

# **Realkapitalismus und Finanzkapitalismus – zwei „Spielanordnungen“ und zwei Phasen des „langen Zyklus“**

*Stephan Schulmeister*

## *1 Einleitung*

Gegenstand dieses Essays ist das Haupträtsel der wirtschaftlichen Entwicklung der Nachkriegszeit: Die nach einer Vielzahl von Kriterien so unterschiedliche Performance zwischen den 1950er und 1960er Jahren einerseits und zwischen den letzten Jahrzehnten andererseits. In Europa sind die Unterschiede zwischen der Prosperitätsphase und der nachfolgenden Krisenphase wesentlich stärker ausgeprägt als in den USA. Überdies verschlechtert sich die ökonomische Performance in Europa seit den 1970er Jahren von Jahrzehnt zu Jahrzehnt. Dieser Prozess hat sich Anfang der 1990er Jahre verstärkt und mit Ausbruch der Finanzkrise 2008 nochmals beschleunigt. Er ist weiter im Gang und zieht Europa in die schwerste ökonomische, soziale und politische Krise der Nachkriegszeit.

Die herrschende neoklassische Theorie kann diesen Prozess nicht erklären, sie hätte vielmehr eine umgekehrte Entwicklung erwarten lassen, also eine hartnäckige Krise in den 1950er und 1960er Jahren gefolgt von zunehmender Prosperität. Denn in den 1950er und 1960er Jahren konnten sich bedeutende Märkte nicht frei entfalten, die Arbeits- und Finanzmärkte waren strikt reguliert, der Devisenmarkt überhaupt geschlossen. In den vergangenen Jahrzehnten wurden diese Märkte hingegen dereguliert, am stärksten wurden die Finanzmärkte entfesselt. Dazu kommt, dass die Triebkraft des Wirtschaftswachstums nach neoklassischer Theo-

rie, der technologische Fortschritt, in den 1950er und 1960er Jahren nahezu bedeutungslos war im Vergleich zu den nachfolgenden Jahrzehnten, die von bahnbrechenden Basisinnovationen geprägt wurden wie der Mikroelektronik, Biotechnologie oder der Nanotechnologie.

Die ökonomische und soziale Performance war in allen europäischen Gesellschaften nach allen relevanten Kriterien in den 1950er und 1960er Jahren besser als in den vergangenen Jahrzehnten (siehe Abschnitt 2). Dies gilt für das Wirtschaftswachstum, seine Stabilität, die Beschäftigungslage und die Entwicklung der Staatsfinanzen, aber auch für die Verringerung von Ungleichheit in der Verteilung von Einkommen bis zur sozialen Sicherheit, dem Grundvertrauen in den gesellschaftlichen Zusammenhalt und einem durchaus gemächlichen Tempo des beruflichen und privaten Lebens.

Seit den 1970er Jahren hat sich die Lage in Europa nach all diesen Kriterien verschlechtert, besonders markant kommt sie an folgender Paradoxie zum Ausdruck: Das Lebenstempo ist bis zur Hektik gestiegen, aber der Ertrag der gesteigerten Aktivitäten wird immer kleiner – man denke etwa an das emsige Schreiben von Job-Bewerbungen durch junge Menschen.

A propos Junge: Bis Anfang der 1970er Jahre gab es weder Jugend Arbeitslosigkeit noch prekäre Beschäftigung, jeder junge Mensch konnte einen voll sozialversicherten Arbeitsplatz bekommen und sich daher auch eine Wohnung leisten. Heute ist das BIP pro Kopf in Europa mehr als doppelt so hoch, aber Millionen Junger können nicht „flügge“ werden, es fehlen Arbeitsplätze und erschwinglicher Wohnraum.

Dieser Vergleich macht deutlich: Da ist seit Jahrzehnten etwas fundamental falsch gelaufen. Die nach so vielen Kriterien unterschiedliche Performance deutet darauf hin, dass die Prosperitätsphase und die Krisenphase durch zwei unterschiedliche „Spielordnungen“ einer kapitalistischen Marktwirtschaft geprägt wurden, dass also die Unterschiede in der Gesamtpformance systemische Ursachen haben. Die Grundthesen dieses Essays lauten daher:

- Man kann zwei fundamental unterschiedliche „Spielordnungen“ einer kapitalistischen Marktwirtschaft unterscheiden, je nachdem, welche Aktivitäten das Profitstreben antreiben.
- Im Realkapitalismus fokussieren die Anreizbedingungen die kapitalistische „Kernenergie“ auf unternehmerische Aktivitäten in der Real-

wirtschaft: Bei festen Wechselkursen, stabilen und unter der Wachstumsrate liegenden Zinssätzen, stabilen Rohstoffpreisen und „schlummernden“ Aktienmärkten kann sich das Gewinnstreben nur in der Realwirtschaft entfalten, die stetig expandierende Investitionsnachfrage ermöglicht ein hohes Wirtschaftswachstum und damit anhaltende Vollbeschäftigung.

- Im Finanzkapitalismus dämpfen instabile Wechselkurse, Rohstoffpreise, über der Wachstumsrate liegende Zinssätze, und boomende Aktienmärkte unternehmerische Aktivitäten in der Realwirtschaft, gleichzeitig werden Finanzspekulationen immer attraktiver. Mit der Realkapitalbildung geht auch die Schaffung von Arbeitsplätzen zurück. Der Finanzierungssaldo des Unternehmenssektors dreht in einen Überschuss. gleichzeitig „erleidet“ der Staat ein nahezu permanentes Defizit. Bei über der Wachstumsrate liegenden Zinssätzen nimmt die Staatsschuldenquote immer mehr zu.
- Realkapitalistische Spielanordnungen gehen an ihrem Erfolg zugrunde. Denn permanente Vollbeschäftigung verlagert ökonomische Macht von den Unternehmern zu den Gewerkschaften und politische Macht von konservativen zu sozialdemokratischen Parteien, die „Verlierer“ wenden sich marktliberalen Ideologen und Rezepten zu. Finanzkapitalistische Spielanordnungen gehen an ihrem Misserfolg zugrunde. Denn es wird immer mehr Finanzvermögen geschaffen, das keine reale Deckung hat.
- Der „lange Zyklus“ in der wirtschaftlichen Entwicklung ergibt sich als Sequenz realkapitalistischer Aufschwungsphasen und finanzkapitalistischer Abschwungsphasen. Für sich allein schaffen technologische Innovationen keine Expansionsphase, entscheidend ist vielmehr die Kohärenz zwischen technischen und sozialen Innovationen. Diese Kohärenz wird unter realkapitalistischen „Spielbedingungen“ deshalb eher realisiert als im Finanzkapitalismus weil schwere bis katastrophale Krisen für Ökonomen, Unternehmer und Politiker einen starken Anreiz schaffen, neue Lösungen durch sozialen Innovationen zu finden (von Roosevelt’s New Deal, der Wirtschaftstheorie von Keynes bis zum „Rheinischen Kapitalismus“).

Diese Thesen komprimieren wesentliche Ergebnisse meiner Untersuchungen zu den Wechselwirkungen zwischen real- und finanzkapita-

listischen Formen des Profitstrebens und ihren gesamtwirtschaftlichen Folgen. Auslöser für dieses Forschungsprogramm war die Schuldenkrise in Lateinamerika 1982. Die damals gängige „Erklärung“ der Krise – Misswirtschaft und Korruption, in einigen Ländern durch Militärregimes gefördert – schien mir falsch, zumal Argentinien, Mexico und Brasilien die „tiger economies“ der 1970er Jahre gewesen waren. Also begab ich mich auf Spurensuche, sie führte mich zu folgender Kausalkette:

- Schon seit den 1950er Jahren und verstärkt in den 1960er Jahren hatten Milton Friedman und andere neoliberale Ökonomen für ein System freier Wechselkursbildung plädiert. Gemeinsam mit dem Fundamentaldefekt des Bretton-Woods-Systems (die Doppelrolle des US-Dollar als nationale Währung und als Leitwährung schloss Dollarabwertungen aus) und mit einer nur in den USA auftretenden Rezession 1970 führte die Kampagne von Friedman und Co. zur Aufgabe des Systems fester Wechselkurse im August 1971.
- Der Dollar verlor bis 1973 25% an Wert. Darauf reagierten die Erdölexporteure im Oktober 1973 mit dem ersten „Ölpreisschock“. Die Inflation beschleunigte sich, gleichzeitig stieg in der nachfolgenden Rezession auch die Arbeitslosigkeit. Diese – von ihnen selbst mitverursachte – Konstellation „verwerteten“ die neoliberalen Ökonomen als Widerlegung der Phillips-Kurve und damit des Keynesianismus überhaupt.
- Die Sequenz von Dollarabwertung, Ölpreisschock und Rezession wiederholte sich zwischen 1976 und 1980, doch diesmal reagierten die Notenbanken auf die Inflationsbeschleunigung mit einer – in den USA besonders stark ausgeprägten – Hochzinspolitik, welche eine massive Dollaraufwertung einleitete (siehe dazu Abb. 1 und 2 in Abschnitt 2).
- In den 1970er Jahren hatten die dynamisch wachsenden Länder Lateinamerikas ihre Auslandsschulden in Dollar stetig erhöht („recycling of the petro-dollars“), zumal der Dollar fast ständig an Wert verlor. Dieser unter derart günstigen Bedingungen akkumulierte Schuldenberg wurde ab 1980 durch die Dollaraufwertung immer größer, schon 1982 war die Last nicht mehr tragbar.

Jede Gruppe von Akteuren hatte sich im Rahmen ihrer Interessen rational verhalten: Die neoliberalen Ökonomen mit ihren Attacken auf das Bretton-Woods-System und den Keynesianismus „im ganzen“, die US-Politik

mit ihrer Aufgabe der Goldkonvertibilität des Dollar, die OPEC mit den beiden „Ölpreisschocks“, die Länder Lateinamerikas mit ihrer Aufnahme von Auslandskrediten in einer abwertenden Währung, die Notenbanken mit ihrer Hochzinspolitik, die Devisenhändler mit ihrer Spekulation auf eine Abwertung des Dollar in den 1970er Jahren und auf seine Aufwertung ab 1980 (in Reaktion auf die Hochzinspolitik). Doch das Zusammenwirken dieser rationalen Verhaltensweisen führte in eine Katastrophe für Millionen Menschen (wenn man annimmt, dass auch nur 1% der Bevölkerung Lateinamerikas in der „lost decade“ früher verstarb als es ohne die Schuldenkrise der Fall gewesen wäre, so waren das etwa 3 Millionen Menschen).

Die Wechselwirkung zwischen ökonomischer Theorie- bzw. Ideologiebildung, den daraus abgeleiteten „Navigationskarten“ für die Politik, ihrer schrittweisen Umsetzung sowie den Anpassungen von Unternehmen, Banken und Haushalten an die dadurch geänderten Anreize zu Gewinnerzielung und Vermögensbildung wurde zu meinem Forschungsthema in den folgenden 30 Jahren.

Angesichts der Breite dieser Fragestellung habe ich mich inhaltlich auf die Ursachen und Folgen der enormen („manisch-depressiven“) Schwankungen aller auf Märkten gehandelten „asset prices“ konzentriert, insbesondere von Wechselkursen, Rohstoffpreisen, Aktienkursen und Zinssätzen. Methodisch folge ich einem induktiven Ansatz. So betreibe ich seit 1986 Feldforschung in Trading Rooms und auf Börsen, um durch Beobachtungen und Gespräche mit den Akteuren ihre Erwartungsbildung und ihr Transaktionsverhalten verstehen zu lernen. Auch die nachfolgenden Studien zu den Auswirkungen der „asset price instability“ auf die Real- bzw. Finanzakkumulation der Unternehmen, das Konsum- bzw. Sparverhalten der Haushalte, auf die Verschiebungen der sektoralen Finanzierungssalden und die Dynamik der Staatsverschuldung nehmen die empirische Evidenz seit den 1950er Jahren als Ausgangspunkt.

Im Zuge dieser Arbeiten begann sich langsam die Hypothese von zwei fundamental unterschiedlichen Spielanordnungen einer kapitalistischen Marktwirtschaft herauszukristallisieren sowie von ihrer Abfolge im polit-ökonomischen Entwicklungszyklus. Real- und Finanzkapitalismus unterscheiden sich nicht nur im Hinblick auf die jeweils dominante Wirtschaftstheorie, die Fokussierung des Gewinnstrebens, die Gestaltung des Verhältnisses zwischen Ökonomie und Politik, Markt und Staat, Unternehmer und ArbeitnehmerInnen, sondern auch im Hinblick auf Grund-

werte und Verhaltensweisen im Spannungsfeld zwischen individuellem Eigennutz und sozialem Zusammenhalt.

In diesem Aufsatz versuche ich, die Nützlichkeit einer konsequenten Unterscheidung zwischen den Interessen von Real- und Finanzkapital und zwischen einer realkapitalistischen und einer finanzkapitalistischen Spielanordnung einer Marktwirtschaft deutlich zu machen. Die Breite des Problemansatzes und die Vielschichtigkeit der betrachteten „Querverbindungen“ zwischen Theorie- bzw. Ideologiebildung, den Konzepten der Wirtschaftspolitik und den Verhaltensweisen von Unternehmen und Haushalten machen eine skizzenhafte Darstellung nötig. Kurz: Es handelt sich um einen Essay im wörtlichen Sinn.

Die Gliederung entspricht meinem induktiven Vorgehen. Ich werde zunächst Rahmenbedingungen und Performance im „golden age of capitalism“ der 1950er und 1960er Jahre skizzieren und mit der Entwicklung im nachfolgenden „Zeitalter des Finanzkapitals“ vergleichen. Danach behandle ich einen Problembereich genauer, in dem sich die beiden Phasen besonders markant unterscheiden, die Dynamik der „asset prices“ und ihre realwirtschaftlichen Folgen. Ich werde zeigen, wie die Ent-Fesselung der Finanzmärkte entsprechend der neoliberalen Navigationskarte Probleme erzeugt, deren Behandlung nach der gleichen Karte weitere Probleme generiert, deren Behandlung wiederum den nächsten Schritt in der Durchsetzung des neoliberalen Forderungskatalogs bedeutet. Am Ende dieser Sequenz „neoliberaler Wechselschritte“ stünde die Demontage des Sozialstaats und der Demokratie. Danach beschreibe ich mein (qualitatives) Modell der Interaktion von drei Fundamentalinteressen – Arbeit, Realkapital, Finanzkapital – in der Abfolge von real- und finanzkapitalistischen Spielanordnungen. Abschließend skizziere ich die Grundzüge eines „New Deal“ zur Milderung und Verkürzung der kommenden Depression.

## *2 Rahmenbedingungen und ökonomische Performance in der Nachkriegszeit*

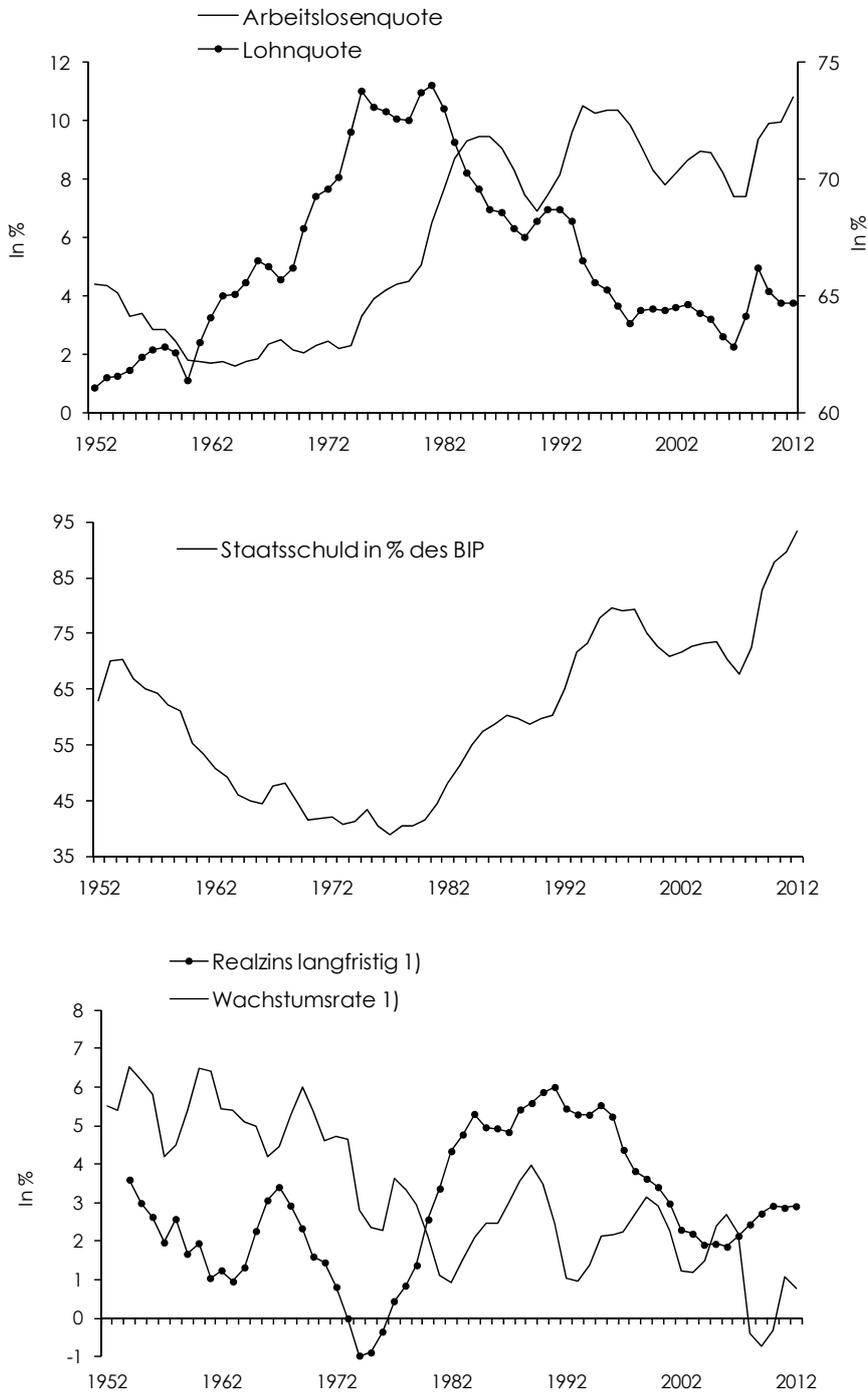
Die Rahmenbedingungen im „golden age of capitalism“ waren in hohem Maß das Ergebnis des Lernens aus der Weltwirtschaftskrise und ihren katastrophalen Folgen. Dies gilt insbesondere für (West)Europa und in speziellem Ausmaß für Deutschland (und Österreich).

Mit der Sozialen Marktwirtschaft wurde schrittweise eine Wirtschaftsordnung umgesetzt, die in der Praxis nach einer Integration von Gegensätzen strebte wie individueller Eigennutz / sozialer Zusammenhalt, Steuerungssystem Politik / Steuerungssystem Markt, Interaktion durch Konkurrenz / Interaktion durch Kooperation, Leistungserstellung durch Staat / Leistungserstellung durch Unternehmen, Interessen der Arbeitnehmer (Gewerkschaften) / Interessen der Unternehmer(verbände).<sup>1</sup>

Diese Integration gegensätzlicher „Pole“ gelang (auch) durch eine pragmatisch und vielfach nur implizit festgelegte „Arbeitsteilung“ zwischen dem „System Politik / Staat“, dem „System Markt / Unternehmen“ sowie den Sozialpartnern: Für Verbesserung der Wachstumsbedingungen (von der Infrastruktur bis zum Bildungswesen), für die Stärkung der sozialen Sicherheit sowie für die Stabilisierung der Konjunktur war primär das „System Politik/Staat“ zuständig, für die Lösung der Frage „Welche (privaten) Güter werden wie produziert“ (von der Verbesserung der Produktionseffizienz bis zur Ausweitung der Distributionskanäle) war primär das „System Markt/Unternehmen“ zuständig, die Verteilung der Erträge zwischen Realkapital/Unternehmen und Arbeit wurde von den Sozialpartnern ausgehandelt (Tarifvertragshoheit und die paritätische Mitbestimmung waren die beiden wichtigsten Komponenten des „Rheinischen Kapitalismus“).

<sup>1</sup> Von der evolutionär gewachsenen und praktizierten Sozialen Marktwirtschaft ist das von Ökonomen wie Müller-Armack oder Röpke „konstruierte“ Konzept der „Sozialen Marktwirtschaft“ zu unterscheiden. Letzteres war ein marktliberales Konzept, das statt des – nach der Weltwirtschaftskrise wenig attraktiven – Begriffs „ordoliberal“ oder „neoliberal“ den Begriff „sozial“ verwendete (diesen „Etikettenschwindel“ wärmt die deutsche „Initiative „Neue Soziale Marktwirtschaft“ in den letzten Jahren wieder auf) Tatsächlich ist die ideologische Basis des Konzepts der "Sozialen Marktwirtschaft" der (deutsche) Ordoliberalismus. Dieser stellt – jedenfalls in meinem Verständnis – eine Variante des (und kein Gegenmodell zum) Neoliberalismus dar. Zwar betonen ordoliberale Ökonomen wie insbesondere Walter Eucken die Notwendigkeit eines starken Staats, doch soll dieser seine Stärke primär für die Gewährleistung des freien Wettbewerbs und (damit) den Schutz der Eigentumsordnung einsetzen, keinesfalls aber für den Aufbau eines umfassenden Sozialstaats.

Abb. 1: Entwicklungstendenzen in Westeuropa



Quelle: OECD, Eurostat, WIFO. – 1) Gleitender 3-Jahresdurchschnitt.

Die Finanzmärkte wurden grundlegend anders behandelt als die Gütermärkte: Letztere wurden schrittweise liberalisiert (auf internationaler Ebene durch die GATT-Runden), erstere bleiben strikt reguliert (etwa durch Kontrolle des internationalen Kapitalverkehrs) oder ihrer zentralen Funktion der Preisbildung beraubt (Devisenmarkt). Dank stabilem Dollarkurs schwankten auch die – in Dollar notierenden – Rohstoffpreise nur wenig. Finanzspekulation hätte sich nur am Aktienmarkt entfalten können, doch war auch dies – zumindest in Europa – faktisch unmöglich, da die Kurse stagnierten. Zusätzlich lag der Zinssatz permanent und deutlich unter der Wachstumsrate der Gesamtwirtschaft (siehe Abb. 1 unten).

Unter diesen einander ergänzenden Bedingungen konnte sich das Gewinnstreben, gewissermaßen die „kapitalistische Kernenergie“, nur in der Realwirtschaft entfalten, insbesondere durch unternehmerische Realinvestitionen. „Wirtschaftswunder“ ereignete sich: Was zu Beginn der 1950er Jahre in den meisten Ländern, insbesondere im noch kriegszerstörten Deutschland und Österreich, für utopisch gehalten wurde, Vollbeschäftigung, war am Ende des Jahrzehnts bereits erreicht: Die Arbeitslosenquote lag bei 1%, selbst im Durchschnitt von Westeuropa insgesamt betrug sie nur etwa 2% (siehe Abb. 1).

Das hohe Maß an politischer und sozialer Kohärenz wurde auch dadurch erreicht, dass sich die Eliten in Politik, Medien und Politik an einer gemeinsamen „Navigationskarte“ orientierten, die im sozialen Bereich durch die Grundsätze der (praktizierten) Sozialen Marktwirtschaft geprägt wurde und im ökonomischen Bereich durch die – wenn auch gegenüber dem Original stark verstümmelte – keynesianische Theorie.

In den 1950er und 1960er Jahren wurde der Sozialstaat stetig ausgebaut, gleichzeitig ging die Staatsverschuldung (relativ zum BIP) stetig zurück (siehe Abb. 1 Mitte): In Deutschland entsprachen die Defizite des Unternehmenssektors annähernd den Überschüssen der Haushalte, der Finanzierungssaldo des Staates war (daher) ausgeglichen (siehe auch Abb. 11 in Abschnitt 5), bei einem negativen Zins-Wachstums-Differential ging daher die Staatsschuldenquote stetig zurück.

Mit bewundernswerter Energie und Ausdauer bereiteten in dieser Phase die (damaligen) „Außenseiter“ Friedman und Hayek die neoliberale Gegenoffensive vor. Hauptangriffspunkte waren die Regulierung der

Finanzmärkte, insbesondere das System fester Wechselkurse, und die Schädlichkeit von Vollbeschäftigungspolitik („Phillipskurven-Debatte“).<sup>2</sup>

Ende der 1960er Jahre setzt die neoliberale Gegenoffensive ein, paradoxerweise gefördert durch den Erfolg des Realkapitalismus: Bei Vollbeschäftigung nahmen die Streiks zu, die Lohnquote stieg in Westeuropa massiv (siehe Abb. 1 oben), die Gewerkschaften forderten (mehr) Mitbestimmung, „links“ wurde schick unter Intellektuellen (1968 etc.), die Sozialdemokratie bekam Aufwind und 1970 begann die Umweltbewegung den Kapitalismus aus ökologischer Sicht in Frage zu stellen („Club of Rome“). All dies verstörte die Unternehmer(vertreter). Sie wurden wieder empfänglich für die Forderungen der neoliberalen Ökonomen, Gewerkschaften und Sozialstaat konsequent zu schwächen.

Zur Legitimation des Interesses an einer Schwächung des Sozialstaats und einer Disziplinierung der Gewerkschaften konstruieren Friedman und seine „Chicago Boys“ drei Theorien:

- Da die Akteure auf Finanzmärkten rational agieren, kann es keine destabilisierende Spekulation geben, diese Märkte müssen daher vollständig de-reguliert werden, insbesondere das System fester Wechselkurse gehört abgeschafft.
- Eine aktive Wirtschaftspolitik ist hingegen schädlich und muss daher an Regeln gebunden werden. Das einzige Ziel der Politik ist die Stabilität von Geldwert und Staatsfinanzen. Für die Staatsschuld gilt: „Der Schuldner ist schuld“.
- Insbesondere eine Vollbeschäftigungspolitik ist sinnlos, ja sogar schädlich. Denn es gebe eine „natürliche Arbeitslosenquote“. Versucht die Politik, die Arbeitslosigkeit unter dieses Niveau zu drücken, stiege die Inflation.

Diese Thesen bzw. Empfehlungen wurden aus der um das Konzept der rationalen Erwartungen erweiterten Allgemeinen Gleichgewichtstheorie abgeleitet. Sie bildet die Basis für jene neoliberale „Navigationskarte“, welche seit den 1970er Jahren in wachsendem Maß die akademischen Lehrer (und damit eine Generation von Ökonomie-Studenten), die Jour-

<sup>2</sup> Eine hervorragende Dokumentation und Analyse der inhaltlichen und strategischen Konzepte der neoliberalen „master minds“ sowie ihrer etappenweisen Umsetzung bietet *Stedman Jones* (2012). Stärker wirtschaftswissenschaftlich ausgerichtet ist die Darstellung des Neoliberalismus von *Schui – Blankenburg* (2002).

nalisten (die „second-hand-dealers“ in Hayek's Propaganda-Konzept) und schließlich die Wirtschaftspolitiker auf neoliberalen Kurs brachte.

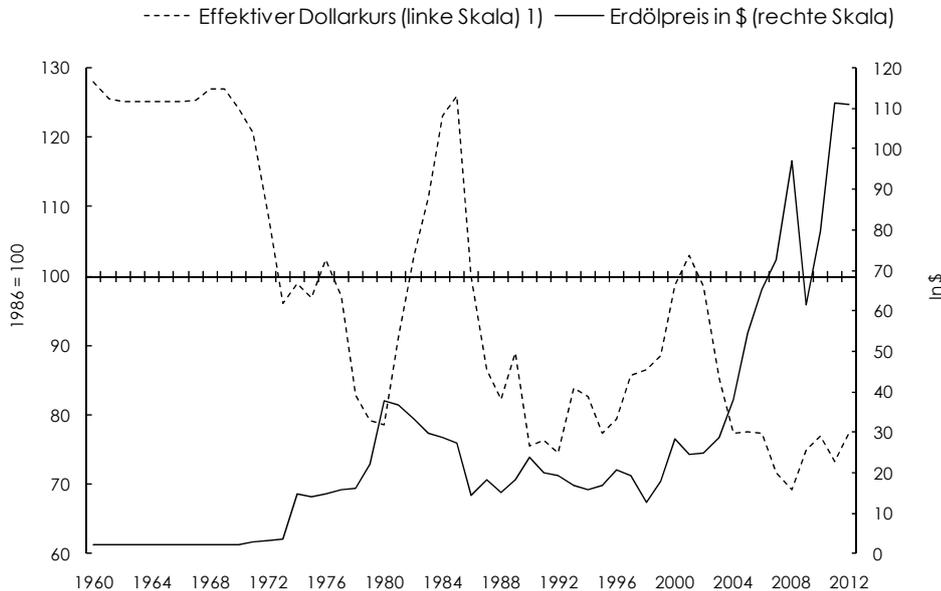
Während die Navigationskarte der 1950er und 1960er Jahre auf einen Ausgleich gegensätzlicher Interessen abzielte und damit implizit die Doppelnatur des Menschen als Individuum und als soziales Wesen zu berücksichtigen suchte, ist die neoliberale Navigationskarte durch eine extreme Einseitigkeit charakterisiert: Der Mensch wird *nur* als Individuum wahrgenommen (mit „there is no such thing as society“ brachte dies Margarete Thatcher auf den Punkt), *nur* „der Markt“ und damit *nur* das Konkurrenzprinzip solle ökonomische Prozesse steuern, *nur* individuelle Eigenverantwortung kann Effizienz gewährleisten, sozialstaatlich-solidarische Lösungen führen zu Misswirtschaft und Entmündigung des Bürgers („Der Weg zur Knechtschaft“ hieß der neoliberale Bestseller von Hayek aus dem Jahr 1944).

Das neoliberale Programm wird in Etappen umgesetzt. Die Aufgabe fester Wechselkurse führt zu zwei Dollarentwertungen und zwei Ölpreisschocks (siehe Abb. 2) und zwei Rezessionen (wie in Abb. 1 abzulesen). Der gleichzeitige Anstieg von Inflation und Arbeitslosigkeit dient den Monetaristen als empirischer „Beweis“ für die Widerlegung des Keynesianismus.

Anfang der 1980er Jahre erhöhen die Notenbanken das Zinsniveau zwecks Inflationsbekämpfung so sehr, dass es in der EU seither fast permanent über der Wachstumsrate liegt (siehe Abb. 1 unten). Gleichzeitig wird das neoliberale Programm einer De-Regulierung der Finanzmärkte fortgesetzt, die Schaffung unzähliger Finanzderivate erleichtert die Spekulation, Wechselkurse, Rohstoffpreise, Aktienkurse und Zinssätze schwanken immer mehr (Abb. 2 und 3).

Unter diesen Bedingungen verlagern die Unternehmen ihr Gewinnstreben von der Real- zur Finanzwirtschaft. Sie reduzieren ihre Realinvestitionen und damit sowohl die Schaffung von Arbeitsplätzen als auch ihr Finanzierungsdefizit, das Wirtschaftswachstum sinkt, die Arbeitslosigkeit steigt und damit auch das Staatsdefizit (Abb. 1 und 9 bis 11). Bei positivem Zins-Wachstums-Differential nimmt die Staatsschuldenquote immer mehr zu, wie Abb. 1 Mitte für Westeuropa zeigt.

Abb. 2: Dollarkurs und Erdölpreis



Quelle: OECD, IMF, Oxford Econometrics. – 1) Gegenüber DM, Franc, Pfund, Yen.

Ende der 1980er Jahre ist der Übergang vom Real- zum Finanzkapitalismus abgeschlossen. Die Politik in der EU ist nicht mehr in der Lage, die systemischen Ursachen des damit verbundenen Entstehens der „Zwillingsprobleme“ Arbeitslosigkeit und Staatsverschuldung zu erkennen (siehe auch Abb. 12 am Ende von Abschnitt 5). Aus der neoliberalen Navigationskarte leitet sie stattdessen Symptomkuren ab: Regelbindung der Fiskal- und Geldpolitik (Maastricht-Kriterien, Statut der EZB) sowie weitere De-Regulierung der Finanz- und Arbeitsmärkte.

Die realwirtschaftliche Performance in der EU verschlechtert sich weiter, gleichzeitig boomen die Finanzmärkte. Das „Lassen Sie Ihr Geld arbeiten“ durchzieht alle Bereiche, von der (partiellen) Umstellung auf eine kapitalgedeckte Altersvorsorge bis zur Ausbreitung der Derivatspekulation von Amateuren.

Ein einziges Großprojekt der EU widersetzt sich dem neoliberalen Zeitgeist: Die Schaffung des Euro. Allerdings ist das Projekt in sich widersprüchlich: Der Zusammenhalt der Währungsunion soll durch das neoliberale Konzept einer Regelbindung der Politik gewährleistet werden.

Der Aktiencrash 2000 bis 2003 stellt das erste „Vorbeben“ eines Zusammenbruchs der finanzkapitalistischen Spielanordnung dar. Danach erfolgt ihre finale Hochblüte: Drei Booms lassen Aktien-, Immobilien- und Rohstoffvermögen bis 2007 dramatisch steigen, auf die drei Bullenmärkte folgen drei Bärenmärkte. Erstmals seit 1929 sinken die drei wichtigsten Vermögensarten gleichzeitig (Abb. 8 in Abschnitt 3).

Mit der durch die massive Vermögensentwertung ausgelösten Finanz- und Wirtschaftskrise tritt das System in die Phase seiner langsamen Selbstaflösung ein. Zwar aktivieren die Eliten in der Schockphase nach der Lehman-Pleite ihr Langzeitgedächtnis und glauben, mit Banken- und Konjunkturpaketen ganz anders zu handeln als ihre Vorgänger Anfang der 1930er Jahren. Da sie aber die systemischen Ursachen der Krise – die finanzkapitalistische Spielanlage auf Basis der neoliberalen Navigationskarte – nicht begreifen, bleiben diese unangetastet.

So dürfen die Finanzalchemisten mit der Spekulation gegen souveräne Staaten ihr „Repertoire“ sogar ausweiten: Die Zinsen steigen von Griechenland über Irland bis Italien drastisch an.

Die Politik weist nicht die Spekulanten in die Schranke, sondern sich selbst. Die Sparpolitik vertiefte die Krise weiter damit auch die wirtschaftliche Spaltung Europas.

Mit dem EU-Fiskalpakt gelingt den Eliten unter deutscher Führung ein großer Schritt in der Umsetzung des neoliberalen Programms: Die „Finanzalchemie“, bleibt unangetastet, die Politik versucht vielmehr, sich das Wohlwollen „der Märkte“ durch Sparen zu erkaufen („Wir müssen uns den Märkten unterwerfen, damit wir nicht von den Märkten beherrscht werden“). Aus dem „Primat der Politik“ wird langsam der „Primat des Markts“, verharmlosend „marktkonforme Demokratie“ genannt.

Alle wesentlichen Komponenten des Fiskalpakts stammen aus der „Schule von Chicago“: Das Konzept einer „natürlichen Arbeitslosenquote“ dient als Basis für die Schätzung des „potential output“ und damit der strukturellen Haushaltsdefizite, eine diskretionär-antizyklische Fiskalpolitik wird unmöglich gemacht, die Politik wird an Regeln gebunden, die (Finanz)Märkte bleiben hingegen de-reguliert und es wird unterstellt, dass eine Sparpolitik keinen dämpfenden Effekt auf die Gesamtwirtschaft hat. Milton Friedman hätte sich nicht träumen lassen, dass viele seiner Hauptforderungen bzw. -konzepte von 25 europäischen Regierungschefs – in Sonntagsreden Verfechter des Europäischen Sozialmodells – in einem Regelwerk zusammengefasst und beschlossen werden.

Auf den Fiskalpakt soll der „Pakt für Wettbewerbsfähigkeit“ folgen, die Vollendung des neoliberalen Programms: Die Arbeitsmärkte werden de-reguliert, der Flächentarifvertrag soll abgeschafft werden und weitgehend auch der Arbeitnehmerschutz, insbesondere der Kündigungsschutz.

Der Verlust an Orientierung und Identität auf Seiten der europäischen Eliten wird die Wirtschaft in eine Depression abgleiten lassen, verbunden mit zunehmenden Spannungen zwischen dem „Lehrmeister Deutschland“ sowie seinen „Satelliten“ und der Mehrzahl der EU-Ländern. Allerdings wird die Krise milder ausfallen als in der 1930er Jahren, in erster Linie weil sich der – nicht zuletzt auf Grund der Weltwirtschaftskrise – ausgebaute Sozialstaat einen dramatischen Einbruch der Wirtschaft verhindern wird.

### 3 Dynamik der „asset prices“ und ihre Folgen<sup>3</sup>

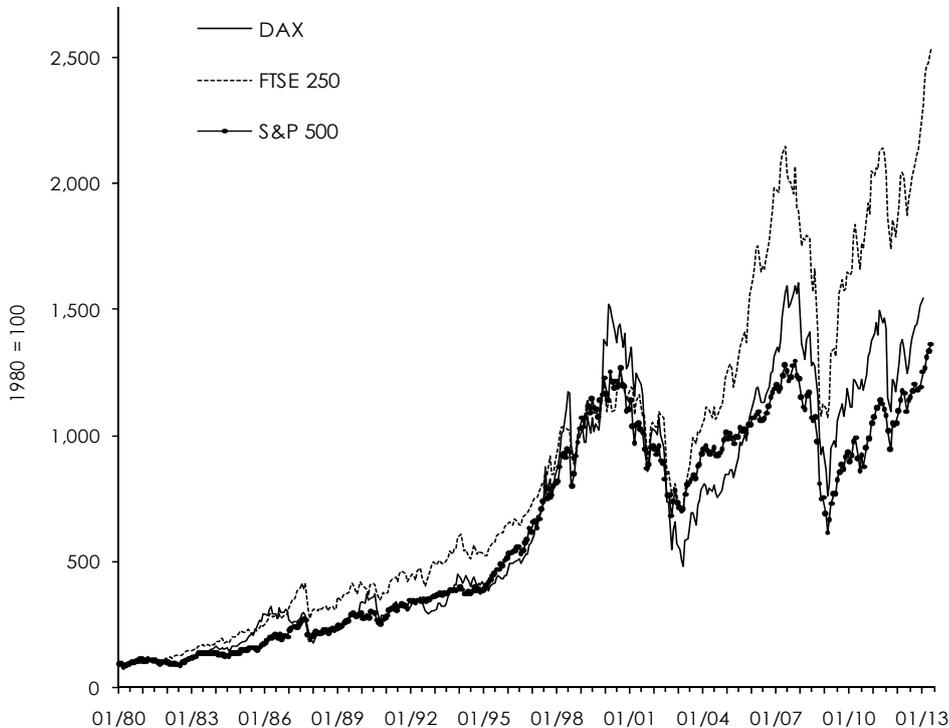
Alle auf Finanzmärkten gebildeten „asset prices“ wie Wechselkurse, Rohstoff(derivat)preise und Aktienkurse schwanken zumeist um „underlying trends“ („Seitwärtsbewegungen“ sind untypisch). Glättet man die Kurse mit Hilfe gleitender Durchschnitte, so werden die „underlying trends“ offenkundig.

Das Phänomen des „trending“ wiederholt sich auf unterschiedlichen Zeitskalen. Dabei gilt: Die kurzfristige Volatilität um den Trend ist umso höher, je höher die Datenfrequenz ist (sie ist etwa bei Minutenkursen viel größer als bei Tageskursen – wie die Abb. 4 bis 7 zeigen).

Langfristige Trends nach oben bzw. unten („bulls“ und „bears“) ergeben sich aus der Akkumulation von Kursschüben („price runs“, das sind monotone Preisbewegungen auf Basis gleitender Durchschnitte), welche über mehrere Jahre in eine Richtung länger dauern als in die Gegenrichtung (siehe den Zyklus des Dollar-Euro-Kurses zwischen 1999 und 2005 in Abb. 2).

<sup>3</sup> In diesem Abschnitt fasse ich die wichtigsten Ergebnisse verschiedener Studien zu Erwartungsbildung, Transaktionsverhalten, Spekulationssystemen und Preisdynamik auf Aktien-, Devisen- und Rohstoffderivatmärkten zusammen, die ich in den vergangenen 25 Jahren erstellt habe. Eine kompakte Darstellung samt Literaturverweisen zu diesen und anderen Studien findet sich in *Schulmeister, 2010B*.

Abb. 3: Boom und Bust der Aktienkurse



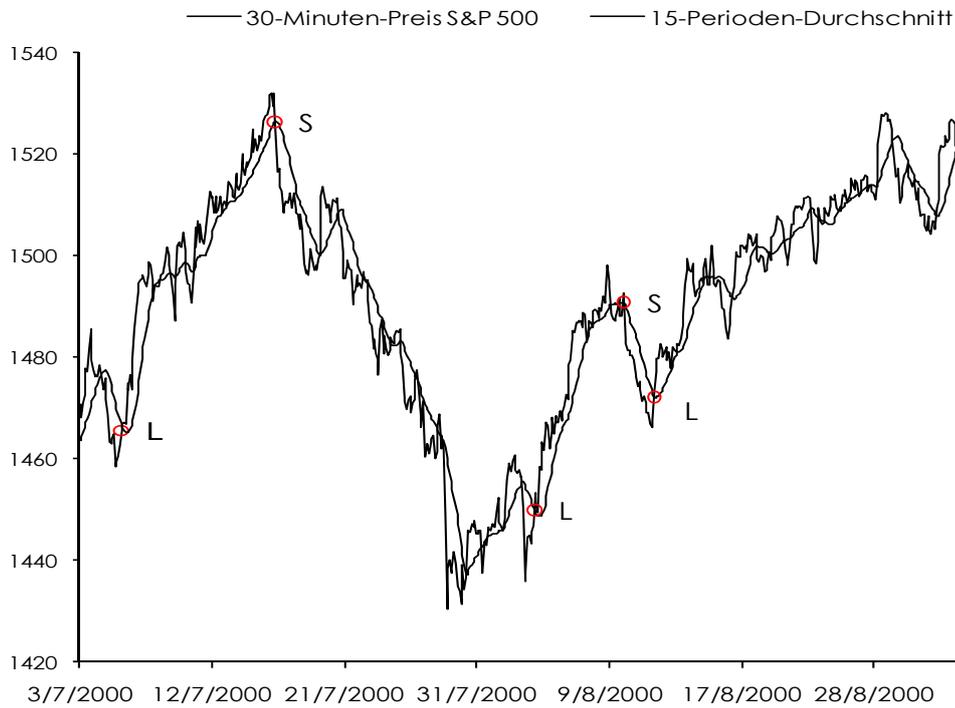
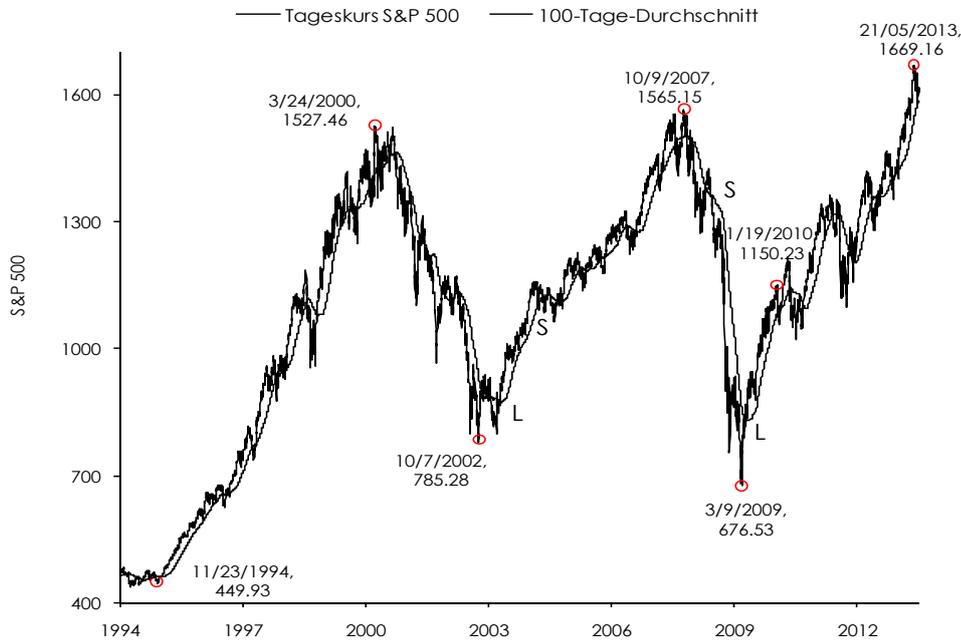
Quelle: Yahoo Finance.

Dieses Entwicklungsmuster zeigt sich auf unterschiedlichen Zeitskalen. So resultiert ein Aufwärtstrend auf Basis von Tagesdaten aus der Akkumulation von Kursschüben auf Basis von 30-Minuten-Daten, welche nach oben länger dauern als nach unten.

Auslöser von Kursschüben sind neue Informationen („news“), insbesondere über die für den jeweiligen „asset price“ relevanten „Fundamentalvariablen“. Trifft eine solche Nachricht ein, schätzen die einzelnen Händler innerhalb von Sekunden ab, wie die Mehrheit der anderen Händler reagieren wird. Erwartet ein Händler, dass die Mehrheit einen Kursanstieg erwartet, so wird er das entsprechende „asset“ kaufen (Keynes’ „beauty contest“ – Keynes, 1936, p. 156).

Um die Komplexität extrem rascher Spekulationsentscheidungen auf jenes Minimum zu reduzieren, das ausreicht, um Gewinne zu machen, bilden Händler auf Grund von „news“ lediglich Erwartungen über die

Abb. 4: Trending von Aktienkursen: S&P 500



Quelle: Yahoo Finance, Futures Industry Institute.

Auf einen von „news“ ausgelösten Kursanstieg(-rückgang) folgt eine „Kaskade“ von Kauf(Verkaufs)signalen von „trend-following technical trading systems“, zuerst produzieren die besonders kursreagiblen („schnellen“) Modelle auf Basis hochfrequenter Kursdaten Handelssignale, zum Schluss die „langsamen“ Modelle auf Basis von Stunden- oder Tagesdaten. Die Exekution dieser „trading signals“ verstärkt in einem Rückkoppelungsprozess die Kursbewegung, sie entwickelt sich zu einem Trend.<sup>4</sup>

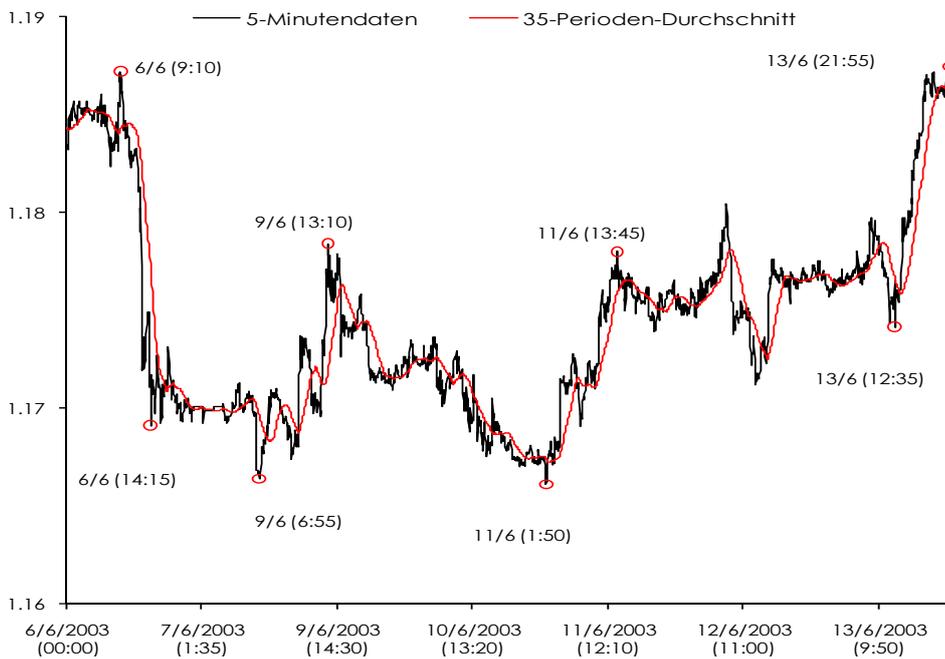
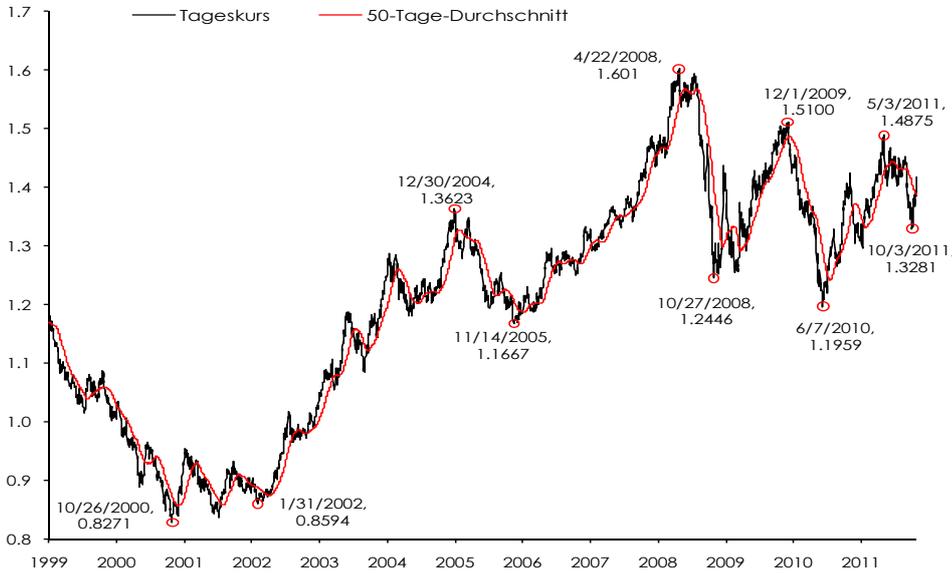
Häufig setzt sich ein Trend fort, nachdem bereits alle technischen Modelle eine dem Trend entsprechende offene (=spekulative) Position bezogen haben. Dieses Phänomen ist in erster Linie auf den „Mitläufer-effekt“ von Amateuren zurückzuführen – diese springen in der Regel später auf einen Trend auf als die professionellen Händler.

Je länger ein Trend anhält, desto mehr verliert er an Dynamik. Dieses „fading-out“ nützen die „contrarian strategies“ der technischen Analyse. Sie produzieren Verkaufs(Kauf)signale in der Spätphase eines Aufwärts(Abwärts)trends, spekulieren also auf sein „Kippen“. Die Exekution dieser Signale trägt dann zu einem Richtungswechsel bei.

Die Abfolge solcher Kursschübe lässt sich auf jeder Zeitskala beobachten. Aus ihrem Zusammenwirken ergeben sich mehrjährige Trends: Minutentrends in die gleiche Richtung, unterbrochen von kürzeren Gegenbewegungen, addieren sich zu einem Stundentrend, mehrere Stundentrends zu Tagestrends, u. s. f. Auf Basis von Jahresdaten nimmt dieser Prozess die Gestalt mehrjähriger „bull markets“ und „bear markets“ an. Dies gilt für Wechselkurse (Abb. 5) genauso wie für Erdölpreise (Abb. 6) und agrarische Rohstoffpreise (Abb. 7).

<sup>4</sup> „Technical trading systems“ zielen darauf ab, das Phänomen des „trending“ von „asset prices“ profitabel auszunützen. Dabei sind zwei Ansätze zu unterscheiden: „Trend-following systems“ versuchen, in einer Frühphase eines Trends „aufzuspringen“, „contrarian systems“ spekulieren umgekehrt in der Spätphase eines Trends auf einen Richtungswechsel. In den vergangenen 25 Jahren wurde die „technische Analyse“ zu der am meisten verwendeten Handelstechnik. Dazu haben mehrere Faktoren beigetragen: Die „universelle“ Einsetzbarkeit dieser Systeme (auf jeder Zeitskala), die Beschleunigung beim Zugang zu „real time data“ und bei der Exekution von „trading signals“ (insbesondere durch das Internet) sowie die stetige Verbesserung von computergestützter „trading software“. Abbildungen 2 und 4 zeigen, wie ein besonders einfaches „moving-average-model“ (MA-Modell) Wechselkurstrends ausnützen kann: Wenn immer der aktuelle Kurs den gleitenden 50-Tage-Durchschnitt von oben (unten) durchbricht, wird verkauft (gekauft).

Abb. 5: Trending von Wechselkursen: Dollar/Euro-Kurs



Quelle: Federal Reserve System, Olson

Die Tatsache, dass über einen längeren Zeitraum Kursschübe in eine Richtung länger dauern als in die Gegenrichtung, spiegelt die Tatsache wider, dass auf Finanzmärkten zumeist ein mittel- bis längerfristiger „expectational bias“ herrscht, im professionellen Jargon als „bullishness“ bzw. „bearishness“ bezeichnet. Dieser „bias“ bedeutet, dass Marktteilnehmer „ceteris paribus“ eher eine Aufwertung bzw. eine Abwertung des jeweiligen „asset“ erwarten.

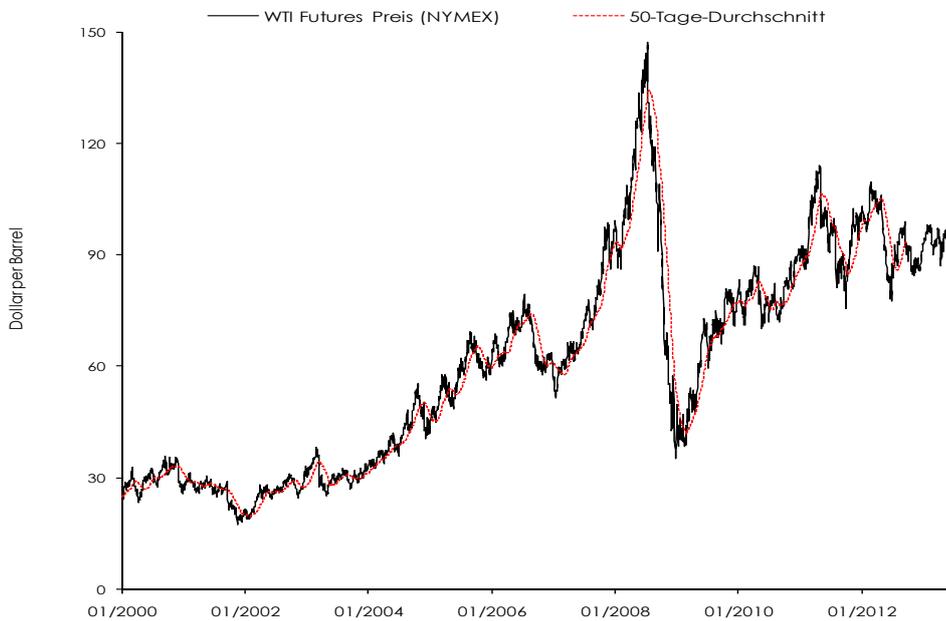
Die Etablierung einer solchen „asymmetrischen Marktstimmung“ wird von vielen Faktoren beeinflusst. So nimmt die Wahrscheinlichkeit für einen „Stimmungswechsel“ mit dem Ausmaß des „Overshooting“ zu. Dabei werden nicht nur die Logik von Zyklen wirksam („what comes up, must come down“), sondern auch ökonomische Auswirkungen einer anhaltenden Über- oder Unterbewertung des jeweiligen „assets“. So wird eine ausgeprägte Überbewertung einer Währung die Leistungsbilanz des entsprechenden Landes verschlechtern und sein Wirtschaftswachstum dämpfen. Das Umgekehrte gilt für das Land mit der unterbewerteten Währung. Je mehr sich dieses realwirtschaftliche Ungleichgewicht ausweitet, umso eher wird eine „korrigierende“ Wechselkursentwicklung erwartet.

Auch emotionelle Faktoren spielen eine wesentliche Rolle. Entscheidend dabei ist, dass die individuellen Stimmungsschwankungen auf vielfältige Weise sozial „gebündelt“ werden (durch den „common (non)sense“ der Analysten, die Rating Agenturen, die Finanznachrichtendienste, etc.).

Ein Boom auf den Aktienmärkten wird zusätzlich dadurch gestärkt, dass „Experten“ die Besonderheit des aktuellen Booms hervorkehren, und so die historische Erfahrung in den Hintergrund drängen, dass jedem Boom ein Bust folgt. So wurde in den späten 1990er Jahren der Aktienbubble mit dem Anbruch eines neuen ökonomischen Zeitalters „erklärt“, in dem es keine Krisen mehr gäbe („new economy“).

Die Dominanz einer „asymmetrischen Marktstimmung“ verursacht bei den Marktteilnehmern eine „selektive Wahrnehmung“: Auf „news“, die der Marktstimmung entsprechen, wird viel stärker reagiert als auf gegenteilige Nachrichten (etwa auch im Hinblick auf das eingesetzte „Spielkapital“).

Abb. 6: Trending der Erdölpreise



Quelle: NYMEX.

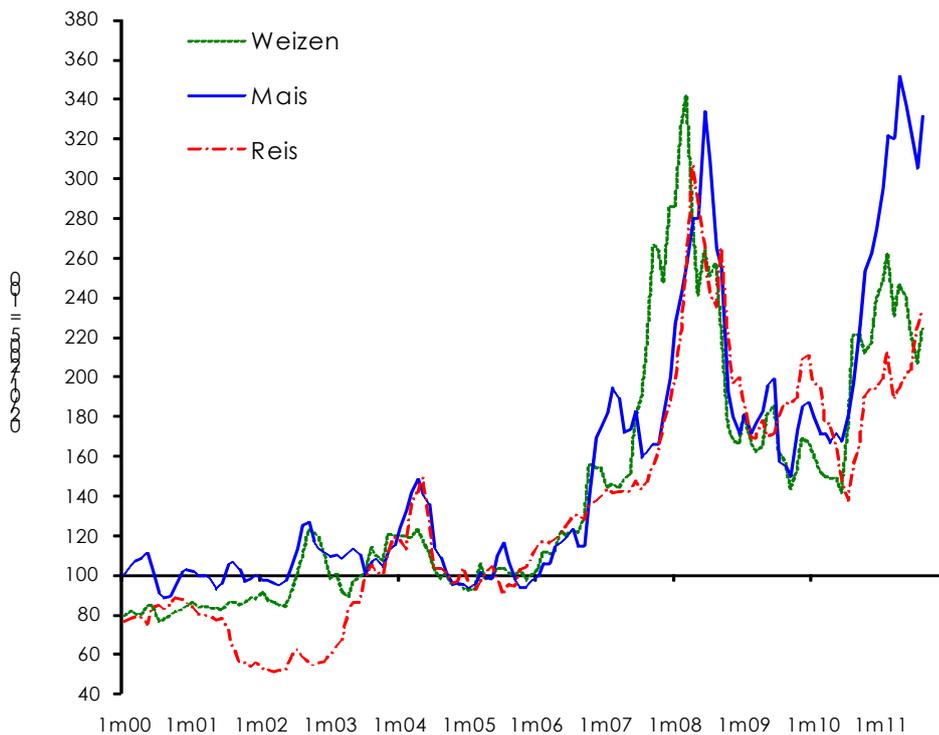
Der durch die jeweilige „Marktstimmung“ verursachte „bias“ in der Wahrnehmung von „news“ und in dem dadurch ausgelösten Transaktionsverhalten hat folgende Konsequenzen: Kursschübe, welche der „Marktstimmung“ entsprechen, dauern länger als die Gegenbewegungen. Diese Differenz lässt „asset prices“ über mehrere Jahre steigen oder fallen, die Abfolge der entsprechenden „bull markets“ und „bear markets“ ergibt das typische Muster der langfristigen Dynamik spekulativer Preise: Sie schwanken in irregulären Zyklen um den Bereich des realwirtschaftlichen Gleichgewichts ohne eine Tendenz, zu diesem Gleichgewicht zu konvergieren.

Nach 40 Jahren zunehmend „befreiter“ Finanzmärkte ist der empirische Befund für sämtliche auf Finanzmärkten gehandelten „asset prices“ desaströs für die herrschende Gleichgewichtstheorie:

- Die Preise folgen keinem Zufallsprozess („random walk“).
- Die am weitesten verbreitete Handelstechnik ist die „technical analysis“ in ihren unterschiedlichen Formen – von der Interpretation von

Chart-Konfigurationen bis zu computergesteuerten „automated trading systems“. Diese Methoden werten nur die Information vergangener Preise aus. Gleichzeitig definiert die herrschende Gleichgewichtstheorie einen Markt als nicht einmal schwach effizient, wenn man auf Basis vergangener Preise Spekulationsgewinne erzielen kann. Daraus folgt: Sind „trading rules“ tatsächlich profitabel (dafür spricht die Praxis und eine große Zahl empirischer Studien; siehe *Schulmeister, 2010B*), so wären die „freiesten“ Märkte nicht einmal schwach effizient. Oder diese Verfahren sind nicht profitabel, dann trifft die – für die herrschende Theorie fundamentale – Annahme rationaler Erwartungen nicht zu.

*Abb: 7: Trending der Nahrungsmittelpreise*



Quelle: NYMEX, CBOT.

- Das langfristige „overshooting“ von Wechselkursen, Rohstoffpreisen und Aktienkursen wird dadurch realisiert, dass während eines „bull (bear) market“ Kursschübe nach oben (unten) länger dauern als Gegenbewegungen. Dieses Muster in der Dynamik spekulativer Preise widerspricht den Erwartungen der „efficient market hypothesis“. Denn nach dieser Theorie reflektiert jeder „asset price“ alle zum jeweiligen Zeitpunkt vorhandenen Informationen, Preisveränderungen ergeben sich aus neuen Informationen und diese lassen den Preis sofort („instantaneously“) zum neuen Fundamentalgleichgewicht springen.
- Die Gleichgewichtsökonomie unter rationalen Erwartungen kann zyklische Schwankungen von „asset prices“ um ihr fundamentales Gleichgewicht nicht erklären. Denn sie kennt nur zwei Preispfade: Konvergenz zum fundamentalen Gleichgewicht oder einen Bubble. Somit ist genau jenes Phänomen, das empirisch am besten beobachtbar ist, und von Marktteilnehmern als Abfolge von „bulls“ und „bears“ klar benannt wird, in der herrschenden Theorie „nicht vorgesehen“.

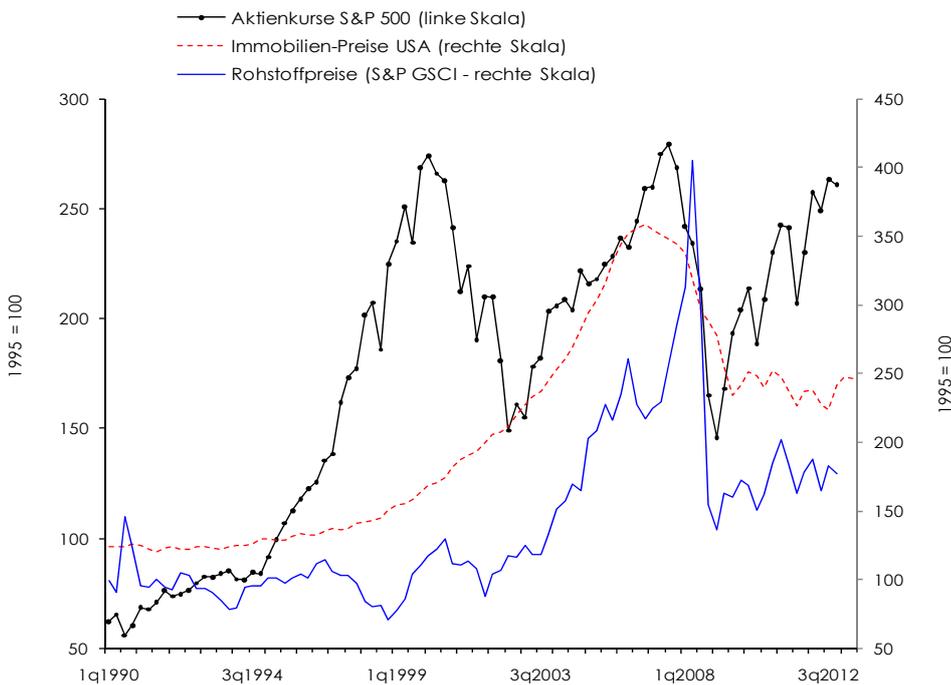
Der fundamentale Unterschied zwischen der Spielanordnung in den 1950er bis 1970er Jahren einerseits und jener in den nachfolgenden Jahrzehnten kommt im Verhältnis von Realkapitalbildung der Aktiengesellschaften zu Börsenbewertung markant zum Ausdruck. In der Prosperitätsphase konzentrierte sich das unternehmerische Gewinnstreben auf realwirtschaftliche Aktivitäten. Dementsprechend stieg der Wert des Kapitalstocks der Aktiengesellschaften ebenso wie ihr Netto-Gesamtwert in Deutschland zwischen 1960 und 1980 auf das Siebenfache, gleichzeitig stagnierten die Aktienkurse, dank positiver Netto-Emissionen nahm der Börsenwert (Markkapitalisierung) zu, allerdings nur auf das Doppelte (Abb. 9). Im Zeitalter des Realkapitals ging also der Börsenwert der Aktiengesellschaften relativ zu ihrem Netto-Gesamtwert stark zurück.<sup>5</sup>

Der nachfolgende Aktienboom verursachte eine zunehmende Überbewertung der Kurse: Zwischen 1982 und 1999 – also bis vor dem ersten Crash – stieg der Börsenwert der Aktiengesellschaften auf etwa das

<sup>5</sup> Der Netto-Gesamtwert ergibt sich als Summe des Realkapitals zu laufenden Marktpreisen plus Finanzaktiva minus Finanzpassiva – er wird als „proxy“ für den „fundamentalen Unternehmenswert verwendet (zu seiner Berechnung siehe Schulmeister, 2003).

Zwölfwache, der Wert ihres Realkapitals und ihr Netto-Gesamtwert aber nur auf das Doppelte (Abb. 9). Seither stagniert der Wert des Realkapitals, während Aktienkurse und Börsenwerte zwei ausgeprägte Tal- und Bergfahrten „hinlegten“ (für den jüngsten Boom siehe auch Abb. 3).

Abb. 8: Dynamik der Vermögenspreise



Quelle: Yahoo Finance, Case-Shiller, Standard & Poors.

Die wachsende Bedeutung „selbstreferentieller Geldvermehrung“ durch immer schnellere Finanzspekulation wird durch die Entwicklung der globalen Finanztransaktionen bestätigt: Ihr Volumen seit 1990 vom 16-fachen des Welt-BIP auf das 67-fache an. Am meisten boomten die Transaktionen mit börsengehandelten Derivaten. Diese standardisierten und elektronisch gehandelten Instrumente eignen sich ideal für das schnelle und überwiegend computergesteuerte Spekulieren.

In keinem anderen Bereich der Ökonomie ist – in meiner Einschätzung – der Widerspruch zwischen den Annahmen der Gleichgewichtstheorie und der empirischen Evidenz so ausgeprägt wie bei der Dynamik der „asset prices“. Gleichzeitig hat die Stabilität bzw. Instabilität von Wechselkursen, Rohstoffpreisen, Anleihekursen/Zinssätzen und Aktienkursen den größten Einfluss auf die Allokation unternehmerischer Aktivitäten zwischen der Realwirtschaft (insbesondere durch längerfristig orientierte Realinvestitionen) und der Finanzwirtschaft (insbesondere durch kurzfristig orientierte Finanzspekulation). Dieser Einfluss wird sowohl über einen strukturellen als auch einen konjunkturellen „Transmissionskanal“ wirksam.

Der erste Zusammenhang besteht darin, dass die Instabilität der für (genuin) unternehmerische Aktivitäten wichtigsten Preise per se – also unabhängig davon, ob sie fallen oder steigen – Unsicherheit produziert und damit die Bereitschaft zu längerfristiger und illiquider Vermögensbildung dämpft und die Anreize zu kurzfristiger Finanzspekulation erhöht. Dabei besteht folgende Wechselwirkung: Je instabiler sich die „asset prices“ entwickeln, desto stärker ist der Anreiz zu Finanzspekulation, und je mehr spekuliert wird, desto instabiler entwickeln sich diese Preise. Dabei ist zu berücksichtigen, dass zusätzlich die Notenbanken seit Ende der 1970er Jahre durch starke Leitzinsänderungen zur strukturellen Finanzinstabilität beigetragen haben.

Der zweite Zusammenhang besteht darin, dass sämtliche Rezessionen seit Anfang der 1970er Jahre durch massive Bewegungen einzelner „asset prices“ ausgelöst und durch Reaktionen der Wirtschaftspolitik entsprechend der neoliberalen Navigationskarte verschärft wurden (mit jeder Krise sinkt die Bereitschaft der Unternehmer zur langfristigen Bindung an – illiquide – Realkapital) :

- Die beiden Dollarentwertungen der 1970er Jahre trugen wesentlich zum Auftreten der beiden „Ölpreisschocks“ bei (siehe dazu Abb. 2), die ihrerseits eine drastische Inflationsbeschleunigung und zwei Rezessionen nach sich zogen. Darauf reagierte die Geldpolitik 1980 mit einer Hochzinspolitik, welche erhebliche Langzeitwirkung entfaltete.
- Die Rezession Anfang der 1990er Jahre wurde durch den Zusammenbruch des „exchange rate mechanism“ in Europa mitverursacht, zu dem sowohl die Hochzinspolitik der Bundesbank als auch Devisen-

spekulationen beigetragen haben (legendär wurde jene von George Soros gegen das britische Pfund).

- Die Rezession 2000/2001 wurde durch das Kippen des 18 Jahre dauernden Aktien-Bullenmarkts in einem Bärenmarkt ausgelöst (Abb. 3).
- Die (systemische) Hauptursache der „großen Rezession“ 2008/2009 besteht darin, dass gleichzeitig drei Bullenmärkte (Aktien, Rohstoffe, Immobilien) in drei Bärenmärkte kippten und damit die größte Vermögensentwertung seit den 1930er Jahren verursachten (Abb. 8).<sup>6</sup>

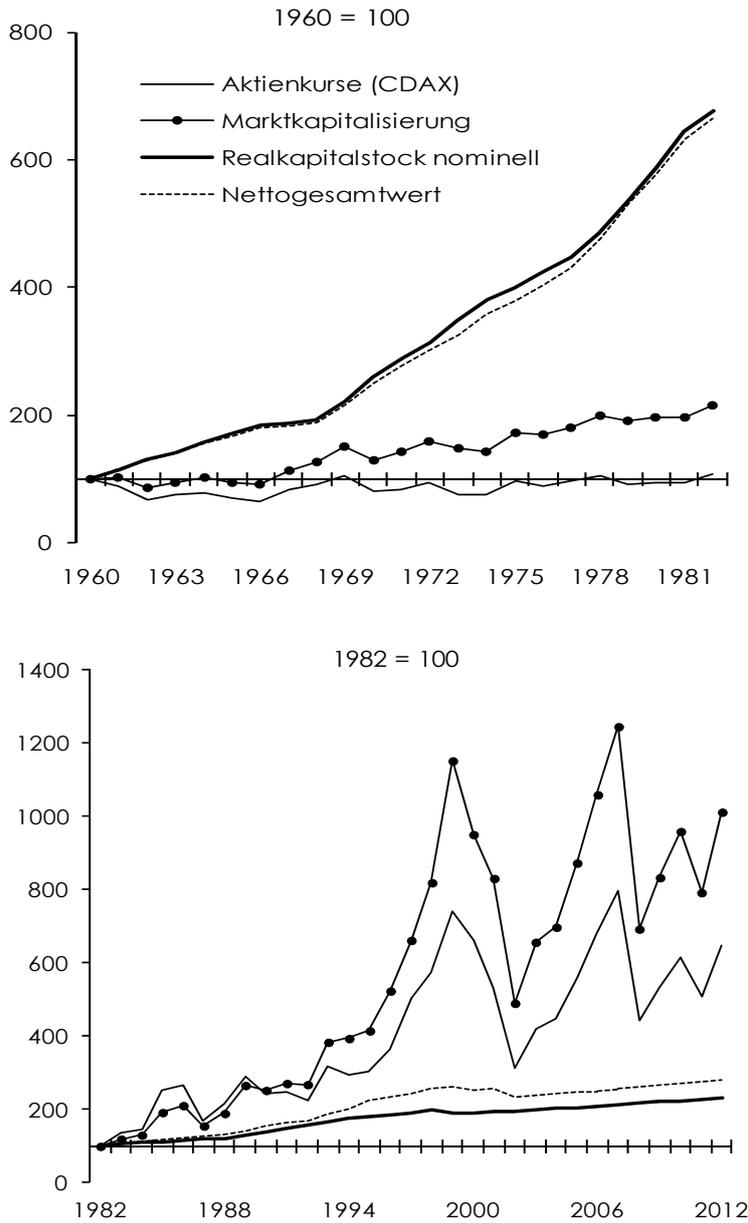
Der „Aufbau“ des Krisenpotentials durch drei Bullenmärkte vor 2007 und seine „Entladung“ in Gestalt dreier Bärenmärkte danach verdeutlicht den systemischen Charakter der Krise (die Turbulenzen am US-Hypothekenmarkt haben diese lediglich ausgelöst). Die Abfolge von „booms“ und „busts“ auf Vermögenmärkten ist ein essentielles Element in einem System, in dem freie Finanzmärkte das Gewinnstreben von Aktivitäten in der Realwirtschaft zu Finanzspekulation verlagern („Lassen wir unser Geld arbeiten“). Langfristig werden in einer solchen Spielanordnung immer mehr Finanzaktiva geschaffen, die nicht durch reale Werte gedeckt sind. Dies ist der dritte „Transmissionskanal“, über den freie „asset markets“ die gesamtwirtschaftliche Performance verschlechtern und den Boden bereiten für eine schwere Krise.

Die Bildung von solchem „fiktiven Kapital“ (Karl Marx) erfolgt am Anfang primär durch Aufwertungen (Bullenmärkte), unvermeidliche Entwertungen durch Bärenmärkte können zunächst von parallelen Bullenmärkten kompensiert werden (so wurde die Aktienentwertung in den USA 2000/2003 durch den anhaltenden Boom der Immobilienpreise ausgeglichen – Abb. 8). Früher oder später kommt es aber zu einer Synchronisierung wichtiger Bullenmärkte und damit auch der nachfolgenden Bärenmärkte. Dies führt durch Wirtschaftseinbruch, Konjunkturpakete

<sup>6</sup> Die Koinzidenz einer gleichzeitigen Entwertung von Aktien, Immobilien und Rohstoffen trat historisch zuletzt zwischen 1929 und 1933 auf. Während die US-Politik nach dem Aktiencrash im Gefolge der Lehman-Pleite nur einige Tage brauchte, um die Gefahr einer generellen Finanzschmelze samt Abrutschens in eine Depression zu begreifen, benötigte die Politik in Europa und insbesondere in Deutschland wesentlich länger (noch im November 2008 lehnte Merkel ein Konjunkturpaket ab).

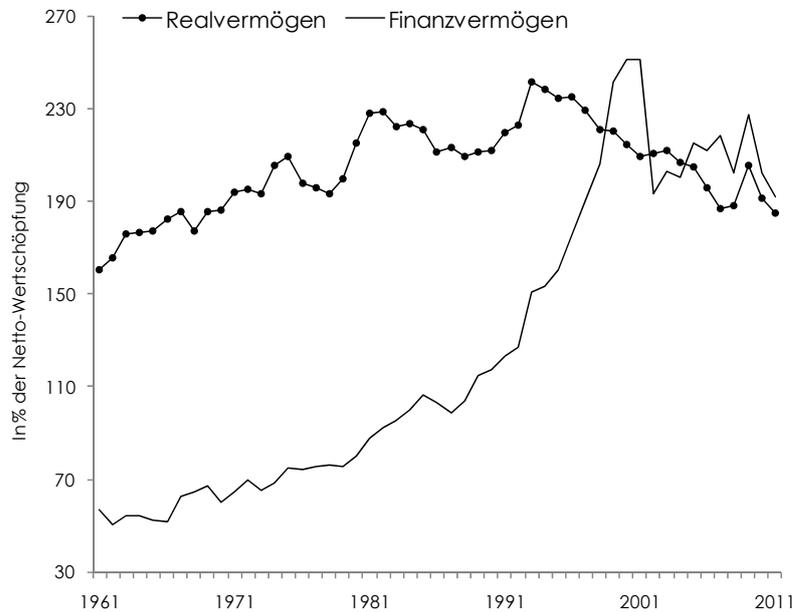
und Bankenrettungen zu einem massiven Anstieg der nach Karl Marx höchsten Form von fiktivem Kapital, der Staatsverschuldung.

Abb. 9: Aktien und Realvermögen deutscher Aktiengesellschaften



Quelle: Federal Reserve Bank, Deutsche Bundesbank, Statistisches Bundesamt Wiesbaden.

Abb. 10: Kapitalbildung der nicht-finanziellen Unternehmen in Deutschland



Quelle: Deutsche Bundesbank, destatis, WIFO.

#### 4 Im „neoliberalen Wechselschritt“ in die große Krise

Über diese drei Transmissionskanäle hat die – durch die neoliberale Navigationskarte legitimierte – Ent-Fesselung der Finanzmärkte immer mehr Probleme für die Realwirtschaft geschaffen. Die Politik reagierte darauf mit Maßnahmen, die aus der gleichen Navigationskarte abgeleitet wurden, und so einen weiteren Schritt in der Durchsetzung des neoliberalen Reformprogramms ermöglichte. Ich nenne dies den „neoliberalen Wechselschritt“:

- Schritt A: Auf Grund „wissenschaftlicher“ Empfehlungen – insbesondere in Bezug auf die „Befreiung“ der Finanzmärkte – werden Probleme geschaffen.
- Schritt B: Diese Probleme werden für eine Verschärfung der neoliberalen Politik genutzt.

- Einige Beispiel für diese „Wechselschritte“ auf dem Weg in die große Krise, der 1971 begonnen hat.

Schritt A: Jahrelang hatten die neoliberalen „master minds“ die Aufgabe fester Wechselkurse gefordert, 1971 war es soweit. In der Folge verliert der Dollar 25% an Wert. Im Herbst 1973 reagieren die Erdölexporteur darauf mit dem ersten Ölpreisschock. Folgen: Rezession, Arbeitslosigkeit und Inflation steigen (Abb. 2).

Schritt B: Diese Konstellation wird als Widerlegung des Keynesianismus „verwertet“.

Schritt A: Zwischen 1976 und 1978 verliert der Dollar wieder 25% an Wert, 1979 kommt es zum zweiten „Ölpreisschock“ und damit neuerlich zu einer Rezession samt massiver Inflationsbeschleunigung (Abb. 2).

Schritt B: Dies veranlasst die Notenbanken zu einer massiven Hochzinspolitik, seither liegt der Zinssatz in Europa nahezu permanent über der Wachstumsrate (Abb. 1).

Schritt A: Die Finanzinnovationen (Derivate) der 1980er Jahre fördern die Spekulation mit Aktien, Rohstoffpreisen, Zinssätzen und Wechselkursen. Dies dämpft gemeinsam mit dem positiven Zins-Wachstums-Differential die Realkapitalbildung und das Wirtschaftswachstum, Arbeitslosigkeit und Staatsverschuldung steigen (Abb. 1 und 9 bis 11).

Schritt B: Dies lässt die Eliten in Europa Anfang der 1990er Jahre „wach“ werden: So kann es nicht weiter gehen, der Staat muss sparen (Maastricht-Kriterien), insbesondere im Sozialbereich.

Schritt A: Die Schwächung des Sozialstaats und boomende Finanzmärkte machen die Verteilung von Einkommen und Vermögen immer ungleicher, dies dämpft die Konsumnachfrage. Gleichzeitig dämpfen hohen Renditen auf Finanzveranlagung die Realinvestitionen.

Schritt B: Die steigende Arbeitslosigkeit wird mit der Ausweitung prekärer Jobs „bekämpft“. Auf die Belastung der Sozialbudgets reagiert die Politik mit Kürzungen bei der sozialstaatlichen Altersversorgung und der Arbeitslosenversicherung.

Schritt A: Der nunmehr geschwächte Sozialstaat wird von den neoliberalen Ökonomen (nunmehr die große Mehrheit) als Beweis angeführt, dass man individuell vorsorgen muss. Die Expansion der Pensionsfonds nährt den Aktienboom der 1990er Jahre und verstärkt nach der „Korrektur“ 2001/2003 einen weiteren Boom, der Ende 2007 kollabiert (Abb. 3 und 8).

Schritt B: „Strukturelle“ Gewinner dieser Versuche, Geld „arbeiten“ zu lassen, sind die Profis im Finanzsektor. Ihre Aktivitäten sind es, die von den neoliberalen „master minds“ wissenschaftlich legitimiert worden waren.

Schritt A: Nach der „Korrektur“ 2001/2003 brachte die Hochblüte der „Finanzalchemie“ immer mehr und immer komplexere Produkte auf den Markt, die „collateral debt obligations“ (CDOs) und die „credit default swaps“ (CDSs) boomten besonders stark.

Schritt B: Die CDOs in Gestalt der „mortgage backed securities“ (MBSs) trugen wesentlich zum Ausmaß des Preis- und Investitionsboom am US-Immobilienmarkt bei, dessen Zusammenbruch die große Krise auslöste. Die CDSs verschärften die Finanzkrise und erleichterten den „Finanzalchemisten“ in der Folge die Spekulation auf den Bankrott einzelner Euro-Staaten.

Schritt A: Durch die Expansion des Finanzsektors sind seine wichtigsten Akteure so groß geworden, dass sie bei drohender Insolvenz gerettet werden müssen („too big to fail“).

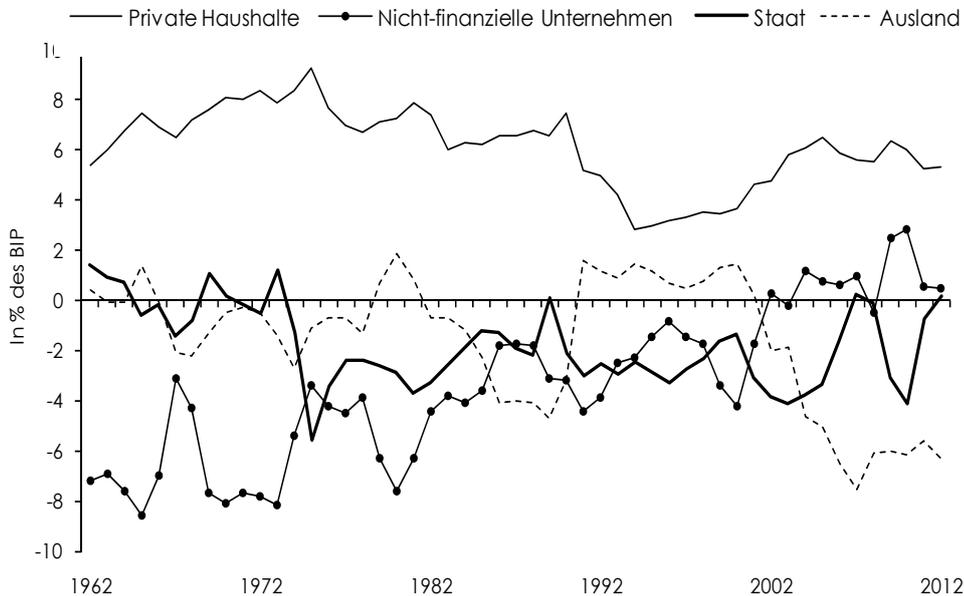
Schritt B: Darauf vertrauend intensivieren die „Finanzalchemisten“ die „selbstreferentielle“ Geldvermehrung. Sie können dafür nicht nur Teile jener Mittel verwenden, die zu ihrer Rettung aufgebracht wurden, sondern profitieren auch von den extrem niedrigen Leitzinsen, mit denen die Notenbanken eigentlich die Kredite für die Realwirtschaft verbilligen wollten.

Seit Ausbruch der Eurokrise ist Europa in die Phase des finalen Wechselschritts eingetreten:

Schritt A: Über einen Zeitraum von vier Jahrzehnten hat die Umsetzung der neoliberalen Empfehlungen die bedrückendsten Probleme anwachsen lassen, insbesondere Arbeitslosigkeit, Staatsverschuldung, soziale Ungleichheit, aber auch die Verschlechterung der Umweltbedingungen. Gleichzeitig hat das „Lassen Sie Ihr Geld arbeiten“ das Potential für die große Krise aufgebaut.

Schritt B: Die neoliberalen Ökonomen und Politiker fordern nun zur Bewältigung der Krise jene Therapien ein, die Teil der Krankheit sind: Senkung der Staatsausgaben, umfassende Privatisierung, Schonung der Finanzvermögen, keine Erhöhung des Spitzensteuersatzes oder sonstiger Beiträge der Bestverdiener („Leistungsträger“).

Abb. 11: Gesamtwirtschaftliche Finanzierungssalden in Deutschland



Quelle: Deutsche Bundesbank (bereinigt um den Sondereffekt der Auflösung der Treuhandanstalt 1995 und der UMTS-Lizenzzahlungen 2000).

Sollten diese Maßnahmen umgesetzt werden, so werden die neoliberalen Eliten jene Probleme, die in hohem Maß durch ihre Empfehlungen verursacht wurden, ein letztes Mal ausnützen können, um ihre politischen Intentionen endgültig durchzusetzen. Im Falle der Umsetzung einer primär ausgabenseitigen Konsolidierung werden nunmehr alle Sektoren versuchen, ihre Lage durch Verbesserung ihres Finanzierungssaldos abzusichern:

- Ein weiterer Rückzug des Staates wird die Haushalte veranlassen, individuell vorzusorgen, also mehr zu sparen.
- Die Unternehmen werden angesichts schwacher Nachfrage der öffentlichen und privaten Haushalte, mäßiger Exportentwicklung und relativ hoher Kreditkosten ihre Investitionskredite eher weiter reduzieren als ausweiten.

- Auch das jeweilige Ausland versucht, seine Leistungsbilanz zu verbessern, innerhalb Europas insbesondere die Mittelmeerländer, auf globaler Ebene insbesondere die USA.

Diese Konstellation ist der Stoff, aus dem sich Depressionen entwickeln – und wir stehen ja erst am Anfang der Talsohle im langfristigen Entwicklungszyklus (gewissermaßen analog zu 1931: „recovery is just around the corner“).

Die letzten zwei Seiten habe ich aus meinem im Frühjahr 2010 erschienen Buch „Mitten in der großen Krise – ein ‚New Deal‘ für Europa“ entnommen (leicht gekürzt). Die nachfolgende Entwicklung hat meine Befürchtungen in dreifacher Weise übertroffen:

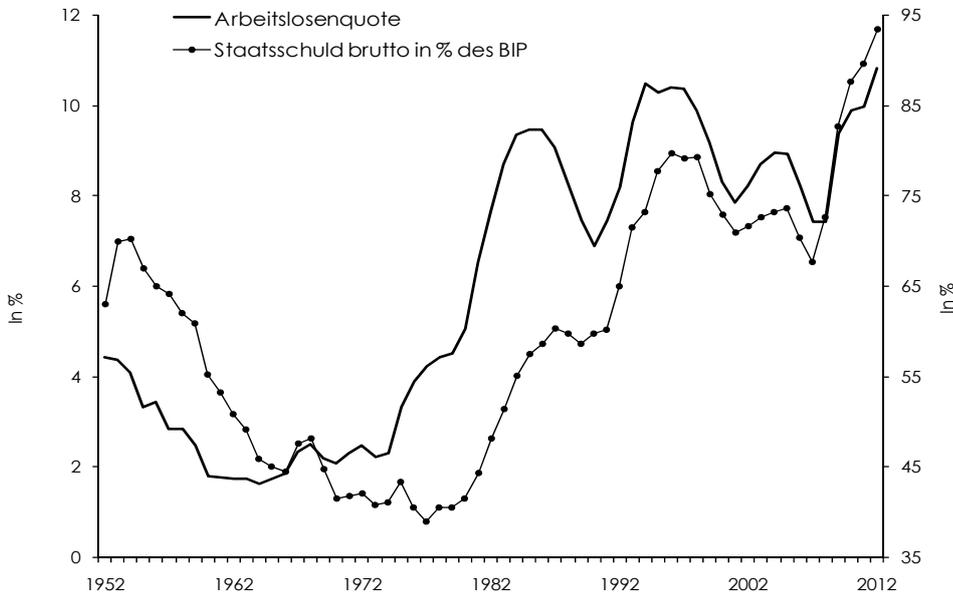
Mit dem Fiskalpakt wurde die Sparpolitik als für 25 EU-Staaten verbindliches Regelwerk „auf ewig“ verankert. Zwar kann er unter finanzkapitalistischen Bedingungen gar nicht eingehalten werden, doch beschleunigen die Sparversuche den Gang in die Depression (wie die Entwicklung in Südeuropa deutlich macht).

Mit dem geplanten „Pakt für Wettbewerbsfähigkeit“ ist eine radikale Liberalisierung der europäischen Arbeitsmärkte intendiert, insbesondere eine Abschaffung der Tarifverträge und eine Lockerung (oder gar Beseitigung?) des Kündigungsschutzes. Dies muss unter finanzkapitalistischen Rahmenbedingungen im Allgemeinen und der aktuellen Wirtschaftslage im Besonderen zu einem massiven Anstieg der Arbeitslosigkeit führen.

Mit diesen Regelbindungen der Politik wird der Spielraum demokratischer Entscheidungsprozesse eingeschränkt. Damit kommt das neoliberale Programm seinem Endziel näher: Im Konfliktfall zwischen der individuellen Freiheit des Bürgers und der Freiheit der Märkte (beide bedingen einander im neoliberalen Weltbild) einerseits und demokratischen Mehrheitsentscheidungen, soll die Freiheit Vorrang vor der Demokratie haben.<sup>7</sup>

<sup>7</sup> Niemand hat dies konsequenter eingefordert und ausführlicher begründet als Hayek. Daher schlug er die Schaffung einer „jury“ vor, gewissermaßen ein Rat der Weisen, welcher Grundregeln für das Zusammenleben der Menschen festlegt, welche auf dem Prinzip der individuellen Freiheit und (damit) der Marktfreiheit basieren (Hayek, 1980). Dieser Rat sollte an Stelle bzw. über dem Parlament agieren, parlamentarische Mehrheitsentscheidungen, welche dem – negativen und ausschließlich individuellen – Freiheitsbegriff Hayek’s widersprechen, wären dann nicht mehr möglich wie etwa eine Pflichtmitgliedschaft in der Sozialversicherung.

Abb. 12: Entwicklung der „Zwillingsprobleme“ Arbeitslosigkeit und Staatsverschuldung in Westeuropa



Quelle: OECD, Eurostat, WIFO

### 5 Realkapital und Finanzkapital: Unterschiedliche Ziele und Wirkungen

Die meisten gesellschaftlichen Weltanschauungen, welche Interessensgegensätze und ihre Interaktion berücksichtigen (vom Marxismus bis zur Katholischen Soziallehre), unterscheiden zwei Arten der Beteiligung am Produktionsprozess, Kapital und Arbeit, und damit zwei Klassen und Interessen. Dieser Sichtweise soll hier eine Alternative gegenübergestellt werden, welche davon ausgeht, dass die ökonomischen Interessen der „Kapitalisten“ fundamental unterschiedlich sind, je nachdem, ob sie ihr Vermögen in Real- oder Finanzkapital anlegen:

Die „Troika“ der „Weisen“ von EZB, Europäischer Kommission und IWF kann als Vorläufer von Hayek's „jury“ angesehen werden.

- Realkapital ist das in Produktionsmitteln angelegte Vermögen, das teilweise durch Fremdkapital bzw. durch handelbares Eigenkapital (Aktien) finanziert wird. Die Rendite auf das Realkapital ist umso höher, je niedriger der reale Zinssatz und der reale Wechselkurs sind sowie die Rohstoffpreise bzw. je stärker diese Preise sinken. Da (traditionelle) Unternehmer („Realkapitalisten“) ihren Gewinn auf Gütermärkten machen, profitieren sie generell von stabilen monetären Rahmenbedingungen, insbesondere in Bezug auf Wechselkurse, Zinssätze und Rohstoffpreise.
- Finanzkapital ist das auf Finanzmärkten angelegte Vermögen, sei es zum Zweck der – direkten oder indirekten – Finanzierung von Unternehmen, Haushalten oder des Staates, sei es zum Zweck der Spekulation auf den Aktien-, Devisen-, Anleihen- und Rohstoffmärkten. Die Rendite auf das Finanzkapital ist umso höher, je höher der Zinssatz ist und je stärker der Wert des jeweiligen Finanztitels („financial asset“) durch Steigerung der Aktien- oder Anleihenurse zunimmt bzw. durch Aufwertung jener Währung, in der das „asset“ gehalten wird.

Welche Vermögenswerte gehören nun konkret zum „Finanzkapital“? Zunächst alle Finanzvermögen der Haushalte wie Bankguthaben (einschließlich Sparbücher), Aktien, Anleihen und Anteile an Investment-Fonds. Zum Finanzkapital gehören natürlich auch die Finanzaktiva der nicht-finanziellen Unternehmen. Auch der Staat hält Finanzaktiva, in erster Linie für den Zahlungsverkehr sowie Forderungen aus Krediten an Unternehmer (Wirtschaftsförderung) und Haushalte (Wohnbauförderung, Studienförderung, ec.). Die finanziellen Unternehmen fungieren als „Vermittler“ oder „Finanzintermediäre“: Sie halten auf der Passivseite hauptsächlich die Guthaben der Haushalte und legen sie in Form von Krediten an, in erster Linie an Unternehmen, aber auch an Haushalte. Auch halten die Banken zusätzlich andere Finanzaktiva wie Aktien oder Anleihen.

Aggregiert man die Bilanzen der vier Sektoren zur Bilanz der gesamten (geschlossenen) Volkswirtschaft, so saldieren sich alle Finanzaktiva und -passiva und es ergibt sich: Das Gesamtvermögen einer Gesellschaft besteht ausschließlich aus ihren realen Vermögenswerten, dem Realkapital der Haushalte, der Unternehmen, der Banken und des Staates. Dieses Realvermögen ist Eigenkapital, also Eigentum, der Bevölkerung

in ihrer Gesamtheit, direkt als Haushalte und indirekt als Eigentum „ihres“ Staates. Ein „eigenständiges“ Finanzkapital existiert nicht.

Eine Gesellschaft kann somit durch Bildung von Finanzkapital nicht zu mehr Wohlstand gelangen. Zwar können im Fall einer offenen Wirtschaft einzelne Länder ihre Leistungsbilanzüberschüsse in anderen Ländern als Finanzkapital veranlagern, doch haben seine Erträge quantitativ wenig Bedeutung. Überdies saldieren sich in der globalen Wirtschaft als Gesamtsystem die Forderungen der Überschussländer und die Schulden der Defizitländer zu einem „Weltfinanzkapital“ von Null.

Allerdings: Einzelne Akteure können durch Finanzinvestitionen bzw. -spekulationen viel schneller viel reicher werden als je durch unternehmerisches Handeln in der Realwirtschaft. Doch das Finanzkapital wirft diese Erträge ausschließlich auf zweierlei Weise ab, nämlich als Bewertungsgewinne infolge von „bull markets“ oder „bear markets“ oder als Umverteilungsgewinne aus dem „trading“ mit Finanzkapital, wobei den Gewinnen der erfolgreichen Spekulanten gleich hohe „trading losses“ der Verlierer gegenüberstehen. Sowohl im Fall von Bewertungsgewinnen als auch von Handelsgewinnen wurde nichts produziert, sondern nur umbewertet oder umverteilt.

Die „Ent-Fesselung“ der Finanzmärkte Anfang der 1970er Jahre, die Aufgabe der Stabilisierung des Zinsniveaus unter der Wachstumsrate Ende der 1970er Jahre, und die Schaffung von immer mehr Spekulationsinstrumenten in den 1980er und 1990er Jahren hat folgende Interaktionen in Gang gesetzt:

- Je stärker die (Derivat)Preise von Aktien, Rohstoffen, Währungen und Anleihen schwanken, desto größer sind (potentielle) Spekulationsgewinne, die wiederum Handelsvolumen und Kursinstabilität erhöhen.
- Je höher die (potentiellen) Finanzkapitalrenditen, desto mehr muss auch das Realkapital abwerfen. Die Investitionen werden daher auf jene Projekte reduziert, die diesen Anforderungen genügen.
- Je schwächer die Dynamik in der Realwirtschaft wurde, desto stärker verlagerte sich der Aktivitätsfokus der Banken von der Investitionsfinanzierung zum „trading“ und „asset management“ bzw. zum „Anwerben“ ihrer Kunden für eigenständiges Spekulieren.
- Je höher die Spekulationsgewinne der „Finanzalchemiebanken“ wie Goldman Sachs oder Deutsche Bank bzw. großer Hedge Funds, desto

mehr Amateure versuchten, ihr Geld selbstreferentiell „arbeiten“ zu lassen. Da das „Trading“ auf Finanzmärkten ein „Nullsummenspiel“ darstellt, sind die Amateure als Gruppe die Verlierer: Viele scheiden aus, also muss dem Markt stets „frisches Blut“ zugeführt werden („Lernen Sie die Kunst des Trading!“ in Seminaren von Banken, Hedge Funds oder im Internet).

Die herrschende ökonomische Weltanschauung kann diese Zusammenhänge aus zwei Gründen nicht wahrnehmen. Erstens, weil die „laissez-faire-Doktrin“ annimmt: Auf freien Märkten bewirkt das Profitstreben der individuellen Akteure – geleitet von einer „unsichtbaren Hand“ – die beste Lösung, was, wie und für wen produziert wird. Zweitens, weil die modernen Finanzmärkte dem „idealen“ Markt der Gleichgewichtstheorie am nächsten kommen.

Tatsächlich wird unter finanzkapitalistischen Bedingungen das „Laissez-faire-Prinzip“ in sein Gegenteil verkehrt: Die Verfolgung des individuellen Profitstrebens nach dem Motto „Lassen wir unser Finanzkapital arbeiten“ verschlechtert in systematischer Weise die ökonomische und soziale Performance des Gesamtsystems:

- Auf „asset markets“ („Vermögensmärkte“) werden Bestände („stocks“) von Aktien, Anleihen, Devisen oder Rohstoffkontrakten gehandelt. An den Spot-Märkten ist die Menge an „assets“ wie Aktien, Devisen oder Anleihen kurzfristig fix. Auf den Derivatmärkten ist der Wert der „long positions“ gleich dem Wert der „short positions“, ein Netto-Bestand existiert nicht.
- Die wichtigste Gewinnquelle auf „financial asset markets“ ist daher nicht die Produktion neuer „Assets“, sondern die Wertveränderung der Bestände.
- Die Signal- und Anreizwirkung von Preisänderungen auf „flow markets“ (Gütermärkten) unterscheidet sich essentiell von jener auf Finanzmärkten: Auf Gütermärkten führt eine Preissteigerung zu einer Erhöhung des Angebots, auf Finanzmärkten hingegen zu einer Erhöhung der Nachfrage – das Angebot an „assets“ ist ja nahezu fix. Das Ausnutzen ihrer Bewertungsänderungen ist ja die wichtigste Gewinnquelle auf Finanzmärkten.

### *6 Wechselnde Interessenbündnisse zwischen Realkapital, Finanzkapital und Arbeit*

Die gesellschaftliche Dynamik wird durch die Interaktion von folgenden drei Interessen geprägt:

- Das Erwerbs- und Vermehrungsinteresse des Realkapitals entfaltet sich auf den Gütermärkten und wird deshalb durch ein hohes Wirtschaftswachstum gefördert, indirekt insbesondere durch einen niedrigen Zinssatz und Wechselkurs sowie generell durch stabile Finanzierungsbedingungen für Produktion, Investition und Handel.
- Das Erwerbs- und Vermehrungsinteresse des Finanzkapitals entfaltet sich auf den Finanzmärkten, und zwar entweder durch längerfristiges Halten von Finanzvermögen oder durch kurzfristiges Handeln mit Finanztiteln. Die erstgenannte Profitquelle verlangt einen hohen Zinssatz, einen hohen und steigenden Wechselkurs sowie generell ein längerfristiges „trending“ von „asset prices“. Die zweite Profitquelle verlangt eine hohe Instabilität von Zinssätzen, Wechselkursen und Rohstoffpreisen (kurzfristiges „trending“ von „asset prices“)
- Das Erwerbs- und Beschäftigungsinteresse der Arbeit entfaltet sich in der Produktion von Gütern und Dienstleistungen, es wird deshalb durch ein hohes und stabiles Wirtschaftswachstum begünstigt sowie durch einen der Arbeitsproduktivität entsprechenden Anstieg der Reallöhne.

Durch die Unterscheidung von drei ökonomischen Hauptinteressen, ihren Widersprüchen und Bündnissen lassen sich wesentliche Merkmale der wirtschaftlichen Entwicklung besser begreifen, als wenn nur der Gegensatz zwischen den Interessen von (Gesamt)Kapital und Arbeit betrachtet wird. Dies gilt insbesondere für das Verständnis der polit-ökonomischen Basis von Aufstiegs- und Abstiegsphasen im „langen Zyklus“. So war die Prosperitätsphase der ersten Hälfte der Nachkriegszeit durch ein (implizites) Bündnis der Interessen von Realkapital und Arbeit charakterisiert (die Interessen des Finanzkapitals wurden „ruhig gestellt“), die Phase der letzten 30 Jahre wurde hingegen von einem Interessesebündnis von Finanz- und Realkapital geprägt (gegen die Interessen von Arbeit).

Auch die Klassiker der „politischen Ökonomie“, wie Adam Smith und David Ricardo, hatten drei Arten der Beteiligung an Produktion und Verteilung unterschieden, nämlich jene der (feudalen) Grundbesitzer

(Rentiers), der (bürgerlichen) Kapitalisten und der Arbeiter. Heute sind die wichtigsten Besitz- oder Rentiereinkommen nicht mehr Grundrenten, sondern die Erträge von Finanzkapital.

Daraus ergibt sich ein weiterer Unterschied zwischen der „Interessenstriade“ der Klassiker und jener von Realkapital, Finanzkapital und Arbeit. In der klassischen „politischen Ökonomie“ waren die drei ökonomischen Hauptinteressen drei klar abgegrenzten sozialen Gruppen („Klassen“) zugeordnet. Für ein Verständnis der Interaktion der Interessen von Realkapital, Finanzkapital und Arbeit ist hingegen essentiell, dass es keine Gruppen gibt, die nur Realkapital-, Finanzkapital- und Arbeitsinteressen haben.<sup>8</sup>

- ArbeitnehmerInnen sparen und akkumulieren dadurch Finanzvermögen; sie haben daher gleichzeitig Arbeitnehmerinteressen und Finanzkapital- bzw. Rentierinteressen.
- Unternehmer des „non-financial business“ sind zwar in der Regel Nettoschuldner, in dem Ausmaß jedoch, in dem sie Finanzaktiva halten und ein entsprechendes Portfoliomanagement betreiben, haben sie auch Rentierinteressen.

Dennoch lassen sich auch in einer „modernen“ Marktwirtschaft soziale Gruppen nach der Dominanz ihrer ökonomischen Interessen unterscheiden: Die meisten Arbeitnehmer sind „hauptberuflich“ Arbeitnehmer und die meisten Unternehmer sind „hauptberuflich“ Unternehmer (ihre Finanzkapitalerträge sind im Vergleich zu ihren Lohn- bzw. -Gewinneinkommen gering). Allerdings können – insbesondere global agierende – Konzerne ihre Aktivitäten in erheblichem Ausmaß von der Realwirtschaft auf die Finanzwirtschaft verlagern.

<sup>8</sup> Bahnbrechende Makroökonomien wie *Keynes* (1936) und *Kalecki* (1943) verwenden mitunter den Begriff „rentiers“ im Sinne von „Finanzkapitalisten“. Allerdings haben sie in ihren Theorien das Finanzkapital nicht explizit als dritte Form der Beteiligung an Produktion und Verteilung integriert (und daher auch nicht den Interessenkonflikt Realkapital/Finanzkapital „innerhalb“ der Arbeitnehmer bzw. der Unternehmer.

*Übersicht 1: Die Interessen von Arbeit, Realkapital und Finanzkapital*

	<b>Arbeit</b>	<b>Realkapital</b>	<b>Finanzkapital</b>
Ökonomische Interessen	Vollbeschäftigung Reallohnsteigerungen	Hohe Rendite auf Realveranlagung: - niedrige Zinsen und Wechselkurse - Stabile Finanzmärkte	Hohe Rendite auf Finanzveranlagung und -spekulation: - hohe Zinsen und Wechselkurse - Instabile Finanzmärkte
Beispiele für Interessenkonflikte	Lohnsteigerung	←-----→	←-----→ → Zinssteigerung → Reale Aufwertung
Potentielle Partner für Interessenbündnis	Realkapital	Arbeit oder Finanzkapital	Realkapital
Ökonomisches Interesse am Staat	Vollbeschäftigungspolitik soziale Sicherheit Bildung Daseinsvorsorge	Konjunkturstabilisierung und Wachstumspolitik:	Mächtige Notenbank Restriktive Geldpolitik Privatisierung der Sozialversicherung
Politische Hauptinteressen	Starker Sozialstaat starke Gewerkschaften	schwacher Sozialstaat schwache Gewerk- schaften	kein Sozialstaat keine Gewerkschaften

Die Unterscheidung zwischen den Interessen von Arbeit, Realkapital sowie Finanzkapital einerseits und den sozialen Gruppen der (jeweils „hauptberuflichen“) Arbeitnehmer, Unternehmer und Rentiers andererseits ist aus mehreren Gründen essentiell:

- Arbeitnehmer und Unternehmer haben auch (sekundäre) Rentierinteressen insofern sie Finanzkapital besitzen. Die Verheißung „Lassen Sie Ihr Geld arbeiten“ ist daher für sie attraktiv.
- Die „Spielräume“ zur Vermehrung von Finanzkapital sind umso größer, je höher das „Ausgangskapital“ ist, und je professioneller daher die gewählten „Vermehrungsstrategien“ geplant und durchgeführt werden. Transnationale Konzerne und reiche Privatpersonen bzw. -stiftungen haben daher auf den Finanzmärkten bessere „Karten“ als Klein- und Mittelbetriebe oder „normale“ Arbeitnehmer.
- „Hauptberufliche“ Unternehmer und Arbeitnehmer können den Gegensatz zwischen ihren primären ökonomischen Interessen und ihren sekundären Interessen als Besitzer von Finanzkapital zumeist nicht wahrnehmen. So mögen sie höhere Zinsen für ihr Sparguthaben oder steigende Kurse ihrer Aktien attraktiv finden ohne zu bedenken, dass beides ihre primären Interessen als beeinträchtigt, etwa indem ein höheres Zinsniveau das Wirtschaftswachstum dämpft oder indem das

„shareholder-value-Denken“ den Druck auf die Löhne verstärkt und zusätzliche Kündigungen verursacht.

- Unternehmer werden die Interessen der/ihrer Arbeitnehmer umso weniger mitberücksichtigen, je stärker sie als „Finanzkapitalisten“ agieren (z. B. Finanzinvestoren, welche ein Unternehmen nur zum Zweck erwerben, es nach „Verschlankung“ wieder zu verkaufen). Konzentrieren Unternehmer hingegen ihr Profitinteresse langfristig auf die realwirtschaftliche Produktion, so werden sie die Motivation ihrer Mitarbeiter und ihre „corporate identity“ fördern, da beides zum wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens beiträgt.

Die Tatsache, dass Arbeitnehmer und Unternehmer neben ihrem primären Erwerbsinteresse auch Interessen als kleine „Finanzrentiers“ haben, ist auch in politischer Hinsicht von Belang. So können die BürgerInnen „verführt“ werden, für eine solche Politik zu stimmen, welche ihren Finanzinteressen nützt, gleichzeitig aber ihren Erwerbsinteressen als Arbeitnehmer oder Unternehmer einen wesentlich größeren Schaden zufügt. (zumal ihnen der Nutzen offenkundig erscheint, der Schaden aber nicht). Dazu drei Beispiele:

- Im Zuge der Wiedervereinigung versprach Bundeskanzler Helmut Kohl der ostdeutschen Bevölkerung, für jede „schlechte“ Ost-DM eine „gute“ West-DM zu geben. Die Zustimmung der Bevölkerung und ein Wahlsieg (1990) waren ihm gewiss. Allerdings bedeutete die Währungsunion eine drastische Aufwertung der „Ostmark“ und wurde zur wichtigsten Ursache des Zusammenbruchs der ostdeutschen Industrie.
- Der österreichische Bundeskanzler Bruno Kreisky begriff, dass die drastischen Zinssteigerungen Anfang der 1980er Jahre seine „austro-keynesianische“ Wirtschaftspolitik existenziell bedrohte. Deshalb wollte er eine „Zinsertragssteuer“ von 10% einführen. Die nachfolgende Kampagne „Ausgerechnet der Sozialdemokrat Bruno Kreisky vergreift sich am Spargroschen der kleinen Leute“ kostete ihn bei der Wahl 1983 die absolute Mehrheit.
- Bei Seminaren mache ich öfter folgenden Test: Ich sei Präsident der EZB und die Teilnehmer sollen nach Beratung entscheiden, ob sie höhere oder niedrigere Zinsen bevorzugen. Die Mehrheit entscheidet sich regelmäßig für höhere Zinsen.....

Die gesellschaftliche Entwicklung wird wesentlich durch (stillschweigende) „Interessensbündnisse“ der Unternehmerschaft entweder mit den („hauptberuflichen“) Rentiers (wie in den 1930er Jahren bzw. seit den 1970er Jahren) oder den Arbeitnehmern (wie in den 1950er und 1960er Jahren) geprägt. Um das Entstehen und Vergehen solcher „Bündnisse“ zu begreifen, muss zwischen ökonomischen und politischen Gegensätzen in der „Interessentriade“ unterschieden werden:

- Ökonomisch ist der Interessengegensatz zwischen Realkapital und Finanzkapital schärfer als zwischen Realkapital und Arbeit. Dies wird nicht nur am Verteilungskonflikt deutlich (Lohnzahlungen fließen als Konsumausgaben wieder an die Unternehmen zurück, Zinszahlungen werden hingegen in höherem Ausmaß gespart), sondern auch daran, wie hohe und instabile Zinssätze und Wechselkurse die Aktivitäten auf Gütermärkten behindern.
- Politisch stehen jedoch die Unternehmer den („hauptberuflichen“) Rentiers und ihren Managern bei Banken, Versicherungen und Investmentfonds näher als den Arbeitnehmern; hierfür dürfte einerseits ein Gefühl der sozialen Zusammengehörigkeit bestimmend sein und andererseits das Denken in der traditionellen Dichotomie Arbeit versus Kapital (egal ob Real- oder Finanzkapital).

Das Verhältnis der „Real- und Finanzkapitalisten“ zum Staat ist gespalten: Als Vermögensbesitzer sind sie generell daran interessiert, dass ökonomische und damit auch gesellschaftliche Prozesse stärker durch das „Steuerungssystem Markt“ bestimmt werden, und weniger durch das „Steuerungssystem Politik“. Denn am Markt entscheiden (die ungleich verteilten) Geldstimmen, in der Politik hingegen (die gleich verteilten) Wählerstimmen.

Im Hinblick auf ihr Erwerbsinteresse sind allerdings die „hauptberuflichen“ Unternehmer, nicht aber die Rentiers, an einem in bestimmten Bereichen aktiven Staat interessiert. Dies betrifft insbesondere die Verbesserung der Produktionsbedingungen durch Investitionen in die Infrastruktur sowie in das Bildungswesen (Wachstumspolitik), eine aktive Konjunkturpolitik zur Stabilisierung der Nachfrageschwankungen sowie – aus demselben Grund – eine „residuale“ Sozialpolitik (gäbe es überhaupt keine Arbeitslosenunterstützungen, würden die Konsumschwankungen zu stark ausfallen). Gleichzeitig sind die (großen) Unternehmen an einer vollständigen Privatisierung von staatlichen Unternehmensbe-

teiligungen sowie der öffentlichen Unternehmen der Daseinsvorsorge interessiert (Post, Bahn, Wasserversorgung, etc.).

Die „Finanzrentiers“ und ihre „Vermögensvermehrter“ im Finanzsektor haben kein Interesse an einem wirtschaftspolitisch aktiven Staat. Sie profitieren hingegen von einer möglichst starken Stellung der Notenbank (sie ist die wichtigste politische „Schutzmacht“ des Finanzkapitals) und sind an einer weitgehenden Privatisierung der sozialen Kranken- und Renten(Pensions)versicherung interessiert, in Zeiten von Finanzkrisen auch an „Rettungsaktionen“ für ihr Kapital durch die Regierungen und internationalen Finanzinstitutionen („bail-outs“).

### *Übersicht 2: Realkapitalismus und Finanzkapitalismus*

	<b>Realkapitalismus</b>	<b>Finanzkapitalismus</b>
Implizites Bündnis	Arbeit & Realkapital	Realkapital & Finanzkapital
Unternehmer/Gewerkschaften	Korporatismus	Konflikt
Verhältnis Staat/Markt	Komplementär	Antagonistisch
Wirtschaftspolitische Ziele	Viele: von Vollbeschäftigung bis zur Einkommensverteilung	Wenige: Geldwertstabilität, „solide“ Staatsfinanzen, sinkende Staatsquote
Wirtschaftspolitisches „Machtzentrum“	Regierungen	Notenbanken
Wirtschaftswissenschaftliches Modell	Keynesianismus	Monetarismus/Neoliberalismus
Diagnose/Therapie	Systemisch	Symptomorientiert
Finanzielle Rahmenbedingungen	Zinssatz < Wachstumsrate, „ruhige“ Finanzmärkte	Zinssatz > Wachstumsrate, „boom“ und „bust“ auf Finanzmärkten
Gewinnstreben fokussiert auf	Realwirtschaft (Positivsummenspiel)	Finanzwirtschaft (Nullsummenspiel)
Wirtschaftsmodell	Soziale und regulierte Marktwirtschaft	(„Reine“) Marktwirtschaft
Technische/soziale Innovationen	(tendenzielle) Kohärenz	Inkohärenz
Gesellschaftspolitische Ziele	Chancengleichheit, individuelle Entfaltung, sozialer Zusammenhalt	Rahmenbedingungen schaffen für: „Jeder ist seines Glückes Schmied“

### *7 Merkmale von Realkapitalismus und Finanzkapitalismus*

Ich unterscheide zwischen zwei Formen des Kapitalismus: Realkapitalismus und Finanzkapitalismus. Sie stellen zwei Ausprägungen oder Regimes einer kapitalistischen Marktwirtschaft dar, die durch eine Vielzahl einander ergänzender Rahmenbedingungen charakterisiert sind.

Die wichtigsten Komponenten bzw. Merkmale des Realkapitalismus sind (siehe auch Übersicht 2):

- Dominanz eines „Interessenbündnisses“ zwischen Arbeit und Realkapital, die Interessen des Finanzkapitals sind – durch regulierte Finanzmärkte und eine Niedrigzinspolitik der Notenbanken – „ruhig gestellt“.
- Das Verhältnis zwischen Unternehmerschaft und Gewerkschaften ist durch eine enge Zusammenarbeit (Korporatismus, „rheinischer Kapitalismus“) charakterisiert.
- Staat und Markt, Konkurrenz und Kooperation werden als einander ergänzende Steuerungssysteme begriffen.
- Die Wirtschafts- und Sozialpolitik hat mehrere Ziele im Visier, insbesondere Vollbeschäftigung, ein hohes Wirtschaftswachstum, soziale Sicherheit, Förderung der Chancengleichheit.
- Die wissenschaftliche Basis der Wirtschaftspolitik bilden Theorien, welche davon ausgehen, dass eine kapitalistische Marktwirtschaft immer wieder (schwere) Krisen produziert, die zumeist von den Finanzmärkten ausgehen (wie die keynesianische Theorie in der Nachkriegszeit).
- Der Hauptansatz zur Diagnose und Therapie ökonomischer Probleme ist systemisch, d. h., man versucht, das Entstehen von Problemen aus der Interaktion verschiedener Variablen zu begreifen.
- Die wirtschaftspolitische Macht ist bei den Regierungen konzentriert. Die (untergeordnete) Politik der Notenbanken ergänzt das realkapitalistische Regime durch niedrige Leitzinsen und eine Stabilisierung/Regulierung der Finanzmärkte.
- Die Finanzierungsbedingungen fördern realwirtschaftliche Aktivitäten: Der Zinssatz liegt unter der Wachstumsrate (dies erleichtert die Investitionsfinanzierung), die Wechselkurse sind fest, die Rohstoffpreise stabil.
- Die Rahmenbedingungen werden durch die Politik also so gesetzt, dass sich Vermögen nur durch realwirtschaftliche Aktivitäten vermehren lassen – Finanzveranlagung und -spekulation „lohnen“ sich nicht.
- Der Realkapitalismus kann deshalb auch als ein „Spiel“ angesehen werden, bei dem der „Gesamtkuchen“ notwendigerweise wächst (ein solches Positivsummenspiel mildert Verteilungskonflikte erheblich).

Der Versuch einer Kombination von Markt und Staat, von Konkurrenz und Kooperation, von individueller Entfaltung und sozialer Verantwortung, und damit auch der Versuch einer Integration gesellschaftlicher Gegensätze prägte die Prosperitätsphase der Nachkriegszeit. Diese Transformation des „hässlichen Kapitalismus“ der 1930er Jahre war nicht nur das Resultat der „Aufarbeitung“ der Weltwirtschaftskrise, sondern wurde auch durch den „Kalten Krieg“ und damit durch die Systemkonkurrenz zwischen Kapitalismus und Sozialismus gefördert.

Im Hinblick auf die unterschiedlichen Spannungsfelder zwischen ökonomischen und politischen Interessen lässt sich feststellen: Der Realkapitalismus stellt ein Regime dar, in dem das gemeinsame ökonomische Interesse von Realkapital und Arbeit (an hohem Wirtschaftswachstum und Vollbeschäftigung) den Gegensatz ihrer politischen Interessen überwiegt. Anders gesagt: Das gemeinsame politische Interesse von Real- und Finanzkapital (der Vermögenden) an einem schwachen Sozialstaat und an schwachen Gewerkschaften hatte weniger Gewicht als der Gegensatz ihrer ökonomischen Interessen.

Die meisten Merkmale des Finanzkapitalismus sind jenen des Realkapitalismus direkt entgegengesetzt. Einzelne Elemente aus Übersicht 2 sollen ergänzend erläutert werden:

- Das „Interessenbündnis“ zwischen Real- und Finanzkapital manifestiert sich nicht nur in der Deregulierung der Finanzmärkte, sondern auch in den wirtschaftspolitischen Hauptzielen der Geldwertstabilität, „solider“ Staatsfinanzen und einer sinkenden Staatsquote (alles genuine Finanzkapitalinteressen – diesen können sich die „big player“ der Realwirtschaft anpassen, indem sie selbst immer mehr als „Finanzkapitalisten“ agieren).
- Das politische Hauptziel von Real- und Finanzkapital, den Sozialstaat und die Gewerkschaften zu schwächen, kommt auch darin zum Ausdruck, dass in der im Finanzkapitalismus dominanten Ideologie des Neoliberalismus sowohl der Sozialstaat als auch die Gewerkschaften als die größten Hindernisse für eine optimale Wirtschaftsentwicklung begriffen werden.<sup>9</sup>

<sup>9</sup> Die beiden wichtigsten neoliberalen Schulen sind der Monetarismus und der „Hayek-Zweig“ der Österreichischen Schule (mit ihren jeweiligen „Galionsfiguren“ Milton Friedman und Friedrich A. von Hayek). Beide Schulen erheben die gleichen

- Diese auch von der Unternehmerschaft übernommene „Weltanschauung“ des Neoliberalismus und die darauf basierende Politik von Sozialabbau und Deregulierung verursacht eine zunehmende Entfremdung zwischen den (ehemaligen) Sozialpartnern.
- Die Verlagerung der wirtschaftspolitischen Macht von den Regierungen im Realkapitalismus zu den Notenbanken im Finanzkapitalismus kommt in Europa insbesondere in der historisch einmaligen Machtausstattung der Europäischen Zentralbank zum Ausdruck.<sup>10</sup>
- Schwankende Wechselkurse und Rohstoffpreise, über der Wachstumsrate liegende Zinssätze und zunehmende Gewinnchancen kurzfristiger Finanzspekulation lassen Arbeitslosigkeit und Staatsverschuldung steigen, was wiederum einen Abbau des Sozialstaats als „Sachzwang“ erscheinen lässt.
- Die neoliberale Ideologie wird somit nicht durch die Popularität ihrer Forderungen geschichtsmächtig, sondern durch die „Hintertür“ der Ent-Fesselung der Finanzmärkte:
- Dass der Neoliberalismus eine Ideologie ist, welche die politischen Interessen der Vermögenden wissenschaftlich legitimiert, wird an seiner Leitlinie deutlich, den Einfluss des „Systems Politik“ und damit der Demokratie auf die Gestaltung gesellschaftlicher Prozesse möglichst weit zurückzudrängen zugunsten des „Systems Markt“.

Im Hinblick auf die unterschiedlichen Interessen der beiden Veranlagungsformen von Vermögen gilt: Der Finanzkapitalismus stellt ein

politischen Forderungen, die sich insbesondere gegen den Sozialstaat und die Gewerkschaften richten. Diese Forderungen werden allerdings aus unterschiedlichen Annahmen über Erwartungsbildung und Marktprozesse abgeleitet. Die dritte Schule, der Ordoliberalismus hatte international keinen nennenswerten Einfluss. In Deutschland war sein Einfluss jedoch erheblich und trug in den 1950er und 1960er Jahren dazu bei, dass der Keynesianismus an deutschen Universitäten in wesentlich geringerem Ausmaß als makroökonomisches Paradigma akzeptiert wurde als in den übrigen Ländern.

<sup>10</sup> Eine ähnlich mächtige Position hat sich die Notenbank in Japan in einem vieljährigen Kampf mit dem Finanzministerium geschaffen. In einer eindrucksvollen Studie dokumentiert Werner (2003) die These, dass die „Bank of Japan“ diese Position nützte, um das bis Ende der 1980er Jahre erfolgreiche japanische Wirtschaftsmodell zu schwächen (es war durch einen starken Einfluss des Staates, korporatistische „labour relations“ und vielfältige Marktregulierungen charakterisiert).

Regime dar, in dem das gemeinsame politische Interesse von Real- und Finanzkapital an einer Schwächung von Gewerkschaften und Sozialstaat einen größeren Stellenwert hat als der Gegensatz ihrer ökonomischen Interessen.

## 8 Die Abfolge real- und finanzkapitalistischer Spielanordnungen

### 8.1 Die Nachkriegszeit

Meine zentrale These lautet: Die Aufschwungsphase im langfristigen Entwicklungszyklus wird von realkapitalistischen Rahmenbedingungen geprägt, die Abschwungsphase vom Finanzkapitalismus.

In den ersten 25 Jahren der Nachkriegszeit gelang es dem „Realkapital“ und der „Arbeit“, die beide von einer Expansion der Gütermärkte profitieren und deshalb ökonomische Bündnispartner sind, sofern es gelingt, ihren politischen Antagonismus zu integrieren<sup>11</sup>:

- Es dominierte die Theorie von Keynes, welche den systemischen Charakter des Wirtschaftens betonte und damit die Bedeutung einer Kooperation von Unternehmern, Arbeitnehmern und Staat mit dem Ziel, Realkapitalbildung und Beschäftigung zu fördern.
- Niedrige Zinssätze und feste Wechselkurse, liberalisierte Gütermärkte, öffentliche Investitionen und eine stabile Konsumnachfrage durch Steigerung der Reallöhne und Ausbau des Sozialstaats lenkten das Gewinnstreben systematisch auf die Gütermärkte.
- Auf politischer Ebene wurde der „große Konsens“ zwischen der Unternehmerschaft und den Gewerkschaften durch den „Kalten Krieg“ und die Systemkonkurrenz zwischen Ost und West gefördert.

<sup>11</sup> Eine erste Skizze des langfristigen polit-ökonomischen Entwicklungszyklus als Abfolge von real- und finanzkapitalistischen Rahmenbedingungen findet sich in Schulmeister (1998). In diesem Essay wird versucht, die „stylized facts“ der „langen Wellen“ bzw. „Kondratieff-Zyklen“ (Kondratieff, 1926; Schumpeter, 1939; Mensch, 1975; Van Duijn, 1983) um die Dynamik gesellschaftlicher Prozesse zu ergänzen. Im Zentrum stehen die Wechselwirkungen zwischen sozialen (Dis)Innovationen (wie ökonomische Theorien, wirtschaftspolitische Konzepte) und der zyklischen Umverteilung gesellschaftlicher Macht im Sinne von Kalecki (1943).

Die Kombination von „Renditezwang“ des Kapitals und realkapitalistischen Anreizbedingungen erzeugt ein starkes und nachhaltiges Wirtschaftswachstum. Selbst wenn gleichzeitig die Ungleichheit in der Verteilung zunimmt (typisch für Phasen des kapitalistischen „take-off“ wie etwa in Europa im 19. Jahrhundert oder in China seit den 1980er Jahren), verbessert sich langfristig auch die Position der ArbeiterInnen. Dies macht es ihnen leichter, ihre Interessen zu organisieren, insbesondere, wenn sie über eine eigene „Navigationskarte“ verfügen, die ihre Lage erklärt und aus der klare Forderungen abgeleitet werden.

Wesentlich für die hohe Wachstumsdynamik war die Kohärenz zwischen der technischen Innovation „fordistischer“ Massenproduktion und der sozialen Innovation keynesianischer Wirtschaftspolitik. Die Rationalisierung der industriellen Produktion durch das Fließband war schon in den 1920er Jahren entwickelt worden. Das Potential des „Fordismus“ konnte aber erst ab den 1950er Jahren voll ausgeschöpft werden: Mit dem Keynesianismus und einer (dementsprechend) auf Stärkung der Massenkaufkraft ausgerichteten Wirtschaftspolitik wurden soziale Innovationen umgesetzt, welche auf die technische Innovation „fordistischer“ Massenproduktion abgestimmt waren.

Angesichts anhaltender Vollbeschäftigung stellten die Gewerkschaften in den 1960er Jahren neue Forderungen, die auf eine Umverteilung zugunsten der Löhne sowie betriebliche und überbetriebliche Mitbestimmung abzielten. Beides wurde teilweise durchgesetzt, insbesondere durch die Verdreifachung der Häufigkeit bzw. Dauer von Streiks Mitte der sechziger Jahre. Wenig später verschärfte die Studentenbewegung und gleich darauf die Ökologiebewegung die Kritik am (Vergeudungs) Kapitalismus.

Der ökonomische Erfolg des Bündnisses zwischen Realkapital und Arbeit reaktivierte so ihren politischen Antagonismus: Unter den Bedingungen von Vollbeschäftigung drohte der „Vormarsch“ von Gewerkschaften und Sozialdemokratie die gesellschaftliche Macht zulasten der Unternehmerschaft zu verschieben; letztere orientierte sich daher wieder an jener Doktrin, welche den Wohlfahrtsstaat selbst als das „Grundübel“ ansieht. Gleichzeitig mit der Offensive der Arbeiterschaft nimmt auf Seiten der Kapitalisten die Versuchung zu, ihr Kapital statt durch realwirtschaftliche Aktivitäten stärker in der Finanzwirtschaft zu vermehren. Die Folgen und Erfolge der realkapitalistischen Spielanordnung – sowohl

auf Seiten der ArbeiterInnen wie der „Realkapitalisten“ – führen daher in einen Transformationsprozess vom Real- zum Finanzkapitalismus.

Nicht zufällig brachte das Jahr 1968 den Durchbruch für Milton Friedman und seine neoliberal-monetaristische Theorie auf akademischem Boden (*Friedman, 1968*).

Mit seinen Thesen legitimierte der Neoliberalismus die politischen Interessen der Vermögenden und die ökonomischen Interessen des Finanzkapitals: Alle wirtschaftlichen Entscheidungen sollen dem Marktmechanismus unterworfen werden (wo „Geldstimmen“ zählen und nicht der Grundsatz „one (wo)man, one vote“), die Bekämpfung von Inflation und Staatsverschuldung hat absolute Priorität und die Finanzmärkte sind vollständig zu deregulieren (das „Aktivitätszentrum“ des Finanzkapitals).

Die Etappen, in denen das neoliberale Programm über vier Jahrzehnte umgesetzt wurde, habe ich bereits skizziert. Dieser Prozess hat die Wirtschaft und Gesellschaft – insbesondere in Europa – immer tiefer in die Krise geführt. Mit der nachhaltigen Schwächung von Sozialstaat und Gewerkschaften hat der Neoliberalismus/Finanzkapitalismus seine politische Schuldigkeit getan. Gleichzeitig wird der ökonomische Preis dafür immer größer: Finanzkrise, Wirtschaftseinbruch, Zinsspekulation und Sparpolitik haben den – unvermeidlichen – Prozess der Selbstzerstörung der finanzkapitalistischen Spielanordnung drastisch beschleunigt. Teil dieses Prozesses ist die massive Beschädigung der Interessen des Realkapitals, und zwar nicht nur jenes der Klein- und Mittelbetriebe, sondern auch der Großkonzerne.

Finanzkapitalistische Anreizbedingungen führen zu Booms, welche immer mehr Vermögenmärkte erfassen. Die Bewertung der „financial assets“, aber schließlich auch jene von Immobilien, übersteigen zunehmend ihre „Fundamentalwerte“, es wird immer mehr „fiktives Kapital“ gebildet. Früher oder später muss es daher zu „Korrekturen“ kommen, also zu massiven Entwertungen des Finanzkapitals und damit zu einer schweren Finanz- und Wirtschaftskrise. In der nachfolgenden Depressionsphase nimmt der Widerstand der „Hauptverlierer“, der Arbeiterschaft, zu, und zwar umso rascher und stärker je weniger sie in der vorangegangenen Prosperitätsphase an programmatischer und organisatorischer Kampfkraft verloren haben. Auch die Unternehmer gehören in ihrer großen Mehrheit zu den Krisenverlierern, dies stärkt langfristig ihre Bereitschaft, zu einer stärkeren Regulierung der Finanzmärkte und zu (maßvollen) Verbesserungen der Lage der Arbeiterschaft. Beide Ent-

wicklungen ermöglichen einen Transformationsprozess vom Finanz- zum Realkapitalismus.

Kann die (Hypo)These von der Abfolge von Prosperität und Krise als Abfolge real- und finanzkapitalistischer Anreizbedingungen zu einem besseren Verständnis anderer „langer Zyklen“ beitragen? Das werde ich in der nächsten Etappe meines Forschungsprogramms untersuchen. Dafür spricht die einfache dialektische Logik, welche diesem Modell zugrunde liegt.

Die dialektische Logik solcher „langer Zyklen“ bedeutet jedoch nicht, dass sich die einzelnen Zyklen mechanisch wiederholen, einem polit-ökonomischen Entwicklungsgesetz folgend. Vielmehr differenzieren viele sich historisch nicht wiederholende Bedingungen die einzelnen Zyklen aus. Dies möchte ich am Beispiel des Zyklus zwischen 1848 und 1914 verdeutlichen (es handelt sich lediglich um eine erste Skizze).

### *8.2 Die „lange Phase“ von 1848 bis 1914*

Die realkapitalistische Wachstumsphase erleichtert in den 1850er und 1860er Jahren die Organisation der Interessen der Arbeiterschaft, nicht zuletzt, weil Marx und Engels die theoretische Basis für die Navigationskarte der Arbeiterbewegung geliefert hatten. Gleichzeitig entwickeln sich in dieser ersten Gründerzeit Finanz- und Immobilienbooms, die mit dem Börsenkrach 1873 zusammenbrechen. In der nachfolgenden Depressionsphase verschlechterte sich die Lage der Arbeiterschaft, gleichzeitig nahm ihre Kampfkraft zu. Mit der Schaffung des Sozialstaats durch Bismarck wurde einerseits der Arbeiterbewegung die revolutionäre Spitze abgebrochen und andererseits eine wesentliche Bedingung für die realkapitalistische Prosperitätsphase der „belle époque“ zwischen den 1890er Jahren und 1914 gelegt (dazu trugen auch die durch den Goldstandard bedingten festen Wechselkurse und unter der Wachstumsrate liegende Zinssätze bei).<sup>12</sup>

<sup>12</sup> Leider erst kürzlich lernte ich die großartige Studie von *Arrighi* (2010) zu den langen Zyklen in der kapitalistischen Entwicklung seit Mitte des 15. Jahrhunderts kennen. Arrighi übernimmt Grundkonzepte der historischen Schule von Fernand Braudel und erweitert sie mit den Ergebnissen seiner eigenen soziologisch-historischen Forschungen. Er entwickelt ein Modell zyklischer Entwicklung, das die Dichotomie Realkapital versus „high finance“ kombiniert mit dem Konzept des

Ein wesentlicher Unterschied zwischen dem durch den ersten Weltkrieg abrupt beendeten Zyklus und jenem der Nachkriegszeit besteht darin, dass die Konflikte zwischen Realkapital und Arbeit im 19. Jahrhundert innerhalb der einzelnen Länder ausgetragen wurden und – auf dialektische Weise – die Arbeiterbewegung stärkte, sowohl in ideologisch-programmatischer als auch in organisatorischer Hinsicht (ohne ihre Kampfstärke hätte Bismarck wohl kaum die Sozialgesetze befürwortet). Nach 1945 wurden diese Konflikte hingegen „externalisiert“, also übertragen auf den Systemkonflikt zwischen kommunistischer Diktatur und demokratisch legitimer Sozialer Marktwirtschaft. Dazu trugen einerseits die katastrophalen Folgen der Klassenkämpfe der 1920er und 1930er Jahre bei (als Teil des Lernens aus der Weltwirtschaftskrise), und andererseits der Vormarsch der Sowjetunion bis nach Mitteleuropa, der Kalte Krieg und damit die Systemkonkurrenz. Deshalb waren die Unternehmer zu erheblichen Zugeständnissen an die Arbeiterschaft und ihre politischen Vertreter bereit (man brauchte einen „Kapitalismus mit sozialem Gesicht“). Gleichzeitig förderte diese Entwicklung einen schleichenden Prozess der Ent-Ideologisierung von Sozialdemokratie und Gewerkschaften.

ökonomischen Hegemons, also jenes Landes, das die jeweils wichtigste Technologie am besten beherrscht und weiter entwickelt: In einer realkapitalistischen Aufschwungsphase baut das führende Land seine Position aus und akkumuliert immer mehr Vermögen. Es kommt dann der Punkt, wo versucht wird, dieses Vermögen durch „high finance“ zu vermehren. Damit finanziert man seinen Nachfolger als Hegemon und bereitet den Boden für den eigenen Niedergang. So wurde die Republik Genua nach 1500 zur führenden Wirtschaftsmacht kraft seiner Lage und seines „know how“ auf dem Gebiet von Seefahrt und Handel. Später finanzierte sie mit ihrem Vermögen den Aufstieg der niederländischen Republiken. Nachdem diese zur führende Handels- und (daher) Wirtschaftsmacht geworden waren, gingen sie zunehmend in die „high finance“ (die Tulpenzwiebelpekulation ist nur eine – wenn auch spektakuläre – Episode des damaligen „Lassen wir unser Geld arbeiten“). Die Niederlande finanzieren wesentlich den Aufstieg ihres Nachfolgers, nämlich Großbritannien. Nach industriekapitalistischer Blütezeit wird der Finanzplatz London zum Zentrum der britischen Wirtschaft, und mit erheblichen Mitteln wird der Aufstieg der USA zum führenden Industrieland mitfinanziert. Seit den 1970er Jahren dominiert die „Wall-Street-Kultur“ in wachsendem Maß die US-Wirtschaft, und mit einem erheblichen Kapitaleinsatz (in Gestalt von Direktinvestitionen) finanzieren die USA ihren Nachfolger als ökonomischer Hegemon, China (die erste Auflage von Arrighis Studie erschien 1994, seine damalige Prognose erweist sich als sehr weitsichtig).

### 9 *Die aktuelle Situation und die weitere Entwicklung*

Bereits weitgehend orientierungslos, übernahmen die Eliten von Sozialdemokratie (und teilweise auch mancher Gewerkschaften, insbesondere nördlich der Alpen) nach dem Zusammenbruch des „realen Sozialismus“ 1989 die Symptomdiagnosen und -therapien der neoliberalen Ideologie (statt zu begreifen, dass der wichtigste „Zähmfaktor“ des Kapitalismus weggefallen war, und daher eine Re-Ideologisierung bzw. Gegen-Ideologisierung geboten wäre). Die sich durch Sparpolitik, Deregulierungen und Finanzalchemie seit Anfang der 1990er Jahre zunächst langsam, und ab 2008 rasant vertiefende Krise hat daher Gewerkschaften und Sozialdemokratie nicht – auf dialektische Weise – gestärkt (wie die Krise nach 1873), sondern massiv geschwächt. Dafür waren neben ihrer „Selbst-Entmächtigung“ auch andere Faktoren maßgeblich wie die zunehmende Ausdifferenzierung der Arbeitsformen, insbesondere im Zusammenhang dem technologischen Wandel und der Globalisierung.

Im Hinblick auf die weitere Entwicklung ist daher zu erwarten: Der Prozess der Selbstzerstörung der finanzkapitalistischen Spielanordnung wird sich fortsetzen, vorangetrieben durch die Finanzalchemie (sie lässt seit Ende 2012 die Aktienkurse immer mehr steigen, während gleichzeitig die Realwirtschaft in halb Europa in eine Depression schlittert) und durch die neoliberale Politik (sowohl in Gestalt der Austeritätspolitik wie der Liberalisierung der Arbeitsmärkte). Eine massive Verschlechterung der Wirtschaftslage und damit einen Schub im Prozess der finanzkapitalistischen Selbstzerstörung wird das „Kippen“ des momentanen Aktienbooms in einen Kursverfall nach sich ziehen. Dieser Prozess wird nicht nur den Interessen der ArbeitnehmerInnen, sondern auch der UnternehmerInnen immer größeren Schaden zufügen und wird daher den Boden bereiten für einen (neuerlichen) Wechsel im Interessebündnis, von einer „Koalition“ zwischen den Interessen von Finanz- und Realkapital zu einer „Koalition“ zwischen den Interessen von Realkapital und Arbeit.

Allerdings: Die Geister, die man vor mehr als 40 Jahren gerufen hatte, wird man so schnell nicht wieder los. Zwischen dem Anwachsen und der Ausbreitung von immer mehr Problemen (auch für die Unternehmen), ihrer Wahrnehmung als Folge finanzkapitalistischer Rahmenbedingungen und einem wachsenden Zweifel am „Laissez-faire-Glauben“ einerseits und der Entwicklung neuer ökonomischer Theorien als Erklärung der Krise sowie ihrer politischen Umsetzung in Form realkapitalistischer

Rahmenbedingungen andererseits, liegt eine lange und mühevoll e Übergangsphase. Sie wird in diesem Zyklus vermutlich länger dauern als nach 1929 bzw. 1873, weil die neoliberale Ideologie diesmal länger und umfassender dominiert hat als vor und in den beiden früheren Depressionsphasen und weil (daher) Gewerkschaften und Sozialdemokratie viel schwächer sind als damals (und weitgehend orientierungslos).

### *10 Ein „New Deal“ als Übergangslösung*

In dieser Situation braucht es systemische Therapien, welche die „Spielanlage“ schrittweise verändern. Da eine neue theoretische Navigationskarte erst durch mehrjährige Aufarbeitung jener Krise entsteht, in die die alte Navigationskarte geführt hatte (erst 20 Jahre nach Beginn der Weltwirtschaftskrise wurde die keynesianisch-realkapitalistische „Prosperitätskarte“ umgesetzt), braucht Europa jetzt eine Politik problemorientierter Einzelschritte, die in eine neue Richtung führen. Beispiel für ein solches Navigieren ohne (theoretisch fundierte) Karte ist der „New Deal“ von Roosevelt.

Ich habe deshalb 2010 die Schritte in eine Depression beschrieben samt den wichtigsten Elementen eines „New Deal für Europa“ (*Schulmeister*, 2010A).<sup>13</sup> Leitlinien sind die Verlagerung des Gewinnstrebens von der Finanz- zur Realwirtschaft, (damit) die Konsolidierung der Staatsfinanzen durch Expansion und die Stärkung des europäischen und sozialen Zusammenhalts.

Die wichtigste Voraussetzung für eine Verlagerung des Gewinnstrebens ist folgende: Die zwischen der Real- und Finanzwirtschaft vermit-

<sup>13</sup> Damals herrschte unter den Eliten in Europa die Meinung vor, die Finanzkrise sei überwunden, Griechenland ein Spezialfall, schließlich brummte der Konjunkturmotor wieder. Meine Gegenposition lautete: „Die schwierigste Phase der großen Krise liegt nicht hinter uns, sondern vor uns. Ein neuerlicher Rückgang der Aktienkurse bei gleichzeitig hoher Arbeitslosigkeit, leeren Staatskassen und zunehmendem Zweifel an der realen Deckung der Staatsschulden wird ohne kluge Gegensteuerung dazu führen, dass alle Sektoren versuchen, ihre Lage durch Sparen abzusichern: Unternehmer, Haushalte, Ausland und Staat. Das ist der Stoff, aus dem ökonomische Depressionen gemacht sind. In einer solchen Situation muss der Staat der Realwirtschaft nachhaltige Impulse geben, gleichzeitig aber auch seine Finanzlage stabilisieren.“ Daher gab ich dem Buch den Titel: „Mitten in der großen Krise – ein ‚New Deal‘ für Europa“.

telnden „Fundamentalpreise“ – im Raum der Wechselkurs, in der Zeit der Zinssatz – müssen durch das System Politik stabilisiert werden, und zwar entsprechend den Gleichgewichtswerten der (neoliberalen!) Wirtschaftstheorie (Zinssatz = Wachstumsrate, Wechselkurs = Kaufkraftparität). Ähnliches gilt für die Preise erschöpfbarer Ressourcen, insbesondere von Erdöl zumal sein Verbrauch auch noch Hauptursache des Klimawandels ist.

Welche Maßnahmen könnten den Implosionsprozess bremsen und als Komponenten eines „New Deal für Europa“ rasch umgesetzt werden?

Erstens: Umwandlung des Rettungsfonds (ESM) in einen „Europäischen Währungsfonds“ (EWF). Dieser stellt den Euroländern als gemeinsame „Finanzierungsagentur“ Mittel durch Ausgabe von Eurobonds zur Verfügung. EZB und EWF legen gemeinsam deren Zinsniveau fest, und zwar etwas unter der erwarteten (nominellen) Wachstumsrate (derzeit auf maximal 2%, damit müsste auch Deutschland keine höheren Zinsen zu bezahlen haben). Der langfristige Zins wird also nach einem ähnlichen Verfahren festgelegt wie der (kurzfristige) EZB-Leitzins. Die Kreditvergabe an die einzelnen Euroländer wird an strikte – aber nicht nur restriktive – Bedingungen geknüpft („Konditionalität“). Weltweit gäbe nur mehr zwei Arten von Staatsanleihen mit großem Volumen, US-Bonds und Eurobonds. Da letztere überdies von allen 17 Mitgliedsländern garantiert werden, wird es an Nachfrage nicht mangeln.<sup>14</sup>

Zweitens: Öffentlich kundgemachte Vereinbarung zwischen den wichtigsten Notenbanken, die Wechselkurse innerhalb enger Bandbreiten zu stabilisieren. Dies hat in Europa zwischen 1986 und 1992 gut funktioniert, auch der Schweizer Notenbank gelang es in jüngster Zeit, den Franken-Euro bei 1,20 zu stabilisieren. Der Devisenmarkt ist dezentral organisiert, gegen deklarierte Wechselkursziele der Notenbanken kann ein einzelner Händler nicht an, verteidigen sie diese glaubwürdig, sind auch Herdeneffekte wenig wahrscheinlich.

Drittens: Festlegung des Pfades für die langfristige Entwicklung des Preises für Erdöl (und sonstige fossile Brennstoffe) durch Einführung einer EU-weiten Umwelt- und Energiesteuer, welche die Differenz zum jeweiligen Weltmarktpreis abschöpft. Laut ökonomischer Theorie müsste nämlich der Preis von Erdöl langfristig systematisch stärker steigen als

<sup>14</sup> Eine detaillierte Darstellung wie der „Europäische Währungsfonds“ das Zinsniveau für Staatsanleihen stabilisieren kann, findet sich in *Schulmeister* (2012).

das Preisniveau insgesamt, und zwar aus zwei Gründen. Erstens, weil Erdöl eine erschöpfbare Ressource ist, und zweitens, weil Erdöl der Hauptverursacher der globalen Umweltbelastung ist, insbesondere des Klimawandels.

Viertens: Verbot bzw. Einschränkung jener Praktiken der Finanzakrobaten, die erwiesenermaßen den Implosionsprozess beschleunigt haben wie etwa der exzessive Aufbau von „short positions“, insbesondere durch „naked CDS“.

Fünftens: Dämpfung der schnellen Spekulation durch Einführung einer generellen Finanztransaktionssteuer (FTS) in der EU, im Euroraum oder auch nur in einzelnen Euroländern. Der von der EU-Kommission im Herbst 2011 vorgestellte Entwurf sieht nämlich vor, dass die Steuer in jenem Land anfällt, von dem die Transaktionsorder ausgegangen ist. Wenn also nur

Sechstens: Gründung einer europäischen Ratingagentur als einer öffentlichen, unabhängigen Institution (wie ein Rechnungshof oder ein Gericht). Denn die Leistungen einer solchen Agentur sind öffentliche Güter, ihre Erstellung durch private Unternehmen muss zu Interessenkonflikten führen.

Diese Veränderungen in den Anreizbedingungen zur Verlagerung des Gewinnstrebens von der Finanz- zur Realwirtschaft ergänzt der „New Deal“ durch eine expansive Strategie, welche jene Aufgaben in Angriff nimmt, welche im neoliberalen Zeitalter systematisch vernachlässigt wurden. Ihre Bewältigung würde die reale Wertschöpfung enorm steigern und gleichzeitig die Bedingungen für „gut Leben“ nachhaltig verbessern:

- Umweltschutz, insbesondere Kampf gegen den Klimawandel.
- Verbesserung der Infrastruktur durch öffentliche Investitionen.
- Umfassende Investitionen ins Bildungssystem, vom Vorschulbereich bis zu den Universitäten.
- Verbesserung und Verbilligung der Wohnmöglichkeiten für junge Menschen.
- Bessere Entfaltungschancen für die Jungen am Arbeitsmarkt, insbesondere durch schrittweise Rückführung der Formen atypischer Beschäftigung.

- Verbesserung der Lebenschancen von Menschen aus den niedrigen sozialen Schichten, insbesondere durch bessere Integration von Personen mit Migrationshintergrund.
- Milderung der Ungleichheit in der Einkommens- und Vermögensverteilung und damit Stärkung des sozialen Zusammenhalts.

All diese Aufgaben haben ein gemeinsames Hauptziel: Jene sozialen und ökologischen Bedingungen verbessern, welche als „öffentliche Güter“ durch den Markt nicht (hinreichend) gewährleistet werden.

### *Literatur*

- Arrighi, G. (2010), *The Long Twentieth Century – Money, Powers and the Origins of our Times*. 2<sup>nd</sup> edition, Verso.
- Friedman, M. (1968), *The Role of Monetary Policy*. “*American Economic Review*”, Vol. 58.
- Hayek., F. A. (1980), *Recht, Gesetzgebung und Freiheit*, Band 3: *Die Verfassung einer Gesellschaft freier Menschen*, Landsberg.
- Kalecki M. (1990), *Political aspects of full employment*. “*The Political Quarterly*”, 1943, abgedruckt in *Collected Works of Michal Kalecki Vol. I*. Oxford (Clarendon Press).
- Keynes, J. M. (1936): *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London (Macmillan).
- Kondratieff, N. D. (1926), *Die langen Wellen der Konjunktur*. „*Archiv für Sozialwissenschaften*“, Bd. 56.
- Mensch, G. (1975), *Das technologische Patt*. Frankfurt.
- Müller-Armack, A. (1966), *Wirtschaftsordnung und Wirtschaftspolitik*, Freiburg.
- Schui, H., Blankenburg, S. (2002), *Neoliberalismus: Theorie, Gegner, Praxis*. Hamburg (VSA-Verlag).
- Schulmeister, S. (1998), *Der polit-ökonomische Entwicklungszyklus der Nachkriegszeit*. *Internationale Politik und Gesellschaft*, Friedrich-Ebert-Stiftung, Bonn.
- Schulmeister, S. (2003): *Aktienkursdynamik und Realkapitalbildung in den USA und Deutschland*. WIFO-Studie, Wien. Download: <http://stephan.schulmeister.ac.at/>
- Schulmeister, S. (2010A), *Mitten in der großen Krise – ein ‚New Deal‘ für Europa*, Wien (Picus Verlag).

- Schulmeister, S. (2010B), Short-term Asset Trading, Long-term Price Swings, and the Stabilizing Potential of a Transactions Tax. Paper presented at an IMF seminar on November 2, 2010. Download:[http://stephan.schulmeister.wifo.ac.at/fileadmin/homepage\\_schulmeister/files/FinSpec\\_IMF\\_10\\_10.pdf](http://stephan.schulmeister.wifo.ac.at/fileadmin/homepage_schulmeister/files/FinSpec_IMF_10_10.pdf)
- Schulmeister, S. (2012), The European Monetary Fund – A systemic problem needs a systemic solution. “Revue de l’OFCE”, Débats et politiques, 127.
- Stedman Jones, D. (2012), Masters of the Universe: Hayek, Friedman, and the Birth of Neoliberal Politics. Princeton (University Press).
- Van Duijn, J. (1983), The Long Wave in Economic Life. London-Boston-Sydney.
- Werner, R., A. (2003), Princes of the Yen: Central bankers and the Transformation of the Economy. London (M. E. Sharpe).

