizierung und Internationalisierung - so der Vorwurf dieser Ansätze - werde nicht durch adäquate Kontrollmechanismen begleitet. Implizit stehen sich auf dieser Ebene die BefürworterInnen der Effizienzmarkthypothese (EMH) und diejenigen gegenüber, deren Ansätze auf der immanenten Instabilität der Finanzmärkte basieren (vgl. Huffschmid 2009: 36f).

Im Rahmen der EMH als leitende Konzeptualisierung von Finanzmarktdynamiken wurde ein aktiver Deregulierungs- und Liberalisierungsprozess vorangetrieben. Seitens der KritikerInnen der EMH wird davon ausgegangen, dass den Finanzmärkten destabilisierende Dynamiken zu Eigen sind. Durch nicht-zeitgerechten Aufbau von angemessen Regeln bzw. ihrem Abbau entstanden Freiräume in denen destabilisierende Dynamiken freigesetzt wurden.

Die dritte Ebene behandelt langfristige ökonomische Tendenzen, besonders für den Zeitraum seit den 1970er Jahren. Basis der Überlegungen auf dieser Ebene sind die unterschiedlichen Entwicklungen der globalen Finanzmärkte und des weltweiten Sozialprodukts. Das Finanzvermögen ist in den letzten 30 Jahren relativ zum Weltsozialprodukt überproportional stark angestiegen. Dieses Phänomen wird als strukturelle Überakkumulation bezeichnet. Die Überkapazitäten werden durch die Krise nun abgebaut (vgl. Huffschmid 2009: 38f).

Die vierte Ebene stellt die in der dritten Ebene aufgestellten akkumulationstheoretischen Überlegungen in den Kontext der neoliberalen Gegenreform, die seit den 1970er Jahren stattgefunden hat. Dem Kapitalismus wird attestiert zunehmend einen Formwandel durchlaufen zu haben. In seiner jetzigen Ausgestaltung stellt er einen finanzmarktgetriebenen Kapitalismus dar, der zunehmend danach strebe seinen politischen Kontrollrahmen abzubauen. Es wird davon ausgegangen, dass die neoliberale Gegenreform zu einer massiven Verschiebung der Kräfteverhältnisse zugunsten des Kapitals geführt hat. Die Politik der Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs hat für das Kapital mannigfaltige Möglichkeiten zur Festigung der eigenen Machtposition geschaffen (vgl. Huffschmid 2009: 39f).

Beide Strukturierungsansätze haben eine solide interne Logik und sind für den Zweck, für den Toporowski und Huffschmid sie postuliert haben, brauchbar. Für die Erarbeitung einer

Denkschulen-übergreifenden Perspektive weisen sie jedoch einige Einschränkungen auf, die durch eine Integration in die Systematisierung von Jäger und Springler (2012) aufgehoben werden.

Toporowski (2005) bildet zwar die Kategorien der Gleichgewichts- und reflexiven Finanzwissenschaften, beschäftigt sich aber lediglich mit den kritischen Finanzwissenschaften. Weiters endet seine Darstellung der kritischen Finanzwissenschaften mit Minsky in den 1970ern und beinhaltet keine aktuellen politökonomischen Perspektiven. Huffschmid arbeitet hingegen den politökonomischen Ansatz heraus, unterscheidet aber nicht zwischen akteursbezogenen und strukturell-zyklischen Krisenursachenerklärungen.

Die Systematisierung nach Jäger und Springer (2012: 9) schlägt eine Dreiteilung in die wichtigsten Paradigmen des ökonomischen Denkens vor: Neoklassik, Keynesianismus und Politische Ökonomie. Um der Prominenz gerecht zu werden, welche die Informationsökonomie und die Verhaltensökonomie in den Krisentheorien des neoklassischen Paradigmas spielen, wird diese Dreiteilung dahingehend abgeändert, sodass im Weiteren zwischen der akteursbezogenen, keynesianischen und politökonomischen Perspektive des wirtschaftlichen Denkens unterschieden wird. Um die gewählte Systematisierung für eine Anwendung in Bezug auf Finanzkrisentheorien zu konkretisieren, wird an den gegebenen Stellen auf die zwei erwähnten Ansätze zur Strukturierung von Theorien hingewiesen und Elemente dieser in das Korsett der vorgenommenen Dreiteilung integriert.

Die vorgenommene Einteilung in die drei Perspektiven ist als eine grobe Kategorisierung zu verstehen, wobei die tatsächliche Bandbreite der existierenden Theorien derart breit gefächert und nuancenreich ist, dass die folgende Darstellung lediglich einen Überblickscharakter aufweist.

Unter dem Terminus akteursbezogene Perspektive werden Ansätze subsumiert, die sich speziell mit dem Verhalten von Akteuren auseinandersetzen. In diesem Kontext wird auf die EMH als Basis der neoklassischen Perspektive auf Finanzmärkte und Krisen eingegangen. Weiters wird das Konzept der asymmetrischen Information angeführt, das sich ausgehend von neoklassischen Grundannahmen mit Marktversagen auseinandersetzt, und die Theorien der Behavioral Finance (BF) werden besprochen. Im Mittelpunkt der Betrachtung der Ansätze stehen Finanzmarktakteure, die durch ihr Handeln (egal ob rational oder irrational) die Entwicklungen an Finanzmärkten steuern.

Als keynesianische Perspektive werden Theorien vorgestellt, die sich mit der zyklischen Natur und inhärenten Instabilität der finanzwirtschaftlichen Dynamik auseinandersetzen und Krisenphänomene anhand dieser zu erklären versuchen. Es wird speziell auf den Postkeynesianismus eingegangen.

Als politikökonomische Perspektive werden vor allem regulationstheoretische Ausführungen auf Aussagen zur Funktion von Finanzmärkten und den Ursachen von Finanzkrisen überprüft. Weiters wird in diesem Kontext die Konzeptionalisierung des Finanzmarktkapitalismus abgehandelt.

Die Darstellung der jeweiligen Ansätze ist als äußerst verkürzt zu qualifizieren, da eine vollständige Abhandlung der Theorien, die sich mit den Ursachen von Finanzkrisen auseinandersetzen, im Rahmen der vorliegenden Studie nicht zu bewerkstelligen wäre.

Nichtsdestotrotz werden die wichtigsten Aussagen der jeweiligen Ansätze pointiert wiedergegeben und diese insoweit vertieft, dass sie einen Fragenkatalog produzieren, der als Analysegrundlage für die historische Erfahrung der Volksrepublik China verwendet werden kann.

2 Krisentheorien

2.1 Akteursbezogene Perspektive

Die im Folgenden besprochenen Theorien haben gemein, dass im Zentrum ihrer Analyse der Funktion von Finanzmärkten, und damit einhergehend auch mit ihrer Konzeption von Krisenursachen, das Individuum als handelnde Person steht.

Den vorgestellten Theorien liegen zwei Anschauungen der Verhaltensweise der Akteure auf Finanzmärkten zugrunde, die in ihrer Konsequenz dazu führen, dass unterschiedliche Regulationsmechanismen empfohlen werden um krisenhafte Entwicklungen zu unterbinden.

Die eine Anschauung basiert auf der „[...] Doktrin der überlegenen Effizienz unregulierter Finanzmärkte [...]“ (Huffschmid 2009: 36), die andere zielt „[...] auf die immanente Instabilität von Märkten und insbesondere Finanzmärkten [...]“ (Huffschmid 2009: 37) ab. In Huffschmids (2009) Klassifikation nimmt dieser Streit der Theorien die zweite Ebene der Auseinandersetzung ein. Er stellt die neoklassische Doktrin bzw. nach Toporowski (2005) Gleichgewichts- und reflexive Finanzwissenschaft, deren prominenteste Ausformulierung in Bezug auf die Finanzmärkte die EMH nach Fama (1970) ist, der verhaltensorientierten Finanzmarkttheorie (Behavioral Finance, BF) gegenüber (vgl. Huffschmid 2009: 36ff). Der Fokus auf das individuelle entscheidungstheoretische Verhalten der Akteure als ausschlaggebender Faktor hinter wirtschaftlichen Entwicklungen ist jedoch beiden Anschauungen gemein, weshalb sie beide zur neoklassischen Herangehensweisen gezählt werden können, bei denen lediglich „[...] der Grad bzw. die Form der Rationalität dieses Handelns relativiert werden.“ (Jäger/Springler 2012: 38).

Die neoklassische Herangehensweise an ökonomische Fragestellungen bildet den Kern dessen, was den heutigen Mainstream der Wirtschaftswissenschaften ausmacht (vgl. Jäger/Springler

2012: 37). In Anlehnung an die Klassische Ökonomie führt die Neoklassik ökonomisches Geschehen grundsätzlich auf das Verhalten von Individuen im Sinne eines methodologischen Individualismus zurück. Der Konkurrenzkapitalismus wird als Ideal der Rationalität und Effizienz dargestellt und setzt sein Vertrauen in die automatischen, selbstregulierenden Kräfte des Marktes. Im Vordergrund der vorangetriebenen Analysen steht die Entscheidungsproblematik in Bezug auf die Verwendung knapper Ressourcen zur Nutzenmaximierung (vgl. Fiedler/König 1991: 70). Neoklassische Analyse, die sich mit den einzelnen Akteuren auseinandersetzt, wird Mikroökonomie genannt. Die Analyse ganzer Volkswirtschaften wird als Makroökonomie bezeichnet, wobei hier wichtig ist, dass die Makroökonomie mikrofundiert ist, was bedeutet, dass sie als Summe aller Märkte und individueller Entscheidungen konzeptualisiert wird (vgl. Jäger/Springler 2012: 41). Im Bezug auf die konkreten Theorien der Finanzwissenschaften ist die EMH als mikroökonomische Theorie und der Monetarismus als makroökonomische Theorie der Neoklassik auszuweisen (vgl. Nesvetailova 2007: 31). Der Monetarismus integriert allerdings viele keynesianische Elemente.

Mit dem Aufstieg der Neoklassik zum zentralen wirtschaftswissenschaftlichen Paradigma und der Ausdifferenzierung ihrer Theoriebildung wurden verschiedene Grundannahmen der Neoklassik in Frage gestellt. Daraus ergab sich eine Bandbreite von Strömungen, die sich nicht mehr nur mit allgemeinen Gleichgewichtsmodellen, sondern mit spezifischen mikroökonomischen Fragestellungen auseinandersetzen, wie beispielsweise die Informationsökonomie mit Fällen unvollständiger Information oder die Verhaltensökonomie mit dem nicht vollständig rationalen Verhalten der WirtschaftsakteurInnen (vgl. Jäger/Springler 2012: 52).

Im Zuge der Diskussion der Rolle der Wirtschaftswissenschaft in der Subprime Krise 2007 beschreibt Krugman (2009: 3) die Bandbreite der Mainstream Wirtschaftswissenschaften, die grundsätzlich in ihren praktischen Politikanweisungen neoklassischen Denkmustern folgen. Im Feld der Makroökonomie gibt es nach ihm zwei Arten von WirtschaftswissenschaftlerInnen: die ‚Süßwasser'- und ‚Salzwasser'-WirtschaftswissenschaftlerInnen.

Als Süßwasser-ÖkonomInnen beschreibt er als neoklassische Puristen, während Salzwasser-ÖkonomInnen als neue KeynesianerInnen beschrieben werden. Der zentrale Unterschied zwischen den beiden Denkschulen besteht für Krugman (2009: 1) in der jeweiligen Einschätzung der Stabilität von Märkten: von inhärent stabil und rational bis eingeschränkt rational sowie staatlicher Intervention bedürfend.

Beiden Denkschulen wird im Vorfeld der Subprime Krise in den USA ein „[...] general belief that bubbles just don't happen […]" (Krugman 2009: 5) attestiert. Es wird darauf hingewiesen, dass sich beide Denkschulen während der Zeit zwischen 1985 bis 2007 auf theoretischer Ebene

unterschieden. In ihrer praktischen Umsetzung im Sinne makroökonomischer Politikempfehlungen jedoch nicht. Die Entstehung von Finanzkrisen wurde auf das Versagen der staatlichen Finanzinstitutionen zurückgeführt und nicht auf die Instabilität der Finanzmärkte.
Im Folgenden werden drei Perspektiven auf krisenhafte Entwicklungen vorgestellt, deren Basis eine neoklassische Herangehensweise an ökonomische Fragestellungen ist. Die Effizienzmarkthypothese, das Konzept der asymmetrischen Information, und die Theorien der Behavioral Finance werden in Bezug auf ihre Hauptaussagen zur Funktionsweise von Finanzmärkten, zu den Grundannahmen, wie es zu Krisen kommt, und Handlungsanleitungen für Krisenprävention bzw. Krisenmanagement vorgestellt.
Wichtig hierbei ist anzumerken, dass sowohl die EMH - sie stellt seit gut vierzig Jahren die Grundlage der Mainstream Finanzwissenschaft dar (vgl. Howells/Bain 2005: 552) - als auch die BF von unterschiedlichen Autoren interpretiert und weiterentwickelt worden sind. Die vorgestellten Konzepte bilden kein geeintes, ganzheitlich abgeschlossenes Theoriegebäude, sondern sind als grundsätzliche Herangehensweisen an die Funktionsweise von Finanzmärkten zu verstehen. So bildet die EMH eine marktfundamentalistische Perspektive innerhalb des neoklassischen Paradigmas, während sich die Überlegungen zu asymmetrischen Informationen mit der Situation des Marktversagens auseinandersetzen. Die BF wiederum stellt die Rationalität der agierenden AkteurInnen in Frage. Dies widerspricht zwar dem Menschenbild der Neoklassik und der Grundannahme der automatischen selbstregulierenden Marktkräfte, baut aber trotzdem zu weiten Teilen auf dem neoklassischen Theoriegebäude auf.

2.1.1 Effizienzmarkthypothese (EMH)

2.1.1.1 Zentrale Thesen

Die EMH steht in der Tradition der reflexiven Finanzwissenschaft, wie sie von Toporowski (2005) beschrieben wurde. Sie beruht auf der Annahme, dass die Preisbildung und Preisentwicklung auf Finanzmärkten von Variablen determiniert werden, die außerhalb des Finanzsektors liegen. „[...] Any instability that finance may suffer cannot be anything more than temporary ‘corrections’, while a new equilibrium establishes itself, reflecting underlying changes in the real economy.“ (Toporowski 2005: 3).
Die EMH beruht auf der Annahme, dass sich InvestorInnen ökonomisch rational verhalten und auf den Finanzmärkten Wertpapiere somit rational bewertet werden. In den Fällen, in denen sich InvestorInnen nicht rational verhalten, wird angenommen, dass sie unabhängig voneinander agieren und so ihren Einfluss auf die Preisentwicklung gegenseitig auslöschen bzw. durch Arbitrage die rationale Mehrheit den Einfluss der irrationalen MarktteilnehmerInnen ausschalten

kann (vgl. Shleifer 2000: 2).

Arbitrage wird definiert als gleichzeitiger Ankauf und Verkauf desselben oder eines sehr ähnlichen Vermögenswerts in zwei verschiedenen Märkten mit dem Ziel Preisunterschiede in den Märkten auszunutzen um Profite zu generieren. Durch Arbitrage werden die Preise der Vermögenswerte in den beiden Märkten einander angeglichen. Rationale MarktteilnehmerInnen erwirtschaften durch Arbitrage risikolos Profite auf Kosten der irrationalen MarktteilnehmerInnen. Langfristig werden so die irrationalen MarktteilnehmerInnen aus den Märkten ausscheiden (vgl. Howells/Bain 2005: 553).

Die Grundlage der EMH ist die Annahme, dass Märkte effizient sind. Howells und Bain (2005: 540) unterscheiden zwischen operationaler Effizienz, Allokationseffizienz und Informationseffizienz, wobei in der Finanzmarktliteratur im Zusammenhang mit Effizienz meist von Informationseffizienz bzw. Preiseffizienz gesprochen wird. Ein Finanzmarkt ist dann informationseffizient, wenn alle relevanten Informationen vollständig in die Bildung der Wertpapierpreise eingeflossen sind (vgl. Mishkin 2007: 162). Fama (1970: 383) sieht Informationseffizienz für alle Finanzmärkte gegeben. Er unterscheidet zwischen drei Formen von Effizienz: schwach, mittel-stark und stark.

Ein Finanzmarkt wird als schwach-effizient bezeichnet, wenn in den aktuellen Preisen der Wertpapiere alle Informationen über die historischen Preisentwicklungen augenblicklich und vollständig integriert werden. Ein Markt ist mittel-stark effizient, wenn in die aktuellen Preise der Wertpapiere alle öffentlich zugänglichen Informationen augenblicklich und vollständig integriert sind (vergangene Preisentwicklungen, Bilanzveröffentlichungen, Veröffentlichungen über Dividenden, Informationen über bestimmte Marktsegmente, etc.). Ein Markt ist dann stark-effizient, wenn die Preise der Wertpapiere sowohl öffentliche als auch private Informationen augenblicklich und vollständig integrieren. In stark-effizienten Märkten ist es auch für AkteurInnen mit Insider-Wissen nicht möglich überproportionale Renditen zu generieren (vgl. Pilbeam 2005: 249).

Im Bezug auf Finanzmärkte meint Fama (1970: 388), dass Preise effizient auf öffentlich zugängliche Informationen reagieren, schwache und mittel-starke Effizienz also gegeben ist. Für die starke Form weist er auf einige Widersprüche hin, wobei diese für ihn nur begrenzt relevant sind, da monopolistischer Zugang zu Informationen auf Preise nur ein beschränktes Phänomen in der Finanzwirtschaft darstellen.

Im Sinne des der EMH zugrundeliegenden Menschenbildes (homo oeconomicus[2]) werden in diesem Theoriegebäude die Entscheidungen der AkteurInnen auf Finanzmärkten aufgrund von

[2] rationale/r NutzenmaximiererIn

rationalen Erwartungshaltungen bezüglich der zukünftigen Profitabilität der Wertpapiere getroffen. „The efficient markets hypothesis is a theory of market pricing behaviour that applies rational expectations to the pricing of assets.“ (Hubbard 2008: 211).

Rationale Erwartungen beziehen alle verfügbaren Informationen in die Preisbildung mit ein, sind also identisch mit der bestmöglichen Vorhersage über die Zukunft, wobei dies nicht bedeutet, dass sie immer vollkommen zutreffen (vgl. Mishkin 2007: 158). Fehler können nicht vorhergesagt werden, denn sobald sie bekannt sind, fließen sie automatisch in die Erwartungsbildung mit ein (vgl. Mishkin 2007: 159).

In effizienten Märkten ist es für MarktteilnehmerInnen nicht möglich längerfristig überproportionale Renditen durch das Ausnutzen von Informationen zu erwirtschaften. Der Argumentationslinie der EMH nach können Preise an Finanzmärkten gemäß eines ‚random walk‘ Modells beschrieben werden (vgl. Howells/Bain 2005: 543). „The term random walk describes the movements of a variable whose future changes cannot be predicted (are random) because, given today's value, the variable is just as likely to fall as to rise.“ (Mishkin 2007: 163)

2.1.1.2 Krisenursachen

Die Erfassung der Entstehung von Wirtschaftskrisen im Korsett neoklassischer Theorien ist einigen Restriktionen unterworfen. Die von Fama (1970) beschriebene Effizienz ist Teil eines angenommenen Marktautomatismus, in dem selbstregulierende Kräfte inhärent sind, und es somit gar nicht erst zu ökonomischen Schieflagen, die Krisen auslösen, kommen kann. Für Nesvetailova (2007) zielen neoklassische Erklärungsmodelle für Finanzkrisen auf die Rolle menschlichen Versagens und externer Einflüsse ab. „Founded on the EMT of finance, financial orthodoxy […] simply does not have a developed theory of financial crisis.“ (Nesvetailova 2007: 29).

Es wird davon ausgegangen, dass jede Rezession zu einem Punkt kommt, an dem die Löhne und Zinsraten so stark gefallen sind, dass es für Unternehmen wieder profitabel wird Investitionen zu tätigen. Diese Investitionen wiederum wirken sich expansiv auf die Wirtschaft aus, weil sie Beschäftigung und Einkommen schaffen (vgl. Fiedler/König 1991: 62f). Auf Finanzmärkte bezogen bedeutet dies beispielsweise für Aktienkurse, dass gröbere Kurseinbrüche bzw. Anstiege immer in Zusammenhang mit den Fundamentaldaten der Firmen passieren und jeweils eine Anpassung an konkrete Veränderungen dieser Daten darstellen.

Auf Finanzkrisen bezogen bedeutet eine derartige Perspektive auf Märkte, dass Finanzkrisen lediglich durch externe Schocks ausgelöst werden können. Finanzkrisen sind damit ein Ausdruck von der zugrundeliegenden wirtschaftlichen Aktivität und den Erwartungen ökonomischer AkteurInnen (vgl. Nesvetailova 2007: 27). Schocks, die sich in Form von Finanzkrisen

manifestieren, können monetärer oder technologischer Natur sein bzw. durch das Eingreifen von Politik in die Marktprozesse ausgelöst werden (vgl. Nesvetailova 2007: 26ff).

Als Beispiel für einen technologischen Schock kann die ‚dotcom Krise'[3] von 2001 herangezogen werden. Gemäß dem Erklärungsmuster der EMH war diese jedoch keine Krise. „Rather, it was a timely and totally expected correction of stock market prices down to their underlying, long-term values." (Nesvetailova 2007: 27).

Der Monetarismus, als makroökonomische Theorie, die auf dem neoklassischen Verständnis der Funktionsweise von Finanzmärkten beruht, beschäftigt sich näher mit monetären Schocks, Finanzkrisen und vor allem mit dem Einfluss von Geldpolitik auf die Stabilität der Finanzsysteme. Als monetäre Schocks werden „[…] only episodes in which the Federal Reserve attempted to exert a contractionary influence on the economy in order to reduce inflation [...]" (Romer/Romer 1989: 15) verstanden, wobei hier die US-amerikanische Zentralbank (Federal Reserve) synonym mit Zentralbanken in anderen Ländern gesehen werden kann.

Schwartz (1986) unterscheidet in ihren Ausführungen zwischen wirklichen und Pseudo-Finanzkrisen. Eine Finanzkrise gilt dann als wirkliche, wenn keine Institutionen existieren, die eine Krise abwenden können, oder wenn bestehende Institutionen nicht reagieren um die Krise abzuwenden. Als Ursache für wirkliche Finanzkrisen identifiziert Schwartz (1986) staatliches Fehlverhalten. „The failure of authorities or institutions to respond in a predictable way to ward off a crisis and the private sector's uncertainty about the response are the triggers of a real financial crisis." (Schwartz 1986: 12).

Krisen entstehen durch die Angst davor, dass nicht genügend Zahlungsmittel im System für das jeweilige Produkt vorhanden sind. Diese Angst mündet in letzter Konsequenz in einen Wettlauf um Zentralbankgeld (vgl. Schwartz 1986: 11). Pseudo-Krisen sind für Schwartz (1986: 25ff) wirtschaftliche Phänomene, bei denen keine Bankenpanik entsteht. Beispiele solcher Situationen sind Deflationsphasen, finanzielle Probleme von großen Akteuren, abrupte Einbrüche bei Güterpreisen oder Vermögenswerten, etc.

Schwartz (1986) kritisiert an der Verwendung des Begriffs Finanzkrise, dass dieser häufig falsch angewandt wird: „[...] manias, panics, and crashes reduce wealth. They are not per se financial crisis unless the shift from tangible or financial assets to money leads to a run on banks." (Schwartz 1986: 16)

Im Kontext politischer Eingriffe wird speziell auf die Geldpolitik als Instabilität-verursachender Moment hingewiesen. Hoffmann und Köhler (2010: 103) sprechen den geldpolitischen Maßnahmen der USA die zentrale Rolle in der Entstehung der Subprime Krise 2007 zu. Die

[3] Unter dem Terminus ‚dotcom Krise' wird die krisenhafte Entwicklung an den US-amerikanischen Börsen im Jahr 2001 verstanden. Betroffen waren hier vor allem IT-Unternehmen.

Geldpolitik der US-amerikanischen Zentralbank habe durch ihre Niedrigzinspolitik ein Zuviel an Liquidität zur Verfügung gestellt und institutionelle Fehlanreize im Sinne positiver Erwartungshaltungen gesetzt, die letztendlich zur Krise geführt haben. Die Geldpolitik der US-amerikanischen Zentralbank setzte für die Geschäftsbanken verzerrte Refinanzierungsanreize. Die Zinssenkungen überschwemmten die globalen Finanzmärkte mit einer Investitionsflut, diese endete schlussendlich in einer Krise (vgl. Hoffmann/Köhler 2010: 128f).

Obwohl sie im neoklassischen Mainstream als akzeptierte Instanz der Regelung der Geldmenge in Wirtschaftssystemen anerkannt sind, setzt sich speziell die österreichische Schule der Nationalökonomie[4] mit der Rolle von Zentralbanken als Krisenverursacher auseinander. So bezeichnet Polleit (2010) Geldsysteme, in deren Zentrum Zentralbanken stehen, die das Geldangebotsmonopol halten und Geld durch Kreditvergabe an Geschäftsbanken schaffen, als „[…] ein wahrliches Unheil bringender Fremdkörper im System der freien Märkte." (Polleit 2010: 67).

Ein derartiges Geldsystem produziert zwangsläufig Finanzkrisen, da die Geldmenge in diesem System per Kreditexpansion in nichtmarktkonformer Weise geschaffen wird und somit unabhängig von den entsprechenden Ersparnissen existiert (vgl. Polleit 2010: 71). Dieses Ungleichgewicht würde sich ohne das Einschreiten von Zentralbanken dahingehend auflösen, dass sich durch die Inflation die reale Kassenhaltung und damit die Nachfrage vermindern würde. Die Zinsen würden wieder steigen, das Kreditangebot und die Geldmenge würden wieder schrumpfen, und das Gleichgewicht würde durch eine Anpassungsrezession wieder hergestellt werden (vgl. Polleit 2010: 72).

2.1.1.3 Handlungsanleitungen

Auf theoretischer Ebene wird Regulation von Seiten der ProponentInnen der EMH abgelehnt. Auf der praktischen Ebene besteht eine „[...] firm basis of support for some level and form of regulation of financial markets" (Howells/Bain 2005: 519) wobei sie durch verschiedene Formen von Marktversagen zu rechtfertigen ist.

Die derzeitige Situation der Finanzmärkte wird als stark reguliert empfunden. Der Nutzen von Bankregulation wird auf die Abhängigkeit des Bankgeschäfts von öffentlichem Vertrauen zurückgeführt und auf die Ansteckungsgefahren, die von einzelnen Zusammenbrüchen für das Gesamtsystem ausgehen (vgl. Howells/Bain 2005: 517).

Der Abbau von Regulation wird mit den Defiziten, die eine Regulation des Finanzsystems mit sich bringt, argumentiert. Es wird davon ausgegangen, dass Regulation den wirtschaftlichen

[4] Sie kann als marktfundamentalistische Strömung in der Neoklassik eingeordnet werden.

Wettbewerb beeinträchtigt und somit die Fähigkeit von Finanzmärkten zur effizienten Allokation der knappen gesamtwirtschaftlichen Ressourcen einschränkt (vgl. Howells/Bain 2005: 519).
Regulationen selbst wird nachgesagt ‚moral hazard' (siehe Kapitel 2.1.2.1) Probleme auszulösen, da es durch sie zu einer Übernahme von Verantwortung und Sicherheiten seitens der Regulationsinstanzen kommt. Der Regulationsprozess würde früher oder später durch die zu regulierenden AkteurInnen vereinnahmt. Regulation verursacht Kosten bei den ProduzentInnen, welche an die KonsumentInnen in Form von höheren Preisen oder reduziertem Output weitergegeben werden. Weiters werden die Kosten für Markteintritt und Marktaustritt erhöht, was die Bildung von Monopolstellungen bzw. Kartellzusammenschlüssen wahrscheinlicher macht (vgl. Howells/Bain 2005: 519f).
Als Alternative wird Selbstregulation durch die Finanzindustrie vorgeschlagen. Der Selbstregulation wird im Gegensatz zur externen Regulation nachgesagt, dass sie Eingriffe, die die effiziente Funktion behindern würde, eher vermeiden könnte (vgl. Howells/Bain 2005: 520).

2.1.2 Asymmetrische Informationen

2.1.2.1 Zentrale Thesen

Die praktische Erfahrung mit Phänomenen wie Rezessionen und Finanzkrisen führte im neoklassischen Modell zur Einführung des Konzepts des Marktversagens. Der neoklassischen Argumentationslinie folgend kann lediglich Marktversagen zur Entstehung von Finanzkrisen führen, da es innerhalb der Märkte zu keinen Ungleichgewichten bzw. Blasenbildungen kommen kann, solange die Märkte sich selbst überlassen werden und so die Möglichkeit haben effizient zu funktionieren. Beim Eintreten von Marktversagen können auch innerhalb des neoklassischen Paradigmas Eingriffe des Staates gerechtfertigt sein, solange sie dazu dienen die Effizienz der Märkte zu verbessern (vgl. Jäger/Springler 2012: 118).
Im Kontext der Funktionsfähigkeit von Finanzsystemen thematisiert Mishkin (1996, 2007) Probleme der asymmetrischen Information, die er als grundlegend für die Entstehung von Finanzkrisen ansieht. Informationsasymmetrien werden als Situationen beschrieben, in denen „[...] one party's insufficient knowledge about the other party involved in a transaction makes it impossible to make accurate decisions when conducting the transaction." (Mishkin 2007: 185). Probleme der ‚adverse selection' und des ‚moral hazard' stehen im Mittelpunkt der Betrachtung.
Adverse selection ist ein Problem der asymmetrischen Information, welches vor einer geplanten Transaktion entsteht. Das Problem beschreibt die Konsequenzen einer Situation, in der nicht eindeutig zwischen gutem und schlechtem Risiko unterschieden werden kann (vgl. Nowotny 1999: 51).
Als gutes Risiko wird ein/e KapitalnachfragerIn bezeichnet, die eine gute

Investitionsmöglichkeit mit niedrigem Risiko zur Finanzierung anbietet. Schlechtes Risiko stellt eine schlechte Investitionsmöglichkeit mit hohem Risiko dar. An Aktienmärkten tritt adverse selection dann ein, wenn ein/e potenzielle/r InvestorIn nicht zwischen guten und schlechten Unternehmen bzw. guten und schlechten Aktien unterscheiden kann. Die/Der InvestorIn wird lediglich gewillt sein einen Preis zu zahlen, der der durchschnittlich erwarteten Rendite und dem durchschnittlichen Risiko entspricht.

In Reaktion hierauf werden sich die guten Unternehmen aus dem Markt zurückziehen, da ihre Aktien seitens der InvestorInnen am Markt unterbewertet werden. Schlechte Unternehmen wiederum werden verstärkt Aktien emittieren, da der eigentliche Wert ihrer Aktien unter dem Durchschnittswert des Marktes liegt. Langfristig gesehen werden wenige gute Projekte über den Aktienmarkt finanziert werden und InvestorInnen werden künftig keine Aktien mehr in diesem Markt kaufen (vgl. Mishkin 1996: 2f).

Um die Eliminierung von adverse selection Situationen voranzutreiben kann auf die private Produktion und den Verkauf von Informationen, öffentliche Regulation die Informationsproduktion vorschreibt, Finanzintermediation, sowie Schuldensicherheiten und Eigenkapital zurückgegriffen werden (vgl. Mishkin 2007: 188ff).

Moral hazard ist ein Problem der asymmetrischen Information, welches nach einer Transaktion auftreten kann. Die/Der GeldgeberIn ist der Gefahr ausgesetzt, dass sich die/der EmpfängerIn des Geldes nicht im Sinne der/des GeldgeberIn verhält. Letztere kann das Verhalten aber aufgrund ihres/seines Informationsdefizits nicht kontrollieren (vgl. Nowotny 1999: 51f).

Nach Mishkin (2007: 192f) steht im Zentrum der moral hazard Problematik an Aktienmärkten das ‚principal-agent' Problem. Hierbei handelt es sich um den Interessenskonflikt zwischen dem Management (agent) und den AnteilseignerInnen einer Firma (principal). Die Trennung zwischen Eigentum und Kontrolle über die Firmenaktivitäten birgt einen Interessenskonflikt in sich. Die EigentümerInnen sind an der Maximierung ihrer Profite interessiert, während die ManagerInnen andere Ziele (Reinvestition in die Firma, Interessen der MitarbeiterInnen, verschwenderische Ausgaben, Betrug etc.) verfolgen. Da das Management über mehr Informationen über Aktivitäten und Profite der Firma verfügt als die EigentümerInnen, kann es der Erfüllung der eigenen Ziele Priorität verleihen. Wenn dieser Interessenskonflikt in Vertrauensverlust ausartet, kann es dazu kommen, dass - obwohl es rational wäre - Aktien nicht gekauft oder Kredite nicht vergeben werden.

Zur Überwindung von moral hazard Problemen werden von Mishkin (2007: 193ff) Monitoring und Schuldenverträge, öffentliche Regulation, Finanzintermediation, sowie Sicherheiten und Eigenkapital angeführt.

2.1.2.2 Krisenursachen

Mishkin (1996) definiert Finanzkrisen als „[...] a nonlinear disruption to financial markets in which adverse selection and moral hazard problems become much worse, so that financial markets are unable to efficiently channel funds to those who have the most productive investment opportunities.“ (Mishkin 1996: 17). Krisenursache ist somit eine Störung im Finanzsystem, die zu einem starken Anstieg von adverse selection und moral hazard Problemen führt, wodurch das Finanzsystem nicht mehr in der Lage ist seine Funktion effizient zu erfüllen.

Mishkin (2007) führt folgende Faktoren an, die Finanzkrisen auslösen können (vgl. Mishkin 2007: 205ff):

- Steigerungen von Zinsraten
- Zunahme der Ungewissheit
- Rückgang von Vermögenspreisen
- Deflation
- Haushaltsdefizite

Eine Steigerung der Zinssätze, unabhängig davon, ob sie durch höhere Nachfrage nach Krediten oder aufgrund von zurückgehender Geldmenge ausgelöst wurde, führt zu einer Steigerung des adverse selection Problems. Unternehmen, die ein gutes Risiko darstellen, werden nicht mehr gewillt sein Kredite aufzunehmen. Eine Zunahme der Ungewissheit etwa durch einen Bankrott einer großen Firma, Volatilität auf den Aktienmärkten oder einer Rezession erschwert es den GeldgeberInnen gute von schlechten Risiken zu unterscheiden.

Der Rückgang von Vermögenspreisen hat Effekte auf die Bilanzen von Unternehmen. Er trägt zur Steigerung von Problemen asymmetrischer Information bei, wenn die Vermögenswerte als Sicherheiten für einen Kredit genommen wurden. Der Rückgang der Sicherheiten könnte Firmen zu einem risikoreicheren Verhalten bewegen, da sie nun nicht mehr so viel Wert (in Form der Sicherheit) zu verlieren haben (vgl. Mishkin 2007: 206).

Das unerwartete Sinken des allgemeinen Preisniveaus (Deflation) bei gleichbleibenden Schuldenzahlungen bewirkt, dass die Schulden von Unternehmen in realen Werten wachsen. „A sharp drop in the price level therefore causes a substantial decline in real net worth and an increase in adverse selection and moral hazard problems facing lenders.“ (Mishkin 2007: 207). Ein ähnlicher Mechanismus tritt bei der Abwertung von einheimischen Währungen in Kraft, wenn die Unternehmen in Auslandswährung verschuldet sind (vgl. Mishkin 1996: 19ff).

Defizite im Staatshaushalt können zu Angst vor einem Staatsbankrott führen. Dies erschwert es den Staaten AbnehmerInnen für ihre Staatsanleihen zu finden. Ein tatsächlicher Bankrott würde massive Bilanzproblemen der Banken nach sich ziehen. Weiters kann die Angst vor einem

Staatsbankrott auch eine Wechselkurskrise auslösen (vgl. Mishkin 2007: 208).
Aufgrund der zentralen Rolle von Banken in Finanzsystemen und aufgrund ihrer zentralen Funktion in der Verhinderung von Problemen der asymmetrischen Information ist die Fähigkeit von Banken zur Kreditvergabe ein wichtiges Stabilitätskriterium. Bankenpaniken und Ansteckungseffekte im Bankensektor sind auf asymmetrische Informationen zurückzuführen (vgl. Mishkin 2007: 207).
Der Ausfall von Banken bedeutet für das Finanzsystem den direkten Verlust von Informationsproduktionskapazitäten und Möglichkeiten zur Finanzintermediation. Er reduziert das Kreditangebot, was zu einer Steigerung von Zinsraten führt, dies verschärft wiederum Probleme asymmetrischer Information. „These problems produce an even sharper decline in lending to facilitate productive investments and lead to an even more severe contraction in economic activity." (Mishkin 2007: 208).

2.1.2.3 Handlungsanweisungen

Mishkin (2007) sieht Finanzintermediation speziell durch Banken als zentralen Mechanismus an um Probleme, die sich aus asymmetrischen Informationen ergeben, zu überwinden. „Banks play the most important role in financial systems throughout the world because they are so well suited to reducing adverse selection and moral hazard problems in financial markets." (Mishkin 1996: 5).
Bankenregulation wird von Mishkin (2007) als zentral für die Funktion von Finanzsystemen gesehen, wobei folgende Regulationsmechanismen vorgeschlagen werden: „a safety net for depositors, restrictions on bank asset holdings, capital requirements, disclosure requirements, chartering, bank examinations, and prompt corrective action." (Mishkin 1996: 7)
Öffentliche Depositenversicherungen und explizite bzw. implizite Garantien seitens der Regierung zur Bankenrettung sind Mechanismen, die Bankenpaniken entgegenwirken, indem sie dem Verhältnis asymmetrischer Information zwischen Banken und SparerInnen entgegenwirken. Diese Sicherheitsnetze bringen allerdings eigene moral hazard Probleme mit sich. Sie bewirken, dass die SparerInnen keinen Anreiz haben, das Verhalten der Banken zu kontrollieren, und erlaubt Banken höhere Risiken einzugehen und so das Gesamtsystem zu destabilisieren (vgl. Mishkin 1996: 7ff). „[...] different systems to provide a safety net may lead to differing degrees of moral hazard incentives." (Mishkin 1996: 9)
Um den SparerInnen Zugang zu Informationen über das Risikoverhalten der Banken zu verschaffen, können standardisierte Bilanzierungsprinzipien bzw. Auflagen zur Veröffentlichung von Informationen, die der Qualitätseinschätzung von Bankinstitutionen dienen, herangezogen werden. Banken können Auflagen gemacht werden, damit sie kein überhöhtes Risiko eingehen

können (auferlegte Diversifikation, Beschränkung der Kreditvergabe, Eigenkapitalvorgaben, Markteintrittskontrollen, Überprüfungen, etc.) (vgl. Mishkin 1996: 10f). Im Sinne der Effektivität der Regulationsmechanismen weist Mishkin (2007: 12f) darauf hin, dass auf Nichteinhaltung von regulatorischen Vorgaben umgehend reagiert werden muss, da sonst die stabilitätsfördernden Anreize nicht greifen können.

Mishkin (1996) spricht Zentralbanken eine wichtige Rolle in der Bekämpfung von Krisen zu. Sie können expansive Geldpolitik betreiben, indem Liquidität aus den vorhandenen Reserven in das Finanzsystem geführt wird. Diese zusätzliche Liquidität erhöht das allgemeine Preisniveau, was wiederum die Schuldenzahlungsfähigkeit der Unternehmen und Haushalte erhöht. Es kommt zu einer Steigerung der Werte der Vermögensobjekte, die als Sicherungen für Kredite herangezogen werden. So wird die Vergabe von Krediten stimuliert und gleichzeitig moral hazard verringert. Eine andere Methode ist die Funktion der Zentralbank als Refinanzierungsinstitution letzter Instanz bzw. ‚lender of last resort'. Dies bedeutet, dass sich die Zentralbank als zuverlässiger Geldgeber im Finanzsystem etabliert und so die Unsicherheit verringert und etwaige Liquiditätsengpässe überbrückt (vgl. Mishkin 1996: 33ff).

Mishkin (1996: 40) weist ebenfalls auf den Aufbau öffentlicher Sicherheitsnetze im Bankensystem hin, die nicht auf Depositenversicherung beschränkt sind. Die adäquate Ressourcenausstattung und Unabhängigkeit von politischen Instanzen, Bilanzierungs- und Veröffentlichungsrichtlinien für Finanzunternehmen, unmittelbares Eingreifen bei Missständen durch BankenaufseherInnen und die umgehende Bestrafung von Fehlverhalten stehen hierfür im Mittelpunkt.

Das Funktionieren des Finanzsystems wird unter anderem mit dem rechtlichen Umfeld im jeweiligen Land in Verbindung gebracht. Unklaren Regelungen bezüglich des Eigentumsrechts und der Abwicklung von Konkursverfahren wird besondere Bedeutung beigemessen (vgl. Mishkin 1996: 41f). Die Entwicklung von Schuldenstrukturen mit langfristigen Fälligkeiten, sowie eine Abkehr von in Fremdwährung aufgenommenen Schulden würde dabei helfen Krisen bekämpfen zu können (vgl. Mishkin 1996: 45).

2.1.3 Behavioral Finance (BF)

2.1.3.1 Zentrale Thesen

Die verhaltensorientierte Finanzmarkttheorie, oder ‚Behavioral Finance' (BF), bildete sich aus der Kritik am homo oeconomicus als Basis der neoklassischen Finanzwissenschaft. Die empirische Grundlage der BF wurde in den 1980er gelegt, als vermehrt Abweichungen von den Aussagen der EMH entdeckt und analysiert wurden (vgl. Wahren 2009: 71).

Shleifer (2000) definiert BF wie folgt: „At a most general level, behavioral finance is the study

of human fallibility in competitive markets […] financial markets in most scenarios are not expected to be efficient. Market efficiency only emerges as an extreme special case, unlikely to hold under plausible circumstances.“ (Shleifer 2000: 23f).

Als methodischer Ansatz der BF dient die Integration verschiedener Humanwissenschaften in die Erforschung der Finanzmärkte. „[…] the human sciences - psychology, sociology, anthropology, and neurobiology - are increasing our understanding of the mind by leaps and bounds, and this knowledge is now being applied to finance and economics.“ (Shiller 2008: 118f). Ziel ist es, das von den rationalen Grundsätzen der Neoklassik abweichende Verhalten der Finanzmarktakteure zu analysieren (vgl. Schriek 2009: 15).

Die zwei Fundamente, auf denen die Arbeiten zur BF aufbauen, sind das Konzept des ‚investor sentiment' und die Annahme der begrenzten Arbitrage.

Im Zentrum der empirischen Untersuchungen seitens der BF steht die kritische Auseinandersetzung mit der angenommenen Rationalität der Akteure auf Finanzmärkten. Dieses Abweichen von ökonomischer Rationalität ist stark ausgeprägt, hat systemischen Charakter und wird als investor sentiment bezeichnet. „Investor sentiment reflects the common judgement errors made by a substantial number of investors, rather than uncorrelated mistakes.“ (Shleifer 2000: 12) Es wird davon ausgegangen, dass das Verhalten von InvestorInnen besser durch psychologische Modelle als durch normative ökonomische Modelle erfasst werden kann.

Die AkteurInnen, die nicht entsprechend der Vorgaben der rationalen Wirtschaftsmodelle agieren, werden ‚noise trader' genannt. Obwohl ihr Einfluss nach der EMH eigentlich gering sein sollte, kann der Verkaufsdruck, der durch noise trader ausgelöst wird, Preise von ihren Fundamentalwerten abkoppeln (vgl. Hubbard 2008: 219).

Die Abweichungen von ökonomisch rationalem Verhalten treten nach Shleifer (2000) in der Risikoeinschätzung, der Erwartungsbildung und der Entscheidungsfindung auf (vgl. Shleifer 2000: 10). Die systematische Natur dieses divergierenden Verhaltens kommt speziell im Kontext von massenpsychologischen Dynamiken an den Finanzmärkten (Herdenverhalten der FinanzmarktakteurInnen) zum Vorschein.

Bezogen auf die Risikoeinschätzung gehen die BF ProponentInnen davon aus, dass FinanzmarktakteurInnen ihre Handlungen aufgrund von Abwägungen setzen, die durch ökonomische Rationalität nicht erklärbar sind. Vielmehr wird davon ausgegangen, dass Menschen Entscheidungen unter Bezugnahme auf Risikogesichtspunkte treffen, bei denen andere Aspekte (beispielsweise Verlustaversion, etc.) ausschlaggebender als rationale Abwägungen sind (siehe Kahneman/Tversky 1979). Die Angst vor Verlust bedingt, dass Menschen in Wahlsituationen mehrheitlich Optionen wählen, bei denen hohe Verluste mit geringerer Wahrscheinlichkeit eintreten, als Optionen, bei denen geringe Verluste mit höherer

Wahrscheinlichkeit eintreten (vgl. Wahrer 2009: 73).

Die Erwartungsbildung der FinanzmarktakteurInnen „[...] systematically violate [...] maxims of probability theory in their prediction of uncertain outcomes.“ (Shleifer 2000: 11). Die Prozesse, die hinter der Erwartungsbildung stehen, sind besser durch Verweis auf Heuristik (Faustregeln) zu verstehen, als durch auf Wahrscheinlichkeitsrechnungen basierende Rationalität. Menschen setzen Heuristiken ein, um Komplexität zu reduzieren und in möglichst kurzer Zeit Urteile fällen zu können. Verfügbarkeits-, Repräsentativitäts- und Verankerungsheuristik sind drei Heuristiken, denen besonderer Relevanz für die Bildung von Erwartungen im Finanzmarktkontext nachgesagt werden (vgl. Moser 2007: 203f).

Entscheidungsfindungsprozesse sind in der Praxis sehr stark durch den Problemkontext bzw. die Präsentation der Probleme beeinflusst, „[...] individuals make different choices depending on how a given problem is presented to them, so that framing influences decisions.“ (Shleifer 2000: 11). Es wird von Framingeffekten gesprochen, wenn bei eindeutigen Sachverhalten unterschiedliche Entscheidungen getroffen werden, wobei deren Diskrepanz auf die manipulativen Eigenschaften der gewählten Darstellung zurückzuführen ist (vgl. Schriek 2009: 56).

Neben dem investor sentiment geht die BF davon aus, dass Arbitrage auf den realen Finanzmärkten ein riskantes Unterfangen ist und deswegen nur sehr eingeschränkt durchgeführt werden kann. Arbitrage wird von VertreterInnen der EMH als „[...] the ‘argument of last resort’ for the emergence and maintenance of efficient prices [...]“ (Howells/Bain 2005: 553) eingesetzt.

Die Effektivität von Arbitrage hängt für Shleifer (2000) davon ab, ob diese, wie es ihre Definition verlangt, risikolos durchgeführt werden kann. Dies wird seitens der BF verneint, da es für einen abgesicherten (und somit risikolosen) Arbitrage-Handel perfekter bzw. naher Substitute bedarf (vgl. Shleifer 2000: 13). Wenn Arbitrage nicht möglich ist, können Arbitrage-HändlerInnen nur die Wertpapiere, deren Preis sie als verzerrt ansehen, abstoßen bzw. Leerverkäufe tätigen und darauf hoffen, dass sie so relative Gewinnzuwächse gegenüber noise tradern generieren (vgl. Howells/Bain 2005: 554). Dieser Prozess ist allerdings nicht mehr risikolos, und wenn davon ausgegangen wird, dass Arbitrage-HändlerInnen als Gruppe eine endliche Risikokapazität besitzen, so folgt daraus, dass auch ihre Fähigkeit, Preise zu ihrem angemessenen Niveau zurückzubringen, endlich ist (vgl. Shleifer 2000: 13f).

Auch wenn perfekte Substitute für Arbitrage existieren, lässt sich aufgrund der Unvorhersehbarkeit zukünftiger Preisbewegungen nicht risikolos handeln, da die Möglichkeit besteht, dass sich die Verzerrung der Preise verschlechtert bevor sie besser wird (vgl. Shleifer 2000: 28ff). Sind Arbitrage-HändlerInnen aufgrund ihrer Kapazitätsgrenzen gezwungen ihre Position aufzugeben, bevor die Preise zu ihren Fundamentalwerten zurückkehren, verlieren sie

durch das Arbitragegeschäft (vgl. Howells/Bain 2005: 554). „As a consequence, the arbitrage-based theoretical case for efficient markets is limited as well-even for securities that do have fundamentally close substitutes.“ (Shleifer 2000: 15).

2.1.3.2 Krisenursachen

In der BF wird das Entstehen von Finanzkrisen auf die irrationalen Übertreibungen der FinanzmarktakteurInnen sowohl im Kontext von Wachstumsphasen als auch in Rezessionsphasen zurückgeführt. Problematisch für das Gesamtsystem wirkt sich investor sentiment und begrenzte Arbitrage dann aus, wenn sie durch massenpsychologische Phänomene wie Herdenverhalten verstärkt werden.

Fenzl (2009) versteht unter Herdenverhalten „[...] führerlose, psychologische Massenbewegungen, die durch ein anfängliches Ereignis ausgelöst basierend auf psychologischen Hebelwirkungen zu gegenseitigen Ansteckung unter Marktteilnehmern führt […]“ (Fenzl 2009: 12). So werden Kettenreaktionen ausgelöst, die zu Booms oder Panikreaktionen führen können.

Massenpsychologische Dynamiken beruhen auf psychologischer Ansteckung, durch die eine Masse entsteht, innerhalb derer an die Stelle des individuellen Willens ein ‚mass-manufactured will’ tritt und sich die Interaktionen der Menschen dramatisch verändern, da das eigene Verhalten von dem des Umfelds abhängig gemacht wird (vgl. Fenzl 2009: 13ff). Psychologische Ansteckung, Aufschaukelung sowie finanzielle Ansteckung sind nach Fenzl (2009: 40ff) die drei Mechanismen, die Boom- und Panikphasen in Finanzmärkten auslösen.

Shiller (2000) beschreibt Herdenverhalten derart, dass „the behaviour, although individually rational produces group behaviour that is, in a well-defined sense, irrational.“ (Shiller 2000: 151). Er führt den Begriff der Informationskaskaden ein. Dieser Begriff beschreibt den Umstand, dass einzelne Personen ihr bereits vorhandenes Wissen durch die Beobachtung des Verhaltens anderer Personen ergänzen und zu Entscheidungen gelangen ohne die Wissensbasis der beobachteten Personen zu kennen. AkteurInnen agieren trotz ihrer Teilhabe am Herdenverhalten weiterhin rational, da sie durch eine Verweigerung gegenüber der durch die Massenbewegungen erzeugten Dynamiken Verluste hinnehmen müssten. Die wahrgenommene Irrationalität ihrer Handlung basiert allein auf einem vorhandenen Informationsdefizit. Die Theorie demonstriert, wie rational agierende AkteurInnen von den Fundamentaldaten unabhängige Preisbewegungen mittragen (vgl. Shiller 2000: 152f).

Krisen werden in der BF auf menschliches Fehlverhalten zurückgeführt. Am Beispiel der Subprime Krise 2007 erklärt Shiller: „The subprime crisis was essentially psychological in origin, as are all bubbles […] it was caused by failure to anticipate quite obvious risks - by

‚irrational exuberance' at the prospect of profits […]." (Shiller 2008: 24).

2.1.3.3 Handlungsanweisungen

Im Zusammenhang mit Regulationsvorschlägen bzw. von BF ProponentInnen vorgeschlagenen Herangehensweisen an Krisenproblematiken offenbart sich die Heterogenität der BF Ansätze. Shleifer (2000) ist zwar davon überzeugt, dass „[…] markets are sometimes inefficient, and some policies may help improve efficiency, but government interventions often makes matters worse and therefore should be viewed with considerable suspicion." (Shleifer 2000: 190)

Als staatliche Politik, der er ein hohes Stabilisierungspotential beimisst, weist er den Schutz von InvestorInnen vor Diebstahl und Betrug durch Insider aus. Dieser Schutz innerhalb eines soliden legalen Rahmens beinhaltet für Shleifer (2000: 191f) Offenlegungspflichten, ordentliche Rechtswege gegen Betrug und Konkursverfahren, die Kreditgeber bevorzugt behandeln.

Die staatliche Funktion als Refinanzierungsinstitution letzter Instanz (ausgeführt durch nationale Zentralbanken) sieht Shleifer ebenfalls als positiv an um Finanzpaniken zu verhindern (vgl. Shleifer 2000: 193).

Shiller (2008: 21ff) präsentiert in seiner Auseinandersetzung mit den Konsequenzen der Subprime Krise 2007 einen wesentlich fundamentaleren Reformansatz. Er plädiert dafür eine neue finanzielle Informationsinfrastruktur aufzubauen, neue Möglichkeiten für Risikomanagement zu schaffen und die Demokratisierung von Finanzmärkten voranzutreiben, wobei er dies so versteht, dass die Vorteile von Finanzinnovationen einer breiteren Masse von Menschen zugänglich gemacht werden sollten.

Beim Aufbau der neuen Finanzinfrastruktur stützen sich seine Ausführungen auf die Verbesserung der Zugänglichkeit und den verbesserten Umgang der FinanzmarktakteurInnen mit Information, basierend auf technologischer Innovation gepaart mit den Erkenntnissen aus der Verhaltensökonomie (vgl. Shiller 2008: 121ff). Im Bezug auf Risikomanagement spricht Shiller (2008) von der Schaffung neuer Märkte für die Risikoabsicherung und die Kreation neuer Finanzinstrumente „[…] including continuous-workout mortgages, and home equity insurance- to provide greater security to consumers." (Shiller 2008: 22).

In den Ansätzen aus dem Umfeld der BF findet sich eine zweite Ebene der Auseinandersetzung mit Regulation: Die Thematisierung der Regulationsinstanz als letztendlich menschliche/r AkteurIn.

Soros (2008) weist in seinen Ausführungen zu reflexiven Prozessen darauf hin, dass die Dynamik auf Finanzmärkten durch das Zusammenspiel von MarktteilnehmerInnen und Regulationsinstanzen geprägt ist. „To understand that interplay it is important to remember that the regulators are just as fallible as the participants." (Soros 2008: 77)

Die Theorie der Reflexivität, die Soros (2008) Ausführungen zu Grunde liegt, geht davon aus,

dass Menschen fehlbar sind. In ihrer Fehlbarkeit treffen sie Entscheidungen, die sich wiederum auf die Lebensrealität, in der sie handeln, auswirken und so sich selbst erfüllende Boom-Bust Zyklen auslösen. In ihrer Fehlbarkeit bilden Menschen verzerrte Erwartungen, die wiederum ihre Kaufentscheidungen leiten und dadurch die Marktpreise beeinflussen. „The changes in the fundamentals may then reinforce the biased expectations in an initially self-reinforcing but eventually self-defeating process." (Soros 2008: 58).

Soros (2008) attestiert somit den Regulationsinstanzen genauso wie den MarktteilnehmerInnen Fehlbarkeit und schreibt beiden eine Rolle in der Entstehung von Krisen zu. Dabei weist er darauf hin, dass „[…] the fact that regulators are fallible does not prove that markets are perfect. It merely justifies reexamining and improving the regulatory environment." (Soros 2008: 77).

2.2 Keynesianische Perspektive

Der Keynesianismus geht zurück auf die Werke John Maynard Keynes, vor allem auf dessen Hauptwerk von 1936: ‚The General Theory of Employment, Interest and Money'. Gewachsen aus der Kritik gegenüber dem damalig orthodoxen marktwirtschaftlichen Denken, welches zur Weltwirtschaftskrise in den 1930er Jahren geführt hatte, geht Minsky (1990) in seiner Beurteilung davon aus, dass Keynes Werk „[…] eine revolutionäre Veränderung der ökonomischen Theorie verkörpert […]." (Minsky 1990: 9).

Keynes Ansatz brach mit dem methodologischen Individualismus der Neoklassik und stellte makroökonomische Zusammenhänge in den Vordergrund seiner Betrachtungen. Ökonomie wurde als inhärent instabil konzeptualisiert und Intervention in der Wirtschaft durch den Staat mit dem Ziel der Stabilisierung, sowie zur Erreichung von Vollbeschäftigung als essentiell angesehen (vgl. Jäger/Springler 2012: 20f).

In der Auseinandersetzung mit Keynes als einem Proponenten kritischer Finanzwissenschaft weist Toporowski (2005) darauf hin, dass „[…] Keynes Analysis of how finance disturbs the capitalist economy needs to be retrieved from the neoclassical makeover of his views that appears in economic textbooks." (Toporowski 2005: 79). Er spricht auf die neoklassische Synthese an, die im Zuge der Übernahme keynesianischen Gedankenguts (Fokus auf die aggregierte Nachfrage, staatliche Eingriffe in die Wirtschaft etc.) in den Mainstream der Ökonomie Keynes Ausführungen mit der klassischen Wirtschaftstheorie verband und daraus die wirtschaftspolitische Praxis formte, die auch als Bastardkeynesianismus bezeichnet wird (vgl. Krüger 2008: 28). Jäger und Springler (2012: 55) unterscheiden zwischen drei Strömungen der Weiterentwicklung des Keynesianismus: die neoklassische Synthese, den Neukeynesianismus und den Postkeynesianismus. Abhängig von der jeweiligen Ausprägung beruhen die Strömungen auf einer unterschiedlichen wissenschaftstheoretischen Basis und bedienen sich unterschiedlicher

methodologischer Herangehensweisen. Während sowohl neoklassische Synthese als auch Neukeynesianismus wissenschaftstheoretisch dem neoklassischen Paradigma und damit dem Kritischen Rationalismus zuzuordnen sind, basiert der Postkeynesianismus auf dem Kritischen Realismus. Letzterer arbeitet somit nicht in der neoklassischen Modellwelt, sondern hat den Anspruch Phänomene der realen Welt zu erklären (vgl. Jäger/Springler 2012: 30ff).

Als wichtigste Elemente, die Keynes im Bezug auf die Funktion von Finanzsystemen ausarbeitete, die aber im Zuge der neoklassischen Synthese nicht mehr berücksichtigt wurden, nennt Minsky (1990: 15):

- Entscheidungen unter Unsicherheit,
- den zyklischen Charakter kapitalistischer Wirtschaftsprozesse,
- Finanzbeziehungen in einer fortgeschrittenen kapitalistischen Wirtschaft.

Keynes stand den Finanzmärkten in kapitalistischen Wirtschaften skeptisch gegenüber. Er bezeichnete im Speziellen die Spekulation als negativ im Gegensatz zu unternehmerischen Aktivitäten (vgl. Toporowski 2005: 91f).

Er kritisierte die Mechanismen der Preisbildung an Aktienmärkten. Investitionsentscheidungen werden hier in Unsicherheit getroffen und finden aufgrund von Erwartungen über die Profite statt. Auf den Finanzmärkten schiebt sich noch eine zweite Erwartungsebene ein, nämlich dass nicht nur die Erwartung über die Profite der Investition entscheidend ist, sondern dass gleichzeitig Erwartungshaltungen über die Erwartungen der anderen MarktteilnehmerInnen gebildet werden müssen. In dieser Beschreibung des Mechanismus der Erwartungs-Erwartungen entstand Keynes berühmter ‚Schönheitswettbewerb' Vergleich (Siehe Windolf 2005: 29f).

Im Folgenden wird auf die Weiterentwicklung des keynesianischen Ansatzes durch den Postkeynesianismus eingegangen, da er im Gegensatz zur neoklassischen Synthese und dem Neukeynesianismus nicht die Integration in das neoklassische Paradigma anstrebt, sondern sich als unmittelbare Weiterführung des Keynesianismus versteht (vgl. Jäger/Springler 2012: 55). Insofern stellt er eine grundlegend andere Perspektive des wirtschaftlichen Denkens zur weiter oben besprochenen akteursbezogenen Perspektive dar.

2.2.1 Postkeynesianischer Ansatz

Postkeynesianismus kann als Sammelbegriff für ÖkonomInnen verwendet werden, die Bezug nehmend auf Keynes gegenüber der Neoklassik eine eigenständige ökonomische Analyse entwickeln (vgl. Emunds 2000: 26f). Diese Strömung wird von ihren ProponentInnen als unmittelbare Weiterführung der theoretischen Konzepte von Keynes gesehen (vgl. Jäger/Springler 2012: 54). Nach Emunds (2000: 26) stellt der Postkeynesianismus eine heterogene wirtschaftswissenschaftliche Strömung dar. Sie wird durch methodische und

inhaltliche Diversität charakterisiert, kann aber durch fünf Grundüberzeugungen definiert werden:

- Kapitalakkumulation und Verteilung machen das Zentrum der Theorien aus, nicht Ressourcenallokation.
- Preise industrieller Produktion sind Kostenpreise.
- Verteilung wird nicht durch Grenzproduktivität erklärt.
- Ökonomische Entwicklung wird als historischer Prozess erfasst, innerhalb dessen die AkteurInnen in gesellschaftlichen Zusammenhängen und bestehenden Institutionen agieren, Konflikte austragen und durch Wertüberzeugungen Institutionen verändern und/oder reproduzieren.
- Marktwirtschaft bedarf staatlicher Stabilisation und Korrektur. (vgl. Emunds 2000: 26ff).

Im Zentrum der Betrachtung postkeynesianischer Studien liegt die Auseinandersetzung mit realen Phänomenen, die durch wirtschaftliches Handeln ausgelöst werden. Ein fundamentaler Unterschied zum neoklassischen Paradigma ergibt sich aus der Konzeptionalisierung des Zusammenhangs zwischen gesamtwirtschaftlicher effektiver Nachfrage und Beschäftigung. Denn im Postkeynesianismus wird Arbeitslosigkeit nicht durch ein Missverhältnis zwischen Angebot und Nachfrage ausgelöst, sondern auf einen Mangel an gesamtwirtschaftlicher Nachfrage zurückgeführt, der wiederum eine deflatorische Lücke bedingt (vgl. Jäger/Springler 2012: 58ff). Weiters werden für die monetäre Sphäre Auswirkungen auf die Realwirtschaft konzeptualisiert, also Geld nicht als neutral angenommen. Die neoklassische Mikrofundierung der Makroökonomie wird abgelehnt und kapitalistische Entwicklung wird als abhängig von ihrem jeweiligen historischen Kontext wahrgenommen (vgl. Jäger/Springler 2012: 62f).

Zusammen mit der Wichtigkeit historischer Zeit werden in den Analysen auch die institutionellen Rahmenbedingungen wirtschaftlicher Prozesse berücksichtigt. Zukünftige Entwicklung wird als fundamental unsicher verstanden, da sie abhängig von den dynamischen Prozessen historischer Zeit und der institutionellen Ausgestaltung ist und vor allem von den Erwartungen und Instinkten der handelnden AkteurInnen bestimmt wird (vgl. Jäger/Springler 2012: 64f). Um diesen Annahmen methodisch gerecht zu werden verlangen postkeynesianische Theorien nach pluralistischen Analyseansätzen, die quantitative und qualitative Methoden, abgestimmt auf den Untersuchungsgegenstand, verwenden (vgl. Jäger/Springler 2012: 66).

Im Folgenden wird auf den Ansatz von Minsky (1992) eingegangen, da er sich im Speziellen mit Dynamiken in der Finanzsphäre auseinandersetzt, die Stabilität bzw. Instabilität verursachen. Er ist als monetärer Postkeynesianer bzw. Begründer des Finanzkeynesianismus einzuordnen (vgl. Emunds 2000: 28).

2.2.1.1 Zentrale Thesen

Minsky (1992: 1) erarbeitete mit seiner Hypothese finanzieller Instabilität, die er als Interpretation der Substanz der ‚General Theory' von Keynes versteht, eine Theorie zur Darstellung von Finanzkrisen und den Ursachen von Instabilität speziell im Kontext von spekulativer Blasenbildung (vgl. D'Apice/Ferri 2010: 9).

Die Hypothese finanzieller Instabilität ist nach Toporowski (2005) den kritischen Theorien der Finanzwissenschaft zuzuordnen. Für Minsky (1990) spielen „[...] insbesondere finanzielle Beziehungen, finanzielle Störungen und finanzielle Instabilität eine große Rolle in der Abfolge von Systemzuständen [...]" (Minsky 1990: 16), da sie ausschlaggebend für den Entwicklungspfad der Wirtschaft sind.

Es wird davon ausgegangen, dass konjunkturelle Schwankungen und im Weiteren auch Finanzkrisen nicht vorübergehende, extern verursachte Abweichungen eines Gleichgewichtes sind, welches durch Marktkräfte geschaffen wird. Sie sind eine systemimmanente Folge der normalen Funktion von kapitalistischen Volkswirtschaften mit komplexen Finanzsystemen (vgl. Emunds 2000: 181).

Ausgehend von einer kapitalistischen Volkswirtschaft mit einem komplexen Finanzsystem zeigt Minsky (2008), dass „[...] a capitalist economy is inherently flawed because its investment and financing processes introduce endogenous destabilizing forces." (Minsky 2008: 320).

Der Fokus der Analyse wirtschaftlicher Probleme liegt bei Minsky (1992: 2) auf der Kapitalakkumulation. Diese ist in kapitalistischen Ökonomien begleitet durch den Austausch von gegenwärtigem Geld gegen zukünftiges Geld, wobei das gegenwärtige Geld als Investitionen in die Produktion fließt, während das zukünftige Geld die Profite sind, die durch den Einsatz des gegenwärtigen Gelds geschaffen wurden.

Durch Investitionen können produzierende Einheiten Vermögenswerte bilden. Die Bildung dieser Vermögenswerte passiert im Kapitalismus aber häufig mit geborgtem Geld. So entstehen im Prozess der Finanzierung von Investitionen für die produzierenden Einheiten Verbindlichkeiten. Über die Verbindlichkeiten besitzen die EigentümerInnen des Vermögens Ansprüche gegenüber den Verschuldeten auf Geld. Minsky (1992) spricht in diesem Zusammenhang von dem ‚Schleier des Geldes', wobei mit dem Schleier gemeint ist, dass Geld die Verbindung zwischen den realen Kapitalvermögen und dessen EigentümerInnen herstellt (vgl. Schnyder 2002: 40). Geld wird als endogen konzeptualisiert, was bedeutet, dass „die Geldmenge und damit das Geldangebot durch das Geldsystem einer Volkswirtschaft selbst bestimmt und vermehrt wird." (Jäger/Springler 2012: 297). Das Modell des endogenen Gelds kehrt die Kausalität des Geldangebots im Vergleich zum neoklassischen Ansatz um und geht davon aus, dass dieses kreditgetrieben und

nachfragedeterminiert ist (vgl. Jäger/Springler 2012: 307f).

Banken spielen in den finanziellen Verbindungen eine wichtige Intermediationsrolle. Geld fließt zuerst von den SparerInnen in die Banken, dann von den Banken in die Firmen und zu einem späteren Zeitpunkt von den Firmen in die Banken zurück und von dort wieder weiter zu den SparerInnen. Die Motivation hinter dem Geldfluss zu den Firmen liegt in der Erwartung von Profiten, während die Firmen die Rückzahlungen an die Banken aus den generierten Profiten finanzieren (vgl. Minsky 1992: 3).

Ökonomische Aktivitäten sind somit über die Zeit nicht nur durch die Eigenschaften der Vermögenswerte und Arbeitskräfte, sondern auch über finanzielle Beziehungen verbunden. „The key financial relationships link the creation and the ownership of capital assets to the structure of financial relations [...]." (Minsky 1992: 4)

Verbindlichkeitsstrukturen bestehen nicht nur für Unternehmen, sondern auch für Haushalte, Regierungen und internationale AkteurInnen. Deren Verbindlichkeiten müssen durch die Wirtschaftsleistung bedient werden. Nationale Regierungen beeinflussen die Struktur der jeweiligen Finanzsysteme dahingehend, dass sie durch Refinanzierung einerseits stabilisierend gegen das Fallen von aggregierten Profiten wirken, andererseits aber dem System Anreize für Inflation geben (vgl. Minsky 1992: 5).

Für Minsky stellt die Profitrate die zentrale Variable dar, die das Verhalten des Systems determiniert, da Profite die Struktur der aggregierten Nachfrage bestimmen, wobei aggregierte Profite gleichzusetzen sind mit aggregierten Investitionen plus Staatsdefizit. „Expectations of profits depend upon investment in the future, and realized profits are determined by investment: thus, whether or not liabilities are validated depends upon investment." (Minsky 1992: 6)

Die Hypothese finanzieller Instabilität kann nach Minsky (1992) als Theorie gesehen werden, die sich mit der Auswirkung von Schulden auf das Systemverhalten und mit den Prozessen, wie diese Schulden beglichen werden, auseinandersetzt.

Die Stabilität einer Volkswirtschaft kann je nach ihrem Verhältnis zwischen Verschuldung und Einkommen der Haushalte bzw. Erträgen der Unternehmen bestimmt werden. Stabile, quasi-stabile und instabile Finanzierungsstrukturen der Unternehmen und Haushalte sind dadurch determiniert, ob das Sinken des Einkommens zu einer Schuldendeflation führt oder nicht (vgl. Jäger/Springler 2012: 183). Die Kräfte, die innerhalb der kapitalistischen Ökonomie wirken, verursachen Phasen von Inflation und Schuldendeflation.[5] Innerhalb der Phasen findet eine Selbstverstärkung der Tendenzen statt, Inflation bedingt weitere Inflation, Schuldendeflation bedingt weitere Schuldendeflation (vgl. Minsky 1992: 1).

[5] Den Begriff der Schuldendeflation benutzt Minsky einen Prozess zu beschreiben, bei dem es im Zuge von Schuldenabwicklungsmechanismen zu weitreichenden gesamtwirtschaftlichen Einschnitten kommt.

Es werden zwei Instabilitätszyklen unterschieden, wobei der enge Instabilitätszyklus auf den Finanzierungsstrukturen der Unternehmen basiert, während ein sogenannter Super-Zyklus von den institutionellen Rahmenbedingungen der Volkswirtschaft gefördert wird und durch die Aneinanderreihung von Konjunkturzyklen gebildet wird (vgl. Jäger/Springler 2012: 183ff).

Im Kontext des engeren Instabilitätszyklus spricht Minsky von drei Finanzierungsstrukturen, die jeweils durch ihr spezifisches Verhältnis zwischen dem operativen Einkommen und den fälligen Schuldenzahlungen der KreditnehmerInnen charakterisiert sind: „[...] hedge, speculative, and Ponzi finance [...]." (Minsky 1992: 6).

Bei ‚hedge', der abgesicherten Finanzierung, reicht das Einkommen aus, um alle offenen Verpflichtungen leisten zu können. Je höher die Gewichtung der Eigenkapitalfinanzierung in der Verbindlichkeitsstruktur ist, desto eher ist die wirtschaftliche Einheit hedge finanziert.

Als ‚speculative', also spekulative Finanzierung werden Wirtschaftseinheiten tituliert, deren Einkommen ausreicht, um die Zinszahlungen der Schulden zu tilgen. Die Schulden selbst können allerdings nicht zurückgezahlt werden. Das Auslaufen eines Kredits muss durch die Aufnahme eines neuen Kredits kompensiert werden. Dieser Prozess wird als ‚roll-over' bezeichnet.

Unter ‚Ponzi finance' (Ponzi Finanzierung)[6] werden Unternehmen subsumiert, deren Einkommen für die fälligen Zinszahlungen nicht ausreichet und die sich somit zur Tilgung der Zahlungen entweder immer weiter verschulden oder Vermögenswerte verkaufen müssen. Sowohl Finanzierungsaufnahme um Zinszahlungen leisten zu können, als auch der Abverkauf von Vermögenswerten schmälert die Eigenkapitalbasis der jeweiligen Ponzi Einheiten. Je größer der Anteil der spekulativen bzw. Ponzi Finanzierung in einem System ist, desto fragiler ist die Finanzstruktur (vgl. Minsky 1992: 7). Im Zuge eines Konjunkturzyklus ergibt sich eine Verschiebung weg von sicheren Finanzstrukturen hin zu fragileren (vgl. Jäger/Springler 2012: 184). Die Mechanismen und Abläufe, die hier zum Tragen kommen, werden weiter unten (siehe Kapitel 2.2.1.2) beschrieben.

Die einzelnen Konjunkturzyklen auf Unternehmensebene werden auf einer systemischen Ebene durch einen Super-Zyklus überlagert, innerhalb dessen die institutionellen Rahmenbedingungen der wirtschaftlichen Produktion derart verändert werden, dass sie zu einer Verstärkung der systemischen Instabilität beitragen und so krisenauslösend wirken (vgl. Palley 2011: 35). Derartige Super-Zyklen ergeben sich aus der Abfolge von aufeinanderfolgenden Konjunkturzyklen, innerhalb derer sich in jeder Aufschwungsphase das konjunkturneutrale BIP steigert, wobei sich die Fluktuation innerhalb der Zyklen sukzessive verstärkt (vgl.

[6] Charles Ponzi war ein berühmter Finanzbetrüger in den 1920er Jahren in den USA.

Jäger/Springler 2012: 186).

Die zwei zentralen Postulate der Hypothese finanzieller Instabilität werden durch Minsky (1992) folgendermaßen zusammengefasst:

- „[…] economy has financing regimes in which it is stable, and financing regimes in which it is unstable.“ (Minsky 1992: 8).
- „ […] over periods of prolonged prosperity, the economy transits from financial relations that make for a stable system to financial relations that make for an unstable system.“ (Minsky 1992: 8).

2.2.1.2 Krisenursachen

Bei Minsky beruhen krisenhafte Entwicklungen auf zwei unterschiedlichen, der kapitalistischen Wirtschaftsorganisation inhärenten Instabilitätszyklen. Somit liegt die Ursache für die Instabilität und Krisen im wirtschaftlichen System an der Struktur des Systems selbst (vgl. Jäger/Springler 2012: 183).

Der enge Instabilitätszyklus wird bedingt durch die Finanzierungsstruktur der Unternehmen, die zunehmend aufgrund des Wunsches nach wachsenden Profiten und positiver Erwartungen in die zukünftige Entwicklung von Preisen im Zuge der konjunkturellen Aufschwungphase ihre Verschuldungspositionen im Verhältnis zu ihrem Einkommen erhöhen. Je nach Länge der Aufschwungphase erhöht sich die Verschuldung und damit Instabilität im System, wobei in der Abschwungsphase die Unternehmen mit Ponzi und teilweise auch mit spekulativen Verschuldungspositionen aus dem Markt ausscheiden (vgl. Jäger/Springler 2012: 183ff).

Diese Instabilitätszyklen werden überlagert von Super-Zyklen, die mehrere solcher engen Zyklen beinhalten. Sie entwickeln sich über weitaus größere Zeitperioden und machen Finanzkrisen, die über die normalen Auf- und Abwärtsbewegungen der Konjunktur hinausgehen, erst möglich (vgl. Palley 2011: 31f).

Ein Super-Zyklus verstärkt im Zuge seiner Laufzeit sukzessive die finanzielle Instabilität in einem System, indem Veränderungen in den institutionellen Rahmenbedingungen in Gang gesetzt werden. Diese schlagen sich in der Lockerung der Regulation sowie der Steigerung der Risikoaufnahme nieder (vgl. Palley 2011: 38f). Die Lockerung der Regulation wird durch voranschreitende Liberalisierung, sowie Finanzinnovation, die Regulation umgeht, vorangetrieben. Die Steigerung der Risikoaufnahme ergibt sich ebenfalls durch Finanzinnovation, aber auch durch einen kulturellen Wandel auf der Unternehmens- bzw. Haushaltsebene, der eine instabilere Handhabung der Verschuldungsstruktur bedingt (vgl. Jäger/Springler 2012: 187ff).

Kindleberger und Aliber (2005: 21ff) konstruieren auf Basis von Minskys (1992) Hypothese finanzieller Instabilität eine allgemeine Definition des Prozessablaufs von Finanzkrisen. Es werden die verschiedenen Phasen beschrieben, die in einem Krisenzyklus aufeinander folgen und sich gegenseitig bedingen.

In ökonomischen Expansionsphasen werden InvestorInnen zusehends optimistisch und suchen verstärkt nach Möglichkeiten, um sich Geld für Investitionen zu leihen (vgl. Palley 2011: 34). Parallel dazu geht die Risikoaversion der KreditgeberInnen zurück, Kredite werden bereitwilliger vergeben. Kreditvergabe wird eine prozyklische Wirkung angelastet, die wesentlich zu der Entstehung von Krisen beiträgt. „Minsky believed that the pro-cyclical increases in the supply of credit in good times and the decline in supply of credit in less buoyant economic times […] increased the likelihood of financial crisis." (Kindleberger/Aliber 2005: 22)

Der im Modell beschriebene Zyklus beinhaltet Phasen „[...] of displacement, overtrading, monetary expansion, revulsion and discredit [...]" (Kindleberger 1996: 17). Unter ‚displacement' wird ein exogener Schock des makroökonomischen Systems verstanden. Dieser muss groß genug sein, um die Erwartungen bezüglich der Profitmöglichkeiten derart zu verbessern, dass Anreiz geschaffen werden, um zusätzlich Investitionen zu tätigen. Die Ausweitung des wirtschaftlichen Wachstums und die zunehmend positiver werdenden Erwartungshaltungen führen dazu, dass sich eine Euphorie entwickelt (vgl. Kindleberger/Aliber 2005: 22f).

Für die Entstehung einer Euphorie sind allerdings bei Minsky selbst nicht zwingend externe Einflüsse notwendig, sondern sie ist ein Teil der weiter oben beschriebenen Instabilitätszyklen, die der kapitalistischen Finanzierungsstrukturen inhärent sind (vgl. Minsky 1992: 8).

Zusammen mit der Euphorie-induzierten Vermehrung der ökonomischen Aktivitäten in dem boomenden Sektor kommt es zu einer Kreditexpansion seitens der bestehenden Banken und anderen kreditgebenden Unternehmen. Zusätzlich werden neue Banken gegründet, da die Nachfrage nach externen Finanzierungsmitteln steigt (vgl. Kindleberger/Aliber 2005: 23). Die Kreditexpansion wiederum führt zu einer erhöhten Güter- und Dienstleistungsnachfrage. Dies lässt deren Preise steigen und löst eine positive Feedback-Schleife aus, die die Profite steigert und erneut zu einer Ausweitung der Investitionen und der Kreditnachfrage führt (vgl. Kindleberger/Aliber 2005: 23f).

Während der Expansionsphase führen die Kreditausweitung und die Preissteigerungen dazu, dass Unternehmungen, die auf Basis von spekulativer und Ponzi Finanzierung arbeiten, vermehrt längerfristig existieren können. Die Verfügbarkeit dieser neuen Kredite ermöglicht es Unternehmen mit spekulativer Finanzierung ihre auslaufenden Kredite zu kompensieren. Die neuen Geldmittel, die in die boomenden Sektoren strömen, erlauben es Ponzi finanzierten Unternehmen ihre Renditeversprechungen zu erfüllen. Da spekulative und Ponzi finanzierte

Unternehmen höhere Renditen auf Kapitaleinlagen versprechen können, nehmen sie in Relation zu hedge finanzierten Unternehmen im Zuge von Boom Phasen zu (vgl. Minsky 1992: 7f).
Diese Expansion führt zu ‚overtrading'. Unter dem Terminus overtrading wird der Anstieg der Spekulation auf steigende Preise von Vermögenswerten und Gütern, eine Überschätzung von Profitmöglichkeiten und überzogene Fremdkapitalfinanzierung subsumiert (vgl. Kindleberger/Aliber 2005: 25).
Spekulation ist dabei zu verstehen als der Kauf von Gütern oder Wertpapieren mit der Erwartung, von Preissteigerungen zu profitieren, unabhängig davon welchen eigentlichen Nutzen das Gut hat. Aus Spekulation entstehen Blasen werden von Kindleberger und Aliber (2005) als „[...] deviation in the price of an asset or a security or a commodity that cannot be explained in terms of the fundamentals [...]" (Kindleberger/Aliber 2005: 25) definiert, die über einen längeren Zeitraum bestehen und schlussendlich platzen.
Während dieser Phase werden immer neue Gesellschaftsschichten in die boomenden Sektoren miteinbezogen. Herdenverhalten entwickelt sich, da Unternehmen und Haushalte andere Akteure beobachten, die von den spekulativen Geschäften profitieren. Solange sich der spekulative Boom fortsetzt, wachsen Zinsraten, Umsatzgeschwindigkeit und Preisniveau.
Wenn die erzielten Profite bzw. die Preissteigerungen ihren Höhepunkt erreicht haben kommt es zur Stagnation. Es findet ein Umdenken in großen Teilen der Unternehmen und Haushalte statt. Das Ende der Boom-Phase ist erreicht, die Erwartungen, die in die Erträge gesetzt werden, werden zurückgeschraubt und ein Abschwung wird ausgelöst. Dieser Zeitpunkt wird auch als Minsky-Moment bezeichnet (vgl. Jäger/Springler 2012: 185).
Die folgende Phase wird als ‚financial distress' bezeichnet. In dieser überdenken die Unternehmen und Haushalte ihre Finanzierungssituation. Unternehmen, deren Investitionen auf Ponzi Finanzierung aufbauen und die somit abhängig vom Einströmen neuer Gelder sind, geraten zusehends in finanzielle Probleme und müssen ihre Finanzierungssituation neu ordnen. Verkäufe werden getätigt um die Verbindlichkeiten bedienen zu können und erste Bankrotte von überschuldeten AkteurInnen üben weiter Druck auf die sinkenden Preise aus. „As the decline in prices continues, more and more investors realize that prices are unlikely to increase […]" (Kindleberger/Aliber 2005: 28) und fangen graduell oder mit erhöhtem Tempo an, Güter zu verkaufen und sich aus den betroffenen Märkten zurückzuziehen. Der Rückzug aus den Märkten wird als ‚revulsion' bezeichnet. Parallel hierzu kommt es zu einer Verstärkung von risikoaversem Verhalten von Banken, die ihre Kreditvergabe einschränken.Dies wird als ‚discredit' bezeichnet. Durch die fallenden Preise und die Kürzungen in der Kreditvergabe können Unternehmen, die während der Expansionsphase ein Schulden-Einkommen-Verhältnis hatten, das als hedge Finanzierung zu qualifizieren war, in spekulative bzw. Ponzi Finanzierungsmuster übergehen.

Dies geschieht, da die Erosion der Preise die Kapitalbasis der Unternehmen verkleinert bzw. es zu einer Erhöhung von Kreditzinsen kommt, und die Tilgung der Schulden damit nicht mehr durch die Einnahmen gedeckt werden kann (vgl. Kindleberger/Aliber 2005: 28).
Revulsion und discredit können Panik auslösen, die in einer positiven Feedbackschleife die Preise soweit nach unten drücken kann, dass InvestorInnen wieder Anreize haben, in die Güter zu investieren, oder der Handel geschlossen wird, oder durch einen lender of last resort (siehe Kapitel 2.1.2.3) neue Liquidität in das System gepumpt wird, um die Lage zu beruhigen (vgl. Kindleberger/Aliber 2005: 25ff).
Minskys Instabilitätszyklen wurden als eine Theorie entwickelt, die sich mit der Entstehung von Finanzkrisen im nationalen Rahmen auseinandersetzt. Wolfson (2002) überträgt die zentralen Aussagen Minskys (1992) in den Kontext des internationalen Finanzsystems, wobei für ihn die bilateralen finanziellen Verbindungen von Staaten im Vordergrund der Analyse stehen.
Im internationalen Kontext geht Wolfson (2002: 397) davon aus, dass im Sinne von Minsky folgende Faktoren zur Entstehung von finanzieller Fragilität beitragen:

- Die Fähigkeit von Kapital, sich über nationale Grenzen hinweg zu bewegen und in anderen nationalen Märkten zu investieren,
- Wechselkursrisiko,
- internationale Zinsraten Spekulation (‚carry trade' etc.).

Im internationalen Kontext entsteht durch die Möglichkeit von ‚carry trade', d.h. das Ausnutzen von Zinsdifferenzen in verschiedenen Ländern, Anreize für spekulative und Ponzi Finanzierung. In einer Situation, in der eine Firma in einem Land kurzfristige Kredite zu günstigen Konditionen aufnimmt, um in einem anderen Land damit eine längerfristige Investition zu finanzieren, führt der Anstieg der Zinsrate im Kredit gebenden Land, sowie das Sinken des Wechselkurses zu finanzieller Instabilität. Dies kann Firmen, die sich ursprünglich in einer hedge Finanzierung befunden haben, in den Zustand einer spekulativen bzw. Ponzi Finanzierung überführen.
In einer Situation finanzieller Instabilität kann internationale Ansteckung als auslösendes Moment für die Entstehung einer Krise wirken. Als Beispiel für Schuldeninflation im internationalen Kontext zieht Wolfson (2002) die Interaktion zwischen internationalen Schulden und Wechselkursschwankungen heran.[7] „The debt deflation can be worsened by the absence of a global central bank, the absence of coordinated macroeconomic policy, and intervention that reduces aggregated demand." (Wolfson 2002: 397).

[7] Durch das Fallen von Wechselkursen vergrößert sich der reale Wert der internationalen Schulden.

2.2.1.3 Handlungsanweisungen

Die wirtschaftspolitischen Empfehlungen postkeynesianischer Ansätze basieren auf der Überzeugung, dass expansive fiskalpolitische Maßnahmen, die ad hoc im Bedarfsfall antizyklisch im Konjunkturverlauf zum Einsatz kommen, hilfreich sind um wirtschaftliche Instabilität zu bekämpfen. Geldpolitik und Lohnpolitik sind auch mögliche Instrumente, wobei Geldpolitik weniger Effektivität zugestanden wird (vgl. Jäger/Springler 2012: 63f).

Im Bezug auf wirtschaftspolitische Maßnahmen, die der inhärenten Instabilität des Kapitalismus entgegenwirken, verweist Minsky (2008) darauf, dass fiskal- und geldpolitische Maßnahmen zu kurz greifen (vgl. Minsky 2008: 320). Ein Programm, das die Instabilität der kapitalistischen Produktion tatsächlich reformieren will, muss sich mit den Limitationen von Marktmechanismen und der Institution von dezentralen Märkten auseinandersetzen. Dezentrale Märkte sind nach Minsky (2008) geeignet, um die einzelnen Outputs und Preise von Wirtschaften zu regeln. Sie sind jedoch nicht geeignet, um für Stabilität und Effizienz in Prozessen zu sorgen, bei denen große und teure Investitionen in der Produktion finanziert werden müssen.

Minsky (2008) schlägt für die ‚Stabilisierung'[8] von kapitalistischen Volkswirtschaften einen Reformansatz vor, der auf vier Säulen ruht:

- großer öffentlicher Sektor (‚Big Government'),
- Beschäftigungsstrategie,
- Finanzreform,
- Marktmacht.

Als erklärtes Ziel wird die Bekämpfung von Ungleichheit, Ineffizienz und Instabilität verfolgt, wobei das Hauptaugenmerk auf der Zügelung der Instabilität liegt (vgl. Minsky 2008: 328).

Als wichtigster Faktor, der Krisen bzw. Depressionen verhindern soll, wird von Minsky (2008) ein großer öffentlicher Sektor (‚Big Government') angeführt, da von diesem Staatsschulden aufgenommen werden können, wodurch Profite bzw. Profiterwartungen für Unternehmen stabil gehalten werden können. Dies führt zur Stabilität bei den Investitionen, im Output und in der Beschäftigung.

Der öffentliche Sektor muss groß genug sein, um Veränderungen in der privaten Investitionstätigkeit durch die Erweiterung des Staatsdefizits auszugleichen „[…] government must be at least the same order of magnitude as investment." (Minsky 2008: 332). Die Staatsausgaben sollten somit nach Minsky (2008) in etwa dieselbe Größenordnung besitzen wie die private Investitionstätigkeit, wobei er signifikant höhere Ausgaben als langfristig problematisch ansieht.

[8] Minsky (2008) spricht in diesem Kontext explizit von der Vergänglichkeit solcher Maßnahmen, und dass lediglich ein Kapitalismus geschaffen werden kann, dessen Störungen weniger evident sind.

Angemessene Steuer- und Ausgabenmodelle können nach Minsky Inflations- bzw. Boom-Phasen entgegenwirken, indem sie regelmäßig von Budgetdefiziten auf Budgetüberschüsse und umgekehrt übergehen (siehe Minsky 2008: 339ff). Das Ausgabenprogramm muss durch ein Steuerprogramm komplimentiert werden, welches die langfristige Zahlungsfähigkeit des öffentlichen Sektors im Sinne eines ausgeglichenen Budgets gewährleistet. Hier ist darauf hinzuweisen, dass ein ausgeglichenes Budget derart zu verstehen ist, dass mit Aufnahme von Defiziten während einer Rezession in absehbarer Zeit wieder Überschüsse generiert werden, um die Schulden aus diesen Rezessionszeiten wieder zu tilgen (vgl. Minsky 2008: 336ff).

Im Bezug auf eine Beschäftigungsstrategie, die Instabilität, Inflation und Arbeitslosigkeit beseitigt, spricht Minsky von „[…] creation of an infinitely elastic demand for labor at a floor or minimum wage that does not depend upon long- and short-run profit expectations of business." (Minsky 2008: 343). Für ihn besitzen nur Regierungen die Möglichkeit, Beschäftigung vom Profitabilitätsmotiv zu trennen, weshalb eine unendlich elastische Nachfrage nach Arbeit nur durch Regierungen geschaffen werden kann (vgl. Minsky 2008: 343). Neben der aktiven Beschäftigungspolitik, spielt die Lohnpolitik auch eine Rolle. Lohnpolitik muss derart gestaltet sein, dass durch das Lohnniveau im öffentlichen Sektor nicht ein Lohndruck entsteht, der die Arbeitskräftenachfrage im privaten Sektor verzerrt (vgl. Jäger/Springler 2012: 190).

Im Zentrum der von Minsky (2008) vorgeschlagenen Finanzreform steht eine aktive Zentralbank, die durch ihr Wirken Schuldendeflation und große Depressionen verhindert, aber auch durch administrative Eingriffe und Gesetzgebung die Entwicklung einer Finanzstruktur einleitet, und dies derart, dass das Auftreten von zyklischen Instabilitäten verhindert wird.

Die Zentralbankaktivität zur Verhinderung von Krisen baut auf ihrer Funktion als Refinanzierungsinstitution letzter Instanz auf. Hier sind drei Aspekte hervorzuheben (vgl. Schnyder 2002: 87f):

- Die Zentralbank soll dem Geldmarkt Liquidität zur Verfügung stellen, wenn es zu Preiseinbrüchen oder zu rasantem Zinsratenwachstum kommt.
- Nach einer Krise soll durch die Zentralbank die Restrukturierung der Finanzierung organisiert werden, um spekulative und Ponzi Finanzierung zu vermindern.
- Die Zentralbank soll die Entwicklung des Finanzsystems dahingehend steuern, dass der Anteil von spekulativer und Ponzi Finanzierung gering bleibt.

Als Ausgangpunkt für die Entwicklung des Finanzsystems nimmt Minsky die Regulation von Kapitalgesellschaften, da durch die Art und Weise, wie sie Investitionen finanzieren und Positionen in den Anteilen von Vermögenswerten halten, die Finanzstruktur von Ökonomien bestimmt wird. Kurzfristige Schuldaufnahme darf nur für spezielle Vermögenswerte in Anspruch genommen werden, nicht für Kapitalgesellschaften im Allgemeinen, und soll über dokumentierte

Kredit- und Offenmarktgeschäfte zwischen Banken und den Kapitalgesellschaften abgewickelt werden (vgl. Minsky 2008: 354).

In Bezug auf die Struktur der Bankenlandschaft sieht Minsky (2008) einen Zusammenhang zwischen der Größe von Banken und von Unternehmen, für die sie Finanzmittel zur Verfügung stellen. Er spricht sich für ein System kleinerer, unabhängiger Banken aus. Als Mechanismus, um Instabilität im Bankenwesen entgegenzuwirken, führt er eine einheitliche, seitens der Zentralbank vorgegebene, Eigenkapitalquote und eine Restriktion der Wachstumsraten für Bankkapital an (vgl. Schnyder 2002: 92ff). Die Wachstumsraten für Bankkapital werden durch die administrative Kontrolle der Ausschüttungsquoten der Bankgewinne gesteuert. „Control over the capital-asset ratio and the pay-out ratio for banks are powerful weapons for guiding the development of banking." (Minsky 2008: 357)

Bankregulationen sollten grundsätzlich Anreize für hedge Finanzierung beinhalten, wie beispielsweise für ‚to-the-asset financing'.[9]

Um die Marktmacht von großen Unternehmen einzuschränken schlägt Minsky (2008) eine aktive Industriepolitik vor. Diese sei dann gerechtfertigt, wenn sie Wettbewerb fördert. Marktmacht und andere Formen des Marktversagens rechtfertigen regulatorische Eingriffe, die Wettbewerb fördern, Finanzierung erleichtern und die Entwicklung einer gut ausgebildeten Arbeiterschaft fördern (vgl. Minsky 2008: 366).

2.2.2 Exkurs: internationale Übertragungswege von Finanzkrisen

Für die Einschätzung der Stabilität eines nationalen Finanzsystems kann nicht nur dessen interne Struktur herangezogen werden. Das Finanzsystem muss auch im bilateralen und internationalen Zusammenhang und Bezug nehmend auf seine Position innerhalb der internationalen Finanzarchitektur erfasst werden. Zentral ist hierbei das Konzept der internationalen Ansteckung, quasi des Imports von Krisen. „[…] both international goods and international financial markets were already highly integrated by the late nineteenth century […] thanks to the effects of trade liberalization, elimination of capital controls, and financial deregulation, international markets are more integrated now […]." (Krugman 1991: 86).

Schon vor dem Auftreten von Krisen können Euphorie bzw. externe Schocks, die zu diesen

[9] Minsky (2008) unterscheidet zwischen zwei grundsätzlichen Klassen von Kapitalanlagen: erstens jene, die einen direkten Wert unabhängig von dem speziellen Eigentümer bzw. Nutzer besitzen (Bsp.: Land, kommerzielle Bestände, die vor dem Verkauf stehen). Hier ist eine Finanzierung „on-the-asset" möglich, da die Schuldenzahlungen mit dem Einkommen, das aus dem Vermögenswert generiert wird, direkt in Beziehung gesetzt werden können; zweitens solche, die keinen signifikanten Wert außerhalb ihrer speziellen Verwendung aufweisen (Bsp.: Fabrikanlagen, Arbeitsgeräte). Finanzierung für die Anschaffung derartiger Vermögenswerte kann nur von den Institutionen unternommen werden, die mit den Vermögenswerten arbeiten bzw. umgehen können. In diesem Fall ist eine Asynchronität zwischen Schuldenzahlungen und generierten Einnahmen aus dem Vermögenswert möglich, und somit das Potential für spekulative Finanzierung gegeben. (siehe Minsky 2008: 351)

führen, von einem Land auf ein anderes übertragen werden (vgl. Kindleberger/Aliber 2005: 25f). Für Ocampo et al. (2008) können sowohl positive als auch negative Schocks international übertragen werden. Gerade im Zusammenhang mit Entwicklungsländern ist darauf hinzuweisen, dass ein Großteil der Schocks, die diese Länder in den letzten Jahrzehnten erlebten, auf internationaler Ansteckung von Optimismus oder Pessimismus beruhte. „Contagion is clearly visible in the dynamics of international capital markets vis-á-vis developing countries." (Ocampo/Spiegel/Stiglitz 2008: 7).

Aschinger (2001) definiert für internationale Ansteckungseffekte vier Kategorien:

- Ansteckung durch Fundamentalvariablen
- Ansteckung durch wirtschaftliche Integration
- Ansteckung durch Finanzmärkte
- Ansteckung durch Herdenverhalten

Krisen können sich von einem Land auf ein anderes übertragen, wenn deren Fundamentalvariablen im Sinne von Entwicklungsstrategien, Wachstum, Leistungsbilanzen, etc. ähnlich sind. Der Ausbruch einer Krise in einem Land kann dazu führen, dass international Beunruhigung eintritt. Risiken werden neu eingeschätzt bzw. Erwartungen verändern sich, wodurch sich internationale AnlegerInnen auch aus einem anderen Land zurückziehen, welches ähnliche Fundamentalvariablen besitzt.

Das Ansteckungsrisiko zwischen zwei Ländern ist höher, je enger diese wirtschaftlich miteinander verbunden sind (vgl. Aschinger 2001: 182). Über die Integration im Zuge von internationalem Handel können sich Krisen derart ausbreiten, dass durch den wirtschaftlichen Niedergang in einem Land die Nachfrage für Exportprodukte in einem anderen Land sinkt. Von Ocampo et al. (2008) werden speziell in diesem Kontext die Ausbreitungspfade der Asienkrise 1997/98 als anschauliches Beispiel herangezogen (vgl. Ocampo/Spiegel/Stiglitz 2008: 9).

Weiters kann die Steigerung von Nationaleinkommen in einem Land zu einer erhöhten Importnachfrage nach Gütern oder Wertpapieren aus einem anderen Land führen. Dort wirkt sich die erhöhte Exportnachfrage auf das Nationaleinkommen aus, bzw. im Fall von Wertpapieren steigen deren Preise und der Wert der Währung, in der sie gezeichnet sind (vgl. Kindleberger/Aliber 2005: 25).

Unter Ansteckung über Finanzmärkte versteht Aschinger (2001) die Zusammenhänge zweier Länder über Devisen- oder Aktienmärkte. Durch internationale AkteurInnen mit globalen Portfolios kann ein Preisverfall in nationalen Aktienmärkten zum Verkauf oder intensivem Ankauf von Finanzprodukten in einem anderen Markt führen (vgl. Aschinger 2001: 182). „Financial Agents that incur losses in some markets are often forced to sell their assets in other markets to recover liquidity." (Ocampo/Spiegel/Stiglitz 2008: 8).

Krugman (1991: 88) legt den Schwerpunkt auf den Unterschied zwischen dem Übertragungsweg über Devisenmärkte und dem über Aktienmärkte. Er unterscheidet auf Basis der Übertragungswege internationaler Krisen zwischen Währungskrisen (‚Currency Crisis') und Ansteckungskrisen (‚Contagion Crisis').

Währungskrisen werden durch einen Verlust des Vertrauens in Währungen im Allgemeinen und im Speziellen durch spekulative Attacken ausgelöst, die Kapitalflucht mit sich bringen. Wenn nicht genügend Fremdwährungsreserven vorhanden sind, kann Kapitalflucht zu einem rapiden Verfall der Wechselkurse im Sinne einer Währungskrise führen (vgl. Krugman 1991: 92ff). Diese Art von Krisen ist vor allem im Kontext von Ländern mit festgelegten Wechselkursen, aber freiem Kapitalverkehr relevant.[10]

Unter Ansteckungskrisen versteht Krugman (1991: 100) Krisen, die entstehen, wenn es in einem Land zu einem Finanzcrash kommt, und dieser Finanzcrashs in anderen Ländern auslöst. Am häufigsten kommt es zu derartigen Krisen, wenn Aktienmärkte betroffen sind.

Krugman (1991: 101) arbeitet drei spezielle Übertragungswege für die Übertragung von Aktienmarktpreisvolatilitäten heraus:

- Verbindung direkt über den Aktienmarkt.
- Das Auslösen einer globalen Rezession.
- Das Auslösen einer monetären Krise.

Die direkte Verbindung über Aktienmärkte geschieht durch internationale Arbitrage. Aktien bieten sich aufgrund ihrer standardisierten Form für Arbitrage-Handel an. Die Form der Übertragung ist derart, dass Preise gleicher oder ähnlicher Produkte an verschiedenen Märkten international stark aneinander gekoppelt sind. Veränderungen des Preises eines Produkts in einem nationalen Markt bedingen so Preisveränderungen in gleichen oder ähnlichen Gütern in einem anderen nationalen Markt (vgl. Kindleberger/Aliber 2005: 25f).

Krisen in Aktienmärkten, die Rezessionen auslösen, können zu einer Reduktion der Importe des jeweilig betroffenen Landes führen. Je nach der Position des betroffenen Landes im Welthandelszusammenhang können sich derartige Nachfragelücken als globale Rezessionen manifestieren. In diesem Zusammenhang wird vom „Foreign Trade Multiplier Effect" (Krugman 1991: 102) gesprochen.

Speziell die Weltwirtschaftskrise der 1930er Jahre wird auf die Kombination von Bankenkrise und Aktienmarktkrise zurückgeführt. Sie mündete in eine monetären Krise, die sich international ausbreitete. Die Unsicherheit, die durch Aktien- und Bankenkrise entstanden war, führte dazu,

[10] Die Asienkrise von 1997/98 ist ein prominentes Beispiel für derartige Krisen, wobei sich diese Krise durch verschiedene Ansteckungswege im gesamten südostasiatischen Raum ausgedehnt hat. Es besteht eine Fülle von Literatur, die sich mit den verschiedenen Ursacheninterpretationen auseinandersetzt. Für eine postkeynesianische Interpretation siehe Nesvetailova (2007: 85ff).

dass die WirtschaftsakteurInnen ihre Liquidität erhöhten, während Banken ihre Reserven aufstockten. Dadurch schrumpfte die Geldmenge im System, was zu einer monetären Krise führte. „[…] the best argument for positive international transmission of monetary shocks, […] lies in endogenous policy response. Because a passive monetary policy would involve a large depreciation of the affected country's currency, fears of inflation will tend to induce monetary authorities to match monetary contraction abroad." (Krugman 1991: 103).

Für die Form der Ansteckung durch Herdenverhalten beschreibt Aschinger (2001) als Auslöser den Umstand, dass AnlegerInnen Informationen oft nicht selber aufarbeiten, sondern sich an besser informierten AnlegerInnen orientieren. (siehe Kapitel 2.1.3) Hierdurch können einige große AkteurInnen das Marktgeschehen bestimmen. „Moreover there are psychological connections, as when investor euphoria or pessimism in one country affects investors in others." (Kindleberger/Aliber 2005: 26).

2.3 Politökonomische Perspektive

Als politökonomische Perspektive, bzw. Paradigma der Politischen Ökonomie werden im Folgenden theoretische Ansätze zur Beantwortung ökonomischer Fragestellungen verstanden, deren Basis eine integrative Analyse wirtschaftlicher, politischer und gesellschaftlicher Prozesse bildet. Ausgehend von den Überlegungen der Klassischen Politischen Ökonomie nach Adam Smith und David Ricardo und deren Kritik seitens Karl Marx, sowie deren Weiterentwicklung als Kritische Politische Ökonomie ab den 1970ern, wird Ökonomie aus politökonomischer Perspektive als gesellschaftliches Verhältnis begriffen (vgl. Jäger/Springler 2012: 69). Kapitalismus wird als widersprüchliche Ordnung wahrgenommen, die aus den Grundelementen Staat und Kapital besteht. Die Art und Weise wie diese soziale Beziehungen strukturieren, ist für den Aufbau der jeweiligen Gesellschaft ausschlaggebend (vgl. Novy 2002: 72).

In den Wirtschaftswissenschaften nimmt der Bereich der Kritischen Politischen Ökonomie eine eher marginale Rolle ein. Er wird verstärkt durch WissenschaftlerInnen anderer Disziplinen weiterentwickelt, z.B. in der Soziologie, Politikwissenschaften etc. (vgl. Jäger/Springler 2012: 24f). Daraus ergibt sich die grundsätzlich transdisziplinäre Zugangsweise der Perspektive, die mit ein Grund für die Heterogenität der Ansätze ist, die sich unter dem Begriff Politische Ökonomie subsumieren lassen.

Ungeachtet der Vielfalt der konkreten Arbeiten finden sich einige zentrale Konzepte und Begrifflichkeiten wieder, die den Ansätzen gemein sind. So nehmen die Termini der Produktionsweise, der Produktionsverhältnisse und der Produktivkräfte eine zentrale Rolle ein (vgl. Jäger/Springler 2012: 70).

Der Begriff Produktionsverhältnis beschreibt die gesellschaftliche Form der Organisation der

Produktion im Sinne von Klassenbeziehungen. Produktivkräfte subsumiert alle natürlichen Ressourcen, Produktionsmittel, Techniken und das Know-How, die der Produktion zur Verfügung stehen. Aus deren Verhältnis ergibt sich die Produktionsweise, die wiederum durch den gesellschaftlichen Überbau stabilisiert wird (vgl. Jäger/Springler 2012: 70ff).

Jäger und Springler (2012) sprechen bezüglich der methodologischen Grundlagen der Politischen Ökonomie „[...] die Methodik der Abstraktion und Konkretion im Sinne eines kausal-explanatorischen Vorgehens [...]“ (Jäger/Springler 2012: 87) an, wobei die Erfassung der Interdependenz gesellschaftlicher Phänomene im Vordergrund steht. Darunter ist zu verstehen, dass die Analyse des Konkreten einhergeht mit der Generierung passender Abstraktionen, also von Begriffen und Konzepten. Abstraktion und Konkretion stehen in einem dialektischen Verhältnis, da sie im Forschungsprozess kumulativ-zirkulär eingesetzt werden um zur Erkenntnisgewinnung zu gelangen (vgl. Novy 2002: 24ff).

Das Ziel der politökonomischen Ansätze ist es, die gesellschaftliche Ebene derart zu untersuchen, dass unter Einbeziehung der Metaebene spezifische Entwicklungen und Probleme verstanden werden können. Inhaltlich liegt der Fokus auf den durch die kapitalistische Produktionsweise ausgelösten Ausbeutungs- und Herrschaftsverhältnissen (vgl. Jäger/Springler 2012: 85). Das politische Anliegen der politökonomischen Ansätze ist die Dialektik von Struktur und Handeln darzulegen. Dadurch werden die Gestaltungsspielräume sichtbar gemacht, die eine Veränderung des Handelns ermöglichen (vgl. Novy 2002: 95).

In Huffschmids (2009) Systematisierung der Krisenursachen (siehe Kapitel 1.3) nimmt die politökonomische Perspektive die dritte und vierte Ebene der Auseinandersetzung mit Krisenursachen ein (vgl. Huffschmid 2009: 38ff). Er geht nicht explizit auf regulationstheoretische Herangehensweisen der Krisenanalyse ein, jedoch stellt die Verschmelzung der zwei Ebenen selbst eine regulationstheoretische Perspektive dar. In seiner Betrachtung wird der Akkumulationsprozess im Zuge des Finanzmarktkapitalismus und das Regulationregime des Neoliberalismus als Gesamtheit konzipiert und dessen Zusammenhang analysiert.

Zunächst wird in diesem Abschnitt die Regulationstheorie als zentrale politökonomische Herangehensweise vorgestellt, die sich mit krisenhaften Entwicklungen im kapitalistischen Zusammenhang beschäftigt. Um eine politökonomische Perspektive konkret auf die Krisenursachenforschung von Finanzmärkten präsentieren zu können, wird das Konzept des Finanzmarktkapitalismus dargestellt. Weiters wird auf dessen Interpretationen zur Funktionsweise von Finanzmärkten und Konzeptionalisierung von Ursachen von Finanzkrisen eingegangen.

2.3.1 Regulationstheorie

Die Regulationstheorie entwickelte sich aus marxistischen Wurzeln in Frankreich Mitte der 1970er Jahre. Das Zentrum ihres Erkenntnisinteresses liegt in der Ergründung, wie es in der von grundlegenden Widersprüchen gekennzeichneten kapitalistischen Wirtschaftsform zu einer vorrübergehenden Stabilisierung kommt. Das Hauptaugenmerk liegt in der Analyse der kapitalistischen Akkumulations- und Krisendynamik und deren Stabilisierung (vgl. Jäger/Springler 2012: 199). Hierfür wird das Konzept der ‚Regulation' eingeführt, das Prozeduren und Normen der Widerspruchsbearbeitung beinhaltet, die während eines bestimmten Zeitrahmens auf das jeweilige Akkumulationsregime angepasst die kapitalistische Wirtschaft stabilisieren (vgl. Becker 2009: 89).

Unter Regulation ist ein deutlich umfassenderer Begriff zu verstehen, als nur Regulierung. Regulation in regulationstheoretischen Ansätzen beschreibt den komplexen sozialen Prozess, durch den kapitalistische Gesellschaften stabilisiert werden (vgl. Novy 2002: 102). Im Weiteren werden die zentralen Konzepte der Regulationstheorie, die Akkumulation und die Regulation, besprochen.

2.3.1.1 Zentrale Konzepte

Im Sinne ihrer politökonomischen Basis bezieht sich der Begriff der Akkumulation auf die Produktivkräfte innerhalb der kapitalistischen Produktionsweise, während die Regulation die Produktionsverhältnisse beschreibt. Unter Akkumulationsregime wird eine stabilisierte Form der Akkumulation verstanden, die zu dynamischem Wachstum führt. Unter Regulationsweise werden spezifische Konfigurationen struktureller Formen verstanden, die das Akkumulationsregime stabilisieren (vgl. Jäger/Springler 2012: 200).

Der Akkumulationsprozess in kapitalistischen Wirtschaften wird durch die Regulationstheorie als ein monetär ausgerichteter Prozess verstanden, im Sinne der marxistischen Geld-Ware-mehr Geld Spirale (vgl. Becker 2009: 96). Becker (2002: 64ff) unterscheidet zwischen drei Typisierungsachsen von Akkumulation, wobei Ökonomien nicht allein anhand einer Achse charakterisierbar sind, sondern verschiedene Achsen zu einander ins Verhältnis gestellt werden und ihre Veränderungen analysiert werden müssen:

- ‚extensive/intensive' Akkumulation,
- ‚extravertierte/intravertierte' Akkumulation,
- Akkumulation ‚produktiven/fiktiven' Kapitals.

Zusätzlich kann noch eine vierte Achse eingeführt werden, welche die kapitalistische Produktionsweise in Bezug auf ihre Verknüpfung mit nicht-kapitalistischen Produktionsweisen charakterisiert (vgl. Jäger/Springler 2012: 206).

Entlang der Achse der produktiven und finanziarisierten[11] Akkumulation wird unterschieden, welcher der beiden Sektoren der Ökonomien dominant ist: der produktive Sektor oder der Finanzsektor. Die Ausrichtung auf das Erzielen von Mehrwert bzw. die Erhöhung der Wertschöpfung, beide im produktiven Sektor, sind Charakteristika einer produktiven Akkumulation. Historisch stößt die produktive Akkumulation jedoch immer wieder an ihre Grenzen. Durch die strukturellen Grenzen des produktiven Sektors und die wachsende Unsicherheit werden Investitionen zu diesem Zeitpunkt zunehmend als Finanzanlagen vorgenommen. Finanzintermediäre gewinnen dadurch mehr Einfluss auf die wirtschaftlichen Kreisläufe (vgl. Becker 2002: 74ff).

Finanzanlagen werden in einem zweiten Kreislauf gehandelt, der sich gegenüber dem produktiven Sektor zu einem gewissen Grad verselbstständigt. Preise für Finanzanlagen steigen stärker als Preise für produktive Aktiva, wobei sich die Preise für Finanzaktiva nicht vollständig von dem produktiven Sektor lösen können, weil dort der Mehrwert produziert wird. Das Einbrechen der Preise verursacht Krisen (vgl. Becker 2009: 97). Weiters kann finanziarisierte Akkumulation auch durch eine übermäßige Ausweitung der Kreditverhältnisse im Verhältnis zu der realen Produktion vorangetrieben werden (vgl. Jäger/Springler 2012: 205). Regulationstheoretische ÖkonomInnen sagen der finanziarisierten Akkumulation einen hohen Grad an inhärenter Instabilität nach (vgl. Becker 2009: 97).

Die Achse der dominant extensiven und dominant intensiven Akkumulation beschäftigt sich im Speziellen mit produktiver Akkumulation, wobei der Fokus auf der jeweiligen Produktivitätsentwicklung liegt (vgl. Becker 2009: 97f). Entlang dieser Achse wird der Zusammenhang von Produktivität, Verteilung, Konsum und Akkumulation thematisiert.

In dominant extensiven Akkumulationsprozessen beruht das Wachstum darauf, dass immer mehr Arbeitskräfte in den Produktionsprozess einbezogen werden. Allerdings ist der Konsum nicht von Waren aus der kapitalistischen Produktion bestimmt. Dies führt periodisch zum Überschuss in der Kapitalgüterindustrie und somit zu Krisen.

Mit dominant intensiver Akkumulation ist gemeint, dass die Akkumulation auf Veränderungen der Produktionsbedingungen basiert, durch die die Produktivität rasch gesteigert wird (vgl. Becker 2002: 67ff). Im Zuge intensiver Akkumulation kann der Konsum von Lohnabhängigen pro Arbeitsstunde ausgeweitet werden ohne die Verteilung zu verändern, während dies bei extensiver Akkumulation nicht möglich ist (vgl. Jäger/Springler 205f).

Die Unterscheidung zwischen intravertierten und extravertierten Akkumulationsregimen beschreibt die Binnen- bzw. Außenorientierung von Ökonomien. Bei der intravertierten

[11] sich auf ein ‚fiktives Kapital' beziehende

Akkumulation kommt dem Binnenmarkt besondere Bedeutung in der wirtschaftlichen Ausrichtung zu, und Exporte bzw. Importe haben untergeordnete Bedeutung. Extravertierte Akkumulation bedeutet, dass Exporte bzw. Importe eine große Rolle spielen. Es wird zwischen aktiver und passiver Extraversion unterschieden, also ob ein Exportfokus oder die hohe Abhängigkeit von Import bestehen (vgl. Becker 2009: 98f).

Die gesellschaftlichen Formen, welche die Akkumulationsprozesse stützen, indem sie die Widersprüche des kapitalistischen Produktionsprozesses zumindest temporär aufheben, werden Regulation genannt. Einzelne intentionale Handlungen werden seitens der ProponentInnen der Regulationstheorie als Regulierungen bezeichnet, während der Begriff der Regulation weiter geht und Institutionen, sowie nicht intendierte Konsequenzen mit einschließt (vgl. Jäger/Springler 2012 200).

Die divergierenden Interessen im Produktionsprozess machen aus der Regulation einen „[...] konfliktiven Prozess, der die grundlegenden Widersprüche zu bearbeiten versucht." (Becker 2009: 100). Um den Wandel von gesellschaftlichen Strukturen fassbar machen zu können, bedienen sich die ProponentInnen der Regulationstheorie der Kategorien der institutionellen oder strukturellen Form.[12] Im Allgemeinen ist unter institutioneller Form bzw. struktureller Form „[…] jede kodifizierte gesellschaftliche Beziehung zu verstehen, soweit dieser Regelmäßigkeiten („Regularitäten") unterliegen." (Hübner 1989: 143).

Becker (2009) unterscheidet in seinem Analyseraster zwischen zwei Grundformen und vier strukturellen Formen gesellschaftlicher Beziehungen. Die Staatsform und die Warenform werden als die zwei Grundformen ausgewiesen, während sich die vier strukturellen Formen aus einem unterschiedlichen Verhältnis dieser beiden ergeben (vgl. Novy 2002: 102). Jäger und Springler (2012: 202) veranschaulichen diesen Zusammenhang mit dem Verweis auf die zunehmend kommodifizierten Gesellschaften, in denen die Bereiche der Produktion und Reproduktion von Märkten geregelt werden und De-Kommodifizierung, in der Märkte aus dem gesellschaftlichen Leben zurückgedrängt werden und der Staat die Organisationstätigkeit übernimmt.

Als die vier strukturellen Formen werden das Lohnverhältnis, das Konkurrenzverhältnis, die Geldrestriktion und die ökologische Restriktion ausgemacht (vgl. Becker 2009: 102). Für Becker (2009: 104ff) betrifft das Lohnverhältnis die vertikale gesellschaftliche Konfliktachse und das Konkurrenzverhältnis die horizontale. Geld- und Naturverbrauch verortet er am Beginn und am Ende des Akkumulationsprozesses.

Im Lohnverhältnis befindet sich die nach Becker (2009: 140) als vertikal bezeichnete Konfliktlinie zwischen Kapital und Arbeit. Das Verhältnis entsteht aus der Form der

[12] Je nach theoretischem Hintergrund und analytischer Ausrichtung variiert der Gebrauch des Begriffs institutionell oder strukturell von Autor zu Autor, teilweise werden sie auch synonym verwendet. (Siehe Hüber 1989: 142-146)

Mehrwerterzielung bzw. Mehrwertabschöpfung im Akkumulationsprozess. Es umfasst alle Gesetze, verbindliche Regeln, gesellschaftliche Normen und Verhaltensweisen, die zur Organisation des Einsatzes von Arbeitskraft und ihrer Entlohnung in einer Gesellschaft gelten. Das Lohnverhältnis kann grundsätzlich kompetitiv, also marktförmig, oder koordiniert, also nicht-marktförmig ausgestaltet sein (vgl. Jäger/Springler 2012: 202f).

Das Konkurrenzverhältnis bezieht sich auf die Form der Konkurrenz zwischen den Einzelkapitalien, wobei im gesamtgesellschaftlichen Kontext nicht nur einzelne Kapitalien bzw. Unternehmen, sondern auch andere gesellschaftliche Gruppen in Konkurrenz gesetzt werden (vgl. Becker 2009: 105). Wettbewerb herrscht sowohl zwischen den EigentümerInnen als auch zwischen den ArbeiterInnen. Das Konkurrenzverhältnis gibt Auskunft über den Konzentrationsgrad von Kapital und die Art der Preisbildung (vgl. Novy 2002: 105). Das Verhältnis zwischen inländischem und ausländischem Kapital ist auch Teil des Konkurrenzverhältnisses. „Durch Lohn- und Konkurrenzverhältnis wird mithin eine komplexe Konfliktmatrix aufgespannt." (Becker 2009: 105).

Am Anfang und am Ende des Akkumulationsprozesses stehen jeweils die monetäre und die ökologische Restriktion. Geld ist das zentrale Verallgemeinerungsmedium im Kapitalismus. Es ist die Voraussetzung der Vereinheitlichung sozialer Werte. Der kapitalistische Produktionsprozess ist erst abgeschlossen, wenn die entstandene Ware wieder gegen Geld eingetauscht und somit der Arbeit gesellschaftliche Anerkennung gegeben wurde.

Für die Verwendung von Geld ist stabilisierende Regulation notwendig, da sonst durch die Inflation Gewinne vernichtet werden, steigende Zinsen zur Zahlungsunfähigkeit im Produktionsprozess führen, oder durch Wechselkursanstiege Exportstrategien zunichte gemacht werden können (vgl. Novy 2002: 104). Inflation und Deflation, der Zugang zu Krediten, Wechselkurse und das Ausmaß der Konvertibilität haben einen wesentlichen Einfluss auf die Akkumulationsstrategien und Verteilungsverhältnisse (vgl. Becker 2009: 105).

Die ökologische Restriktion ergibt sich aus der Naturnutzung, wobei hier darauf hingewiesen wird, dass die kapitalistische Produktion eine Inwertsetzung der Natur erfordert, um materielle Grundlagen für den Akkumulationsprozess zu schaffen (vgl. Novy 2002: 106).

Für eine Erfassung des Regulationszusammenhangs über stabile Phasen hinaus führt Becker (2009: 106f) den Begriff des ‚Regulationsdispositivs' ein. Als Regulationsdispositiv ist das heterogene Konstrukt der Elemente der Regulation zu verstehen, die im Gesamtzusammenhang wirken und in bestimmten Räumen bzw. Zeiten zur Synchronität kommen. Innerhalb des Dispositivs ist es möglich Phasen der Stabilität und Instabilität in der Dialektik von Akkumulation und Regulation zu erfassen.

2.3.1.2 Krisenursachen

Eine Krise entsteht aus regulationstheoretischer Sicht dann, wenn die vorhandenen Typen von Regulation sich als unfähig herausstellen, die Reproduktion eines Akkumulationsregimes zu gewährleisten. „Krisen sind so gesehen Übergänge zwischen jeweils zwei spezifischen Akkumulationsregimes und Regulationsweisen.“ (Hübner 1989: 190). Krisen werden somit als Situationen konzeptualisiert, in denen die Existenz von bestimmten historischen Strukturen der kapitalistischen Produktionsweise bedroht ist, wobei nicht unbedingt das kapitalistische System als solches in Frage gestellt wird (vgl. Hübner 1989: 190).

Es wird zwischen drei Krisentypen unterschieden (vgl. Becker 2009: 107ff):

- Krisen aufgrund externer Störungen,
- Kleine/zyklische Krisen,
- Große/strukturelle Krisen.

Externe Störungen, die Krisen auslösen, können Naturkatastrophen, Kriege oder Preisstürze in externen Märkten sein. Krisen dieser Art sind nach Hübner (1989) schwer im regulationstheoretischen Analyserahmen zu fassen, da ihre Auslöser nur bedingt systemischen Charakter haben.

Kleine bzw. zyklische Krisen sind dadurch charakterisiert, dass sie in einem Kontext von stabilisierten Akkumulationsregimen und passenden Regulationsweisen stattfinden. Sie sind Ausdruck von Widersprüchen in der ökonomischen Struktur. Sie passieren zur Bereinigung von Spannungen innerhalb der Regulationsweise und haben keinen systemischen Charakter. Akkumulationsregime und Regulationsweise werden nicht in Frage gestellt. Veränderungen im Akkumulationsregime und in der Regulation finden in einem langsamen Tempo statt (vgl. Hübner 1989: 197).

Große bzw. strukturelle Krisen entstehen dann, wenn sich so starke Widerspruchspotentiale aufbauen, dass sie nicht mehr von kleinen Krisen bewältigt werden können. Es kommt zu einer Unvereinbarkeit der Regulationsformen mit den ökonomischen Prozessen, wobei vor allem die Formen der Regulation betroffen sind, die für die Orientierung der Akkumulation ausschlaggebend sind (vgl. Becker 2009: 108).

Als Hauptaufgabe der Krisenanalyse wird in der Regulationstheorie das Herausarbeiten des dominanten Widerspruchs im Zusammenspiel von Akkumulationsregime und Formen der Regulation angesehen (vgl. Hübner 1989: 197).

Die oben dargestellte regulationstheoretische Typologie ist allerdings als rein definitorisches Klassifizierungsschema zu verstehen, dass erst durch eine konkrete theoretische Zugangsweise der jeweiligen AutorInnen ihre Ausgestaltung finden kann. Diese theoretische Basis unterscheidet sich jedoch nach der spezifischen Ausrichtung der jeweiligen

regulationstheoretischen ÖkonomInnen (vgl. Becker 2009: 108).

Die Regulationstheorie bietet somit keinen allgemeinen Ansatz zur Ursachenforschung von Finanzkrisen, sondern eignet sich vielmehr dazu historisch und räumlich spezifische Akkumulations- und Regulationskonstellationen und die dominanten Widersprüche, die zu Krisen geführt haben, zu identifizieren und zu analysieren. In dieser Hinsicht ist eine allgemeine Aufstellung von Krisenursachen nicht möglich, auch wenn Hübner (1989) einige Bespiele für Krisenauslöser anführt. Externe bzw. interne Schocks können Widersprüche erzeugen, mit denen die etablierte Regulationsweise nicht umgehen kann. Sozio-politische Kämpfe können gesellschaftliche Kompromisse bzw. hegemoniale Interessenskonstellationen aufbrechen, wodurch es zu Veränderungen im Verhältnis zwischen Akkumulation und Regulation kommen kann. Weiters können Krisen aufgrund der allmählichen Erschöpfung des Wachstumspotenzials des Akkumulationsregimes stattfinden (vgl. Hübner 1989: 199).

2.3.1.3 Handlungsanweisungen

Die oben beschriebene Problematik abstrakter Darstellungen von verallgemeinerten Krisenprozessen im Korsett der Regulationstheorie bezieht sich ebenfalls auf die Krisenmanagementmethoden, die seitens der Regulationstheorie ins Feld geführt werden. Um die Überlegungen dieses Ansatzes dennoch darzustellen, wird im Folgenden die regulationstheoretische Methode anhand der Auseinandersetzung regulationstheoretischer AutorInnen mit der Subprime Krise 2007 veranschaulicht:

In ihrer Interpretation von Krisen, bzw. in der Auswahl von Krisentheorien, die seitens der ÖkonomInnen, die der Regulationstheorie zugewandt sind, herangezogen werden, unterscheidet Becker (2009: 108) zwischen marxistischen und keynesianischen Interpretationen.

Einer marxistischen-regulationstheoretischen Interpretation folgend wird die Subprime Krise als Krise der Überakkumulation angesehen. Kapitalakkumulation sei in einem Tempo erfolgt, welches langfristig nicht aufrechterhalten werden konnte. Speziell die Veränderung der Lohnverhältnisse hat zu Ungunsten der ArbeiterInnen ab den 1970er die dem Kapitalismus inhärente Instabilität weiter verstärkt. Die sinkenden Lohneinkommen wurden durch Schuldenaufnahmen kompensiert und somit wurde der Konsum nicht mehr alleine vom realen Sektor, sondern von der Finanzsphäre abhängig gemacht. Die Finanzkrise wird in marxistisch-regulationstheoretischer Interpretation als Ausdruck grundlegender Spannungen konzipiert, die auch im produktiven Sektor zu verorten sind (vgl. Becker 2009: 108f).

Die keynesianisch-regulationstheoretische Interpretation der Krise legt ihr Hauptaugenmerk auf die Finanzsphäre. Hier wird attestiert, dass es zu einer starken Euphorie gekommen ist und sich überzogene Erwartungen bezüglich der Rentabilität entwickelt haben. Diese Erwartungen ließen

die Preise für Finanzaktiva steigen. Veränderungen in der Regulation und in einzelnen Regulierungen haben den finanziellen Expansionsprozess gefördert, wodurch systemische Risiken entstanden. Die hohe Mobilität internationaler Finanzflüsse gewährleistete die Finanzierung der entstehenden Leistungsbilanzungleichgewichte (vgl. Becker 2009: 109f).
Abhängig von der jeweiligen Kriseninterpretation werden unterschiedliche Herangehensweisen zur Verhinderung von Instabilität und krisenhaften Entwicklungen vorgeschlagen.
Seitens marxistischer RegulationstheoretikerInnen wird als Ausweg aus der Subprime Krise 2007 die Notwendigkeit einer grundsätzlichen Neuorientierung im Bezug auf die eingeschlagene Entwicklungsweise gefordert. Keynesianische RegulationstheoretikerInnen legen ihre Akzente mehr auf die Veränderung der Regulation der Finanzmärkte. Die Formen der Regulation, die zur Krise geführt haben, müssten grundlegend infrage gestellt und darüber hinaus eine Regulation geschaffen werden, die einem mäßigen, aber dauerhaften Wachstum zuträglich ist. Elemente, die angeführt werden, sind unter anderem die Korrektur der Verteilungsrelationen. Weiters wird von einer Vereinfachung der Finanzsysteme im Sinne eines Abbaus der jüngeren Finanzinnovationen und einer Reduktion des Profit-Risiko-Niveaus gesprochen (vgl. Becker 2009: 110).

2.3.2 Finanzmarktkapitalismus

Zur Veranschaulichung der Umsetzung der politökonomischen Perspektive im Rahmen der Auseinandersetzung mit einem konkreten Krisenphänomen wird im Weiteren das Konzept des Finanzmarktkapitalismus vorgestellt. Es wird diskutiert, auf welche Weise der Finanzmarktkapitalismus als Erklärungsmuster für die durch die Subprime Krise in den USA 2007 ausgelöste Weltwirtschaftskrise herangezogen werden kann.

2.3.2.1 Zentrale Aussagen

Huffschmid (2007: 21ff) unterscheidet auf Basis des Verhältnisses zwischen Sparen und Investieren zwischen Industriekapitalismus, Reifem Kapitalismus, und Finanzmarktkapitalismus. Im Industriekapitalismus, der durch Untersparen charakterisiert ist, werden die Finanzmärkte durch Unternehmen getrieben, die Geld für Investitionen benötigen. Im Reifen Kapitalismus werden Finanzmärkte durch Unternehmen und reiche Haushalte getrieben, die nach rentablen Anlagemöglichkeiten suchen. Er wird durch Übersparen charakterisiert. Ebenfalls durch Übersparen charakterisiert wird der Finanzmarktkapitalismus. Finanzinvestoren sammeln hier das Kapital der Unternehmen und Haushalte ein und suchen nach rentablen Anlagemöglichkeiten.
Für Windolf (2005: 52) stellt der Finanzmarktkapitalismus eine weitere Stufe in der Evolution kapitalistischer Produktionsregime dar. Der wesentliche Charakterzug des

finanzmarktgetriebenen Kapitalismus besteht darin, dass sich im Vergleich zum industriellen und reifen Kapitalismus das Verhältnis zwischen Unternehmern, die nach Finanzierung suchen, und den Institutionen, die als externe Finanzierungsquellen dienen, umgekehrt hat. Im Industriekapitalismus standen Unternehmen, die Investitionen tätigen wollten, einer Knappheit von Finanzmitteln gegenüber. Das enorme Wachstum der Finanzvermögen hat zu einer Umkehr dieser Konstellation geführt, da nunmehr eine Fülle von Anlage-suchendem Kapital einer relativ kleineren Auswahl an rentablen Anlagemöglichkeiten gegenübersteht (vgl. Huffschmid 2009: 41).

Die Funktion der Finanzmärkte hat sich durch die Veränderung dieser Konstellation grundlegend geändert. Schoder und Pirklbauer (2008) identifizieren drei Grundfunktionen, die Finanzmärkte erfüllen müssen, um zur wirtschaftlichen Prosperität von Volkswirtschaften beizutragen (vgl. Schoder/Pirklbauer 2008: 17ff):

- Finanzierungsquelle für reale Investitionen,
- Gewährleistung des internationalen Handels (Devisenmärkte),
- Absicherung von unternehmerischen Risiken (Derivate[13]).

Die ursprünglich unterstützende Funktion für die Realwirtschaft wurde überschattet von Finanzmärkten, die nun selbst zur Quelle von Profit wurden (vgl. Schoder/Pirklbauer 2008: 24ff).

In dieser Konstellation kommt der finanziellen Dienstleistungsbranche eine zentrale Rolle in der Finanzierung wirtschaftlicher Aktivitäten zu. Nach Windolf (2009: 190f) hat sich eine neue Finanzdienstleistungsklasse ausdifferenziert, die bei Huffschmid (2007: 23) unter dem Begriff FinanzinvestorInnen subsumiert wird. FinanzinvestorInnen sind eigenständige private Unternehmen, die das überschüssige Kapital der Unternehmen und Haushalte sammeln und es mit unterschiedlichen strategischen Ausrichtungen auf den Finanzmärkten anlegen um Profite zu generieren.

Durch die Rekonzentration des Eigentums in ihren Händen wurden sie zu den zentralen AkteurInnen im System. FinanzinvestorInnen können in drei Kategorien eingeteilt werden (vgl. Huffschmid 2007: 26ff):

- Institutionelle AnlegerInnen (Pensionsfonds, Versicherungen, Investmentfonds),
- ‚Private' Verwaltung,
- ‚Alternative' Verwaltungen (Private Equity, Hedgefonds).

Im Jahr 2005 entfielen auf institutionelle InvestorInnen etwa 70% des verwalteten Vermögens weltweit, 28% wurde ‚Privat' durch Banken und deren Vermögensverwaltungen verwaltet und

[13] Als ‚Derivate' werden abgeleitete Finanzprodukte verstanden, die ihren Ursprung in der Risikoabsicherung haben.

2% von ‚Alternativen' Verwaltungen (vgl. Huffschmid 2007: 27).

Der Mechanismus mit dem die FinanzinvestorInnen Kontrolle über das materielle Vermögen einer Gesellschaft erlangen, ist die sogenannte Verbriefung.[14] Dies geschieht durch die Zusammenfassung verbriefter Forderungen zu Fonds, die ihrerseits verbrieft und damit handelbar gemacht werden (vgl. Krüger 2008: 34). Das so gebündelte Kapital wird in Aktiengesellschaften oder synthetischen Kreditprodukten angelegt. Das Vermögen wird somit verdoppelt, denn es existiert einmal in konkret-materieller Form, aber auch als Wertpapier, das jederzeit gekauft und verkauft werden kann (vgl. Windolf 2009: 191).

Der ausschlaggebende Mechanismus, der die Handlungen der FinanzinvestorInnen vorantreibt, ist die gegenseitige Konkurrenz um das Geld der VermögensbesitzerInnen. Als wichtigster Konkurrenzparameter sind die Renditeversprechungen zu qualifizieren. Windolf (2009: 192f) bezeichnet die hohen Renditeversprechen und damit die hohen Renditen, die Fonds erwirtschaften, letztlich als Konsequenz des konkurrenzgetriebenen Marktprozesses. Dieser hat sich durch die fortschreitende Internationalisierung der Finanzmärkte noch verstärkt, sodass mit der Größe des Marktes auch die Konkurrenz gestiegen ist.

Die Konkurrenz zwischen Banken lässt die Kreditzinsen sinken. Das führt zu einer erhöhten Aufnahme von Krediten und dadurch zu einer weiteren Aufblähung des gesamten Finanzvermögens. Der Konkurrenzdruck zwischen den Fonds wird auf die Unternehmen übertragen, deren Aktienausschüttungen die Renditeversprechen der Fonds ihren GeldgeberInnen gegenüber finanzieren müssen.

Huffschmid (2009: 42) hebt drei Strategien der FinanzinvestorInnen hervor, die genutzt werden um Gewinne zu erzielen:

- Die erste Strategie besteht darin, Druck auf die Unternehmen auszuüben, in die sie investiert haben, um deren Unternehmenskultur in Richtung einer EigentümerInnenorientierung (höhere Dividendenausschüttungen, Unternehmenspolitik zur Aktienkurssteigerung) zu verändern.
- Die zweite Strategie bezieht sich auf die Beeinflussung der politischen Rahmenbedingungen. Es wird Druck zur steuerlichen Entlastung und zur Privatisierung ausgeübt.
- Die dritte Strategie betrifft die Finanzspekulation. Es wird dann von Spekulation gesprochen, wenn ein Finanztitel allein mit der Absicht gekauft wird, ihn später gewinnbringend zu verkaufen, ohne dass dabei aus dem Besitz ein Nutzen gezogen wird (vgl. Hott 2004: 10f).

[14] Unter Verbriefung ist die Schaffung von handelbaren Wertpapieren aus Forderungen auf Zahlungsströme jedweder Art zu verstehen.

Dem Finanzkapitalismus inhärent ist eine stetige Steigerung des systemischen Risikos, ausgelöst durch die hohen Renditeansprüche. Denn um hohe Renditen generieren zu können, muss mehr Risiko eingegangen werden. „Je höher die Renditeforderungen, umso riskantere Strategien und Innovationen muss das Unternehmen verfolgen, um die Forderungen der Fonds-Manager zu erfüllen." (Windolf 2009: 194). Weiters wird eine Trennung zwischen Eigentum und Risiko im Verhältnis der GeldgeberInnen zu den VermögensverwalterInnen vorgenommen. Dies bringt Anreize höhere Risiken einzugehen mit sich, da die VerwalterInnen des Vermögens das Risiko ihrer Entscheidungen ultimativ nicht selber tragen müssen.

Das eingegangene Risiko versuchen die FinanzinvestorInnen durch verkürzte Haltungsdauern zu kompensieren. Die Möglichkeit, die jeweiligen Wertpapiere bei entsprechendem Bedarf in Liquidität umzuwandeln, verringert die Abhängigkeit vom Verlauf der tatsächlichen Investition. Investitionsvorhaben müssen nicht mehr auf Basis einer langfristigen Risikoanalyse getätigt werden. Stattdessen kann das Ausfallsrisiko durch den Verkauf an eine/n andere/n MarktteilnehmerIn weitergeben werden.[15] Im internationalen Kontext wird versucht Risiko durch globale Diversifikation zu vermindern. Dies schlägt sich in den Portfolioentscheidungen nieder und führt für die/den Einzelnen zu einer Verringerung des Risikos, für das Gesamtsystem wird das Risiko aber durch potentielle Ansteckungseffekte wesentlich erhöht (vgl. Windolf 2009: 194).

Windolf (2005) sieht im Übergang zum Finanzmarktkapitalismus eine weitere Rationalisierung des Systems, wobei er unter Rationalisierung „[...] die Öffnung von Marktchancen, die Professionalisierung des ökonomischen Systems und die Versachlichung von Herrschaftsbeziehungen [...]" (Windolf 2005: 53) versteht.

Im Finanzmarktkapitalismus hat die zunehmende Öffnung von Marktchancen auf internationaler Ebene in den globalen Finanzmärkten stattgefunden, wobei die Auswirkungen von Windolf (2005: 53) als paradox beschrieben werden, da sie eher zu einer Zunahme sozialer Ungleichheit geführt haben als im Sinne der propagierten Liberalisierungsvorteile Zugewinne für alle gesellschaftlichen Ebenen zu generieren.

Die Kontrolle der FinanzinvestorInnen über die Unternehmen ist zusehends abstrakter, sachlich und anonym geworden, da sie nicht mehr als persönliche Abhängigkeit konstruiert wird, sondern unter Berufung auf anonyme Marktkräfte. Die FinanzinvestorInnen, in diesem Fall die KontrolleurInnen der Unternehmen, unterliegen aber den gleichen Kontrollmechanismen des Marktes. Sie reproduzieren somit durch ihre Handlungen ein System, in dem sie als AkteurInnen selbst kontrolliert werden (vgl. Windolf 2005: 54).

[15] Bei Anleihen wäre dieser Zeitpunkt das Fälligkeitsdatum, bei Aktien die Dividendenausschüttung.

2.3.2.2 Krisenursachen

Huffschmids (2009: 38ff) Ansatz zur Ursachenforschung der Finanzkrise kombiniert akkumulationstheoretische Überlegungen, die sich mit der Anhäufung von Finanzkapital im internationalen Finanzsystem auseinandersetzen, mit einer politischen Analyse der neoliberalen Gegenreform ab den 1980er Jahren, die als Ursache für die Akkumulationsdynamik herausgearbeitet wird. Diese zwei Überlegungen verortet er im historischen Kontext des Finanzmarktkapitalismus.

Zur Veranschaulichung der akkumulationstheoretischen Überlegungen dient eine Analyse der langfristigen Tendenzen der kapitalistischen Entwicklung seit den 1970ern. Laut Huffschmid (2009: 37) kam es während dieser Zeit zu einem drastischen Anstieg des weltweiten nominellen Finanzvermögens im Vergleich zum Wachstum des Weltsozialprodukts. Diese Konstellation wird als strukturelle Überakkumulation bezeichnet.

Unter struktureller Überakkumulation von Kapital ist eine Dynamik zu verstehen, bei der sich über eine bestimmte Entwicklungsperiode die reproduktive Akkumulation verlangsamt und gleichzeitig die Akkumulation von Geldkapital beschleunigt. In diesem Prozess koppeln sich produktives und fiktives Kapital mehr und mehr voneinander ab (vgl. Krüger 2008: 22ff).

Das Spannungsverhältnis, welches durch diese Dynamiken entsteht, ist deshalb instabilitätsfördernd, da das entstandene Finanzvermögen in Anlageformen fließt, deren Renditen durch Zinsen, Dividenden oder Renten letztlich in der realwirtschaftlichen Wertschöpfung generiert werden müssen. „Wenn die Ansprüche auf Gewinne aber langfristig schneller steigen als die Wertschöpfung, entsteht eine kritische Lage, die als strukturelle Überakkumulation bezeichnet werden kann [...].“ (vgl. Huffschmid 2009: 38).

Die Abschwächung der reproduktiven Akkumulation und Wertbildung sowie die Bewegung des Finanzkapitals bedingen die Verselbstständigung. Von Krüger (2008: 26) wird dies als allgemeine Tendenz der kapitalistischen Produktionsweise beschrieben. Diese kommt dann zum Tragen, wenn die durchschnittliche Profitrate aus dem produktiven Sektor in die Nähe des durchschnittlichen Zinssatzes auf Finanzveranlagungen sinkt. Dies ist kapitalismusinhärent, da die Wirtschaftsdynamik in der reproduktiven Kapitalakkumulation tendenziell im Laufe der Zeit zurück geht, während die Dynamik der Geldkapitalbildung auch bei starkem realwirtschaftlichen Wachstum rasch zunimmt.

Da die Höhe der Gewinnansprüche die der tatsächlichen Gewinne aus realem Wachstum überschreiten, müssen alternative Möglichkeiten gesucht werden um den Gewinnansprüchen gerecht zu werden. Huffschmid (2009) identifiziert die Erschließung neuer Märkte, die Umverteilung von Löhnen zu Profiten, Spekulation und Entwertung als Mechanismen der Kapitalverwertung in einer Situation der strukturellen Überakkumulation.

Die Erschließung neuer Märkte wird international durch Globalisierungsanstrengungen vorangetrieben, national durch Privatisierungen. Durch Rationalisierung und Intensivierung von Arbeit kann der Anteil der Löhne an der Wertschöpfung zu Gunsten der Profite verringert werden, wodurch die überproportional gewachsenen Gewinnansprüche bei gleichbleibender Gesamtwertschöpfung getilgt werden können. Durch Spekulation bzw. die Manipulation von Finanzvermögen mit Hilfe von Finanzmarktinstrumenten kann Wachstum auf den Finanzmärkten erzeugt werden. Die Entwertung im Zuge von Krisen ist die letzte Form der Verwertung des aufgeblähten Kapitals. Das Platzen von Finanzblasen ist hierfür ein Beispiel. Allerdings betont Huffschmid (2009: 38) in diesem Kontext, dass diese Art der Entwertung auch nur eine temporäre Lösung darstellt, da sie zu einem Tiefpunkt führt, an dem der Akkumulationsprozess wieder von Neuem beginnt.

Langfristig lässt sich eine Situation der strukturellen Überakkumulation nur aufrecht erhalten, wenn trotz gesteigerter Finanzkapitalmasse gleichzeitig ausreichend Profitmöglichkeiten vorhanden sind, in die das Kapital angelegt werden kann. Die Schaffung derartiger Profitmöglichkeiten entsteht nach Huffschmid (2009: 41) nicht aufgrund von wirtschaftlicher Logik, sondern aufgrund von sozialen und politischen Machtverhältnissen.

In der Beschreibung der strukturellen Überakkumulationssituation im internationalen Finanzsystem, die in die Finanzkrise 2007 mündete, führt sowohl Huffschmid (2009) als auch Krüger (2008) die neoliberale Gegenreform in Gestalt von ‚Thatcherismus' bzw. ‚Reaganomics' (angebotsseitige Wirtschaftspolitik) an. Die Überakkumulation wird nicht mit dem industriellen Niedergang der sogenannten westlichen Industrieländer begründet, sondern findet ihre Ursache im Übergang zum Finanzmarktkapitalismus (vgl. Krüger 2008: 29).

Die Zeit der neoliberalen Gegenreform ist durch die Umverteilung von Löhnen zu Gewinnen, Privatisierung und der Liberalisierung der Kapitalmobilität geprägt. Die Umverteilung des Volkseinkommens von Löhnen zu Gewinnen und damit auch das allgemeine Wachstum der Ungleichheit in den kapitalistischen Volkswirtschaften ab Mitte der 1970er wird auf die Verschiebung der Kräfteverhältnisse zurückgeführt - weg von der Arbeit hin zu Kapital und seinen Organisationen (vgl. Huffschmid 2009: 41). Die zunehmende Ungleichverteilung von Einkommen bewirkte, dass es zu einer enormen Konzentration von Vermögensbeständen kam. „Wir haben es mit einem ständig anwachsenden Pool an vagabundierendem Kapital zu tun, hinter dem keine unternehmerische Aktivität mehr steht […]." (Windolf 2009: 190)

Die Privatisierungsanstrengungen, speziell im Bereich der Alterssicherungssysteme, haben zu einer immensen Aufblähung des Finanzvermögens geführt. Die Theorie der Kapitalmarktinflation von Toporowski (2000) beschäftigt sich im Speziellen damit, wie die Aufblähung der Finanzmärkte durch „[…] the policy of diverting pension fund contributions

from payment of current pensions to ‚funding' the purchase of stock market assets […]" (Toporowski 2000: 8) vorangetrieben wurde. Toporowski (2000: 49ff) geht davon aus, dass kapitalgedeckte Pensionssysteme der Hauptgrund für das stetige Anwachsen der Vermögen auf den Finanzmärkten der westlichen Industrienationen seit den 1970ern sind.

Die Umstellung von umlagefinanzierten zu kapitalgedeckten Alterssicherungssystemen ist für Huffschmid (2009) keine ökonomische Entscheidung, sondern beruht allein auf dem Interesse der Finanzindustrie neue Märkte für ihre Verwertungsstrategien zu erschließen.[16]

Huffschmid (2009) identifiziert die Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs als grundlegendes Element der neoliberalen Gegenreform, da hierdurch das Kapital mit enormem „[…] Drohpotenzial gegenüber Arbeitskräften, Gewerkschaften, Unternehmen und Regierungen […]" (Huffschmid 2009: 42) ausgestattet wurde. (siehe Kapitel 2.3.3)

2.3.2.3 Handlungsanweisungen

Als Maßnahme gegen die Entstehung von Finanzmarktkrisen im Kontext des Finanzmarktkapitalismus wird von Huffschmid (2009) „[...] eine umfangreiche und international koordinierte Re-Regulierung der Finanzmärkte, eine bessere Aufsicht über Banken und andere Finanzinstitute [...]" (Huffschmid 2009: 43) speziell zur Verhinderung von Spekulation gefordert. Die Verhinderung der Spekulation zielt darauf ab, die Verselbstständigung der Geldakkumulation von der realwirtschaftlichen Wertschöpfung zu unterbinden und damit die Entstehung einer strukturellen Überakkumulationssituation zu verhindern.

Als vorgeschlagene Instrumente sind beispielsweise Kapitalverkehrskontrollen und die Einführung bzw. Erhöhung von Steuern (auf Devisentransaktionen, Börsenumsätze etc.) anzuführen. Die internationale Aufsicht muss für die Verhinderung von Krisen derart gestärkt werden, dass Verbote von bestimmten Finanzprodukten bei Bedarf möglich sind, Transaktionen untersagt und verpflichtende Registrierungen und Kontrollen von FinanzmarktakteurInnen umgesetzt werden können (vgl. Krüger 2008: 37).

Für Krüger (2008) müssen im Kontext der strukturellen Überakkumulation, die zur Subprime Krise 2007 geführt hat, die noch bestehenden Finanzvermögensbestände einer kontrollierten Abwertung unterzogen werden. Um die Stabilität des Finanzsystems zu fördern, muss Zentralbankenpolitik über Inflationsbekämpfung und Wechselkursstabilisierung hinaus betrieben werden. Zentralbanken müssen für Krüger (2008) eine „[...] aktive Unterstützung der staatlichen Konjunktur- und Strukturpolitik [...]" (Krüger 2008: 38) betreiben.

Diese geld-, finanz- und währungspolitischen Ansätze müssen durch eine breite Front von

[16] Für einen Überblick zu den Argumenten der Entscheidungshintergründe bezüglich der zwei Alterssicherungssysteme siehe Beigewum (2005: 132ff).

Gegenmaßnahmen ergänzt werden. Eine Veränderung der Verteilungsverhältnisse zu Gunsten des Arbeitseinkommens, ein Privatisierungsstopp der Sozialsysteme und eine Demokratisierung der Unternehmensverhältnisse und der Wirtschaft im Allgemeinen werden als essentiell für die Verhinderung zukünftiger Finanzmarktkrisen angesehen (vgl. Huffschmid 2009: 43).

2.3.3 Exkurs Finanzmarktliberalisierung und Instabilität

Internationale Finanzmarktliberalisierung wurde speziell im Kontext der neoliberalen Gegenreform ab den 1970er Jahren als Politik präsentiert, die Wirtschaftswachstum fördern, Effizienz steigern und Risiko reduzieren würde. Dies deshalb da liberalisierte Finanzmärkte den Kapitalfluss von Industrie- in Entwicklungsländer gewährleisten würden, weil in letzteren die Grenzerträge für Investitionen aufgrund der Knappheit von Kapital als höher angenommen wurden. Weiters würde Liberalisierung zur Systemstabilität beitragen, weil Länder ihre Finanzquellen so leichter diversifizieren könnten (vgl. Ocampo/Spiegel/Stiglitz 2008: 3).

Eatwell (1997: 12ff) attestierte in seiner Reflexion der Liberalisierungsprozesse der 1980er und 1990er das Ausbleiben dieser positiven Effekte. Nach seinen Ergebnissen ist es während des Zeitraums der vorangetriebenen Liberalisierung zu einer Entschleunigung des Wachstums gekommen. Die internationalen Netto-Kapitalflüsse gingen in die kapitalreichen Länder. Die Diversifikation des Risikos durch Finanzinnovation erhöhte das Risiko im Gesamtsystem, da die Komplexität der geschaffenen Finanzprodukte mit erheblichen Informationsproblematiken verknüpft war.

Für Huffschmid (2002: 164) besteht ein direkter Zusammenhang zwischen der Zunahme der Instabilität von Finanzsystemen und Finanzkrisen mit der politischen Deregulierung des Finanzsektors und der Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs.

Ocampo et al. (2008: 4) führen dies darauf zurück, dass Marktwirtschaften ohne staatliche Interventionen generell ihr Wachstumspotential nicht ausnützen können. Dies sei deshalb so, weil eine zentrale Aufgaben öffentlicher Intervention die Bekämpfung von Schocks und schwachen Wirtschaftsleistungen, sowie die Schaffung sozialer Sicherungssysteme zur Abfederung von Folgen wirtschaftlicher Schocks ist. Eine Politik der finanziellen Liberalisierung verändert diesen Zusammenhang, da sich Finanzkrisen in einem liberalisierten System anders als in einem System mit weit reichenden Regulationen auswirken. Finanzmarktliberalisierung „[...] affects both the nature of the shock the economy experiences and the way the economy responds to shocks.“ (Ocampo/Spiegel/Stiglitz 2008: 4)

Die Rationalität hinter staatlichen Interventionen in Finanzmärkte liegt in der Verhinderung von Marktversagen verschiedenster Formen. Ocampo et al. (2008: 4f) unterscheiden zwischen generellem makroökonomischem Marktversagen, Problemen aufgrund von Externalitäten,

Problemen aufgrund von Koordinationsfehlern, sowie der Unvollkommenheit von Märkten für Risiko.

Generelles makroökonomisches Marktversagen im Finanzmarktkontext kann auf verschiedene Dynamiken zurückgeführt werden: auf die Irrationalität bzw. die irrationalen Übertreibungen der Akteure, die sich durch Herdenverhalten verstärken (siehe Kapitel 2.1.3); auf Informationsasymmetrien (siehe Kapitel 2.1.2); auf die endogene Instabilität der Dynamiken von Finanzmärkten und daraus resultierende Blasenbildung (siehe Kapitel 2.2.1); Ansteckungen durch internationale Zusammenhänge (siehe Kapitel 2.2.2).

Im Zusammenhang mit liberalisierten Finanzmärkten entstehen spezifische Probleme durch Externalitäten[17] und Koordinationsprobleme (vgl. Ocampo/Spiegel/Stiglitz 2008: 9ff). Durch Kapitalzuflüsse in und Abflüsse von Kapital aus einem Land entstehen Preisexternalitäten. Kapitalzuflüsse bedingen den Anstieg von Wechselkursen und wirken sich somit auf Exporteure aus. Kapitalabflüsse senken den Wechselkurs und führen zur relativen Steigerung des Werts von gehaltenen Auslandsschulden. Quantitative Externalitäten entstehen speziell durch Kapitalabflüsse. Bekämpfung von sinkenden Wechselkursen im Zuge von Kapitalabzug kann seitens der Zentralbank durch Zinssteigerungen erfolgen. Dies bewirkt ein reduziertes Angebot an Kapital, welches zu Kreditrationalisierung führen kann (vgl. Ocampo/Spiegel/Stiglitz 2008: 10).

Koordinationsprobleme entstehen vor allem in einer Situation der Kapitalflucht. Durch Liberalisierung des Kapitalverkehrs können AnlegerInnen jederzeit ihr Kapital aus den jeweiligen Märkten abziehen. Wenn dies gleichzeitig und in großem Maßstab geschieht, wird von Kapitalflucht gesprochen. Kapitalflucht wirkt krisenverstärkend, da so Preisverfall beschleunigt wird, und sie wirkt sich negativ sowohl auf die betroffenen Märkte als auch auf die InvestorInnen als Gesamtheit aus. „Since the markets usually rebound afterwards, investors would have been better off collectively if they had left their funds in the country." (Ocampo/Spiegel/Stiglitz 2008: 11).

Besonders im Kontext von dünnen Finanzmärkten[18] sind die negativen Auswirkungen von Liberalisierungsprozessen verstärkt spürbar. Diese Märkte sind durch hohes Risiko, hohe Volatilität und Ineffizienz gekennzeichnet. Hier führt Liberalisierung zu einer Verschlechterung von Effizienz, denn Liberalisierung benötigt zunächst starke und stabile Finanzinstitutionen, um

[17] Unter dem Begriff der Externalität versteht man Effekte, die für Außenstehende aufgrund von ökonomischen Handlungen entstehen. Sie können positiv oder negativ sein. Negative Externalitäten beschreiben Kosten, die in einer ökonomischen Handlung entstehen, aber nicht durch den Verursacher bezahlt werden müssen. Ein Beispiel hierfür ist Umweltverschmutzung.

[18] Ein Markt wird als ‚dünn' oder ‚eng' bezeichnet, wenn nur wenige Akteure auf ihm Handel treiben. Es passieren wenige Transaktionen und das Umschlagsvolumen ist gering. Dadurch wirken sich Schwankungen umso stärker aus.

überhaupt das Potenzial zu besitzen positiv auf die Allokationseffizienz zu wirken (vgl. Ocampo/Spiegel/Stiglitz 2008: 12ff).

Der Zusammenhang zwischen Finanzmarktliberalisierung und Instabilität in der Kapitalbilanz ergibt sich vor allem aufgrund von kurzfristigen internationalen spekulativen Kapitalflüssen. Diese entstehen im internationalen Kontext aufgrund der prozyklischen Tendenz von unregulierten Finanzflüssen, die dem kurzfristigen Zeithorizont von Investitionen durch Finanzmarktakteure zugrunde liegen (siehe Kapitel 2.3.2). Als eine Ausnahme werden ausländische Direktinvestitionen angeführt, da sie grundsätzlich in feste Kapitalanlagen fließen und somit für längere Zeit gebunden sind. Trotz dieser langfristigeren Ausrichtung sind ausländische Direktinvestitionen auch prozyklischer Natur, da sie verstärkt in Expansionszeiten getätigt werden (vgl. Ocampo/Spiegel/Stiglitz 2008: 19f).

Ocampo et al. (2008: 29) sprechen Interventionen auf bzw. der Regulation von Finanzmärkten eine tragende Rolle in deren Stabilisierung zu. Ziel solcher regulatorischen Eingriffe ist die Stabilisierung von Volatilität, die durch kurzfristige Kapitalflüsse ausgelöst wird; die Erhöhung der Vielfalt der politischen Instrumente, mit denen die EntscheidungsträgerInnen Instabilität verhindern; die Steigerung ökonomischer Effizienz und Verringerung von Volatilität durch Kapitalverkehrskontrollen; die Verhinderung von langfristigem Kapitalabzug.

Kapitalverkehrskontrollen können quantitäts- bzw. preisbasierte Regulationen beinhalten. Unter quantitätsbasierte Kapitalverkehrskontrollen fallen eine ganze Reihe von Instrumenten, wie die administrative Restriktionen bezüglich Währungsungleichgewichten, Laufzeitrestriktionen für Auslandskredite, Beschränkungen bezüglich des Endverbrauchs von Auslandskrediten etc. gelten. Für AusländerInnen können Grenzen gesetzt werden wie viele Schulden sie in der lokalen Währung aufnehmen dürfen, oder ob und welche direkte Restriktionen für sie bezüglich Portfolioverschiebungen gelten, etc. Preisbasierte Regulationen können Steuern auf Kapitalzuflüsse und Abflüsse bzw. das Anlegen von zinslosen Reservedepots für die Periode der Investitionstätigkeit in einem Land sein (vgl. Ocampo/Spiegel/Stiglitz 2008: 30).

Finanzmarktinterventionen sind dann am effektivsten, wenn „[…] they segment the domestic capital market from international markets and capital flows.“ (Ocampo/Spiegel/Stiglitz 2008: 33). D’Apice und Ferri (2010) weisen darauf hin, dass Liberalisierungsprozesse adäquat gelenkt werden müssen. Innerhalb anfälliger Finanzsysteme gibt unkontrollierte Liberalisierung Anreize für die exzessive Aufnahme von Risiko. Speziell die Entstehung von faulen Krediten, sowie eine Destabilisierung der Banksysteme werden in diesem Kontext angesprochen: „[…] it is essential that capital flows are intermediated by solid banking systems operating in efficient legal contexts.“ (D’Apice/Ferri 2010: 16).

3 Transformationsprozess der Volksrepublik China

3.1 Politische und Wirtschaftliche Transformation

3.1.1 Transformation und Liberalisierung

Der Begriff ‚Transformation' beschreibt im Allgemeinen „[...] einen Prozess des umfassenden Wandels von Gesellschaften, in denen sich sowohl Basisinstitutionen der Politik, als auch der Wirtschaft verändern [...]." (Segert 2007: 5). Derartige Transformationsprozesse können anhand von fünf Dimensionen analysiert werden, die Aufschluss darüber geben, welcher Natur die Veränderungen sind, die im Zuge des Systemtransformationsprozesses von Statten gehen: die ideologische, politische, rechtliche, soziale und ökonomische Dimension (vgl. Guo 2000: 4).

Obwohl alle Dimensionen zum Verständnis des Transformationsprozesses in China beitragen und jede Dimension auch in der Sphäre des Finanzsystems eine Rolle spielt, werden in dieser Abhandlung zur Volksrepublik China speziell die ökonomische und die politische Dimension des Transformationsprozesses besprochen. Im Zentrum der Betrachtung steht also der politisch gesteuerte Übergang von staatlich gelenkter Planwirtschaft hin zu einem marktwirtschaftlich geprägten Wirtschaftssystem. Die ideologischen, rechtlichen und sozialen Dimensionen der Transformation bilden die Rahmenstruktur für die Funktionalität des Finanzsystems. Die politische Dimension beschäftigt sich mit dem Zusammenhang zwischen den staatlichen Instanzen und der KPCh und deren Lenkfunktion im Transformationsprozess. Die ökonomische Dimension beschreibt die direkten Eingriffe und Umgestaltungsmaßnahmen, die an dem Wirtschaftssystem des planwirtschaftlich organisierten Staates vorgenommen wurden, um ihn in Richtung eines marktwirtschaftlichen Wirtschaftssystems zu verändern.

Von wirtschaftlichen Liberalisierungsprozessen kann dann gesprochen werden, wenn die Reformen im Kontext von Systemtransformationen als ein „[...] process of movement towards a market economy and all the efforts designed to bring the economy to be competitive and market-oriented [...]" (Guo 2000: 162) verstanden werden können. „The basic strategy for moving from economic planning to a market system has been the gradual liberalization of economic activities [...]." (Woo 1998: 157). Nach Thieme (2007: 44) müssen folgende Veränderungen in einem Planwirtschaftssystem vollzogen werden, um von einem Transformationsprozess in Richtung eines marktwirtschaftlichen Systems sprechen zu können:

1. Dezentralisierung der wirtschaftlichen Entscheidungen durch Auflösen der Planungsbürokratie und Brechen des staatlichen Eigentumsmonopol durch Privatisierung,
2. Abschaffung des Festpreissystems und Aufbau von Märkten und Wettbewerb, wodurch sich Marktpreise bilden,
3. Überführung des Monobankensystems in ein doppelstufiges Banksystem (Notenbank und Geschäftsbanken),

4. Neugestaltung der Fiskalpolitik durch Anpassung des Steuersystems an die Regeln von Marktprozessen,
5. Auflösung des staatlichen Außenwirtschaftsmonopols durch Liberalisierung des Waren-, Dienstleistungs- und Kapitalverkehrs,
6. Herstellung der Konvertibilität der Währung; Einführung der Rechtsstaatlichkeit in Bezug auf Eigentumsrechte und individuelle Entscheidungsspielräume.

Wichtig bei der Analyse von Transformationsprozessen ist die Tatsache, dass diese nicht im Sinne einer diametralen Gegenüberstellung von Planwirtschaft und Marktwirtschaft - also als Entwicklungsprozess von einem vollständig ausgebildeten System in ein anderes - erfasst werden können. „Stattdessen ist ein facettenreicher Übergang von Mischform zu Mischform zu beobachten." (Segert 2007: 7). Aufgrund dieses Umstands der dynamischen und multifaktoriellen Natur der Prozesse und der definitorischen Unschärfe der Begriffe, die die Ausgangsform (Planwirtschaft) und Zielform (Marktwirtschaft) der Transformation beschreiben, ist eine exakte Kategorisierung des Ist-Zustandes der in Transformation begriffenen Volkswirtschaft ein umkämpftes Feld (siehe Kapitel 3.1.5).

3.1.2 Der politische Transformationsprozess

Die Volksrepublik China (VR China) ist als ein Einparteiensystem zu charakterisieren. Die Kommunistische Partei Chinas (KPCh) kontrolliert die politische Willensbildung (vgl. Heilmann 2004). Sie wurde 1921 gegründet, etablierte 1949 die VR China und ist heute die größte politische Organisation der Welt mit mehr als 73 Millionen Mitgliedern (vgl. Li/Christensen 2010: 187).

Die Möglichkeit zur Mitwirkung an der politischen Entscheidungsfindung ist für die Mehrheit der Mitglieder der Partei sehr begrenzt. Sie findet in den Leitungsgremien und in „[…] vielschichtigen informellen Beziehungsgeflechten in Partei und Regierung statt […]" (Heilmann 2004: 38) wobei der ständige Ausschuss des Politbüros die Spitze des Entscheidungskerns bildet. Trotz der Dominanz der KPCh innerhalb des chinesischen Staatsapparates, können Staat und Partei nicht synonym verwendet werden. Die Partei existiert innerhalb des staatlichen Gebildes als Parallelstruktur. Es bestehen zwar personelle wie auch organisatorische Überschneidungen, speziell im Zuge des Transformationsprozesses wurde jedoch eine Ausdifferenzierung der jeweiligen Aufgabenbereiche vorangetrieben. Diese sind derart geteilt, dass der Partei die Kontrolle über die Politikgestaltung und die politische Erziehung der Bevölkerung zufällt, während der Staatsapparat für die direkte, bürokratische Implementierung der von der Partei vorgegebenen Linie zuständig ist (vgl. Moody 1989: 183ff).

Die KPCh bzw. die chinesische Regierung behielt während des gesamten

Transformationsprozesses die Kontrolle über die Wirtschaft. Viele der großen Unternehmen befinden sich weiterhin in Staatsbesitz. Die Regierung übt eine strenge Kontrolle über die Geld- und Fiskalpolitik aus und interveniert oft und tiefgreifend im Wirtschaftsprozess (vgl. Ma/Tian 2012: 57).

In historisch-chronologischer Perspektive beschreibt Heilmann (2004) eine Abfolge von Führungsgenerationen seit Gründung der VR China, welche jeweils durch Führungskader mit unterschiedlichen politischen Orientierungen zu charakterisieren sind (vgl. Heilmann 2004: 47). In der ersten Generation wird die Führungselite von den Revolutionären gestellt, Mao Zedong ist hier als dominierender Politiker zu nennen. Die zweite Generation, hinter der zentralen Führungspersönlichkeit Deng Xiaoping, leitete den Transformationsprozess ab 1978 ein. Wirtschaftlicher Erfolg steht im Zentrum der politischen Anstrengungen, dabei sind zum Teil auch politisch liberalere Reformer in den Reihen dieser Führungsgeneration zu finden. Diese verloren allerdings mit dem Tiananmen Vorfall 1989 an Gewicht.[19] Ab 1989 wird von der dritten Generation gesprochen, die durch den Aufstieg der Technokraten geprägt ist. Als dominierende Persönlichkeit wird Jiang Zemin gesehen, der die Führungsrolle nach dem Tod Dengs 1994 übernahm. Die Machtübernahme der vierten Generation wird mit 2002 datiert. Hu Jintao gilt hier als dominierender Politiker (vgl. Heilmann 2004: 46ff). Der rezenteste Wechsel in den Führungsriegen fand 2013 mit der Übernahme des Präsidentenamtes durch Xi Jinping statt. Diese Führungsgeneration wird auch als Kronprinzen-Generation bezeichnet, da sie sich aus den Kindern der alten Führungseliten bildete (The Economist 2012).

Ab der dritten Generation spricht Heilmann (2004) davon, dass sich die Führungsschicht „[…] durch ein hohes Bildungsniveau und auch eine zeitweise überraschend große Experimentier- und Reformbereitschaft im wirtschaftlichen und administrativen Bereich […]“ (Heilmann 2004: 39) auszeichnet.

Die KPCh ist jedoch nicht als einheitlicher Block zu konzipieren, sondern vereint in sich verschiedene Strömungen der Willensbildung im Land. Als die zwei dominanten Strömungen macht ten Brick (2013: 262) eine populistische Koalition und eine elitistische Gruppierung aus, die in einem System von ‚checks and balances’ um die Vorherrschaft ringen, wobei sich ihre politische Strategie und ideologische Grundeinstellung nicht fundamental unterscheiden. Die populistische Gruppe rekrutiert sich aus Personen der ehemaligen Kommunistischen Jugendliga, die einen sozialen Aufstieg hinter sich haben. Die elitistische Gruppe besteht aus Nachkommen hoher Parteiführer (Kronprinzen), deren Macht sich auf die reichen Küstenregionen, vor allem Shanghai stützt.

[19] Unter dem Tiananmen Vorfall 1989 wird die Niederschlagung einer friedlichen Protestbewegung mit demokratischen Forderungen durch das Militär verstanden. (Siehe Saich 2004: 70ff).

Die Art und Weise, wie politische Entscheidungsfindung funktioniert, hat sich nach Heilmann (2004: 42) auch im Zuge des Transformationsprozesses stark verändert. Im Wesentlichen wurden im Vergleich zur Zeit Maos und Deng Xiaopings die hierarchischen und personalisierten Entscheidungsstrukturen aufgeweicht. Jedoch muss zwischen den Entscheidungsfindungsprozessen im Normalmodus und im Krisenmodus unterschieden werden.
Im Normalfall ist die Entscheidungsfindung speziell seit der dritten Generation geprägt durch Konsensbildung, die auf langen Konsultationsverfahren, Überzeugungsarbeit und Allianzbildung basiert. Fachleute und externe Politikberater werden bei der Entscheidungsfindung hinzugezogen, es kommt zu einer Beteiligung verschiedener innerstaatlicher Akteure und administrative Kompetenzen werden auf untere Regierungsebenen verlagert. Weiters werden vielfältige Formen internationaler Zusammenarbeit angestrebt (vgl. Heilmann 2004: 43). Im Krisenmodus wiederum kommt es zu einer abrupten Zentralisierung der Entscheidungsprozesse, die von einzelnen Führungspersönlichkeiten dominiert werden. Willensbildung findet personalisiert und oft auch aufgrund ideologischer Überzeugungen statt. Im Sinne einer Dekretierung verfügt bis zum Ende des jeweilig wahrgenommenen Bedrohungsszenarios die Parteispitze über alle Entscheidungsgewalt (vgl. Heilmann 2004: 42ff).
Die KPCh hat seit ihrer Machtübernahme eine außerordentliche Fähigkeit zur Anpassung an veränderte politische und wirtschaftliche Gegebenheiten sowohl auf nationaler als auch internationaler Ebene präsentiert. Li und Christensen (2010: 187ff) sprechen in diesem Zusammenhang im Besonderen drei Krisen an, in denen die KPCh ihre Herrschaftslegitimität aufrechterhalten konnte: Die Kulturrevolution von 1966-1976, die Einleitung des kapitalistischen Transformationsprozesses mit der Politik der Reform und Öffnung ab Ende der 1970er und der Tiananmen Vorfall von 1989.
Die Kulturrevolution war eine von Mao Zedong initiierte politische Kampagne, die offiziell die von Mao verlorengeglaubten Ideale der chinesischen sozialistischen Revolution wiederbeleben sollte, wobei die Sicherung der Machtposition Maos innerhalb der Partei von entscheidender Bedeutung war.[20] Die chaotischen, bürgerkriegsähnlichen Zustände, die aufgrund des Machtkampfes zwischen den zwei Linien innerhalb der Partei, der maoistisch sozialistischen Linie und der kapitalistischen revisionistischen Linie, in den zehn Jahren entstanden, lieferten die Voraussetzungen für die Umsetzung der Politik der Reform und Öffnung (vgl. Lupher 2003: 184ff). Die Schwächung der Partei durch diese internen Machtkämpfe, der Tod Mao Zedongs 1976 und der Sturz der ultralinken Fraktion und damit die Diskreditierung der mit ihr verbundenen maoistischen Ideologie stürzten die Partei in eine Legitimationskrise (vgl.

[20] für ein Beispiel einer gelungenen Gesamtdarstellung siehe Macfarquhar/Schoenhals (2006)

Chen/Deng 1995: 24f).

Um ihre politische Machtposition sowie wirtschaftliche Interessen abzusichern musste die neue Führung der KPCh Reformen vorantreiben, die den Führungsanspruch der KPCh sicherten. So wurden, zusammengefasst unter dem Begriff Reform und Öffnung, Reformen im politischen wie im wirtschaftlichen Bereich umgesetzt (vgl. ten Brink 2013: 112).

In der politisch-ideologischen Sphäre wurde mit der vormaligen offiziellen Ideologie, den Ideen Mao Zedongs, gebrochen und nach einer neuen ideologischen Ausrichtung gesucht. Weiters wurde das Konzept der vier Modernisierungen[21] vorgestellt, im Zuge derer das Verhältnis zwischen Partei und Staat neu definiert werden sollte. Die ökonomischen Reformen bezogen sich auf das Produktionssystem, das Marktsystem und das System der Einkommensverteilung (vgl. Chen, Deng 1995: 44).

Die ideologische Neuausrichtung beinhaltete einen Umschwung von der wertorientierten Legitimation, die sich auf Mao Zedong und dessen sozialistische Theorien bezog, hin zu einer Effizienzorientierung, die wirtschaftlichen Erfolg als Legitimationsbasis benutzt (vgl. Weigelin-Schwiedrzik 2007: 8f). Die Neudefinition des Verhältnisses zwischen Staat und Partei gestaltete sich derart, dass dem Staat bzw. den Regierungsorganen die Administration und das Management der täglichen Aufgaben übertragen wurden. Sie sollten sich mit den konkreten Entscheidungen und Aktivitäten, die das tägliche Leben der Bevölkerung betreffen, auseinandersetzen, während die Partei als ideologische und moralische Führungsinstanz agieren sollte (vgl. Chen/Deng 1995: 48f). Die vage Definition dieses Aufgabenbereiches führte dazu, dass die Parteiorganisation zunehmend an Einfluss verlor (vgl. Chen/Deng 1995: 54ff). Dieses Defizit wurde jedoch derart kompensiert, dass die Parteimitglieder während des Transformationsprozesses ihre hohen offiziellen Positionen und bürokratischen Privilegien nutzen konnten, um von den wirtschaftlichen Reformen zu profitieren. ParteibürokratInnen, ManagerInnen von staatlichen Unternehmen und Intellektuelle mit technischer Expertise formierten sich zu einer neuen ökonomischen Elite, die ihre wirtschaftliche Position nutzte, um für sich und ihr Umfeld (Familie, Verwandte, Freunde) politische Macht zu erlangen. Dies wurde 2002 möglich, indem die KPCh offiziell für UnternehmerInnen geöffnet wurde (vgl. Li/Christensen 2010: 193f).

Durch die wirtschaftlichen Reformen konnten sich somit die Parteimitglieder ihre persönliche Machtposition absichern. Gleichzeitig gelang es der Partei insgesamt innerhalb der Bevölkerung ihre Herrschaft auf Basis des wirtschaftlichen Erfolgs zu legitimieren. Meinungsumfragen innerhalb der Volksrepublik zeigen, dass die wirtschaftlichen Fortschritte und der steigende Lebensstandard die Forderungen nach einer stärkeren politischen Liberalisierung abgeschwächt

[21] Unter dem Begriff vier Modernisierungen werden die Reformanstrengungen zur Modernisierung in den Bereichen Industrie, Landwirtschaft, Landesverteidigung sowie Wissenschaft und Technik subsumiert.

haben (vgl. Li/Christensen 2010: 189). Die KPCh hat sich in den letzten drei Jahrzehnten des Transformationsprozesses als aktiver Spieler präsentiert, der den ökonomischen Liberalisierungsprozess initiiert, geplant, organisiert und umgesetzt hat. Die Partei hat auf die sozioökonomischen Veränderungen derart reagiert, dass sie ihren Machtanspruch über den Staat und die Gesellschaft nie aufgeben musste und durch ihre Anpassungsfähigkeit als stabilisierender Faktor in der Transformation wirkte (vgl. Li/Christensen 2010: 201).

3.1.3 Der wirtschaftliche Transformationsprozess

Der chinesische Zugang zur Transformation des planwirtschaftlich gesteuerten, in Richtung eines marktwirtschaftlich gelenkten Wirtschaftssystems beruht nach Seitz (2003) auf zwei Grundsätzen: Pragmatismus und Gradualismus (vgl. Seitz 2003: 233). Der Übergang verlief nicht nach einem vorgegeben Plan, und Zielsetzung war auch nicht die Schaffung einer Marktwirtschaft. Vielmehr wird die Motivation beschrieben als Verlangen, die Planwirtschaft, die mit der Gründung der VR China 1949 etabliert wurde, „[…] durch marktwirtschaftliche Elemente zu ergänzen, um sie effizienter zu machen und das Wachstum zu beschleunigen." (Seitz 2003: 233).

Die Zielsetzung der wirtschaftlichen Entwicklung war das Kernelement der Reformanstrengungen. Die Systemtransformation sollte im Einklang mit wirtschaftlicher Entwicklung geschehen, wobei der Prozess der Wirtschaftsentwicklung die Systemtransformation vorantreiben und legitimieren sollte (vgl. Naughton 2007: 86). Wichtig ist hierbei anzumerken, dass der Transformationsprozess nicht als eine sukzessive Liberalisierung der wirtschaftlichen Ordnung verstanden werden kann, sondern dass der chinesische Kapitalismus durch eine enge Verknüpfung zwischen politischen und wirtschaftlichen Akteuren charakterisiert wird (vgl. ten Brick 2013: 204). Im Transformationsprozess haben sich die Zusammenhänge zwischen den wirtschaftlichen Institutionen und der politischen Macht verändert. Dabei bestehen aber weiterhin „[...] enge Verknüpfungen zwischen Unternehmen und Staat sowie Vertrauensbeziehungen beziehungsweise Sozialkapital (Guangxi) [...]." (ten Brick 2013: 194)

Die spezifische bürokratische Struktur in China war ausschlaggebend für die politische Umsetzung der ökonomischen Reformanstrengungen. Sie wird von Saich (2004) als „[...] highly fragmented, making consensus-building central and the policy process protracted, disjointed, and incremental." (Saich 2004: 234) beschrieben. Daraus ergibt sich, dass Probleme innerhalb des Systems nach oben geschoben werden, da dort Entscheidungsinstanzen mit genügend Autorität vorhanden sind, die Konsens herstellen können. Insofern benötigen Vorschläge immer die Unterstützung der höchsten Führungseliten, um erfolgreich umgesetzt zu werden. In jeder Stufe

des Entscheidungsfindungsprozesses muss darauf geachtet werden, dass ein grundlegender Konsens erhalten bleibt. Diese Fragmentierung ergibt sich aus dem Verhältnis zwischen Staat und Partei und macht Verhandlungen zwischen den politischen Ebenen, sowie dem Zentrum und der lokalen Regierungen zum ausschlaggebenden Kriterium im chinesischen politischen Prozess (vgl. Saich 2004: 234).

Die wirtschaftlichen Reformen wurden graduell vorangetrieben und bei Fehlschlägen auch wieder zurückgenommen. Privatisierungsanstrengungen wurden Großteils auf spätere Sequenzen im Transformationsprozess verschoben (vgl. Herr 2008: 144). Privatisierungen im chinesischen Kontext, soweit sie stattfanden, wurden allerdings in den wenigsten Fällen als Eigentumsprivatisierung vorangetrieben. Mehrheitlich fand in den staatlichen Unternehmen eine Organisationsprivatisierung mit weiterbestehendem staatlichen Eigentum, aber veränderten Wettbewerbsumgebungen statt, oder Aufgabenprivatisierung, d.h. die öffentliche Verantwortung bleibt bestehen, aber die Aufgaben werden an private Anbieter delegiert (vgl. ten Brick 2013: 246).

Es wurden privatwirtschaftliche Aktivitäten liberalisiert, aber nur nach und nach Preise freigegeben und der Außenhandel liberalisiert, wobei internationale Kapitalflüsse weiterhin stark kontrolliert blieben und der Staatsunternehmenssektor geschützt wurde. Dies stand in krassem Gegensatz zu den ‚Big-Bang Ansätzen', einer Vorgangsweise, die seitens der ehemaligen Sowjetunion und der osteuropäischen Staaten gewählt wurden.[22]

Naughton (2007) unterscheidet zwischen zwei Reformphasen, die durch spezifische Fokussierungen und Strategien voneinander zu trennen sind. In der Reformphase von 1979 bis 1992 lag der Fokus auf der Dezentralisierung von Entscheidungsgewalt und Ressourcen von den zentralen Planungsinstanzen hin zu lokalen Akteuren. Märkte wurden dort eingeführt, wo sie als brauchbar erachtet wurden, wobei dies besonders im Agrarbereich und der Industrie geschah. Die Aktivitätsfelder für marktwirtschaftlich agierende Akteure wurden nicht durch Privatisierung von staatlichen Unternehmen geschaffen, sondern durch die Öffnung von Markteintrittsbarrieren (vgl. Naughton 2007: 91). Es wurde ein so genanntes ‚Dual-Track System' verfolgt. „[…] the dual track refers to the coexistence of two coordination mechanisms (plan and market) […]" (Naughton 2007: 92).

Bis 1993 hatte sich dieser Reformansatz in den meisten Segmenten der chinesischen Wirtschaft durchgesetzt, sodass ab dann von der zweiten Phase gesprochen wird. Die Phase seit 1993 ist charakterisiert durch Reformen, die auf die Stärkung von Institutionen der Marktwirtschaft

[22] Für die Big-Bang Ansätze ist charakteristisch, dass sie rigorose makroökonomische Stabilisierung verfolgen, sowie eine rasche und umfassende mikroökonomische Liberalisierung und umfassende Privatisierungen der Staatsunternehmen. (Siehe Sachs/Woo 1999).

abzielen, vor allem im regulativen und administrativen Bereich. Die Schlüsselsektoren, in denen Reformen vorangetrieben wurden, waren das Bankensystem, das Steuersystem, das System der Unternehmensführung und der auswärtige Sektor (vgl. Naughton 2007: 100).

Das Dual-Track System wurde abgeschafft und es kam zu einer Rezentralisierung der makroökonomischen Kontroll- und der Regulationsfunktionen. Die Budgetpolitik wurde durch eine umfassende Steuerreform 1994 auf eine breitere Steuerbasis gestellt. Das Banken- und Finanzsystem wurde grundlegend umstrukturiert. Der staatliche Unternehmenssektor wurde sukzessive reorganisiert, erste Teilprivatisierungen wurden durchgeführt und der Prozess Staatsunternehmen in Kapitalgesellschaften umzuwandeln wurde gestartet. Im Außenhandelssektor fanden die meisten Veränderungen statt. Chinas Wechselkursregime wurde vereinheitlicht, die Währung abgewertet und Leistungsbilanzkonvertibilität eingeführt. Der Beitritt zur WTO 2001 war mit einer Annäherung Chinas an internationale Standards im Bezug auf Offenheit ausländischen Waren und Unternehmen gegenüber verbunden (vgl. Naughton 2007: 101ff).

Die wirtschaftlichen Reformen seit 1978 haben zu Wachstumsraten des BIP von durchschnittlich 9% geführt. Anfang der 1980er war das Wachstum höher und hat sich bis zum Ende der Dekade etwas verlangsamt. Im Laufe der 1990er stieg es wieder bis zur Asienkrise 1997. Ab 2002 begann eine neue Wachstumsphase, die bis zur Weltwirtschaftskrise ausgelöst durch die Subprime Krise 2007 andauerte (vgl. Herr 2008: 142f). Das BIP Wachstum verlief zyklisch, konnte allerdings ein hohes Niveau während der gesamten Periode halten. Weiters sind starke regionale Differenzen zu verzeichnen, wobei die Küstenregionen meist über 11% Wachstum aufwiesen, während die Binnenprovinzen zwischen 6-8% erzielten (vgl. ten Brick 2013: 217).

Chinas Wachstum wurde durch eine hohe Investitionsquote angetrieben. So lag der Anteil der Bruttoinvestitionen am BIP während der letzten 30 Jahre zwischen 30 und 45% (vgl. Herr 2008: 143). Die chinesischen Investitionen wurden durch die hohe inländische Sparquote finanziert. Ausländisches Kapital spielte auch eine Rolle in Form von ausländischen Direktinvestitionen, wobei diese dazu dienen produktive Investitionsprojekte zu identifizieren und entwickeln (vgl. Naughton 2007: 145).

Die Inflationsrate konnte im Vergleich zu anderen Entwicklungsländern relativ niedrig gehalten werden. Zwei Ausnahmen bilden die hohen Inflationsraten gegen Ende der 1980er und 1994. Nach der Asienkrieg 1997 fiel China in eine milde Deflationsphase. Die Deflation wurde mit einer expansiven Fiskalpolitik und vermehrten Investitionen durch die staatseigenen Unternehmen bekämpft und so Nachfrage und Wirtschaftsleistung stabil gehalten (vgl. Herr 2008: 144).

Die Öffnung des Außenhandelssektors ging mit einer sukzessiven Abwertung des Renminbi

(RMB) einher. In einem ersten Reformschritt wurde dieser 1994 zu einem Kurs von 8,3 RMB pro US-Dollar (USD) an den USD gebunden. 2005 wurde diese feste Bindung in ein ‚managed floating' System übergeführt, das sich auf einen Währungskorb bezieht, der sich aus dem USD, dem Euro, dem japanischen Yen, dem koreanischen Won und einigen anderen Währungen zusammensetzt (vgl. Shah et al. 2005: 2ff). Das rigide Wechselkurssystem, die fehlende Konvertibilität der Kapitalbilanz, sowie die niedrige Bewertung des RMB führten zu einer anhaltenden Debatte über den Wechselkurs, in der China die systemische Unterbewertung zur Exportförderung vorgeworfen und es als Wechselkursmanipulator bezeichnet wird (vgl. Goldstein 2004; vgl. USCC 2009; vgl. Branstetter/Lardy 2008: 665-668).

Aufgrund der guten Wachstumsleistung, des soliden Inflationsmanagement, der angehäuften Währungsreserven und der Restriktionen der Konvertibilität und Kapitalmobilität war das Vertrauen in den RMB ständig gegeben. China hatte nie mit Kapitalflucht zu kämpfen und konnte den Wechselkurs des RMB nach den eigenen Interessen gestalten (vgl. ten Brick 2013: 231f).

„China managed to establish an ideal macroeconomic constellation for development as it combined high domestic investment with current account surpluses, the two growth drivers, with FDI inflow, one technological driver, and a stable nominal exchange rate, one of the drivers to create confidence in the RMB." (Herr 2008: 146f).

Branstetter und Lardy (2008: 676f) bezeichnen das chinesische Handelsregime und die Offenheit gegenüber ausländischen Direktinvestitionen als den größten Erfolg der Reformära. Die Liberalisierung im internationalen Handel für Produktion sowie für ausländische Direktinvestitionen hat in den 1990ern stark an Fahrtwind gewonnen und sich mit dem WTO-Beitritt 2001 noch verstärkt. China besitzt im Vergleich zu den anderen großen Entwicklungsökonomien den höchsten Öffnungsgrad, wobei die Liberalisierung entlang der komparativen Vorteile vorangetrieben wurde. Handel innerhalb Chinas ist ungleich verteilt. Eine sehr offene Küstenregion steht einer sehr gering integrierten Ökonomie im Landesinneren gegenüber. China ist Teil des grenzübergreifenden globalen Produktionsnetzwerks und nutzte im Laufe des Transformationsprozesses im speziellen seine Vorteile im arbeitsintensiven Sektor, um sich als eine der wichtigsten Handelsmächte der Welt zu positionieren (vgl. Naughton 2007: 398).

Vom Einsetzen der Reformen bis zur Mitte der 1990er war Chinas Leistungsbilanz relativ ausgeglichen. Seit Mitte der 1990er wurde China zum größten Überschussland der Welt. Der Großteil des chinesischen Handelsüberschusses stammt aus dem Handel mit den USA. China erwirtschaftet Defizite mit Japan und anderen asiatischen Ländern, wobei es zum Hauptumschlagsplatz und Motor des Handels in Ostasien wurde (vgl. Herr 2008: 146).

3.1.4 Transformationsprozess des chinesischen Finanzsystems

Trotz der tief greifenden Restrukturierung des chinesischen Finanzsystems im Zuge des Transformationsprozesses wird das Finanzsystem als der schwächste Sektor im Ganzen des chinesischen Wachstums wahrgenommen (vgl. Allen/Qian/Qian 2008: 506). Es wird von großen, in staatlichem Eigentum stehenden Banken dominiert. Zwar kam es im Zuge der Transformation zur Etablierung neuer Institutionen und Innovationen im Finanzbereich, allerdings haben diese „[...] not yet been allowed to play the dynamic and independent role that financial institutions can play in a market economy." (Naughton 2007: 449). Die wichtigsten Institutionen im System sind relativ jung und können in ihrer derzeitigen Ausgestaltung lediglich auf 20 bis 30 Jahre Erfahrung zurückgreifen (vgl. Gul/Lu 2011: 186).

Im Folgenden wird ein kurzer Überblick über die Teile des chinesischen Finanzsystems gegeben. Im Einzelnen werden der Bankensektor, die Kapitalmärkte, die Devisenmärkte und der informelle Finanzsektor besprochen.

3.1.4.1 Das chinesische Banksystem

Nach der Gründung der VR China 1949 wurden alle kapitalistischen Unternehmen und Institutionen nationalisiert. Das Finanzsystem wurde von einer einzelnen Bank dominiert, der ‚People's Bank of China' (PBoC). Sie war dem Finanzministerium unterstellt und fungierte als Zentralbank und kommerzielle Bank, die 93% der Finanztitel des Landes kontrollierte und alle Transaktionen über einen Geldplan und einen Kreditplan abwickelte (vgl. Allen/Qian/Qian 2008: 509).

Ab 1984 wurde die PBoC zur Zentralbank des Systems umfunktioniert. Sie gab ihre kommerzielle Kreditvergabetätigkeit ab und ist seitdem für die Geldpolitik und die Aufsicht des Finanzsystems verantwortlich. Ihr Tätigkeitsbereich wurde 1995 im Zentralbankgesetz festgelegt (vgl. Huang 2002: 13f). Die PBoC „[…] formulates and implements monetary policy, prevents and resolves financial risks, and safeguards financial stability." (Xu 2007: 69). Sie setzt Zinsraten für Einlagen und Kreditvergabe fest und „[…] uses moral persuasion to control credit volumes." (Herr 2008: 145). 2003 wurde mit der Gründung der ‚China Bank Regulatory Commission' (CBRC) die Aufgabe der Bankenaufsicht aus der PBoC ausgegliedert (vgl. Naughton 2007: 460).

Für die kommerzielle Kreditvergabe wurden vier staatliche Geschäftsbanken geschaffen, die bis dato das chinesische Bankensystem dominieren. Das 1995 verabschiedete Geschäftsbankengesetz strukturierte die vier großen Staatsbanken in Geschäftsbanken um und teilte ihnen jeweils spezifische Aufgabenfelder (urbaner Raum, ländlicher Raum, Infrastruktur,

Außenhandel) zu (vgl. Naughton 2007: 455).

Die Eigentumsverhältnisse dieser Banken wurden ab 2004 restrukturiert. Sie wurden in Aktiengesellschaften überführt, in denen der Staat bis heute immer noch als Mehrheitseigentümer fungiert (vgl. Boss et al. 2009: 298). Ab 2006 wurde auch internationalen Anlegern gestattet, Anteile an den vier Banken zu erwerben (vgl. Chandrasekhar 2005: 1).

Neben den großen Banken wurde das System in der Folge für verschiedene andere Akteure und Aktivitäten geöffnet. So wurden 1993 ‚policy banks' geschaffen, die die Kreditvergabe für staatliche Investitionsprojekte übernahmen (vgl. Allen/Qian/Qian 2008: 187). Es existieren ‚joint-stock' Geschäftsbanken, „[…] they are typically owned by diverse groups of SOEs [staatliche Unternehmen], government agencies, and non-state-owned enterprises." (Naughton 2007: 457). Aus städtischen Kreditkooperativen, die im Zuge des Transformationsprozesses in den 1980ern gewachsen sind, entstanden so genannte ‚city banks', zu deren Klientel kleine und mittelgroße urbane Unternehmen zählen. Im ländlichen Raum bestehen Kreditkooperativen, die noch aus der planwirtschaftlichen Ära stammen. Durch die Finanzierung von Unternehmen aus dem ländlichen Bereich trugen sie speziell zu Beginn des Transformationsprozesses zur Dynamisierung des Wirtschaftswachstums bei (vgl. Naughton 2007: 458).

Die zentrale Problematik innerhalb des chinesischen Bankensystems stellen notleidende Kredite dar. „In the most generous interpretation, the bad-loan burden reflected the costs of transition. The political system had used the resources in the banking system to compensate groups that would otherwise have been losers, keeping the process of economic transition on track." (Naughton 2007: 461).

Ab 1998 unternahm die chinesische Regierung massive Anstrengungen, um die Banken von den notleidenden Krediten zu befreien und sie zu rekapitalisieren. Staatliche Vermögensverwaltungsgesellschaften wurden gegründet, die die notleidenden Kredite aufkauften und abwickelten (vgl. Herr 2004: 25). Von 1999 bis 2006 wurden 1,4 Billionen USD an notleidenden Krediten aus dem System entfernt. Des Weiteren kam es zu Kapitalaufstockungen, die die Kapitalstrukturen der großen vier Banken stabilisierten (vgl. Gul/Lu 2011: 189). Im Zuge der Reformen wurden auch die Kreditvergabekriterien zusehends Marktregeln unterworfen (vgl. Chandrasekhar 2008: 210). Die Reform in der Kreditvergabe war vor allem in den großen Staatsunternehmen spürbar. Sie verloren finanzielle Unterstützung (vgl. Trumpbour 2007: 4f).

3.1.4.2 Die chinesischen Kapitalmärkte

Ab 1991 wurde in Shanghai und Shenzhen der Aufbau von Aktienmärkten vorangetrieben. Bis 2004 kam es zu einem rasanten Anstieg der börsennotierten Unternehmen, deren Zahl bis 2007

stagnierte, um in den Folgejahren der Krise erneut zuzulegen (vgl. Gul/Lu 2011: 192). Zum Zeitpunkt der Etablierung der Aktienmärkte waren institutionelle Voraussetzungen für das Funktionieren der Märkte wie Regulationen, Bilanz- und Offenlegungsrichtlinien, allgemeine gesetzliche Maßnahmen einerseits sowie AkteurInnen wie institutionelle InvestorInnen, Rating Agenturen, etc. andererseits noch nicht existent. Der gesetzliche Rahmen wurde erst im Laufe der 1990er geschaffen (vgl. Gul/Lu 2011: 192). Von 1991 bis 2000 wuchsen die Aktienmärkte in beiden Städten rapide an. China verfügte über den zweitgrößten Aktienmarkt in Asien. Nach 2000 bis 2004 sank die Marktkapitalisierung wieder um fast die Hälfte (vgl. Naughton (2007): 468). Der Zeitraum von 2004 und 2008 war durch stark volatile Kursentwicklungen gekennzeichnet (vgl. Bloss et al. 2009: 302).

Die Etablierung der Aktienmärkte wurde als Teil der Restrukturierungsanstrengungen der staatlichen Unternehmen umgesetzt. Durch Privatisierung kleinerer Anteile sollten neue BesitzerInnen in die staatlichen Unternehmen integriert werden und gleichzeitig neue Finanzierungsmöglichkeiten geschaffen werden (vgl. Tan 2007: 200).

Die chinesischen Aktienmärkte sind stark segmentiert. Die Unternehmensanteile sind nach Status der Aktionäre und des Handelsplatzes in unterschiedliche Kategorien eingeteilt. Es besteht eine große Diskrepanz zwischen zirkulierenden und nicht-zirkulierenden Aktien. Nur ein Drittel der chinesischen Wertpapiere ist auf dem freien Markt handelbar (vgl. Bloss et al. 2009: 299). Die nicht-zirkulierenden Aktien befinden sich in Staatseigentum. 2005 wurde eine Reform bezüglich der Handelbarkeit der nicht-zirkulierenden Aktien eingeleitet (vgl. Gul/Lu 2011: 191f).

Die Märkte für zirkulierende Aktien sind segmentiert in A-shares, B-shares und N-, S- und H-shares. A-shares sind in RMB notiert, machen ca. 96% der gesamten Aktienmenge im System aus und konnten ursprünglich nur von chinesischen Staatsbürgern gehandelt werden. Ab 2002 wurde der Handel mit A-shares auch für so genannte ‚Qualified Foreign Institutional Investors' erlaubt. Dies sind ausländische institutionelle InvestorInnen, die sich einem strengen Autorisierungsprozess unterzogen haben (vgl. Tan 2007: 200). B-shares sind in ausländischer Währung notiert und durften bis 2001 nur von ausländischen AnlegerInnen gehandelt werden (vgl. Herr 2008: 152). Chinesische Firmen dürfen H-Shares auf dem Aktienmarkt in Hongkong emittieren (vgl. Naughton 2007: 471), N-shares an der New Yorker Börse und S-Shares an der Börse in Singapur (vgl. Herr 2008: 152). Chinesische AnlegerInnen dürfen mit diesen Aktien nicht handeln, sie stehen nur ausländischen InvestorInnen offen (vgl. Tan 2007: 201).

Der chinesische Markt für Anleihen ist der am wenigsten entwickelte Teil des chinesischen Finanzsystems. Es ist möglich Staatsanleihen, Anleihen, die von den policy banks ausgegeben werden, und Unternehmensanleihen zu erwerben. Im Vergleich zu den chinesischen Aktienmärkten insgesamt ist der Anleihenmarkt jedoch sehr klein und macht als Teil der

Unternehmensanleihen nur einen winzigen Anteil dieses Marktes aus (vgl. Allen/Qian/Qian 2008: 537ff).

3.1.4.3 Der informelle Finanzsektor

Der im Transformationsprozess entstandene Finanzbedarf besonders der neu gegründeten kleinen und mittelgroßen Unternehmen hat ein informelles, nicht standardisiertes Kreditregime entstehen lassen. Diese Unternehmen waren bislang durch die Konzentration der Kreditvergabe der großen Geschäftsbanken an große Staatsunternehmen von formellen Finanzierungsquellen ausgeschlossen (vgl. ten Brick 2013: 159). Geldmittel werden in der Gründungsphase von Unternehmen aus dem Familien bzw. Freundeskreis bezogen. Während der Wachstumsphase kommt interne Finanzierung aus erwirtschafteten Profiten, sowie die Finanzierung über private Kreditagenturen und Handelskredite hinzu. Kreditagenturen können verschiedene Formen annehmen: professionelle FinanzmaklerInnen, informelle Unternehmergruppierungen, Pfandleihhäuser, Kreditgenossenschaften etc. (vgl. Allen/Qian/Qian 2008: 555). Kreditvergabe funktioniert auf der Grundlage von Vertrauen, Reputation und guten Beziehungen (vgl. ten Brick 2013: 160).

Diese informellen Kreditbeziehungen bestehen auf allen Wirtschaftsebenen. Das private Geldverleihen wird toleriert, solange die verlangten Zinsen die offiziellen Zinssätze nicht um mehr als das Vierfache übersteigen. Viele staatliche und kollektive Unternehmen vergeben eigene Schuldscheine, die in einer legalen Grauzone existieren. Selbst lokale Regierungen vergeben Geldmittel, die nicht im offiziellen Budget veranschlagt werden. „Thus there is a large amount of financial intermediation occurring in China that is captured very imperfectly by officially reported statistics.“ (Naughton 2007: 478). Allen et al. (2008: 564) gehen davon aus, dass dieses Segment des chinesischen Finanzsystems am erfolgreichsten das Wachstum der Wirtschaft fördert und plädieren dafür, dass diese alternativen Finanzierungswege legal neben dem Bankensektor und den Kapitalmärkten weiter existieren sollten.

3.1.4.4 Der chinesische Devisenmarkt

Der Devisenmarkt für RMB ist streng kontrolliert, wobei RMB nicht frei konvertibel sind (vgl. Yan 2007: 113). Während der planwirtschaftlichen Ära diente das Währungssystem in China der Abschottung der chinesischen Ökonomie gegenüber der Weltwirtschaft. Der Wechselkurs wurde durch die zentrale Planstelle festgesetzt und das Wechseln von RMB in ausländische Währungen musste für jeden Einzelfall autorisiert werden (vgl. Naughton 2007: 380).

Mit zunehmender Öffnung der chinesischen Wirtschaft für Exportproduktion im Zuge des Transformationsprozesses wurde der RMB in den 1980er Jahren sukzessive abgewertet, um so

die Exporte anzukurbeln (vgl. Naughton 2007: 383). Ab 1986 existierte ein System mehrerer Wechselkurse, welches 1994 angepasst und auf einen Wechselkurs reduziert wurde. Der RMB wurde inoffiziell zu einem Kurs von ca. 8,3 RMB pro USD an den USD gebunden, wobei eine geringe Schwankungsbreite zugelassen wurde (vgl. Herr 2008: 145).

Mit dem Auftrieb der chinesischen Exporte ab 2002 führte das feste Wechselkursregime, die fehlende Konvertibilität und die wahrgenommene Unterbewertung des RMB zu diplomatischen und ökonomischen Spannungen zwischen den USA und China (vgl. Naughton 2007: 388f). Goldstein (2004: 2f) beispielsweise bemängelte, dass der RMB 2004 zwischen 15 und 25% unterbewertet war und verlangte, dass China den RMB im eigenen Interesse sowie zur Unterstützung der Weltwirtschaft sobald wie möglich aufwerten sollte. 2005 wurde diese feste Bindung in ein managed floating System übergeführt, wobei sich erst ab 2006 eine langsame Abwertung des RMB gegenüber dem USD beobachten lässt (vgl. Shah 2005: 2ff).

3.1.5 Ist China eine Marktwirtschaft?

Transformationsprozesse können nicht als ein linearer Entwicklungsprozess von einem vollständig ausgebildeten System, der Planwirtschaft, in ein anderes, der Marktwirtschaft, verstanden werden. Vielmehr erweist sich der Prozess als dynamischer Übergang zwischen zwei Mischsystemen, in denen verschiedene Systemelemente beider wirtschaftlicher Organisationsformen vorhanden sind und je nach konkreter politischer Ausgestaltung an Gewicht gewinnen bzw. verlieren (vgl. Segert 2007: 5ff). Insofern ist eine exakte Kategorisierung der sich im Transformationsprozess befindlichen VR China ein umkämpftes Feld.

Diese Unklarheit in der Kategorisierung des chinesischen Wirtschaftssystems ist im Kontext dieser Arbeit deshalb bedeutsam, da die theoretische Literatur zur Entstehung von Finanzkrisen marktwirtschaftliche Verhältnisse als Ausgangsbasis für ihre Überlegungen nimmt. Die Anwendbarkeit der theoretischen Literatur auf das Fallbeispiel China ist somit nur uneingeschränkt gesichert, wenn China als Marktwirtschaft mit einem hohen Grad an staatlicher Regulation angesehen wird, in der Liberalisierungsprozesse vorangetrieben werden. Im Weiteren werden einige Argumente dafür dargelegt, dass der Transformationsprozess des Landes seine wirtschaftliche Struktur derart verändert hat, dass China als Marktwirtschaft bezeichnet werden kann.

Auf Ebene der Welthandelsorganisation (WTO) ist China bei dem Beitritt 2001 als ‚non-market economy' klassifiziert worden. Diesen Status hält die WTO bis 2016 aufrecht. Nach 2016 wird China automatisch der Status einer Marktwirtschaft zuerkannt. Auf bilateraler Ebene kann diese Zuerkennung durch einzelne Mitgliedsländer der WTO schon früher erfolgen (vgl. Rinaldi-Larribe et al. 2009: 112). So haben bis 2010 bereits 80 Länder China frühzeitig den Status einer

Marktwirtschaft zugesprochen (vgl. Qingfen 2010).

Auf akademischer Ebene herrscht Uneinigkeit über die Kategorisierung der VR China. Naughton (2007) schreibt hierzu: „By at least the mid-1990s, China had successfully moved away from the command economy and adopted a functioning market economy.“ (Naughton 2007: 85). Für Guo (2000) hingegen gehen die Reformen, die im Zuge des Transformationsprozesses vorangetrieben wurden, nicht weit genug, um die VR China als eine Marktwirtschaft zu klassifizieren, da „the traditional administrative command system remains and continues to play a significant role […] a free market and free enterprise system is far from being established.“ (Guo 2000: 184)

Die vorliegende Arbeit schließt sich der Ansicht von Naughton (2007) an und begründet diese Entscheidung mit dem Verweis auf die Analyse des Transformationsprozesses von Heilmann (2004).

Heilmann (2004: 193) entwickelte einen Kriterienkatalog um ein System als sozialistisch charakterisieren zu können. Politische Merkmale beinhalten das Machtmonopol einer Staatspartei, Gewaltenkonzentration, einen der Staatspartei unterstellten Sicherheitsapparat, hohe staatliche Überwachungskapazitäten und eine staatlich propagierte marxistisch-leninistische Ideologie. Von diesen Kriterien sieht er für China zum derzeitigen Stand des Transformationsprozesses noch drei von fünf als voll erfüllt an.

Im Bezug auf wirtschaftliche und soziale Merkmale nennt er die Dominanz des öffentlichen Eigentums, administrative Wirtschaftsplanung, aktive staatliche Umverteilung, staatliches Außenhandelsmonopol, soziale Gleichheit als vorrangiges politisches Ziel, umfassende soziale Absicherung, organisierte Abhängigkeit und umfassende soziale Kontrolle. Hierzu meint Heilmann (2004): „Im wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Bereich hingegen kann heute keines der Merkmale mehr als voll erfüllt gelten. […] Die Bezeichnung der VR China als ‚sozialistisches‘ System ist in wirtschaftlicher und sozialer Hinsicht nicht mehr gerechtfertigt.“ (Heilmann 2004: 192)

3.2 China und Finanzkrisen

Während des chinesischen Transformationsprozesses fand sich die chinesische Ökonomie mit zwei externen Schocks konfrontiert, die sich auf ihr wirtschaftliches Entwicklungspotential auswirkten. Sie bedingten, dass die umgesetzte Entwicklungsstrategie temporär umgestaltet werden musste, um eine ökonomische Krisensituation und die damit einhergehende Instabilität zu verhindern. Beides waren Finanzkrisen, die das internationale Finanzsystem erschütterten: die Asienkrise 1997/98 und die aus der Subprime Krise in den USA entstandene globale Finanzkrise 2007.

Die wirtschaftliche Entwicklung in China wurde von beiden Krisen in Mitleidenschaft gezogen.

Die gesamtwirtschaftliche Wachstumsrate verringerte sich während beider Krisen, ausgelöst durch den Rückgang sowohl der Wachstumsraten der Exporte wie auch der ausländischen Investitionen in China (vgl. Ma/Tian 2012: 59). Die negativen Konsequenzen konnten jedoch vergleichsweise gering gehalten werden, speziell auch deshalb, weil das chinesische Finanzsystem weitestgehend von den externen Schocks abgeschottet war und China somit nur mit den Folgen der wirtschaftlichen Rezessionen im Welthandelssystem zu kämpfen hatte, die den Finanzkrisen folgten (vgl. Lo 2009: 25; vgl. Woo 2000: 127).

Unter Einsatz eines aktiven Krisenmanagements und staatlicher Intervention konnte die Ansteckung der chinesischen Volkswirtschaft mit krisenhaften Entwicklungen in beiden Fällen abgewandt werden (vgl. Ma/Tian 2012: 55). Zhang (2012: 16) führt dies darauf zurück, dass China über eine relativ gute Fiskalposition verfügte, dass die Schlüsselinstitutionen des chinesischen Finanzsystems nur begrenzt den internationalen Finanzmärkten ausgesetzt und die staatlichen Kapazitäten zum Eingriff in das Management der täglichen wirtschaftlichen Aktivitäten gut ausgeprägt waren.

3.2.1 China in der Asienkrise 1997/98

Unter dem Begriff Asienkrise 1997/98 ist die Finanzkrise zu verstehen, die 1997 die südostasiatischen Länder heimsuchte.[23]

Die Ursachenforschung der Asienkrise ist ein umkämpftes Feld.[24] Klenner (2006) nennt als Grund, dass die Krise „[…] trotz hoher Sparquoten, eindrucksvoller Wachstumsraten des Sozialprodukts, gesunder Staatsfinanzen und einer beachtlichen Wirtschaftsdynamik […]“ (Klenner 2006: 16) stattfand. Ein breiter Konsens besteht darüber, dass die vorschnelle Liberalisierung der Finanzmärkte während der Zeit des enormen wirtschaftlichen Wachstums den Verlauf der Krise wesentlich beeinflusst hat (vgl. Stiglitz 2002: 109ff). Sie hatte in einem Umfeld mangelnder Aufsicht die Möglichkeit eröffnet, kurzfristige Finanzmittel zur Finanzierung längerfristiger Investitionsvorhaben zu verwenden. Weiters erleichterte die Koppelung der Währungen an den USD die Währungsspekulation, politische Einflussnahme auf Investitionsentscheidungen führte zu Ineffizienz in den Kapitalanlagen (vgl. Klenner 2006: 16f).

Die Asienkrise fing als Währungskrise an. Auslösendes Moment war der rasante Kursverlust des thailändischen Bath im Juni 1997, der nach monatelangen spekulativen Attacken von der thailändischen Regierung freigegeben wurde. Es waren nicht mehr genug Devisenreserven vorhanden, um die Bindung an den USD aufrecht zu erhalten (vgl. Klenner 2006: 15). In den

[23] Die Literatur zur Asienkrise ist mannigfaltig. Für detailliertere Ausführungen sei hier auf Seitz (2001) und Urban (2003) verwiesen.

[24] Für ein Beispiel einer Systematisierung der verschiedenen Ursacheninterpretationen siehe Seitz (2001).

folgenden Monaten kam es in den anderen südostasiatischen Ländern ebenfalls zu Abwertungen der jeweiligen Währungen. Diese Abwertung war von einer massiven Kapitalflucht begleitet (vgl. Berger/Wagner 2000: 4).

Der Abzug des Kapitals verringerte die Liquidität in den jeweiligen Finanzsystemen und machte so aus der Währungskrise eine Finanz- bzw. Schuldenkrise. Ebenso waren Aktienkurse und Immobilienpreise von dem Liquiditätsengpass betroffen. Alles zusammen schlug sich als Wirtschaftskrise mit einer hohen Anzahl an Konkursen in der Realwirtschaft nieder (vgl. Seitz 2001: 217ff).

Ende 1998 erreichte die Krise ihren Höhepunkt. Danach folgte die Erholung des Finanzsektors und der Realwirtschaft und bis 1999 war die Krise im Bezug auf die wirtschaftlichen Fundamentaldaten überwunden. Politische und soziale Auswirkungen waren aber noch längerfristig zu spüren (vgl. Urban 2003: 181).

Einzelne Wirtschaftssektoren Chinas befanden sich 1997 in einer ähnlichen Situation wie die in Chinas südostasiatischen Nachbarländern. Die im Zuge des vorangegangenen Baubooms getätigten Investitionen in den Immobiliensektor erwiesen sich als zusehends unrentabel. Ein Großteil der Staatsbetriebe war hoch verschuldet und der Anteil der notleidenden Kredite im Bankensystem stieg rasant an (vgl. Klenner 2006: 21).

Die Krise wirkte sich in China primär durch den Rückgang der Exporte, eine Wachstumsminderung des BIPs und eine Verringerung der ausländischen Direktinvestitionen aus. Im Zeitraum von 1996 bis 1999 fiel die Wachstumsrate der chinesischen Volkswirtschaft von 9,6% im Jahr 1996 auf 7,1% im Jahr 1999 (vgl. Woo 2000: 127). Exportverluste traten vor allem durch die fallende Nachfrage der von der Krise betroffenen asiatischen Handelspartner auf, wobei diese durch verstärkte Exporte in andere Weltregionen kompensiert wurden (vgl. Gutowski 2001: 33).

Als wichtigsten Grund für die relative Krisenimmunität Chinas wird von Klenner (2006: 21) das wirtschaftliche Mischsystem der sich im Transformationsprozess befindlichen VR China angeführt. Die Kombination aus plan- und marktwirtschaftlichen Elementen hat eine Konstellation geschaffen, die verhinderte, dass die Krise auf China übergriff.

Die Abgeschlossenheit des chinesischen Währungsmarktes ist als ein stabilisierendes Systemelement anzuführen. Die begrenzte Konvertibilität des RMB unterband Währungsspekulation, da Devisen nur gegen Vorlage von Handelsverträgen erhältlich waren (vgl. Gutowski 2001: 38). Über die begrenzte Konvertibilität wurden die internationalen Kapitalflüsse kontrolliert. AusländerInnen erhielten nur Zugang zu einem kleinen Teil der chinesischen Aktienmärkte, der Verkauf ihrer Aktienbestände wirkte sich somit nicht stark auf die Gesamtmärkte aus. Weiters wurden Kreditumfang und Rückzahlungsfristen innerhalb der

Grenzen gehalten, die durch den Staat noch verwaltet werden konnten (vgl. Klenner 2006: 28). Zugang zum Kapitalmarkt war nur für langfristige Kapitalflüsse geöffnet. Dies verhinderte den schnellen Abzug des ausländischen Kapitals. Der Umfang der Devisenreserven von 155 Mrd. USD hätte selbst bei einem Abzug des gesamten kurzfristigen Schuldenstands ausgereicht, um den Wechselkurs des RMB stabil zu halten (vgl. Woo 2000: 148f).

Auslösendes Moment für die Bankenzusammenbrüche im Zuge der Asienkrise waren die rasanten Veränderungen in den Wechselkursen. Auch im chinesischen Bankensystem bestanden Bilanzprobleme mit einem hohen Prozentsatz an notleidenden Krediten. Die durch den Staat dominierte Besitzstruktur der Banken verhinderte jedoch einen Vertrauensverlust der chinesischen SparerInnen und eine Bankpanik (vgl. Woo 2000: 150f).

Woo (2000) sieht für das chinesische Finanzsystem keine Krisenanfälligkeit für Krisen vom Typus der Asienkrise gegeben. „[...] it looks unlikely that China will succumb soon to a financial crisis marked by bank runs, capital flight, a severe shortage of working capital, and a deep recession." (Woo 2000: 153)

3.2.2 China in der Subprime Krise 2007/08

Die globale Finanzkrise, die ihren Anfang 2007 im Subprime Segment des Kreditmarkts der USA nahm und sich bis 2008-2009 zu der weltweit größten Rezession seit der Weltwirtschaftskrise 1929 entwickelte, wirkte auch in der Volksrepublik China nach. Im Krisenzusammenhang von Interesse sind die direkten Auswirkungen auf China, die hier im Vergleich zu anderen in die globalen Finanzmärkte integrierten Länder gering waren (vgl. Lo 2009: 25ff), sowie die Rolle Chinas in der Weltwirtschaft als einer der Krisenverursacher (vgl. USCC 2009: 3f).

Ausgelöst durch das Platzen der Blase der Immobilienpreise in den USA 2007 schränkten die Banken in den USA und in Europa rigoros die Kreditvergabe am Interbanken-Markt ein. Der vorangegangene Boom in der Vergabe und Verbriefung von Hypothekarkrediten hatte hypothekargesicherte Wertpapiere im globalen Finanzsystem verteilt. Deshalb wussten die Banken untereinander nicht, wie stark die jeweils anderen Banken von den Verlusten, die durch das Platzen der Blase ausgelöst wurde, beeinflusst waren (vgl. Evans 2011: 33f). Trotz Kapitalspritzen der amerikanischen und europäischen Zentralbanken folgten Zusammenbrüche in der Finanzbranche (Bear Stearns, Lehman Brothers, AIG, etc.) und ein Zusammenbruch des Kreditgeschäfts in Europa und den USA. Diesen folgte ein Konjunktureinbruch in den USA, der sich auf den Rest der Weltwirtschaft übertrug. Durch enorme staatliche Stimuli und Verstaatlichungen von Banken wurde der Konjunkturzusammenbruch bis zum Frühling 2009 gestoppt, jedoch hatten die Hilfeleistungen an den Finanzsektor und die Konjunkturpakete einen

immensen Anstieg der Staatsverschuldung bewirkt und sich so die Krise als Schuldenkrise im Euroraum fortgesetzt (vgl. Evans 2011: 35ff).

Wie weiter oben (siehe Kapitel 1.3) demonstriert ist die Interpretation der Ursachen der Finanzkrise ein umkämpftes Feld. Im Bezug auf China ist eine Perspektive, die den Ursprung der Krise in globalen Ungleichgewichten sieht, speziell im Zusammenspiel zwischen den USA und China, von besonderem Interesse. Hier wird die Krise konzipiert als durch globale Sparüberschüsse verursacht, die zu enormen Kapitalzuflüssen in die USA und damit zu einer spekulativen Blasenbildung führten (vgl. Evans 2011: 42f.) Die VR China als größter Sparerin und Kreditgeberin und die USA als größte Schuldnerin stehen im Zentrum der Betrachtung. Der chinesischen Politik wird die Hauptschuld gegeben, da sie eine hohe Sparquote förderte, Konsum einschränkte und den RMB unterbewertete. Dies führte zu einem Boom des Exportsektors und zu einer Anhäufung von Devisenreserven, die bis September 2009 2,27 Billionen USD erreichten. Sie wurden größtenteils in US-amerikanischen Staatsanleihen und anderen in USD notierten Vermögenswerten gehalten. Die Investitionstätigkeit in amerikanische Staatsanleihen und Vermögenswerte erzeugte eine enorme Liquiditätssteigerung im US-amerikanischen Markt. Die hohe Liquidität erleichterte die Vergabe von riskanteren Krediten an US-amerikanische Haushalte, deren Verschuldung dann im Subprime Hypothekenmarkt die Krise auslöste (vgl. USCC 2009: 3). Die Perspektive spart viele Aspekte der Ursachenanalyse aus und ist nach Evans (2011: 43) als Methode der US-Behörden zu betrachten, die Aufmerksamkeit von ihrer eigenen Verantwortung abzulenken.

Bezüglich der Auswirkungen der Krise auf China ist zwischen zwei Ebenen zu unterscheiden: Der direkten Auswirkung der Finanzkrise auf das chinesische Finanzsystem und den Auswirkungen der folgenden globalen Rezession.

Die Auswirkung auf das chinesische Finanzsystem fiel gering aus. Dies wird auf die staatliche Kontrolle des Finanzsystems, des Kapitalverkehrs und des Wechselkurses zurückgeführt. Die strenge Regulation wurde auch im Kontext der Liberalisierungsanstrengungen des Transformationsprozesses nicht aufgegeben. Sie bewirkte, dass das chinesische Finanzsystem nie vollständig in die globalen Finanzmärkte integriert wurde, was das Übergreifen der globalen Finanzkrise auf China verhinderte (vgl. ten Brick 2013: 161). Lo (2009: 26ff) geht davon aus, dass höchstens 0,5% der gesamten Vermögenswerte im chinesischen Banksystem von der Subprime Krise betroffen waren und es deshalb zu keiner Vertrauenskrise zwischen den Banken kam. Die chinesischen Aktienmärkte wiederum waren von der Krise betroffen (vgl. Bloss et al. 2009: 304). Die Börse in Shanghai verzeichnete im dritten Quartal des Jahres 2008 Einbrüche der Kurse um 60%, die durch staatliche Intervention aufgehalten werden mussten (vgl. Wolf 2009: 179). Im Vergleich zum Bankensektor haben die Aktienmärkte nur eine geringe Bedeutung

im chinesischen Finanzsystem. Sie haben aber bezüglich ihrer absoluten Größe zu den größten Märkten Asiens aufgeschlossen (vgl. ten Brick 2013: 158). Die chinesische Börsenkapitalisierung machte 2009 66% des chinesischen BIPs aus. Vergleichbare Werte liegen in den USA bei 79%, in Japan bei 64% und in Deutschland bei 38% (vgl. Wolf 2009: 179).

Die negativen Auswirkungen der globalen Rezession entfalteten sich in China entlang dreier Kanäle: Dem internationalen Nachfragerückgang für chinesische Exportwaren, dem Rückgang von ausländischen Direktinvestitionen und dem Vertrauensverlust von Chinas privaten Investoren (vgl. Zhang 2012: 6).

Die chinesischen Exporte waren stark vom Rückgang der internationalen Nachfrage betroffen und der Handelsrückgang hatte negative Auswirkungen auf die inländischen Investitionen und auf die Beschäftigung (vgl. Lo 2009: 30f). Das Wachstum der Exporte von 7,4% im Jahr 2008 schlug um in einen Rückgang von 18,3% im Jahr 2009 (vgl. Ma/Tian 2012: 59). Die stark ausgeprägte Exportabhängigkeit der chinesischen Wirtschaft hatte zu einem enormen Ausbau der Kapazitäten im Exportsektor geführt. Der Einbruch der Exportnachfrage wirkte sich somit auch auf die Zubringersektoren des Exportsektors aus und verursachte Einschnitte im Energiesektor, Transportsektor, Dienstleistungssektor etc. (vgl. Lo 2009: 34). Ausländische Direktinvestitionen gingen sehr stark zurück. Waren in den ersten neun Monaten von 2008 noch durchschnittliche Wachstumsraten von 42,9% erzielt worden, schlugen diese in den ersten neun Monaten von 2009 in Rückgänge von 12,8% um. Die Ursache für diese Rückgänge wird in der Kreditklemme der Banken in den großen Industrienationen, sowie im Einbruch im Exportsektor gesehen (vgl. Zhang 2012: 6f). Der Exporteinbruch und der Einbruch der internationalen Investitionen wirkten sich auch auf die inländische Investitionstätigkeit und das Vertrauen der privaten Investoren in China aus. So fiel das Vertrauen in das chinesische Wirtschaftspotential laut einer offiziellen Studie des chinesischen Statistikbüros zwischen dem dritten und vierten Quartal 2008 um 30%. Weiters kam es zu Einschnitten in der Beschäftigung. So wurden im ersten Quartal 2009 1,96 Millionen Arbeitsplätze im formellen städtischen Arbeitsmarkt abgebaut. Die Zahl für die unregistrierten Wanderarbeiter, die ihre Jobs verloren, belief sich Schätzungen zufolge auf 20 Millionen (vgl. Zhang 2012: 7ff).

Die negativen Auswirkungen im Exportsektor führten zu einer Entschleunigung im BIP Wachstum, das im ersten Quartal 2009 auf 6,1% sank, der tiefste Stand seit den 1990er Jahren (vgl. Zhang 2012: 8). Über den Jahresdurchschnitt berechnet konnten dennoch beachtliche BIP Wachstumsraten erwirtschaftet werden: 14,2% für 2007, 9,6% für 2008 und 9,1% für 2009 (vgl. Ma/Tian 2012: 59).

Ma und Tian (2012: 59ff) führen das gute Abschneiden Chinas in der Krise auf den starken Staat und das schnelle und effektive Krisenmanagement, mit dem die chinesische Regierung auf die

Subprime Krise reagierte, zurück. Das Krisenmanagement beinhaltete eine proaktive Fiskalpolitik, expansive Geldpolitik, sowie eine Stärkung der staatlichen Einflussnahme in ökonomische Aktivitäten (vgl. Zhang 2012: 9).

Als Reaktion auf die sich ausweitende Krise verabschiedete die chinesische Regierung Ende 2008 ein Konjunkturprogramm von vier Trillionen RMB, umgerechnet rund 586 Mrd. USD (vgl. Lo 2009: 55). Ziel des Programms war es die Krise auf dem Weltmarkt zu überbrücken und die fehlende internationale Nachfrage durch gesteigerte öffentliche Binnennachfrage zu ersetzen. Das Konjunkturpaket machte insgesamt etwa 14% des chinesischen BIPs 2008 aus (vgl. Zhang 2012: 10). Die Gelder des Konjunkturpakets flossen vor allem in Infrastrukturprojekte im Transport- und Energiesektor. Ein nicht unwesentlicher Teil wurde für Anstrengungen zum Wiederaufbau nach dem Erdbeben in der Provinz Sichuan zur Verfügung gestellt. Des Weiteren wurde in Umweltprojekte, soziale Wohnbauprojekte und Wissenschaft und Forschung investiert (vgl. Ma/Tian 2012: 61f). Für das Jahr 2009 wurden die Staatsausgaben um 22,1% im Vergleich zum Vorjahr erhöht. Damit wurde das höchste Budgetdefizit in sechs Jahrzehnten zugelassen. Alleine die Zentralregierung ging ein geplantes Defizit von 750 Milliarden RMB ein und erlaubte den Provinzregierungen die Ausgabe von Staatsanleihen in der Höhe von 200 Milliarden (vgl. Zhang 2012: 10).

Zusätzlich senkte die PBoC den Leitzins und den Mindestreservesatz für die Banken, um einer Kreditklemme vorzubeugen (vgl. Wolf 2009: 178). Ab 2009 wurde eine expansive Geldpolitik vorangetrieben, im Zuge derer bereits in der ersten Hälfte des Jahres das ursprüngliche Ziel des Kreditplans für das gesamte Jahr übertroffen wurde. Die Geldmengen M1 und M2[25] stiegen ab Ende 2008, was 2009 zu einem historischen Höchststand des M2 zu BIP Verhältnisses führte (vgl. Zhang 2012: 10).

Die administrative Einflussnahme auf wirtschaftliche Aktivitäten wurde demnach auf verschiedene Arten umgesetzt „[...] including price controls over some important commodities, stricter regulations on state-owned enterprises' or even private firms' decisions over laying off surplus workers, implicit subsidies to export firms [...]" (Zhang 2012: 12), staatliche Eingriffe in den Wechselkurs, etc. Die vielen Konkurse privater Firmen 2008 wurden durch eine Ausweitung des öffentlichen Sektors aufgefangen. Weiters konnten die chinesischen Behörden effektiv Druck auf das Management der sich in staatlichem Eigentum befindlichen Firmen ausüben, um ihre unternehmerischen Tätigkeiten auch während der Krisenzeit auszuweiten und so die Konjunktur zu stärken (vgl. Ma/Tian 2012: 64).

Zhang (2012: 16ff) führt die Effektivität des chinesischen Krisenmanagements auf die gute

[25] Geldmenge M1 beschreibt das umlaufende Bargeld und täglich fällige Einlagen. Geldmenge M2 inkludiert M1 und Einlagen mit Laufzeiten von bis zu zwei Jahren und Einlagen mit Kündigungsfristen von bis zu drei Monaten.

Fiskalposition Chinas beim Ausbruch der Krise zurück. Die Stabilität des Finanzsystems ermöglichte die Umsetzung des Konjunkturpakets, da das Vertrauen in die Banken weiterhin gegeben war und diese die benötigten Investitionsmittel zu Verfügung stellen konnten.

3.2.3 China und internationale Ansteckung

3.2.3.1 Ansteckung durch wirtschaftliche Integration

Wie weiter oben bereits besprochen (siehe Kapitel 3.2.2) ist die VR China durch ihr exportabhängiges Wachstumsmodell von den Entwicklungen des Welthandels abhängig. Sie ist somit auch besonders anfällig für Krisen, die sich in für den Welthandelszusammenhang wichtigen Nationen entwickeln, bzw. für globale Rezessionen.

China war noch zu Beginn des Transformationsprozesses 1977 eine Nation mit einem äußerst geringen Anteil am Welthandel. Er betrug lediglich 0,6%. In den 1980ern und 1990ern wurde das Handelsregime graduell liberalisiert (vgl. Branstetter/Lardy 2008: 634). Ab Mitte der 1990er wurde vor allem das Verhältnis zu den USA für die Entwicklung der chinesischen Volkswirtschaft von immer größerer Bedeutung. Den Zusammenhang zwischen den beiden Ländern im Kontext des Welthandels und der Weltfinanzarchitektur bezeichnet Wolf (2009: 175) als ‚Chimerika' Modell. Im Zentrum des Modells steht das Leistungsbilanzdefizit der USA. China erwirtschaftet im Handel mit den USA Überschüsse und erhält als Gegenwert USD, die es in US-Staatsanleihen investiert.

Die innere Logik des Modells besteht darin, dass das auf Konsum beruhende US-amerikanische Wirtschaftsmodell nur mit Hilfe von Chinas Produktion funktionieren konnte, während gleichzeitig der chinesische Boom nur aufgrund des großen Absatzmarktes in den USA möglich wurde. Wolf (2009) beschreibt das chinesische Modell der letzten drei Jahrzehnte derart, dass die Löhne durch den Druck des chinesischen und ausländischen Kapitals niedrig gehalten wurden. Niedrige Sozialausgaben und das Fehlen von Alterssicherungssystemen führten zu hohen Sparquoten in der Bevölkerung. Dadurch war die Binnennachfrage relativ gering, sodass das Modell „[…] einerseits im Inland auf eine hohe Investitionstätigkeit – auf eine große Unternehmensnachfrage – und andererseits auf den Export […]" (Wolf 2009: 176) abzielte. Der US-amerikanische Markt diente als Abnehmer für die chinesische Überproduktion.

Aus der Exportabhängigkeit des chinesischen Modells auf der einen Seite und dem Finanzbedarf der USA auf der anderen Seite folgte, dass China die aus dem Leistungsbilanzüberschuss generierten USD wieder in den USA gemäß dem ‚Chimerika'-Modell anlegte. Zur Aufrechterhaltung des Modells musste der Wechselkurs des USD im Vergleich zum RMB hoch gehalten werden, um die Attraktivität der chinesischen Exporte weiterhin zu gewährleisten. Dies konnte nur dadurch geschehen, dass China die angehäuften USD in den Ankauf von US-

amerikanischen Wertpapieren fließen ließ, damit so das internationale USD-Angebot nicht stieg. „Es entwickelte sich eine fatale gegenseitige und angesichts der Machtverhältnisse makabre Abhängigkeit.“ (Wolf 2009: 176). Wolf (2009) spricht von einer strategischen Partnerschaft, die auf der gegenseitigen Abhängigkeit zwischen dem Hauptschuldner, der USA, und dem Hauptgläubiger, China, beruht.

Innerhalb dieses Abhängigkeitsverhältnisses entwickelte China jedoch Mechanismen, um der Ansteckung durch krisenhafte Entwicklungen entgegenwirken zu können (siehe Kapitel 3.2.2). So war China in der Situation eines Nachfrageeinbruchs auf den internationalen Märkten fähig, im Sinne eines keynesianischen wirtschaftspolitischen Zugangs zu reagieren „[...] to extend domestic demand and stimulate the domestic market by increasing infrastructure projects.“ (Ma/Tian 2012: 62). Innerhalb der Abhängigkeitssituation konnte eine gute Fiskalposition erarbeitet werden und die Möglichkeit der Einflussnahme auf wirtschaftliche Aktivitäten durch staatliche bzw. staatlich kontrollierte Banken und Staatsunternehmen beibehalten werden. Die Abwendung einer Krisenansteckung über diese Mechanismen könnte allerdings langfristige gesehen adverse Effekte auf die langfristige ökonomische Struktur Chinas haben (vgl. Zhang 2012: 22).

3.2.3.2 Ansteckung über Finanzmärkte

Bezüglich der Ansteckungswege internationaler Finanzkrisen, die über Finanzmärkte gehen, sind die Devisenmärkte und die Aktienmärkte von Interesse (siehe Kapitel 2.2.2). Die Resistenz der VR China gegen Ansteckungen auf dem Devisenmarkt wurde bereits weiter oben dargelegt (siehe Kapitel 3.2.1). Als zentrale Mechanismen zum Schutz gegen Ansteckung durch Währungskrisen gelten die chinesischen Kapitalverkehrskontrollen und die Interventionen am Devisenmarkt durch die PBoC (vgl. Herr 2008: 163). Die Grundlagen für letztere ergeben sich aus dem enormen Volumen an Devisenreserven, die China in den letzten Jahrzehnten angehäuft hat (vgl. Herr 2008: 160ff). Das System der Kapitalverkehrskontrollen basiert auf administrativer Genehmigung und quantitativen Restriktionen.[26] Die freie Konvertibilität des RMB ist nicht gegeben (vgl. Yan 2007: 113). Die wichtigste Institution, die mit der Kontrolle des RMB beauftragt ist, ist das staatliche Devisenamt oder ‚State Administration of Foreign Exchange‘ (SAFE). SAFE wickelt die Kapitalverkehrskontrollen ab und setzt Regelungen durch. Weiters ist SAFE zuständig dafür Konvertibilitätsrichtlinien für den RMB abzufassen, Statistiken die internationalen Finanztransaktionen betreffend zu führen, Warnsignale für den externen Sektor zu geben und Regulationen für grenzüberschreitende Geldflüsse und Devisenmarkttransaktionen

[26] Für eine detaillierte Übersicht über die Regulation einzelner Kapitalströme siehe Herr (2008: 148f).

aufzustellen und durchzusetzen (vgl. Herr 2008: 150).

Im Zuge der Auseinandersetzung mit der Subprime Krise wurde die zunehmende Integration der chinesischen Aktienmärkte in die globale Finanzarchitektur sichtbar (siehe Kapitel 3.2.2). Die Ansteckungsgefahr über Aktienmärkte ist für das Gesamtsystem jedoch deshalb gering, da Aktienmärkte im chinesischen Finanzsystem weiterhin eine untergeordnete Rolle spielen. So bestehen auf Portfolioinvestitionen, die den Ankauf und Verkauf von Aktien beinhalten, sehr starke Kontrollen. Die chinesischen Aktienmärkte sind segmentiert, was eine Ansteckung über internationale Finanzportfolios unwahrscheinlich macht (siehe Kapitel 3.1.3.2). Der ausländische Einfluss wird auch dadurch beschränkt, dass einzelne ausländische Unternehmen nicht mehr als 10% der Aktien eines Unternehmens besitzen dürfen. Nicht mehr als 20% des Gesamtaktienbestands eines chinesischen Unternehmens darf in ausländischem Besitz sein (vgl. Herr 2008: 153). Allen et al. (2008) bezeichnen abrupte Liquiditätsengpässe, die Preiseinbrüche auf den chinesischen Aktienmärkten auslösen würden, als sehr unwahrscheinlich. Die Gefahr für Krisen wird eher im Immobiliensektor gesehen. Hier könnte es durch Bankrotte und Zwangsverkäufe zu Preiseinbrüchen kommen, die wiederum das chinesische Banksystem negativ beeinflussen könnten: „[...] a crash in real-estate markets is the most likely cause of a financial crisis in China.“ (Allen/Qian/Qian 2008: 563).

3.3 Perspektiven auf die chinesische Krisenanfälligkeit

3.3.1 Akteursbezogene Perspektive auf die chinesische Krisenanfälligkeit

Bezug nehmend auf die in der Theoriendiskussion herausgearbeiteten thematischen Schwerpunkte der akteursbezogenen Perspektiven wird im folgenden Abschnitt auf die Fähigkeit der Informationsverarbeitung im chinesischen Finanzsektor eingegangen. Es wird überprüft werden, inwiefern die chinesischen Finanzmärkte als effizient klassifiziert werden können (siehe Kapitel 2.1.1), und inwieweit Abweichungen bestehen, die auf irrationales Verhalten der Akteure zurück zu führen sind (siehe Kapitel 2.1.3). Im Weiteren werden die Probleme des moral hazard und der adverse selection (siehe Kapitel 2.1.2) diskutiert, und die vorhandenen Regulationen, die Selbstregulationsfähigkeit der Finanzunternehmen (siehe Kapitel 2.1.1.3) und die legalen Rahmenbedingungen sowie deren Umsetzung beleuchtet.

Im Zentrum der Betrachtung der neoklassischen Perspektive auf die Instabilität in Finanzsystemen steht mangelnde Effizienz (siehe Kapitel 2.1.1). Dem chinesischen Finanzsystem werden bezüglich seiner Leistung im Bereich Effizienz wesentliche Defizite nachgesagt. So gehen Allen et al. (2008: 514) davon aus, dass Chinas Finanzsystem durch einen ineffizienten Bankensektor dominiert wird.

Im Zuge des Transformationsprozesses kam es zu einer weitreichenden Restrukturierung des

chinesischen Finanzsystems (siehe Kapitel 3.1.4). Dies brachte eine teilweise Liberalisierung der Finanzsphäre mit sich. Sie führte allerdings nicht zu Effizienzsteigerungen im Bankensystem, weil die Banken die sozialen Auswirkungen und Unternehmensumstrukturierungen abfedern und ihr Geschäft nach politischen Richtlinien abwickeln mussten. Die Kosten im chinesischen Banksystem sind relativ hoch. Es werden schlechte Kreditvergabeentscheidungen getroffen und Transaktionen laufen langsam und beschwerlich ab (vgl. Naughton 2007: 464). Aus dieser Ineffizienz hat sich in China ein Problem mit notleidenden Krediten herausgebildet, wobei deren Ausmaß aufgrund von Defiziten in der Veröffentlichung von Bankdaten nicht genau abgeschätzt werden kann. Solange die Wirtschaft jedoch weiterhin im derzeitigen Ausmaß wächst, kann der Staat die notleidenden Kredite der vier großen Banken übernehmen, ohne die Wirtschaft signifikant zu schädigen (vgl. Allen/Qian/Qian 2008: 522ff). Dieser Prozess wurde bereits ab 1998 vorangetrieben (vgl. Naughton 2007: 462). (siehe Kapitel 3.1.4.1).

Der hohe Grad der staatlichen Einflussnahme im Banksystem wird mit Korruption in Verbindung gebracht: „Lacking an appropriate internal control system, and being constantly subjected to excessive government interference, these state-owned commercial banks are believed to be the riskiest and most corrupt in the world.“ (Gul/Lu 2011: 188).

Den Aktienmärkten wird mehr Effizienz im Vergleich zu den Banken zugestanden (vgl. Allen/Qian/Qian 2008: 514), allerdings werden nach Allen et al. (2008: 536) Aktienpreise und das Verhalten von Investoren nicht durch die Fundamentalwerte der börsennotierten Unternehmen bestimmt. Somit sind die Aktienmärkte ebenfalls nicht als effizient zu bezeichnen.

Unter Anwendung der EMH unterzog Ma (2004) die chinesischen Aktienmärkte Tests zur Überprüfung schwacher und mittel-starker Effizienz (siehe Kapitel 2.1.1.2). In seinem Versuchsdesign zur Analyse des random walks der chinesischen Aktienpreise stößt er auf die Vorhersagbarkeit von Aktienpreisentwicklungen. Damit falsifiziert er die random walk Hypothese für die chinesischen Aktienmärkte (vgl. Ma 2004: 243).

„The seasonality tests show regular return patterns and the event studies display the inefficient reflection of public information in the stock prices.“ (Ma 2004: 243). Seine Analyse der Preisreaktionen auf Ankündigungen von Dividendenausfall bzw. Dividendenauszahlungen zeigte in einem Großteil der untersuchten Fälle Unterreaktionen. Die Analyse der Reaktionen auf die Ankündigung von Bezugsrechtsemissionen und der Ausgabe von Gratisaktien zeigte in den A-shares und B-shares unterschiedliche Ergebnisse. So wurde teilweise Effizienz und Ineffizienz je nach Art der Ankündigung nachgewiesen. Ma (2004) schließt aus den Ergebnissen beider Studien „[...] that China’s stock market is not a semi-strong form efficient market.“ (Ma 2004: 238).

In allen von ihm untersuchten Fällen war es möglich in den chinesischen Aktienmärkten durch

den Zugriff auf historische und öffentliche Informationen höhere Profite zu generieren. Daraus ergibt sich für Ma (2004) der Schluss, „[…] China's Stock Market is neither weak form nor semi-strong form efficient." (Ma 2004: 243).

Bezüglich der in der Theoriendiskussion vorgestellten Informationsverarbeitungsprozesse (siehe Kapitel 2.1.3.2) können auf den chinesischen Finanzmärkten verschiedene Effekte nachgewiesen werden, die auf Abweichungen der Akteure von ökonomischer Rationalität zurückgeführt werden und eher durch das Konzept des ‚investor sentiment' zu erklären sind. Die Analyse von Gao (2005) bestätigt das Vorhandensein des Kleinfirmeneffekts und des Kalendereffekts, sowie die Möglichkeit der Umsetzung von Momentum- und Contrarian-Strategien für das Erzielen von Profiten an den chinesischen Aktienmärkten.

Momentum- bzw. Contrarian-Strategien sind Investitionsstrategien in Aktienmärkten bei denen die historischen Renditeentwicklungen von Aktien analysiert werden und diese dann zu Gewinner- und Verlierer-Portfolios zusammengestellt werden. Je nach Strategie werden dann entweder die Gewinner-Portfolios gekauft und die Verlierer-Portfolios leerverkauft oder die Verlierer-Portfolios gekauft und die Gewinner-Portfolios leerverkauft (vgl. Schriek 2009: 115ff). Gao (2005: 127) fand für die Periode zwischen 1993-2003, dass Contrarian-Strategien in den A-shares der Aktienmärkte in Shanghai und Shenzhen umsetzbar waren.

Der Kleinfirmeneffekt besagt, dass kleine Firmen mit relativ niedriger Marktkapitalisierung durchschnittlich höhere Renditen erzielen als große Firmen mit höherer Kapitalisierung. Gao (2005: 148) identifiziert den Kleinfirmeneffekt für die chinesischen Aktienmärkte und führt die höhere Attraktivität der kleineren Firmen darauf zurück, dass große Investoren diese leichter beeinflussen können. Kalendereffekte beschreiben die Tatsache, dass in Aktienmärkten an bestimmten Wochentagen bzw. Kalendermonaten statistisch höhere Gewinne erzielt werden (vgl. Schriek 2009: 113).

Nach Gao (2005) sind Kalendereffekte für die chinesischen Aktienmärkte nachweisbar. Speziell Monatseffekte sind stark ausgeprägt: „Hereby, the highest returns can be achieved after the Chinese year-end in February." (Gao 2005: 171).

Mit dem Voranschreiten des Transformationsprozesses und der zunehmenden Liberalisierung der Aktienmärkte hat sich das Potenzial für Herdenverhalten (siehe Kapitel 2.1.3.2) und damit assoziierte Blasenbildung verändert. Dementsprechend herrscht in der Literatur Uneinigkeit über die Existenz von Herdenverhalten in den chinesischen Aktienmärkten. Demirer und Kutan (2006) konnten kein Herdenverhalten feststellen. Ihre Analyse basierend auf Datenmaterial bis zum Jahr 2005 brachte sie zu dem Schluss: „[…] we find no evidence of herd formation, using both firm- and sector-level data from the Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges." (Demirer/Kutan 2006: 140). In den Analysezeitraum fällt auch die Asienkrise (siehe Kapitel

3.2.1) (vgl. Demirer/Kutan 2006: 135).

Chiang et al. (2010) finden in ihrer Untersuchung der A-share und B-share Märkte Indizien für Herdenverhalten, speziell in den A-share Märkten. „The test results consistently show that investors in the aggregate market display herding behavior. Dividing the data into A-share and B-share markets offers evidence that A-share investors consistently display herding behavior […]." (Chiang/Li/Tan 2010: 123).

Jiang et al. (2010: 149) beschreiben einen Zusammenhang zwischen Herdenverhalten und Blasenbildung an den chinesischen Aktienmärkten, der in zwei Perioden zur Blasenentstehung und Blasenentwertung geführt hat. Die erste Periode dauerte von Mitte 2005 bis Oktober 2007, die zweite von November 2008 bis August 2009. Als Auslöser für die Entstehung der Blase von 2005 wird die Reform der nicht-handelbaren Wertpapiere (siehe Kapitel 3.1.4.2), die zu einer Phase der Euphorie an den Märkten für A-shares führte, ausgemacht. Als Auslöser für die Blase von 2008 wird das Konjunkturpaket, welches als Antwort auf die internationalen Auswirkungen der Subprime Krise 2007 geschnürt wurde (siehe Kapitel 3.2.2), genannt (vgl. Jiang et al. 2010: 150f).

Ma (2004: 243ff) führt als Gründe für die beobachtete Ineffizienz der chinesischen Aktienmärkte die Kombination aus der Segmentierung der Märkte, der häufigen staatlichen Interventionen, der Unzulänglichkeit von vorhandener Regulation und dem Mangel an Informationstransparenz an. Im Speziellen geht er auf ungenügende Bilanzierungsstandards und die mangelhafte Bekanntmachungspflicht von finanziellen Informationen ein.

Die Unzulänglichkeit der vorhandenen Regulation wird auch mit adverse selection und moral hazard Problemen in Verbindung gebracht (siehe Kapitel 2.1.2.1). Die Abwicklung des Börsengangs bringt laut Allen et al. (2008) adverse selection Probleme mit sich, weil dieser mit einem langwierigen Evaluationsprozess verbunden ist. Jede Firma muss vorab um staatliche Bewilligung ansuchen und finanzielle, sowie buchhalterische Informationen bekanntgeben. „The process is inefficient due to bureaucracy, fraudulent disclosure, and lack of independent auditing." (Allen/Qian/Qian 2008: 537). Als Resultat werden private Firmen vom Börsengang abgeschreckt. Somit sind die meisten börsennotierten Firmen ehemalige Staatsbetriebe.

Moral hazard Probleme entstehen innerhalb börsennotierter Unternehmen. Die Manager der börsennotierten Firmen haben keine Anreize den Wert ihrer Aktien zu steigern, sondern stützen sich eher auf die Kapitalmärkte selbst, um ihre Vorhaben zu finanzieren (vgl. Allen/Qian/Qian 2008: 537). Der Theorie asymmetrischer Informationen folgend (siehe Kapitel 2.1.2.3) sollte Finanzintermediation dem Problem des moral hazard entgegenwirken, insofern sollte das bankendominierte chinesische Finanzsystem wenig Probleme mit diesen Phänomenen haben. Naughton (2007) geht allerdings davon aus, dass „[...] this issue of moral hazard permeates all

layers of the banking system [...]." (Naughton 2007: 480). Dies wird auf den hohen staatlichen Anteil und die damit verbundenen Ausfallsübernahmen zurückgeführt. Die Transparenz und Offenlegungsstandards waren bis 2001 speziell unzureichend. Trotz der folgenden Anstrengungen die Buchhaltungsstandards zu vereinheitlichen und die Transparenz zu erhöhen bestehen weiterhin extreme Defizite in der Umsetzung der Offenlegungsrichtlinien, und somit ist die Vertrauenswürdigkeit der offengelegten Informationen meist nicht gegeben (vgl. Naughton 2007: 472).

Probleme asymmetrischer Information ergeben sich weiterhin durch die verschiedenen Klassen von AktienhändlerInnen, die jeweils über einen unterschiedlichen Grad an Informationszugang verfügen. Staatliche Investmentfonds und Finanzinstitutionen mit Handelslizenzen haben Zugang zu Insiderinformationen, da sie gute Beziehungen zu den relevanten Regierungsbehörden pflegen. Individuelle InvestorInnen besitzen diesen Zugang nicht (vgl. Ma 2004: 245f).

Aufgrund der mangelnden Tiefe und fehlenden Transparenz des chinesischen Aktienmarkts ist er besonders anfällig für Insiderkontrolle und Manipulation. Trotz der Dominanz individueller InvestorInnen an den chinesischen Aktienmärkten können einzelne informelle Investmentfonds immer wieder die Preisentwicklungen von Aktien zu ihren Gunsten beeinflussen (vgl. Naughton 2007: 474). Daraus ergibt sich auch, dass sich Institutionen zur Selbstregulation, welche die zu bevorzugende Regulationsform nach der neoklassischen Perspektive darstellt (siehe Kapitel 2.1.1.3), an den chinesischen Finanzmärkten bis dato noch nicht entwickelt haben: „[...] in the Chinese market [...] widespread opportunities for collusion have inhibited the evolution of institutions for self-regulation." (Naughton 2007: 473).

3.3.2 Keynesianische Perspektive auf die chinesische Krisenanfälligkeit

Die keynesianische Perspektive führt die Fähigkeit eines Systems die systemimmanenten zyklischen Schwankungen zu glätten als Hauptursache für die Verhinderung von Krisenphänomenen an. Darum wird im Weiteren Chinas Erfahrung mit der Überhitzung der Wirtschaft dargelegt. In diesem Zusammenhang wird auf der Unternehmensebene das Finanzierungssystem über Fremdkapital in China besprochen und damit zusammenhängend die Kreditregulation im Gesamtsystem (siehe Kapitel 2.2.1.1). Der staatliche Sektor der chinesischen Wirtschaft wird bezogen auf seine Fähigkeit Investitionsausfälle zu überbrücken untersucht. Die Fähigkeit des chinesischen Fiskalsystems staatliche Defizite und Überschusspositionen gezielt zur Konjunkturbekämpfung einzusetzen wird herausgearbeitet (siehe Kapitel 2.2.1.3). Weiters wird auf die chinesischen Methoden zur Abwendung international übertragener finanzieller Instabilität eingegangen (siehe Kapitel 2.2.1.2).

Trotz des insgesamt positiven Verlaufs war die chinesische Wirtschaftsentwicklung geprägt von zyklischen Schwankungen. Es existierten Spitzenperioden, in denen das Wirtschaftswachstum 10% überschritten hat, die gefolgt wurden von Perioden mit vermindertem Wachstum. Solche Spitzenzeiten waren 1978, 1984-1985, 1992-1994 und 2003-2005. Jede dieser Perioden hat die Wirtschaft stark belastet, zu Inflation und Ungleichgewichten, wie Engpässen in Transport, Energie und Industrie, geführt (vgl. Naughton 2007: 143).

Mit der Initiation der ökonomischen Reformen erreichte das chinesische BIP 1978 eine Wachstumsrate von 11,7%. Bis 1981 fiel das Wachstum jedoch auf 5,2% (vgl. Lo 2007: 12). Die zweite Wachstumsphase 1984 ging einher mit der drastischen Ausweitung der Investitionen, mündete jedoch in einer derart hohen Inflationsrate 1988-89, dass die Legitimität des wirtschaftlichen Reformprozesses in Frage gestellt wurde. So wurden die Voraussetzungen für die politischen Proteste auf dem Tiananmen Platz 1989 geschaffen (vgl. Naughton 2007: 443). Die Wachstumsphase, die ab 1992 eingeleitet wurde, resultierte in BIP Wachstumsraten von 14,2%. Dies verursachte bis 1994 eine Inflationsrate der Verbraucherpreise von 26%. Die monetäre Austeritätspolitik, mit der die Inflation ab 1994 gestoppt werden konnte, wurde erst mit Einsetzen der Asienkrise 1997 aufgegeben (vgl. Lo 2007: 12).

Die makroökonomischen Zyklen, die China durchlief, haben ihren Ursprung in politökonomischen Konjunkturzyklen, in denen Expansionsphasen und Kontraktionsphasen in der Wirtschaft mit Liberalisierungsphasen und Re-Regulierungsphasen in der Politik zusammenfielen. Die Expansionsphasen wurden begleitet von Reformen, die auf Dezentralisierung abzielten und die Kontrolle über das Industrie- und Finanzsystem auflockerten. Meist wurden einschneidende industrielle Reformen vorangetrieben (vgl. Naughton 2007: 442). Die Expansions-/Liberalisierungsphasen verursachten Inflation und andere makroökonomische Ungleichgewichte, die die Politik dazu bewegten institutionelle Reformen zu verlangsamen oder zurückzunehmen und Austeritätspolitik zu betreiben. Dies ging meist einher mit einer konservativen politischen Linie, die dominierte, bis die Inflation und die Ungleichgewichte wieder kontrolliert wurden und sich das politische Umfeld derart veränderte, dass wieder erneut Reformen umgesetzt werden konnten (vgl. Naughton 2007: 443).

Das politische System in China unterliegt keinen demokratischen Politikzyklen zwischen Wahljahren. Der politische Zyklus in China, der Einfluss auf den Konjunkturzyklus hat, ist abhängig von dem Parteitag der KPCh, der alle fünf Jahre einberufen wird. An diesen Parteitagen werden die Führungspositionen in der Zentrale und auf den lokalen Ebenen der KPCh bestimmt, was den einzelnen Kadern Anreize gibt in Vorbereitung auf die Parteitage möglichst hohe Wachstumsraten zu erwirtschaften (vgl. Lo 2007: 13f). „In an economy like China in which the ruling party controls the state [...] the impact of such political calculation on

GDP growth can be quite substantial.“ (Lo 2007: 14). Nach Naughton (2007: 144) besteht ein Zusammenhang zwischen erhöhter Investitionstätigkeit und wirtschaftlichem Aufschwung in den chinesischen Wirtschaftszyklen. Phasen starken Wachstums gingen einher mit hohen Investitionsraten, die eine Überhitzung der Wirtschaft vorantrieben. Der Zusammenhang zwischen den Unternehmen und Banken im Staatseigentum wird von Herr (2008: 145) als Rückgrat der Nachfrage in der chinesischen Wirtschaft angesehen. Der Zusammenhang generiert Investitionen mit Multiplikationseffekten in allen Wirtschaftssektoren.

Das Investitionsregime ist für das Verständnis des Umgangs der chinesischen Politik mit den zyklischen Wirtschaftsschwankungen insofern von Interesse, als bei Minsky (siehe Kapitel 2.2.1.1) ein direkter Zusammenhang zwischen den wirtschaftlichen Schwankungen und Instabilität in der Ökonomie mit der Finanzierung der Investitionstätigkeit von Unternehmen hergestellt wird.

Das Investitionsverhalten der chinesischen Unternehmen im Transformationsprozess zeichnete sich nach Herr (1999: 110), durch einen extremen Investitionshunger aus. In den staatlichen Unternehmen ging diese erhöhte Investitionstätigkeit auf die ehemaligen Anreizsysteme der Planwirtschaft zurück, die sich auch im Kontext der marktwirtschaftlichen Restrukturierung des Unternehmenssektors teilweise gehalten haben. Investitionen wurden zu dieser Zeit unabhängig von den Verlust- und Gewinnpositionen der Unternehmen eingesetzt, um Vorteile für das Management und die Beschäftigten zu erreichen (vgl. Herr 1999: 110f). Seit den Reformen wurden die Anreize dahingehend aufrecht erhalten, dass, sollte es zu Verlustpositionen kommen, diese nicht in den Unternehmen durch eine schlechte Finanzposition im Sinne einer spekulativen oder Ponzi Finanzierung (siehe Kapitel 2.2.1.1) belassen werden, sondern sich im Bankensystem als notleidende Kredite wiederfinden. Wie weiter oben beschrieben (siehe Kapitel 3.1.4.1) wurde im Zuge des Transformationsprozesses die Entstehung solcher notleidenden Kredite in Kauf genommen. Sie wurden zu einem späteren Zeitpunkt mit den durch das Wirtschaftswachstum generierten Mitteln durch eine Rekapitalisierung des Banksektors wieder abgebaut (vgl. Gul/Lu 2011: 189).

Die während des Transformationsprozesses neu gegründeten privaten Unternehmen waren ebenfalls durch reges Interesse an Investitionstätigkeiten gekennzeichnet. Investitionen wurden so zu einer der wichtigsten Antriebskräfte für das Wirtschaftswachstum (vgl. Herr 1999: 110).

Aufgrund der hohen staatlichen Beteiligung und Kontrolle der Unternehmen und Banken im chinesischen System liefen die Finanzierungsabläufe, die bei Minsky die Wurzel der Instabilität sind, in anderer Form ab. So besitzt nach Herr (1999: 111) der chinesische Unternehmenssektor im Bezug auf sein Investitionsverhalten einige Besonderheiten. Die Investitionsnachfrage reagiert gar nicht bis schwach auf Zinsschwankungen. Dies hat zur Folge, dass Zinspolitik

seitens der PBoC nicht als geldpolitisches Instrument eingesetzt wurde, um einer Übersteuerung der Investitionen gegen zu wirken. Überhitzungen der Wirtschaft wurden durch Steuerung des Kreditvolumens im Bankensystem kontrolliert. Nach Schaffung der Zentralbank im Zuge der Bankenreform war diese für die Festlegung der Verleih- und Einlagezinssätze zuständig und legte im Rahmen eines Kreditplans die maximalen Kreditvolumina der Banken fest. 1998 wurde der Kreditplan durch Kreditempfehlungen ersetzt, denen die Banken jedoch weiter strikt folgen mussten. Die Zentralbank behielt durch die Festsetzung des Refinanzierungsvolumens der Banken sowie der Zinssätze weiter Kontrolle über die Kreditexpansion im System (vgl. ten Brick 2013: 155). Der Staat betreibt noch heute durch die politisch gesteuerte Kreditvergabe Industrie-, Regional- und Infrastrukturpolitik. Staatsdefizite wurden gering gehalten, indem an Stelle von direkten Staatsausgaben die Gelder bis 1994 versteckt durch die vier großen Geschäftsbanken vergeben wurden, nach 1994 durch die policy banks.

Als weitere Besonderheit wird von Herr (1999: 111) angeführt, dass die Staatsunternehmen immer noch eine wichtige Rolle in der Bereitstellung von Sozialleistungen übernehmen. Für diese werden sie von dem Bankensystem mit Krediten versorgt, die ihnen aber nicht auf marktwirtschaftlicher Basis gegeben werden.

In Situationen von Inflation oder einer wirtschaftlichen Überhitzung wurden durch die PBoC Kreditrestriktionen durchgeführt, die sich lediglich auf die Investitionstätigkeit der staatlichen Unternehmen bezogen. „Das chinesische Banksystem stellte jedoch [...] immer ausreichend Kredite zur Verfügung, so dass Löhne, Renten und andere Zahlungsverpflichtungen bezahlt werden konnten.“ (Herr 1999: 112). Der private und kollektive Sektor wiederum finanziert sich zum größten Teil aus dem informellen Finanzsektor (siehe Kapitel 3.1.4.3), sodass es hier während der konjunkturellen Abschwünge teilweise zu Zusammenbrüchen kam (vgl. Herr 1999: 112). Unabhängig davon weist Herr (2008) darauf hin, dass „[…] China has managed to create a Schumpeterian-Keynesian credit-investment-income-creating process which has led to economic prosperity.” (Herr 2008: 145).

Die Größe des chinesischen staatlichen Sektors war immer ausreichend, um im Sinne eines Big Government die Profite bzw. die Profiterwartungen für Unternehmen durch Investitionstätigkeiten zu stabilisieren. In Krisenzeiten wurde dies durch die Umsetzung von Konjunkturpaketen und expansiver Fiskalpolitik demonstriert (siehe Kapitel 3.2). Aber auch in Zeiten, in denen keine unmittelbare Krisengefahr bestand, wurde die chinesische Konjunktur durch antizyklische Fiskalpolitik stabilisiert. Der Transformationsprozess kann bezüglich derartiger Fiskalpolitik in zwei Perioden eingeteilt werden, die durch die Asienkrise 1997 voneinander getrennt sind. Von 1978 bis 1997 fielen die Staatsausgaben anteilig zum BIP. Ab 1998 ist ein ständiges Anwachsen der Staatsausgaben zu beobachten (vgl. Lo 2009: 118f). In die

erste Phase der Kontraktion der staatlichen Zuwendungen fallen auch die zwei höchsten Inflationsphasen, die weiter oben in diesem Kapitel beschrieben werden. Seit der Asienkrise und der in ihrer Folge umgesetzten Ausweitung der Staatsausgaben sind die zyklischen Schwankungen des BIPs kleiner geworden (vgl. Lo 2009: 40).

Die Ausweitung der Staatsausgaben ging mit einer Restrukturierung des Fiskal- und Steuersystems einher. Als Reaktion auf die seit Beginn des Transformationsprozesses ständig sinkenden Staatseinnahmen und damit einhergehend auch sinkenden Staatsaugaben wurde 1994 eine Steuerreform umgesetzt (vgl. Naughton 2007: 431). Bis 1978 hatte der Staat Einnahmen durch Profitrückzahlungen der staatlichen Unternehmen generiert. Im Zuge der Transformation wurden verschiedene Formen dieser Gewinnrückzahlung eingeführt, um den Staatsunternehmen marktwirtschaftliche Anreize zur Produktionssteigerung zu geben. Dies führte zu einem stark fragmentierten staatlichen Einnahmensystem, welches die Gesamteinnahmen bis Anfang der 1990er stetig fallen ließ (vgl. Naughton 2007: 432).

Die Steuerreform von 1994 führte neue Steuern ein, teilte Steuern den verschiedenen staatlichen Ebenen zu und schuf eine neue Steueragentur (vgl. Naughton 2007: 432f). Es wurden Verbrauchersteuern, Gewerbesteuern, Umsatzsteuern, Körperschaftssteuern und persönliche Eigentumssteuern eingeführt. Zusammen mit den steigenden Staatsausgaben wuchsen durch diese Steuerreform auch die Einnahmen. Der chinesische Staat konnte sich so eine gute Fiskalposition erarbeiten, die bei Bedarf eingesetzt werden konnte, um wirtschaftlicher Instabilität entgegen zu wirken (vgl. Zhang 2012: 16ff).

Im internationalen Kontext finanzieller Fragilität besitzt das chinesische Finanzsystem einen Regulationsapparat, der die Übertragung finanzieller Instabilität weitestgehend reduziert (siehe Kapitel 3.2.3). Hierbei ist es wichtig zu erwähnen, dass besonders die Aufnahme von ausländischen Krediten streng kontrolliert ist. Vor 1979 war die Aufnahme externer Schulden generell verboten. Auch mit der graduellen Öffnung wurde Auslandsverschuldung weiterhin vom Staat kontrolliert. So bestehen bis heute quantitative Beschränkungen. „Specially medium- and long-term foreign credits and annual development of external debt are regulated.“ (Herr 2008: 151).

In diesem Zusammenhang ist auf die Dominanz von ausländischen Direktinvestitionen bei der Allokation von ausländischen Finanzzuwendungen hinzuweisen. China hat sich im Zuge des Transformationsprozesses für ausländische Direktinvestitionen geöffnet und wurde im Laufe der 1990er zum größten Empfängerland von ausländischen Direktinvestitionen unter den Entwicklungsländern (vgl. Luo/Zhang 2009: 69). Die selektive Öffnung für ausländische Direktinvestitionen im Vergleich zu der weiter bestehenden Einschränkung gegenüber ausländischen Portfolioinvestitionen und ausländischen Krediten trug dazu bei, dass

ausländisches Kapital weniger volatiler auf Wirtschaftszyklen reagieren konnte, da ausländische Direktinvestitionen längerfristig veranlagt werden.
Von Seiten der keynesianischen Perspektive wird eingeräumt, dass durch die rigide Kontrolle des chinesischen Finanzsystems Kosten entstehen. So sind Regulationen immer auch Quelle für Korruption, Ungerechtigkeit und Einkommensunterschiede und können die effiziente Allokation von Ressourcen negativ beeinflussen. In China werden diese Kosten mit dem Nutzen der durch sie erzeugten Stabilität abgewogen. „In China requirements of macroeconomic stability clearly dominated microeconomic efficiency.“ (Herr 2008: 166).

3.3.3 Politökonomische Perspektive auf die chinesische Krisenanfälligkeit

Um den Ursachen für die chinesische Stabilität aus der politökonomischen Perspektive nachzugehen wird ein regulationstheoretisches Analyseraster zur Bestimmung des Akkumulationsregimes und der Produktionsweise Chinas aufgestellt. Die chinesische Akkumulation wird entlang der Achsen extensiv/intensiv, extravertiert/intravertiert und produktives/fiktives Kapital eingeordnet. Bezüglich der Regulationsweise wird auf die staats- bzw. marktförmige Organisation des Lohnverhältnisses, des Konkurrenzverhältnisses, sowie der Geldrestriktion und ökologischen Restriktion eingegangen (siehe Kapitel 2.3.1). Die in China vorherrschende Form des Kapitalismus wird mit den Ausführungen zum Finanzmarktkapitalismus verglichen und in Bezug auf Anzeichen für strukturelle Überakkumulation, den Stellenwert von institutionellen Investoren, sowie angewandte Verwertungsmechanismen von Sparguthaben beleuchtet (siehe Kapitel 2.3.2).
Das Akkumulationsregime der Volksrepublik China im Transformationsprozess kann als extensiv, aktiv extravertiert und produktiv angesehen werden. Die Exportorientierung beruhte im Zuge des Transformationsprozesses auf unterschiedlichen Gegebenheiten. Ihre Wurzel ist in dem Wunsch der chinesischen Führung zu finden China durch Technologie- und Wissenstransfer aus den westlichen Industrienationen zu modernisieren. Diese Strategie wurde bereits von verschiedenen Fraktionen während der Kulturrevolution verfolgt (vgl. Naughton 1991: 170ff). Um diesen Transfer finanzieren zu können bedurfte es Devisen. Da in der ersten Phase der Transformation der Wechselkurs des RMB stark überbewertet war (vgl. Naughton 2007: 383), mussten die Exporte massiv gefördert werden, um Devisen für den Einkauf von Technologien zu erlangen. Mit dem Voranschreiten der Reformen im Außenhandelssektor und der Neustrukturierung des Währungsregimes Mitte der 1990er ging diese ursprüngliche Überbewertung des RMB in eine Unterbewertung über, die den Export weiter förderte.
Je nach AutorIn variiert der Zeitpunkt, ab dem eine Unterbewertung des RMB besteht, zwischen Mitte der 1990er und Anfang der 2000er (vgl. Branstetter/Lardy 2008: 665ff). Mit

fortgeschrittenem Grad des Technologietransfers wurde die Exportorientierung aufrechterhalten, da sie eine Grundlage der investitionsintensiven Wachstumsstrategie darstellte bzw. immer noch darstellt. Die langfristig auf extrem hohem Niveau gehaltene Investitionsquote, 30-45% des BIP (vgl. Herr 2008: 143), wird durch die hohen Sparquoten der Bevölkerung bei gleichzeitigem Konsumverzicht aufrecht erhalten (vgl. Naughton 2007: 428ff). Unterkonsumption ist ein charakterisierender Bestandteil des chinesischen Transformationsprozesses, wobei dieser in Niedriglöhnen, einer schwachen Sozialpolitik und extremer Ungleichheit seinen Ursprung findet. Die hohe Sparquote ist Ausdruck dieser schwachen Sozialpolitik, weil die Haushalte für Gesundheitsvorsorge, Pension und Ausbildung zum großen Teil selber aufkommen müssen (vgl. ten Brick 2013: 234f).

Da durch den Konsumverzicht in der Binnenökonomie geringe Nachfrage herrscht, muss Export diese Nachfragelücke füllen und für die produzierten Güter Absatzmärkte finden. Es sei allerdings darauf hingewiesen, dass ein großer Teil des Exports, vor allem im Elektronik- und Informationstechnologiebereich, im Zuge von globalen Fertigungsketten passiert und die Exportprodukte nicht primär in China produziert werden, sondern Re-exporte von zuvor importierten Produkten darstellen, die in China endgefertigt werden (vgl. Branstetter/Lardy 2008: 662ff).

Chinas Dominanz im arbeitsintensiven Produktionssektor des Welthandels basiert auf einer extensiven Akkumulationsstrategie, die Millionen Menschen aus den ländlichen Regionen als billige und gering qualifizierte Arbeitskräfte in den Produktionsprozess integriert (vgl. ten Brick 2013: 284f). Zwar konnte China im Zuge des Transformationsprozesses auch Produktivitätssteigerungen gemessen an der totalen Faktorproduktivität und an der Zunahme des Outputs pro Arbeitskraft verzeichnen. Dennoch basiert das chinesische Wachstum größtenteils auf Inputerhöhungen und nicht auf Produktivitätssteigerungen (vgl. Heston/Sicular 2008: 36ff). Ausnahmen bilden einige Hochtechnologiesektoren, in denen bereits von einer intensiven Akkumulation gesprochen werden kann, da hier Produktivität als treibender Faktor hinter der Produktionsausweitung steht (vgl. ten Brick 2013: 233f). Die Ausweitung der Anzahl der Arbeiter kann in der sich sukzessive vergrößernden Zahl der chinesischen Wanderarbeiter festgemacht werden, die im Laufe des Transformationsprozesses in steigendem Ausmaß eine signifikanten Beschäftigungsform im produktiven Sektor der chinesischen Wirtschaft geworden sind (vgl. Lo 2007: 32ff). Einhergehend mit der Integration von immer größeren Teilen der ländlichen Bevölkerung in die kapitalistische Produktion geht eine massive Urbanisierung. So hat sich der Anteil der in Städten lebenden Bevölkerung von 17,9% 1978 auf 43% im Jahr 2005 erhöht (vgl. Naughton 2007: 126).

Im Zuge des Transformationsprozesses wurden im chinesischen Finanzsystem Aktien-,

Anleihen- und Immobilienmärkte etabliert und ausgebaut und es kam zu einer Zunahme von KonsumentInnenkrediten. Trotzdem liegt nach ten Brick (2013) keine finanzgetriebene Akkumulationslogik vor, da die strategische Rolle des Staates im Finanzsystem weiterhin dominant ist. Die produktive Akkumulation stellte während der gesamten Transformation die zentrale Form der Wertschöpfung da. Profite, die im produktiven Sektor generiert werden können, überstiegen die Renditen der Finanzprodukte aufgrund der Restriktionen auf den chinesischen Finanzmärkten (vgl. ten Brick 2013: 151). Zwar haben sich die Grenzen des produktiven Sektors, der über die Zeit an Dynamik verliert (siehe Kapitel 2.3.1.1), noch nicht eingestellt, es sind aber schon Tendenzen hin zu gesteigerten Aktivitäten in finanziarisierter Akkumulation zu beobachten. So haben die chinesischen Aktienmärkte trotz weiterhin vorhandener staatlicher Dominanz im Aktienbesitz, sowie in den Eigentümerstrukturen der börsennotierten Unternehmen an Dynamik gewonnen. Ein Zeichen für die zunehmende Integration der chinesischen Aktienmärkte in die globale Finanzmarktarchitektur war der Einfluss den die Subprime Krise auf sie hatte (vgl. Gul/Lu 2011: 191ff).

Der Transformationsprozess ging einher mit tiefgreifenden Veränderungen im Lohnverhältnis der VR China. Die Systeme der Arbeit, der sozialen Sicherung und Beschäftigung durchliefen alle Phasen massiver Restrukturierung, wobei es nach ten Brick (2013: 163) zur Liberalisierung, Kommodifizierung und Prekarisierung der Arbeitskräfte kam.

Die chinesischen Arbeitskräfte haben sich im Laufe des Transformationsprozesses in verschiedene Produktionsregimes aufgegliedert. Lüthje (2010: 476f) unterscheidet zwischen fünf Produktionsregimes, die jeweils in unterschiedlichen Unternehmensformen zur Anwendung kommen. Das staatsbürokratische Produktionsregime herrscht in den staatlichen Unternehmen vor und ist durch relative Arbeitsplatzstabilität, niedrige Basislöhne, Zulagen von bis zu 50% der Basislöhne und starke Gewerkschaften charakterisiert. In den multinationalen und joint venture Unternehmen finden sich zwei verschiedene Produktionsregimes. Das eine ähnelt dem staatsbürokratischen, integriert aber westliche Anreizsysteme, beschäftigt größtenteils städtische Arbeitskräfte und bezahlt höhere Löhne. Das zweite Produktionsregime in multinationalen Unternehmen ist durch eine hohe Leistungsorientierung und Beschäftigungsflexibilität mit niedrigen Basislöhnen gekennzeichnet (vgl. Lüthje 2010: 476). Das am weitesten verbreitete Produktionsregime ist das der flexiblen Massenproduktion. Es ist vor allem in auslandschinesischen Kontraktfertigern und Großzulieferern in der Elektronikindustrie zu finden. Es stützt sich auf die ArbeitsmigrantInnen und ist charakterisiert durch niedrige Löhne, lange und sehr flexible Arbeitszeiten und eine ausgeprägte Lohnhierarchie (vgl. ten Brick 2013: 287). Auf der untersten Ebene der Produktionsregimehierarchie befindet sich die Niedriglohnproduktion. Arbeitskräfte sind meist ländliche ArbeitsmigrantInnen. Die Ausbeutung

findet direkt und autorität-paternalistisch statt. Löhne orientieren sich am Mindestlohn, es werden exzessive Überstunden verlangt und Gewerkschaften sind nicht existent (vgl. Lüthje 2010: 477).

Allen Produktionsregimes ist gemein, dass sie durch „[...] das Fehlen wirksamer kollektiver Regulierungen von Basislöhnen, Zulagen, Arbeitszeiten und Arbeitsbedingungen [...]“ (Lüthje 2010: 478) charakterisiert werden können. Dies geht einher mit einer hohen Ungleichheit der Löhne und starker Konkurrenz unter den Arbeitskräften (vgl. ten Brick 2013: 288). Seitens der chinesischen Regierung wurde versucht im Sinne einer tripartistischen Regulierung, die Arbeitgeber, Gewerkschaften und die Regierung in Konsultativprozessen vereint, Arbeitspolitik zu betreiben. Die Regulierung der Arbeitsbeziehungen ist nach Lüthje (2010: 473f) allerdings unvollständig und fragmentiert. Vor allem die Arbeiterschaft selbst wird in dem angestrebten Korporatismus meist als vierte Partei konzipiert, die von den Gewerkschaften nicht adäquat vertreten wird. Dem staatlichen Interesse an einem funktionierenden Interessensausgleich steht der Konkurrenzvorteil auf dem Weltmarkt gegenüber, den China durch seine billige Arbeitskraft besitzt (vgl. ten Brick 2013: 300).

Einer der wichtigsten Mechanismen, die sowohl das Lohnverhältnis als auch das Konkurrenzverhältnis innerhalb der Arbeiterschaft bestimmen ist das ‚Hukou’ System. Unter Hukou wird das chinesische System der Haushaltsregistrierung verstanden. Innerhalb des Systems wird jedem Haushalt ein permanenter Ort und Status zugewiesen. Die Bevölkerung wird in ländliche und städtische Bevölkerung unterteilt, wobei eine Änderung des Status fast unmöglich ist und dieser von Generation zu Generation übertragen wird (vgl. Naughton 2007: 124). Das System unterbindet interne Migration, vor allem die der ländlichen Bevölkerung in die Städte, da Personen mit ländlichem Hukou keinen Zugang zu Sozialleistungen und dem offiziellen Arbeitsmarkt in den Städten haben (vgl. Gul/Lu 2011: 15). Insofern bildet das System die Grundlage für die Ausbeutung der WanderarbeiterInnen und trug zur Entstehung der segregierten Produktionsregimes bei.

Die Vertiefung des Transformationsprozesses und die damit verbundene Restrukturierung des Unternehmenssektors hat das Organisationssystem der chinesischen Wirtschaft in eine Mischökonomie überführt in deren Zentrum der Wettbewerb steht (vgl. ten Brick 2013: 314). Die staatlichen und privaten Akteure stehen in einem dynamischen Interdependenzverhältnis. „Jene heterogenen, als privat-öffentliche Wirtschaftsregime bezeichneten [...] Allianzen schufen ein dynamisches Setting für rentable Investitionen und trugen damit gleichzeitig zur relativen Stabilität des soziopolitischen Status bei.“ (ten Brick 2013: 315). Staatliche und private Akteure haben sich wirtschaftliches Wachstum als oberste Priorität gesetzt. Die staatlichen Akteure, da Wachstum die Basis der politischen Legitimationsstrategie sowohl der KPCh als auch der

staatlichen Bürokratie darstellt (siehe Kapitel 3.1.2). Die wirtschaftlichen Akteure um sich konkurrenzfähig zu halten. Ten Brick (2013: 210f) spricht von privat-öffentlichen Wirtschaftsallianzen als entscheidendes Merkmal der chinesischen Wirtschaftsorganisation.

Die Schlüsselsektoren der wirtschaftlichen Produktion werden weiterhin von staatseigenen Unternehmen dominiert. Diese sind allerdings einer zunehmenden Wettbewerbsdynamik ausgesetzt und koexistieren mit Privatunternehmen innerhalb umfassender Konkurrenzzwänge, die inzwischen das gesamte System charakterisieren (vgl. ten Brick 2013: 315f). Die Konkurrenz der Unternehmen untereinander findet innerhalb extrem heterogener Rahmenbedingungen statt, da das Land durch ein starkes regionales Entwicklungsgefälle bestimmt wird. Disparitäten zwischen Stadt und Land, sowie zwischen den verschiedenen Regionen innerhalb des Landes produzieren sehr ungleiche Akkumulationsbedingungen und Arbeitssysteme. Dadurch wird der subnationale Standortwettbewerb verstärkt (vgl. ten Brick 2013: 316).

Die Konkurrenzverhältnisse werden durch selektive Liberalisierungsprozesse bestimmt, die je nach Zielsetzung der politischen Wirtschaftsstrategie erfolgten. So wurde in den 1980er Jahren vornehmlich der private Sektor liberalisiert um eine Alternative zum staatlichen Unternehmenssektor zu schaffen und dadurch den Wettbewerb zu fördern. Ab den 1990er ist eine Veränderung dahingehend zu beobachten, dass ausländisches Kapital, welches als ausländische Direktinvestitionen ins Land floss, bevorzugt behandelt wurde. „[...] during the 1990s when financing constraints on the domestic private sector appeared to have increased, the Chinese government was aggressively courting FDI through policy liberalization and conferrals of tax benefits on foreign firms.“ (Haggard/Huang 2008: 368). Diese Transformation der Konkurrenzverhältnisse zwischen ausländischem und inländischem Kapital ist getrieben durch die voranschreitende Öffnung, die in der Etablierung und sukzessiven Ausweitung von Sonderwirtschaftszonen voranschritt. Ab 1980 wurden die ersten Sonderwirtschaftszonen im Süden Chinas gegründet. Die ausländische InvestorInnen wurden durch niedrige Steuersätze, geringe Bodenpachtung und wenig bürokratische Auflagen anzogen. Ab den 1992 wurde der Liberalisierungsprozess beschleunigt, wodurch der Anteil von ausländischen Direktinvestitionen am BIP auf 5-6% anstieg (vgl. ten Brick 2013: 177).

Trotz der Öffnung konnte der Staat im Zuge des Transformationsprozesses seine Lenkfunktion in der makroökonomischen Ordnungspolitik erhalten. Bezogen auf die von Becker (2002) diskutierte monetäre Restriktion (siehe Kapitel 2.3.1) behielt der Staat weitreichende Steuerungskompetenzen. Es wurden Instrumente geschaffen um Inflation wie Deflation entgegenzuwirken (siehe Kapitel 3.3.2). Wie weiter oben besprochen wurde die Integration in die internationalen Finanzmärkte gering gehalten, der grenzüberschreitende Kapitalverkehr stark reguliert und die Aufnahme von Krediten für chinesische Unternehmen im Ausland beschränkt

(siehe Kapitel 3.1.3). Die Wechselkurskontrolle durch den Staat sowie die Konvertibilität des RMB wurden während des gesamten Transformationsprozesses nicht aufgegeben und durch eine strategische Unterbewertung des RMB die chinesischen Wirtschaftsinteressen gefördert (vgl. ten Brick 2013: 161) (siehe Kapitel 3.1.3.4).

Bezüglich der Inwertsetzung der Natur hat der Staat im gesamten Verlauf des Transformationsprozesses Kontrolle behalten. Sowohl der Zugang zu natürlichen Rohstoffen, wie auch das Eigentum an Grund und Boden sind wenig liberalisiert. Im Zuge der Transformation rechtlicher Normen wurde privates Eigentum zugelassen, wobei Grund und Boden weiterhin im Staatsbesitz blieb und nicht privat erstanden werden konnte. Allerdings wurde der Handel mit Nutzungsrechten ermöglicht, was zu einer quasi-Vermarktlichung des Bodens führte. Es entstand ein vom Staat kontrollierter Primärmarkt für Nutzungsrechte, der ergänzt wurde durch einen Sekundärmarkt auf dem Handel mit den Bodennutzungsrechten betrieben werden durfte. Ten Brick (2013: 153) spricht von einer Einhegungsbewegung, die die Nutzungsrechte auf einflussreiche ökonomische und politische Akteure zentralisierte.

Der wirtschaftliche Reformprozess ist ohne einer einheitlichen Strategie bezüglich der Nachhaltigkeit natürlicher Ressourcen vorangetrieben worden. „The costs of environmental degradation and pollution to China's economy are staggering." (Gul/Lu 2011: 65). Chinas wirtschaftliche Wachstumsstrategie ist verbunden mit einer enormen Belastung der natürlichen Ressourcen. Die langfristige Auswirkung der Umweltbelastung auf die Lebensqualität und Gesundheit der Menschen wird für China mit enormen Kosten verbunden sein. Diese könnten nach Wolf (2009: 178) die konjunkturelle Stabilität der VR China gefährden.

Bezüglich des Vergleichs der in China vorherrschenden Kapitalismusform mit den Charakteristiken des Finanzmarktkapitalismus lässt sich die chinesische Form des Kapitalismus mehr als eine stark heterogen ausgeformte Variante eines Reifen Kapitalismus mit hoher staatlicher Koordinationsfunktion beschreiben denn als Finanzmarktkapitalismus. Wie weiter oben bereits ausgearbeitet ist die Akkumulation fiktiven Kapitals nicht die dominante Akkumulationsform. Von einer Situation der strukturellen Überakkumulation (siehe Kapitel 2.3.2.1) kann somit nicht gesprochen werden. Vielmehr agierte Ostasien, im Speziellen China, in den letzten zwanzig Jahren als Linderung des Überakkumulationsproblems des Westens, indem es mit der Öffnung für ausländische Direktinvestitionen Möglichkeiten für die Bindung des international überschüssigen Kapitals bot (vgl. ten Brick 2013: 189).

Im Finanzmarktkapitalismus gewinnen die Finanzinvestoren als Akteursgruppe zusehends an Entscheidungsmacht in wirtschaftlichen und politischen Belangen (siehe Kapitel 2.3.2.1). Auf China bezogen ist es jedoch so, dass „generally, one can state that institutional investors in China play a negligible role compared to other stock markets." (Gao 2005: 81). Die Etablierung von

Investitionsfonds in China fand im Zuge des Transformationsprozesses in den frühen 1990er statt. 1997 wurden seitens der Börsenaufsicht Richtlinien für das Management von Investitionsfonds erlassen, dies manifestierte institutionelle Investoren als Akteure im chinesischen Finanzsystem. „Chinese funds are now invested in the money market, the stock market, and alternative investments." (Mu 2007: 337).

In den letzten zehn Jahren des Transformationsprozess wurden sukzessive Verwertungsmechanismen für das Sparguthaben im System zugelassen, die eine verstärkt Finanzmarktgetriebenen Kapitalismusform in der Zukunft erwarten lassen. So kam es nach 2000 zu einer verstärkten Umverteilung weg von Löhnen hin zu Profiten (vgl. Hung 2009: 19). Damit zusammenhängend ist der enorme Anstieg der Einkommensunterschiede als Wesensmerkmal des Transformationsprozesses zu charakterisieren. Es kam zu einer starken Intensivierung der Ungleichheit einerseits zwischen ländlichem und städtischem Raum, andererseits aber auch zwischen den verschiedenen Klassen, sozialen Schichten und Provinzen (vgl. Arrighi 2007: 465). „The Chinese economy has experienced impressive growth over the last two decades. However, this rapid growth has been accompanied by remarkable increases in inequality." (Liang 2008: 72).

Die Verwertung des Wirtschaftswachstums hat auch die Erschließung immer neuer Märkte mit sich gebracht. Interessant in diesem Zusammenhang ist das chinesische Alterssicherungssystem. Es wird grundsätzlich zwischen den Systemen für die ländliche und die städtische Bevölkerung unterschieden. Für die städtische Bevölkerung wurde Anfang der 1990er Jahre ein Drei-Säulen-System aufgebaut. Seit den 1990er Jahren wird ein gemischtes Finanzierungsverfahren umgesetzt, welches Elemente von Umlageverfahren und Kapitaldeckungsverfahren enthält. Allerdings ist der Fortschritt regionsspezifisch unterschiedlich und es besteht kein einheitliches System (vgl. Zhang 2005: 160ff). Die ländliche Bevölkerung hat Zugang zu einem System der Eigensicherung, stützt sich aber größtenteils auf Sicherung durch die Familie, den Boden und Sozialhilfe. In den 1990er Jahren wurden Systeme der Eigensicherung auf Kapitaldeckungsbasis in ausgewählten Provinzen erprobt. Die Beträge werden von Rentenfonds in hochverzinslichen Staatsanleihen und Banksparbüchern angelegt (vgl. Zhang 2005: 195ff).

4 Conclusio

Die Liberalisierungsanstrengungen im chinesischen Transformationsprozess fanden zeitgleich mit der Häufung von Finanzkrisen in den verschiedensten Finanzsystemen der Erde statt, deren Ursachen in der voranschreitenden Liberalisierung der jeweiligen Finanzsphären festgemacht werden konnten. Das Ausbleiben von krisenhaften Entwicklungen im chinesischen Kontext wirft die Frage danach auf was China krisenresistent machte.

Um dieser Frage im Kontext des Facettenreichtums und der Komplexität von Finanzkrisen nachgehen zu können und gleichzeitig der Vielfalt der Erklärungsansätze im ökonomischen Denken gerecht zu werden wurde in dieser Arbeit ein denkschulen-übergreifender Analyseraster entwickelt. Akteursbezogene Perspektiven, keynesianische Perspektiven und politökonomische Perspektiven setzen sich alle mit unterschiedlichen Aspekten der Funktionalität von Finanzsystemen und der Entstehung von Krisen auseinander. Die unterschiedlichen Theorien entstanden in verschiedenen historischen Kontexten, situieren ihr Erkenntnisinteresse in jeweils unterschiedlichen Sphären und verwenden unterschiedliche wissenschaftstheoretische Zugänge. Je nach ihrer spezifischen Ausgestaltung können sie dazu eingesetzt werden verschiedene Aspekte von krisenhaften Entwicklungen nachvollziehbar zu machen. Jede Perspektive für sich genommen kann immer nur eine Teilinterpretation geben. Zusammen genommen können sie dazu dienen sich einer Gesamtdarstellung anzunähern.

Die akteursbezogene Perspektive auf Finanzkrisen behandelt grundsätzlich den Zusammenhang zwischen der Fähigkeit der Akteure in einem Finanzsystem Informationen zu verarbeiten und diese in die Preisentwicklung effizient einfließen zu lassen. Finanzkrisen sind Situationen die durch einen Zusammenbruch dieser Informationsverarbeitungskapazitäten hervorgerufen werden. Innerhalb der akteursbezogenen Perspektive existieren verschiedene Interpretationen warum dies geschehen kann. In der EMH stellen staatliche Interventionen den Hauptgrund für ineffiziente Informationsverarbeitung dar. In den Konzepten die sich mit asymmetrischen Informationen auseinandersetzen wird argumentiert, dass staatliche Intervention in Form von gesetzlich geregelten Informationsoffenlegungspflichten etc. um Marktversagen zu verhindern zur Effizienzsteigerung führt. Dass sich Finanzkrisen also auch durch marktinhärente Zusammenhänge entwickeln können. In der BF bedarf es staatlicher Intervention um die Ineffizienzen zu überwinden, die sich aus dem irrationalen Verhalten der Akteure selbst entwickeln.

Für die Auseinandersetzung mit der Forschungsfrage bezogen auf die Stabilität in China während des Transformationsprozesses bietet die akteursbezogene Perspektive jedoch unzureichende Einsichten in die Ursächlichkeit der Stabilität von Finanzsystemen. Bei der Auseinandersetzung mit dem chinesischen Finanzsystem, sowohl dem Bankensektor als auch dem Kapitalmarktsektor und dem Devisenmarkt wurde ein hoher Grad an Ineffizienz gefunden. Regulation, Segregation der Aktienmärkte, staatliche Einflussnahme auf die wirtschaftlichen Entscheidungen der Banken, etc. wurden gezielt eingesetzt um das freie Spiel der Märkte zu unterbinden. Ineffizienz in der Informationsverarbeitung ist in allen Sektoren des chinesischen Finanzsystems vorhanden und hätte in ihrer jetzigen Ausformung bereits eine Krise verursachen müssen. Die Theorien liefern keine Antwort auf die Frage nach der Ursache der weiterhin bestehenden Stabilität des

chinesischen Finanz- und Wirtschaftssystems. Das Ausbleiben von systemgefährdenden Finanzkrisen in China demonstriert somit die Unzulänglichkeiten der in der akteursbezogenen Perspektive präsentierten Theorien sich mit komplexen Krisenphänomenen auseinanderzusetzen und deren Ursachen vollständig zu erfassen. Die Stärken der Theorien liegen eher darin die Funktion von Finanzmärkten auf der Mikroebene zu veranschaulichen und Effizienzsteigerung durch verbesserte Informationsverarbeitung in idealtypischen Szenarien zu diskutieren.

Im Zentrum der Analyse von Krisenursachen der keynesianischen Perspektive steht die Fähigkeit eines Wirtschaftssystems systemimmanente zyklische Schwankungen zu glätten und die Konjunktur derart zu kontrollieren, dass es zu keinen systemgefährdenden Zusammenbrüchen kommt. Der präsentierte postkeynesianische Ansatz von Minsky führt die Entstehung von Finanzkrisen auf die im Kapitalismus vorhandenen Strukturen zur kreditbasierten Unternehmensfinanzierung zurück. Phasen der Stabilität der kapitalistischen Produktion werden als Ausnahmen wahrgenommen und eine systeminhärente Dynamik der krisenhaften Entwicklung angenommen, die lediglich durch staatliche Eingriffe in die Märkte für einen begrenzten Zeitraum abgewandt werden kann. Wenn Märkte sich selbst überlassen werden neigen sie zu Boom-Bust Zyklen, da ihnen zyklische Verstärkungstendenzen sowohl in den Aufschwungphasen als auch in den Abschwungphasen inhärent sind. Um Stabilität herzustellen bedarf es somit anti-zyklischer Wirtschaftspolitik, wobei sich die Zyklen sowohl auf der Unternehmensebene als auch auf der makroökonomischen Entwicklungsebene von Nationalökonomien abspielen.

Im chinesischen Transformationsprozess können von Liberalisierungsprozessen ausgelöste konjunkturelle Schwankungen gesehen werden. Das chinesische Wachstum blieb während der gesamten Periode auf einem hohen Niveau, wobei es dennoch zu Schwankungen kam die jeweils durch Restrukturierungsmaßnahmen ausgelöst wurden die tiefgreifende Liberalisierungen mit sich brachten. China konnte während der gesamten Transformationsphase die Fähigkeit aufrechterhalten anti-zyklische Wirtschaftspolitik umzusetzen. Dies einerseits durch den hohen staatlichen Einfluss auf die Wirtschaftssubjekte in den Schlüsselsektoren der chinesischen Wirtschaft. Andererseits aber auch durch die Kreditregulation die seitens der Regierung eingesetzt werden konnte um überzogene Aufschwungsphasen abzukühlen und Abschwungphasen aufzuhalten. Der staatliche Einfluss auf die Investitionsentscheidungen der systemrelevanten Unternehmen stellt einen Schlüssel da, weil hier der Staat nicht direkt Eingreifen muss um die Konjunktur anzukurbeln, sondern dies durch indirekten politischen Druck auf staatsnahe Unternehmen machen kann. Um die Finanzierungspositionen dieser Unternehmen nicht über zu strapazieren fand im Verlauf des Transformationsprozesses in der Übernahme und im Abbau der notleidenden Kredite ein versteckter Mechanismus der

Subvention zur Verhinderung eine Überschuldung des Unternehmenssektors und des Bankensektors statt. Die Kreditregulationsmechanismen auf die der chinesische Staat zurückgreifen kann sind dahingehend stabilitätsfördernd, dass durch das hohe Ausmaß an staatlichem Einfluss nicht generell die Kreditzufuhr des Gesamtsystems geregelt werden muss, sondern spezifische Kreditvergabe eingeschränkt werden kann ohne die Finanzierungspositionen der betroffenen Akteure zu gefährden.

Die präsentierte politökonomische Perspektive konzeptualisiert Stabilität im Zusammenspiel zwischen dem gewählten Akkumulationsregime und der Regulationsweise. Stabilität innerhalb kapitalistischer Systeme wird hergestellt wenn Akkumulationsstrategie und Regulation über eine gewisse Zeitperiode aufeinander abgestimmt sind. Sowohl Akkumulation als auch Regulation verläuft entlang verschiedener gesellschaftlicher Konfliktachsen, die in ihrer Ausgestaltung über ein bestimmtes Verhältnis zwischen staatsförmiger und marktförmiger Organisation verfügen. Die Ausverhandlungsprozesse entlang dieser Konfliktachsen sind ausschlaggebend dafür ob Krisen entschärft werden können bevor sie systemgefährdende Ausmaße annehmen und es zu einem Übergang in eine neue Regulationsweise kommt oder nicht.

Den bedeutendsten Einblick den die politökonomische Perspektive in den chinesischen Transformationsprozess gewährt ist die Herausarbeitung der privat-öffentlichen Wirtschaftsallianzen. Es wird offenbart wie das Interdependenzverhältnis zwischen dem chinesischen Staat und dem chinesischen Kapital den chinesischen Produktionsprozess trotz tiefer Ungleichgewichte in den Lohnverhältnissen und enormen Konfliktpotential stabil halten kann. Die heterogenen Produktionsverhältnisse und die enorme Disparität innerhalb der inländischen Entwicklung zeigen eine komplexe, segregierte Struktur der chinesischen Gesellschaft, die soziale Aushandlungsprozesse in regional getrennten Teilaspekten des Gesamtsystems erproben kann und so durch Regulationsexperimente nie das Gesamtsystem gefährdet. Die Auseinandersetzung mit der Herrschaftsverhältnissen innerhalb der chinesischen Gesellschaft offenbart die Schattenseiten zu dem sonst als weitgehend erfolgreich zu charakterisierenden Transformationsprozess. Die staatlich geduldete Ausbeutung marginalisierter WanderarbeiterInnen, die exorbitante Zunahme der Ungleichverteilung und die ökologischen Folgen der Wachstumsstrategien offenbaren sich innerhalb des politökonomischen Zugangs als Nebenprodukt der Stabilisierung des Systems.

Bezogen auf die internationale Ansteckung durch Finanzkrisen hat China demonstriert, dass es durch die selektive Liberalisierung seiner Außenbeziehungen ein System geschaffen hat innerhalb dessen es möglich ist sich von krisenhaften Entwicklungen relativ gut abzuschotten. Die aktive Integration in den Weltmarkt hat zur Abhängigkeit von der globalen Nachfrage geführt. Gleichzeit hat allerdings die weiterhin bestehende strikte Regulierung der Kapitalbilanz

dazu geführt, dass die finanziellen Ansteckungswege über die internationalen Finanzmärkte nicht gegeben sind und so auch im Falle einer globalen Rezession lediglich auf die Ausfälle im produktiven Sektor reagiert werden muss und es nur geringer staatlichen Zuwendungen bedarf um den Finanzsektor zu stabilisieren.

Einer der einleuchtenden Erklärungsansätze der sich mit der Stabilität der chinesischen Wirtschaft gegenüber Krisen im Allgemeinen und Finanzkrisen im Speziellen auseinandersetzt geht auf die Art und Weise ein wie Liberalisierungsprozesse in der chinesischen Transformation vorangetrieben worden sind. Als wichtigste Eigenschaften der Liberalisierung im Außenwirtschaftssektor wie im Finanzsektor lassen sich die Sequenzierung und die graduelle Geschwindigkeit der Liberalisierung anführen. Liberalisiert wurde lediglich in den Bereichen in denen China über komparative Vorteile verfügte. Liberalisierungsschübe wurden erst zu einem späteren Zeitpunkt im Reformprozess umgesetzt, nachdem die jeweiligen Bereiche umfassend umstrukturiert wurden und wirtschaftliche Organisation und die benötigten marktwirtschaftlichen Institutionen geschaffen wurden um die Stabilität bei voranschreitender Liberalisierung zu sichern. Da das chinesische Finanzsystem keine Quelle internationaler komparativer Vorteile ist werden die Reformen, speziell Liberalisierungen im Finanzsektor, nur graduell und sehr selektiv vorangetrieben. Die eingeschränkte Effizienz im chinesischen Finanzsektor wird für die Aufrechterhaltung der Stabilität der Finanzsphäre akzeptiert.

5 Bibliographie

Allen, Franklin/Qian, Jun/Qian, Meijun (2008): China's Financial System: Past, Present, and Future. In: Brandt, Loren/Rawski, Thomas G. (Hg.): China's Great Economic Transformation. Cambridge (u.a.): Cambridge University Press, 506-568.

Altvater, Elmar (2009): Postneoliberalism or postcapitalism? The failure of neoliberalism in the financial market crisis. In: Brand, Ulrich/Sekler, Nicola (Hg.): Postneoliberalism – A beginning debate. Development Dialogue 51, 73-88.

Arrighi, Giovanni (2007): Adam Smith in Beijing. Die Genealogie des 21. Jahrhunderts. Aus dem Amerikanischen von Britta Dutke. Hamburg: VSA.

Aschinger, Gerhard (2001): Währungs- und Finanzkrisen: Entstehung, Analyse und Beurteilung aktueller Krisen. München: Verlag Franz Vahlen.

Becker, Joachim (2002): Akkumulation, Regulation, Territorium. Zur kritischen Rekonstruktion der französischen Regulationstheorie. Marburg: Metropolisverlag.

Becker, Joachim (2009): Regulationstheorie. In: Becker, Joachim (u.a.) (Hg.): Heterodoxe Ökonomie. Marburg: Metropolis, 89-116.

Beigewum - Beirat für gesellschafts-, wirtschaft- und umweltpolitische Alternativen (Hg.) (2005): Mythen der Ökonomie: Anleitung zur geistigen Selbstverteidigung in Wirtschaftsfragen. Hamburg: VSA.

Berger, Wolfram/Wagner, Helmut (2000): Ursachen und Erklärungen der Asienkrise. http://www.fernuni-hagen.de/WIWI/forschung/beitraege/pdf/db286.pdf [Zugriff: 12.5.2013].

Bloss, Michael (u.a.) (2009): Von der Wall Street zur Mainstreet. Die Weltwirtschaft nach der Finanzkrise. München: Oldenbourg Verlag.

Bordo, Michael (Hg.) (1992): Financial Crisis: Volume I. The International Library of Macroeconomic and Financial History 5. Aldershot, Brookfield: Edward Elgar Publishing Limited.

Branstetter, Lee/Lardy, Nicolas (2008): China's Embrace of Globalization. In: Brandt, Loren/Rawski, Thomas G. (Hg.): China's Great Economic Transformation. Cambridge (u.a.): Cambridge University Press, 633-682.

Chandrasekhar, C.P. (2005): Chinese Banking: The New Frontier for Global Finance. IDEAs. 25. 9. 2005.
http://www.networkideas.org/themes/privatisation/sep2005/pr28_Chinese_Banking.htm
[Zugriff: 10.11.2013].

Chandrasekhar, C.P. (2008): Finanzmärkte und Entwicklung in Indien und China. In: Küblböck, Karin/Staritz, Cornelia (Hg.): Asienkrise: Lektionen gelernt? Hamburg: VSA, 205-221.

Chen, Jie/Peng, Deng (1995): China Since the Cultural Revolution: From Totalitarianism to Authoritarianism. Westport, London: Praeger.

Chiang, Thomas C./Li, Jiandong/Tan, Lin (2010): Empirical investigation of herding behavior in Chinese stockmarkets: Evidence from quantile regression analysis. In: Global Finance Journal 21, 111–124.

Cho, Hyekyung (2005): Chinas langer Marsch in den Kapitalismus. Münster: Westfälisches Dampfboot.

D'Apice, Vincenzo/Ferri, Giovanni (2010): Financial Instability. Toolkit for Interpreting Boom and Bust Cycles. Basingstoke, New York: Palgrave Macmillan.

Demirer, Riza/Kutan, Ali M. (2006): Does herding behavior exist in Chinese stock markets? In: Journal of International Financial Markets, Institutions and Money 16, 123–142.

Eatwell, John (1997): International Financial Liberalization: The Impact on World Development. UNDP. 12 Discussion Paper Series. New York.

Emunds, Bernhard (2000): Finanzsystem und Konjunktur. Ein postkeynesianischer Ansatz. Hochschulschriften Band 65. Marburg: Metropolis-Verlag.

Evans, Trevor (2011): Verlauf und Erklärungsfaktoren der internationalen Finanzkrise. In: Scherrer, Christoph/Dürmeier, Thomas/Overwien, Bernd (Hg.): Perspektiven auf die Finanzkrise. Opladen & Farmington Hills: Verlag Barbara Budrich, 28-49.

Fama, Eugene F. (1970): Efficient Capital Markets: A Review of Empirical Work. In: Journal of Finance 25 (2), 383-417.

Felsenheimer, Jochen/Gisdakis, Philip (2008): Credit Crisis. From Tainted Loans to a Global Economic Meltdown. Weinheim: WILEY-VCH.

Fenzl, Thomas (2009): Die Massenpsychologie der Finanzmarktkrise. US-Immobilienblase, Subprime Desaster, Schulden-Bubble und ihre Auswirkungen. Wien, New York: Springer.

Fiedler, Gert/König, Rainer (1991): Wirtschaftstheorien im Überblick. Berlin: Verlag die Wirtschaft Berlin GmbH.

Gao, Lei (2005): Behavioral Finance and Chinese Stock Market. Berlin: Logos Verlag.

Goldstein, Morris (2004): Adjusting China's Exchange Rate Policy. International Monetary Fund's seminar on China's Foreign Exchange System, Dalian, China, May 26-27, 2004. http://www.iie.com/publications/wp/wp04-1.pdf [Zugriff: 27.11.2009].

Gul, Ferdinand /Lu, Haitian (2011): Truths and Half Truths. China's sociao-economic reforms (1978-2010). Oxford (u.a.): Chandos Publishing.

Guo, Sujian (2000): Post-Mao China. From Totalitarianism to Authoritarianism? Westport, London: Praeger.

Gutowski, Achim (2001): PR China and India - Development after the Asian Economic Crisis in the 21st Century Global Economy. In: Knorr, Andreas/Lemper, Alfons/Sell, Axel/Wohlmuth, Karl (Hg.): Berichte aus dem Weltwirtschaftlichen Colloquium der Universität Bremen. Nr. 69. Bremen: Institut für Weltwirtschaft und Internationales Management Universität Bremen.

Haggard, Stephan/Huang, Yasheng (2008): The Political Economy of Private-Sector Development in China. In: Brandt, Loren/Rawski, Thomas G. (Hg.): China's Great Economic Transformation. Cambridge (u.a.): Cambridge University Press, 337-374.

Heilmann, Sebastian (2004): Das politische System der Volksrepublik China. 2. Aufl. Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften.

Herr, Hansjörg/Tober, Silke (1999): Unterschiedliche Marktkonstellationen. Was unterscheidet die Entwicklung in der VR China von den Ländern der ehemaligen Sowjetunion und den Visegradstaaten? In: Herr, Hansjörg/Hübner, Kurt (Hg.): Der „lange Marsch" in die Marktwirtschaft. Entwicklungen und Erfahrungen in der VR China und Osteuropa. Berlin: Edition Sigma, 77-118.

Herr, Hansjörg (2008): Capital Controls and Economic Development in China. In: Arestis, P./De Paula, L.F. (Hg.): Financial Liberalisation and Economic Performance in Emerging Countries. Basingstoke, New York: Palgrave Macmillan, 142-172.

Herr, Melina (2004): Entwicklungen und Tendenzen der in- und ausländischen Banken in China nach dem Beitritt zur Welthandelsorganisation. Stuttgart, Berlin: WiKu-Verlag.

Heston, Alan/Sicular, Terry (2008): China and Development Economics. In: Brandt, Loren/Rawski, Thomas G. (Hg.): China's Great Economic Transformation. Cambridge (u.a.): Cambridge University Press. 27-67.

Hoffmann, Andreas/Köhler, Ekkehard A. (2010): Ursachen und ordnungspolitische Konsequenzen
der Finanzkrise. In: Altmiks, Peter (Hg.): Im Schatten der Finanzkrise. Muss das staatliche Zentralbankenwesen abgeschafft werden? München: Ozlog, 103-135.

Hofman, Bert/Kuijs, Louis (2008): Rebalancing China's Growth. In: Goldstein, Morris/Lardy, Nicolas (Hg.): Debating China's Exchange Rate Policy. Washington DC: Peterson Institute for International Economics, 109-122.

Hott, Christian (2004): Finanzkrisen. Eine portfoliotheoretische Betrachtung von Herdenverhalten und Ansteckungseffekten als Ursachen von Finanzkrisen. Dissertation. Technische Universität Dresden. Frankfurth am Main (u.a.): Peter Lang Europäischer Verlag der Wissenschaften..

Howells, Peter/Bain, Keith (2005): The Economics of Money, Banking and Finance. A European Text. 3. Aufl. Harlow (u.a.): Pearson Education Limited.

Huang, Yanfen (2002): The Money Supply Process and Monetary Policy in China. Franfurt am Main (u.a.): Peter Lang.

Hubbard, R. Glenn (2008): Money, the Financial System and the economy. 6. Aufl. Boston (u.a.): Pearson International Education.

Hübner, Kurt (1989): Theorie der Regulation. Eine kritische Rekonstruktion eines neuen Ansatzes der Politischen Ökonomie. Berlin: Edition Sigma.

Huffschmid, Jörg (2002): Politische Ökonomie der Finanzmärkte. Hamburg: VSA.

Huffschmid Jörg (2007): Internationale Finanzmärkte: Funktionen, Entwicklungen, Akteure. In: Huffschmid, Jörg/Köppen, Margit/Rhode, Wolfgang (Hg.): Finanzinvestoren: Retter oder Raubritter? Neue Herausforderungen durch internationale Kapitalmärkte. Hamburg: VSA, 10-51.

Huffschmid, Jörg (2009): Fehlverhalten, Regulierungsmängel oder Systemdynamik? Zu den Hintergründen und Ursachen der Finanzkrise. In: Sauer, Thomas/Ötsch, Silke/Wahl, Peter (Hg.): Das Casino schließen! Analysen und Alternativen zum Finanzmarktkapitalismus. Reader des Wissenschaftlichen Beirats von Attac. Hamburg: VSA, 33-47.

Hung, Ho-fung (2009): America's Head Servant? The PRC's Dilema in the Global Crisis. In: New Left Review 60 (11-12), 5-25.

Jäger, Johannes/Springler, Elisabeth (2012): Ökonomie der Internationalen Entwicklung. Eine kritische Einführung in die Volkswirtschaftslehre. Wien: Mandelbaum.

Jiang, Zhi-Qiang (u.a.) (2010): Bubble diagnosis and prediction of the 2005–2007 and 2008–2009 Chinese stock market bubbles. In: Journal of Economic Behavior & Organization 74, 149–162.

Kindleberger, Charles P. (1996): Manias, Panics and Crashes. A history of financial crisis. 3. Aufl. Basingstoke (u.a.): Macmillan.

Kindleberger, Charles P./Aliber, Robert Z. (2005): Manias, Panics and Crashes. A history of financial crisis. 5. Aufl. Basingstoke (u.a.): Palegrave Macmillan.

Kahneman, Daniel/Tversky, Amos (1979): Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. In: Econometrica 47 (2), 263-292.

Klenner, Wolfgang (2006): Chinas Finanz- und Währungspolitik nach der Asienkrise. Bilanz und Perspektiven der Reformpolitik. Stuttgart: Lucius & Lucius Verlagsgesellschaft mbH.

Krüger, Stefan (2008): Finanzkrise: Der Umschlag des Kredit- in das Monetarsystem. Einordnung in langfristige Entwicklungstendenzen der Kapitalakkumulation. In: Bischoff, Joachim/Krüger, Stefan/Zinn, Karl Georg (Hg.): Finanzkrise, Überakkumulation, und die Rückkehr des Staates. Supplement der Zeitschrift Sozialismus 12/2008. Hamburg: VSA, 19-39.

Krugman, Paul (1991): Financial Crisis in the International Economy. In: Feldstein, Martin (Hg.): The Risk of Economic Crisis. Chicago: University of Chicago Press.

Krugman, Paul (2009): How Did Economists Get It So Wrong? In: The New York Times, 2.9.2009. http://www.nytimes.com/2009/09/06/magazine/06Economic-t.html [Zugriff 10.11.2013]

Küblböck, Karin/Staritz, Cornelia (2008): Einleitung: Finanzmärkte, Finanzkrisen und Entwicklung. In: Küblböck, Karin/Staritz, Cornelia (Hg.): Asienkrise: Lektionen gelernt? Hamburg: VSA, 7-26.

Levine, Ross (1997): Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. In: Journal of Economic Literature 35, 688-726.

Li, Xing/Christensen, Peer Moller (2012): Why is the Chinese Communist Party able to sustain its Hegemony in Eras of Great Transformation? In: Li, Xing (Hg.): The Rise of China and the Capitalist World Order. Surrey, Burlington: Ashgate, 187-202.

Liang, Zhicheng (2008): Financial Development and Income Inequality in Rural China 1991-2000. In: Wan, Guanghua (Hg.): Understanding inequality and poverty in China. Methods and Applications. Basingstoke, New York: Palgrave Macmillan.

Lo, Chi (2007): Phantom of the China Economic Threat. Shadow of the Next Asian Crisis. Bashingston (u.a.): Palgrave Macmillan.

Lo, Chi (2009): Asia and the Subprime Crisis. Lifting the Veil on the 'Financial Tsunami'. Bashingstoke, New York: Palgrave Macmillan.

Luo, Changyuan/Zhang, Jun (2009): Market Distortion, Fiscal Decentralization, and FDI Penetration in Post-Reform China: An Overview. In: Sweetman, Arthur/Zhang, Jun (Hg.): Economic Transitions with Chinese Characteristics. Thirty years of Reform and Opening up. Kingston, London, Ithaca: McGill-Queen's University Press. Montreal, 69-89.

Lupher, Mark (2003): The Cultural Revolution and the Origins of Post-Mao Reform. In: Law, Kam-yee (Hg.): The Chinese Cultural Revolution Reconsidered. Beyond Purge and Holocaust. Houndmills: Palgrave, 184-203.

Lüthje, Boy (2010): Arbeitsbeziehungen in China in der Wirtschaftskrise: ‚Tripartismus mit vier Parteien'? In: WSI-Mitteilungen 9, 473-479.

Ma, Jing/Tian, Lihui (2012): Weathering the financial storms: the government of China. In: Park, Jehoon/Pempel T.J./Xiao, Geng (Hg.): Asian Responses to the Global Financial Crisis. The Impact of Regionalism and the Role of the G20. Cheltenham, Northampton: Edward Elgar, 55-67.

Ma, Shiguang (2004): The Efficiency of China's Stock Market. The Chinese Economy Series Burlington: Ashgate.

Macfarquhar, Roderick/Schoenhals, Michael (2006): Mao's Last Revolution. Cambridge, London: The Belknap Press of Harvard University Press.

Minsky, Hyman P. (1977): A Theory of Systemic Fragility. In: Altman, Edward/Sametz, Arnold W. (Hg.): Financial Crisis: Institutions and Markets in a Fragile Environment. New York: Wiley, 138-152.

Minsky, Hyman P. (1990): John Maynard Keynes - Finanzierungsprozesse, Investition und Instabilität des Kapitalismus. Marburg: Metropolis-Verlag.

Minsky, Hyman P. (1992): The Financial Instability Hypothesis. Working Paper Nr. 74. The Jerome Levy Economics Institute of Bard College. New York: Levy Economics Institute. http://www.levyinstitute.org/publications/?docid=392 [Zugriff: 11.10.2013].

Minsky, Hyman P. (2008): Stabilizing an Unstable Economy. New York (u.a.): McGraw-Hill.

Mishkin, Frederic S. (1996): Understanding financial crisis. A developing country perspective. Working Paper series. 5600. Cambridge: National Bureau of Economic Research.

Mishkin, Frederic S. (2007): The Economics of Money, Banking, and Financial Markets. 8. Aufl. Boston (u.a.): Pearson Education, Addison-Wesley.

Moody, Peter Jr. (1989): The Communist Party of China as a Political Institution. In: Falkenheim, Victor (Hg.): Chinese Politics from Mao to Deng. New York: Professors World Peace Academy, 165-199.

Moser, Klaus (Hg.) (2007): Wirtschaftspsychologie. Heidelberg: Springer.

Mu, Xianjie (2007): Investment Funds in China. In: Neftci, Alih N./Ménager-Xu/Yuan, Michelle (Hg.): China's Financial Markets. An Insider's Guide to how the Markets work. Amsterdam (u.a.): Elsevier, 337-377.

Naughton, Barry (1991): Industrial Policy during the Cultural Revolution: Military Preparation, Decentralization, and Leaps Forward. In: Joseph, William/Wong, Christine/Zweig, David (Hg.): New Perspectives on the Cultural Revolution. Cambridge: Harvard University Press, 153-182.

Naughton, Barry (2007): The Chinese Economy. Transition and Growth. Cambridge, London: The MIT Press.

Nesvetailova, Anastasia (2007): Fragile Finance. Debt, Speculation and Crisis in the age of Global Credit. Bashingstoke, New York: Palgrave MacMillan.

Novy, Andreas (2002): Entwicklung gestalten. Gesellschaftsveränderun in der Einen Welt. Frankfurt am Main: Brandes & Apsel.

Ocampo, José Antonio/Spiegel, Shari Spiegel/Stiglitz Joseph E.(2008): Capital Market Liberalization and Development. In: Ocampo, José Antonio/Stiglitz, Joseph E. Stiglitz (Hg.): Capital Market Liberalization and Development. New York: Oxford University Press, 1-47.

Palley, Thomas (2011): A Theory of Minsky Super-Cycles and Financial Crisis. In: Contribution to Political Economy 30 (1), 31-46.

Pilbeam, Keith (2005): Finance and Financial Markets. 2. Aufl. Hampshire, New York: Palgrave Macmillan.

Polleit, Thorsten (2010): Freiheit und das Sound Money Principle. In: Altmiks, Peter (Hg.): Im Schatten der Finanzkrise. Muss das staatliche Zentralbankenwesen abgeschafft werden? München: Ozlog, 67-83.

Qian, Yingyi (2006): The Process of China's Market Transition, 1978-1998. The Evolutionary, Historical, and Comparatative Perspectives. In: Dittmer, Lowell/Liu, Guoli (Hg.): China's Deep Reform. Domestic Politics in Transition. Lanham (u.a.): Rowman & Littlefield Publishers, 229-250.

Qingfen, Ding (2010): US unlikely to grant China market economy status soon. In: China Daily, 12.5.2010. http://www.chinadaily.com.cn/world/2010-05/12/content_9837875.htm [Zugriff 20.10.2010]

Rinaldi-Larribe, Marie-Jose/Lightfoot, William S./Zhao, Zhongxiu (2009): Does China deserve the market economy status? In: Journal of Chinese Economic and Foreign Trade Studies 2 (2), 110-120.

Romer, Christina D./Romer, David (1989): Does Monetary Policy Matter? A New Test in the Spirit of Friedman and Schwartz. In: NBER Macroeconomics Annual 4. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 121-170.

Sachs, Jeffrey/Woo, Wing Thye (1999): Zum Verständnis der Reformerfahrungen in China, Osteuropa und Rußland. In: Herr, Hansjörg/Hübner, Kurt (Hg.): Der „lange Marsch“ in die Marktwirtschaft. Entwicklungen in der VR China und Osteuropa. Berlin: Edition sigma, 19-44.

Saich, Tony (2004): Governance and Politcs of China. 2. Aufl. Houndsmill (u.a.): Palgrave Macmillan.

Schnyder, Marc (2002): Die Hypothese finanzieller Instabilität von Hyman P. Minsky. Ein Versuch der theoretischen Abgrenzung und Erweiterung. Dissertation. Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliche Fakultät der Universität Freiburg in der Schweiz. http://ethesis.unifr.ch/theses/downloads.php?file=SchnyderM.pdf [Zugriff 10.10.2013]

Schoder, Christian/Pirklbauer, Sybille (2008): Die politischen, wirtschaftlichen und sozialen Schieflagen aus dreißig Jahren neoliberaler Finanzmärkte. In: Attac (Hg.): Crash statt Cash. Warum wir die globalen Finanzmärkte bändigen müssen. Wien: OGB Verlag, 15-41.

Schriek, Raimund (2009): Besser mit Behavioral Finance. Finanzpsychologie in Theorie und Praxis. München: FinanzBuch Verlag.

Schwartz, Anna J. (1986): Real and Pseudo-Financial Crisis. In: Capie, Forrest/Wood, Geofrey E. (Hg.): Financial Crisis and the World Banking System. London: MacMillan, 11-31.

Segert, Dieter (2007): Postsozialismus-Stätsozialismus-Staatssozialismus: Grundlinien und Grundbegriffe einer politikwissenschaftlichen Postsozialismus-Forschung. In: Segert, Dieter (Hg.): Postsozialismus: Hinterlassenschaften des Staatssozialismus und neue Kapitalismen in Europa. Wien: Braumüeller, 1-23.

Seitz, Konrad (2001): Lehren aus der Asienkrise für die internationale Finanzmarktstabilität. In: Randzio-Plath, Christa (Hg.): Zur Globalisierung der Finanzmärkte und Finanzmarktstabilität. Herausforderungen für Europa. Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft, 217 – 233.

Seitz, Konrad (2003): China. Eine Weltmacht kehrt zurück. Berlin: BvT Berliner Taschenbuch Verlag.

Shah, Ajay/Zeileis, Achim/Patnaik, Ila (2005): What is the new chinese currency regime? Report 23. Department of Statistics and Mathematics. Wirtschaftsuniversität Wien, Research Report Series, November 2005. http://epub.wu.ac.at/dyn/virlib/wp/eng/mediate/epub-wu-01_8b0.pdf?ID=epub-wu-01_8b0 [Zugriff: 27.11.2009]

Shiller, Robert J. (2000): Irrational Exuberance. Princeton: Princeton University Press.

Shiller, Robert J. (2008): The subprime solution: How today's global financial crisis happened, and what to do about it. Princeton (u.a.): Princeton University Press.

Shleifer, Andrei (2000): Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance. Oxford: Oxford University Press.

Soros, George (2008): The New Paradigm for Financial Markets. The Credit Crisis of 2008 and what it means. New York: PublicAffairs.

Stiglitz, Joseph E. (2002): Die Schatten der Globalisierung. 6. Aufl. Berlin: Siedler.

Tan, Wentao (2007): China's Stock Market. In: Neftci, Alih N./Ménager-Xu, Michelle Yuan (Hg.): China's Financial Markets. An Insider's Guide to how the Markets work. Amsterdam (u.a.): Elsevier, 189-236.

ten Brink, Tobias (2013): Chinas Kapitalismus. Entstehung, Verlauf, Paradoxien. Frankfurt, New York: Campus Verlag.

The Economist (2012): China's leaders. Changing guard. china shuffels its leadership, putting a princeling in charge. In: The Economist, 17. November 2012. http://www.economist.com/news/china/21566685-china-shuffles-its-leadership-putting-princeling-command-changing-guard [Zugriff: 20.11.2013]

Thieme, Jörg H. (2007): Wirtschaftssysteme. In: Apolte, Thomas (u.a.) (2007): Vahlens Kompendium der Wirtschaftstheorie und Wirtschaftspolitik. Band 1. 9. Aufl. München: Franz Vahlen, 1-53.

Toporowski, Jan (2000): The End of Finance. The theory of capital market inflation, financial derivatives and pension fund capitalism. London, New York: Routledge.

Toporowski, Jan (2005): Theories of Financial Disturbance. An Examination of Critical Theories of Finance from Adam Smith to the Present Day. Cheltenham, Northampton: Edward Elgar.

Trumpbour, John (2007): China: Banking Reform and Economic Development Revisited. IDEAs. 13.10.2008 http://www.networkideas.org/featart/oct2008/China.pdf [Zugriff 10.12.2012]

Urban, Waltraud (2003): Die Asienkrise 1997 und danach. In: Becker, Joachim (u.a.) (Hg.): Geld Macht Krise. Finanzmärkte und neoliberale Herrschaft. HSK 22 Internationale Entwicklung. Wien: Promedia, Südwind, 173-191.

USCC - U.S.-China Economic and Security Review Commission (2009): 2009 Annual Report to Congress. Executive Summary. http://www.uscc.gov/annual_report/2009/executive_summary.pdf [Zugriff: 27.11.2013]

Wahren, Heinz-Kurt (2009): Anlegerpsychologie. Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften, GWV Fachverlage.

Weigelin-Schwiedrzik, Susanne (2007): Die KP China auf der Suche nach einer nachhaltigen Legitimation. In: Böll. China. Volksrepublik China - Republik des Volkes? Das Magazin der Heinrich-Böll-Stiftung, Nr. 2, 8-9.
www.boell.de/sites/default/files/BoellThema_02_2007_China.pdf [Zugriff: 10.11.2013]

Windolf, Paul (2005): Was ist Finanzmarkt-Kapitalismus? In: Windorf, Paul (Hg.): Finanzmarktkapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen. Sonderheft 45 Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie. Wiesbaden, 20-57.

Windolf, Paul (2009): Zehn Thesen zur Finanzmarktkrise. In: Leviathan 37, 187-196.

Wolf, Winfried (2009): Sieben Krisen – ein Crash. Wien: Promedia.

Wolfson, Martin H. (2002): Minsky's Theory of Financial Crises in a Global Context. In: Journal of Economic Issues 36 (2), 393-400.

Woo, Wing Thye (1998): Why China Grew. In: Boone, Peter/Gomulka, Stanislaw/Layard, Richard (Hg.): Emerging from Communism. Lessons from russia, China, and Eastern Europe. Cambridge, London: MIT Press, 153-183.

Woo, Wing Thye (2000): China: Confronting Restructuring and Stability. In: Woo, Wing Tye/Sachs, Jeffrey D./Schwab, Klaus (Hg.): The Asian Financial Crisis: Lessons for a Resilient Asia. Cambridge, London: MIT Press, 127-165.

Xu, Zheng (2007): China's Money Markets. In: Neftci, Alih N./Ménager-Xu/Yuan, Michelle (Hg.): China's Financial Markets. An Insider's Guide to how the Markets work. Amsterdam (u.a.): Elsevier, 41-85.

Yan, Le (2007): China's Foreign Exchange Markets. In: Neftci, Alih N./Ménager-Xu/Yuan, Michelle (Hg.): China's Financial Markets. An Insider's Guide to how the Markets work. Amsterdam (u.a.): Elsevier, 113-134.

Zhang, Wei (2005): Sozialwesen in China. Hamburg: Verlag Dr. Kovac.

Zhang, Wei (2012): China's anti-crisis macro-economic management. In: Chung, Jae Ho (Hg.): China's Crisis Management. China Policy Series. London, New York: Routledge, 1-24.

6 Anhang

6.1 Zusammenfassung (Abstract)

Der in den letzten drei Jahrzehnten graduell vorangetriebene Transformationsprozess der VR China hat ein enormes Wirtschaftswachstum produziert und Chinas Gesellschafts- und Wirtschaftssystem gravierenden Restrukturierungsmaßnahmen unterworfen. Trotz der tiefgreifenden Liberalisierungsanstrengungen die die Einführung von Marktmechanismen in das chinesische Wirtschaftssystem begleiteten, blieb das chinesische Finanzsystem in den letzten dreißig Jahren von Finanzkrisen weitestgehend verschont. Dies ist umso bemerkenswerter, da im internationalen Finanzsystem im selben Zeitraum eine Häufung und Intensivierung von Finanzkrisen beobachtbar war, die zusehends mit Finanzmarktliberalisierungen in Verbindung gebracht wird.

Die vorliegende Arbeit setzt sich mit den Ursachen der Krisenresistenz der VR China auseinander. Um der Komplexität von Krisenprozessen und der Vielfalt der wissenschaftlichen Zugänge zur Ursachenforschung von Finanzkrisen Tribut zu zollen, wurde ein Denkschulen-übergreifender Analyseraster entwickelt. Dieser systematisiert die Theorien zu Finanzkrisen in eine akteursbezogene Perspektive, eine keynesianische Perspektive und eine politökonomische Perspektive. Die Perspektiven wurden bezüglich ihrer Aussagen zur Funktionalität von Finanzsystemen, Ursachenforschung von Finanzkrisen, sowie vorgeschlagenen Krisenmanagementmechanismen analysiert. Die gewonnenen Erklärungsansätze wurden mit dem chinesischen Transformationsprozess verglichen.

Aus dieser Gegenüberstellung ergaben sich folgende Ergebnisse: Die akteursbezogene Perspektive erwies sich bezüglich ihrer Aussagekraft zur Stabilität des chinesischen Finanzsystems als unzureichend. In den Ansätzen wird eine Korrelation zwischen Effizienz und Stabilität postuliert die der chinesischen Erfahrung der Stabilität im Transformationsprozess mit einem äußerst ineffizienten Finanzsystem zuwiderläuft. Die keynesianische Perspektive lieferte eine Erklärung für die stabilisierende Rolle der anti-zyklischen Wirtschaftspolitik der VR China. Weiters wurde herausgearbeitet, dass die chinesischen Staatseingriffe in die Wirtschaft, speziell durch Finanzmarktregulation, Fiskalpolitik und Kreditregulation, Erfolg in der Bekämpfung konjunkturzyklischer Schwankungen hatten. Die politökonomische Perspektive gab Einblicke in die Interdependenzverhältnisse der politischen und wirtschaftlichen Akteure, die in privat-öffentlichen Wirtschaftsallianzen die konfliktreichen Produktionsprozesse stabilisieren konnten.

Liberalisierung, speziell in der Finanzsphäre, wurde in China graduell und nur entlang der eigenen komparativen Vorteile vorangetrieben. Im Finanzsystem wurde der Stabilität Priorität gegenüber Effizienz gegeben.

6.2 Summary (Abstract)

Over the last three decades the People's Republic of China has set out on a journey of gradual transition. China reformed its economic structure from a planned economic system towards a market driven economic system, causing fundamental changes in all walks of Chinese life. The remarkable feature of Chinas transition process was not just the speed with which its economy managed to grow, but rather that it didn't undergo any significant economic crisis during that time. This is the more remarkable due to the fact that in the same time period the international financial system was rattled by a myriad of financial crisis, which cyclically hit developing countries as well as developed countries.

The gradual liberalization of the Chinese economic system coincided with an intensification of economic crisis all over the world, which were rooted in financial liberalization. The concurrency of these two processes begs the question what China did or didn't do to maintain its stability in such tumultuous times.

Financial crisis are multifaceted phenomena. To pay heed to their complex nature the analytical approach used in this study incorporates different schools of thought in order to construct a holistic view on crisis phenomena. An analytical framework is constructed which includes a Neoclassical perspective, a Keynesian perspective and a Political Economic perspective on financial instability. This framework is then used to analyze the different aspects of financial stability within the Chinese transition process.

The main findings of this study are as follows: The Neoclassical perspective does not offer a valid explanation for the Chinese resilience against financial crises since its call for efficiency as a stabilization mechanism is contradicted by the Chinese experience. The Keynesian perspective gives insight into the Chinese ability to counteract cyclical fluctuations of its economy and financial system. The high level of state interventionism, especially through the mechanisms of credit regulation and anti-cyclical fiscal policy seem to have played an important role in Chinas ability to withstand financial distress. The Political Economic perspective brings into view the alliances between the political and economic actors, who align within the structure of the Chinese accumulation and regulation process towards the goal of economic development. This private-public partnership helps maintaining financial stability. Liberalization processes are implemented gradually and only in areas of comparative advantages to China, which the financial system is not. The experience of international financial crises, especially the East Asian crisis 1997/98, has caused China to be cautious regarding the opening of its financial sector towards the global financial markets.

6.3 Lebenslauf

Name:	**Sebastian Prantz**
Geburtsdatum:	30. Juni 1984
E-mail:	sebastian54@gmail.com

Ausbildung:

Februar 2012 bis Februar 2014	Studium an der Universität Wien: Bachelorstudium Sinologie
August 2011 bis Februar 2012	Auslandssemester an der Peking Universität: ECLC Programm (Peking, VR China)
Oktober 2004 bis April 2014	Studium der Universität Wien: Individuelles Diplomstudium ‚Internationale Entwicklung'
2003 bis 2005	Lehrgang Werkstätte Kunstberufe: 'WerkstattFilm 1 – 4' (Verband Wiener Volksbildung and Universität Wien)
Juni 2002	Matura: 'ORG der Englischen Fräulein': Schwerpunkt auf Biologie und Ökologie (Krems a. d. Donau, Österreich): 30. Juni 2002

Berufstätigkeit/Ehrenamt:

Juli bis August 2013	Betreuer: Universität Salzburg, Chinese-Austrian EU Summer School 2013
Juli 2011	Vortragender: ATTAC Sommerakademie 2011, Workshop ‚Einführung in die Finanzmärkte', Graz
März 2011 bis September 2012	Sekretariats- und Schreibarbeit: Rechtsanwaltskanzlei Dr. Schwarz, Rechtsanwaltskanzlei Dr. Wallentin, RA Kanzlei Mag. Frick
September 2010 bis Februar 2011	Praktikant: Australische Botschaft in Wien, Sektion bilaterale Politik und Public Diplomacy
WS 2008/09, SoSe 2009	Erstsemestrigentutor: Internationale Entwicklung, Universität Wien
2003 bis 2006	Technischer Mitarbeiter: Österr. Akademie der Wissenschaften