

Stephan Schulmeister

## Geld als Mittel zum (Selbst)Zweck

In diesem Essay werde ich zunächst einige Anmerkungen zum Begriff des Geldes machen, insbesondere zu seinem Verhältnis zum Finanzvermögen. Dann skizziere ich, wie Geld arbeitet, einerseits als Transaktions- und Finanzierungsmittel in der Realwirtschaft und andererseits „selbstreferentiell“ als kurz- oder langfristiger Tausch unterschiedlicher Finanzinstrumente („Geld gegen Geld“). Anschließend untersuche ich die unterschiedlichen „Arbeitsformen“ von Geld im Kontext der längerfristigen Wirtschaftsentwicklung.

### Geld und Finanzvermögen

Die Diskussionen über die Rolle des Geldes oder gar über sein Wesen leiden ebenso wie Losungen („Lassen Sie Ihr Geld arbeiten!“) oder Thesen („Geld regiert die Welt“) unter einem gravierenden Problem: Was jeweils mit „Geld“ konkret gemeint ist, bleibt vage ohne dass man sich dieser Unklarheit bewusst ist. In der Kommunikation wird also ein wechselseitiges Vorverständnis unterstellt, was „das“ Geld ist. Dies aber ist eine Illusion, denn „das“ Geld gibt es nicht.

Gehen wir von der wichtigsten Funktion des Geldes aus, nämlich seinem Charakter als allgemeines Zahlungs- und daher Tauschmittel, und stellen uns folgende Frage: Welche Ausprägung bzw. Erscheinungsform von Geld, also welche konkrete, quantifizierbare Geldmenge, erfüllt die Funktion eines allgemeinen Zahlungsmittels?

Ökonomen, insbesondere Notenbanker, haben vergebliche Versuche unternommen, die für Transaktionszwecke relevante Geldmenge zu definieren, sie reichen von engen Begriffen wie der „Geldbasis“ (Banknoten und Münzen) oder der Geldmenge M1 (Geldbasis plus Girokonten) bis zum weiten Geldbegriff M3 (dieser umfasst auch Sparbücher). Doch auch dieses Geldkonzept ist nicht weit genug, und zwar aus folgendem Grund.

Wenn heute jemand ein Girokonto, ein Sparbuch, Aktien und Anteile an einem Anleihenfonds besitzt, so kann er via Netbanking in Sekunden jedes dieser Finanzaktiva liquid machen und für Zahlungen verwenden. Möchte er sich etwa ein Auto kaufen, so kann er dafür mit Aktien oder Anleihen bezahlen. Wo aber lässt sich dann die Grenzen zwischen Geld und Finanzvermögen/Finanzkapital „verorten“? Gar nicht, weil es sie nicht (mehr) gibt.

Jedes Finanzvermögen (von Bankguthaben bis zu Anleihen oder Aktien) stellt „Potentialgeld“ dar, es kann jederzeit und (zumeist bzw. nahezu) kostenlos für Transaktionszwecke verwendet werden. Die Geldmenge ist daher nicht bestimmbar, Geld wird vielmehr vom Besitzer eines „financial asset“ für jenen Moment geschaffen, in dem er dieses als Geld verwendet.

Diese (meine) Sichtweise berücksichtigt die „Liquidisierbarkeit“ von Finanzvermögen, für das ja zu jedem Moment in der Zeit ein Preis/Kurs besteht und damit ein eindeutiger (Veräußerungs)Wert. In diesem Konzept ist etwa eine Aktie ein Finanzvermögen (weil sie jederzeit „flüssig“ gemacht werden kann und daher Potentialgeld darstellt), nicht aber eine Beteiligung an einer Ges. m. b. H. Nur in seiner Eigenschaft als Vermögen ist Finanzkapital quantitativ bestimmt, ob und in welchem Ausmaß es als Geld verwendet wird, lässt sich „ex ante“ nicht feststellen.

Diese Sicht widerspricht den herrschenden (monetaristischen wie keynesianischen) Geldtheorien, die streng zwischen Geld (als Transaktionsmittel) und Finanzvermögen unterscheiden. Ersteres schafft Liquidität, aber keinen Ertrag, zweiteres bringt einen Ertrag, ist aber nicht liquid.

Für die Geldpolitik ist das Verständnis von Finanzkapital als „Potentialgeld“ höchst relevant: Wenn alles Finanzvermögen potentielles Geld ist, dann gibt es kein Geld als (separiertes) Transaktionsmittel. Die Orientierung der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) an der Geldmenge im Sinne von Milton Friedman's Monetarismus ist illusionär.

Die US-Notenbank hat sich hingegen schon Ende der 1980er Jahren implizit der Sicht von Finanzkapital als „Potentialgeld“ genähert. Sie stellte fest, dass es keinen Zusammenhang zwischen der für Transaktionen relevanten Geldmenge M1 (Münzen, Banknoten, Girokonten) und der Inflation gibt: Einerseits hatten sich immer mehr zinsbringende und gleichzeitig liquide Geldformen gebildet, andererseits wurde die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes immer instabiler. Deshalb hat die US-Notenbank den Monetarismus schon vor fast 20 Jahren verworfen und steuert direkt das Zinsniveau.

Im Rahmen dieses Essay verwende ich den Begriff Geld im Sinne von Finanzkapital/Finanzvermögen als „Potentialgeld“. Auf Basis dieses Konzepts machen Sätze wie „Lassen Sie Ihr Geld arbeiten“ eine eindeutige (wenn auch Illusionären) Aussage.

## **Wie Geld „arbeitet“**

Finanzvermögen – von Wertpapieren bis zu Bargeld - kann auf zweierlei Weise verwendet und vermehrt werden, als Transaktions- und Finanzierungsinstrument in der Realwirtschaft oder als Mittel zur Finanzveranlagung und –spekulation, also (nur) in der Finanzwirtschaft:

- Im ersten Fall dient Geld als „Schmiermittel“ realwirtschaftlicher Aktivitäten im Raum (insbesondere für der Handel) und in der Zeit (insbesondere für Investitionen), Geld dient gewissermaßen einem „Fremdzweck“.
- Im zweiten Fall wird versucht, Geld durch kurzfristigen Tausch einer bestimmten Geldform (Finanzinstrument) gegen eine andere zu vermehren, also durch kurzfristiges „trading“ (mit einem Zeithorizont von zumeist wenigen Stunden) oder durch langfristiges „holding“ eines Finanzinstruments (während eines – oft mehrjährigen - „bubble“).

Wird Geld als Medium realwirtschaftlicher Transaktionen verwendet, so ergibt sich die charakteristische Tauschsequenz: Geld – Ware – Geld – Ware.....

Die typische Form der Vermehrung von Geld in der Realwirtschaft ist die Finanzierung von Investitionen: Jemand legt etwa sein Geld auf einem Sparbuch an, die Bank verleiht es an einen Unternehmer, der den Kredit für den Erwerb eines Investitionsgutes verwendet (Finanzkapital wird gewissermaßen in Realkapital verwandelt – dieser Prozess könnte auch durch eine Emission von Aktien ermöglicht/finanziert werden). Aus dem Mehrertrag durch die Investition bezahlt der Unternehmer den Zins, den sich Bank und Sparer teilen.

Dominiert diese „Arbeitsform“ von Geld, so entwickelt sich ein Positiv-Summenspiel: Indem sich das Profitstreben auf die Realkapitalbildung konzentriert, wächst die Gesamtproduktion (das BIP) stetig. In einem solchen „Regime“ spielen der Finanzsektor und Finanzmärkte eine wesentliche Rolle als Vermittler von Finanz- und Realkapital, allerdings ist ihre Rolle im Verhältnis zur Realwirtschaft eine dienende. Ich nenne die „Spielanordnung“, in der die Rahmenbedingungen den „Vermehrungsdrang“ von Finanzkapital systematisch auf die Realakkumulation lenken, „Realkapitalismus“.

Versucht man, Geld „selbstreferentiell“ zu vermehren, also durch Tausch unterschiedlicher „Geldarten“ (Bankguthaben, Devisen, Aktien, Anleihen, Rohstoffderivate, etc.), so ergibt sich die charakteristische Tauschsequenz: Geld – Geld – Geld – Geld..... - Geld wird Mittel zum Selbstzweck. Dabei sind zwei „Arbeitsformen“ zu unterscheiden:

- Das „schnelle Geld“ vermehrt sich durch das sehr kurzfristige „trading“ von Finanzinstrumenten aller Art wie Aktien, Anleihen oder Devisen, insbesondere aber die entsprechenden, auf Aktienkurse, Zinssätze, Wechselkurse und Rohstoffpreise bezogenen Finanzderivate (Futures, Optionen, Swaps, etc.).
- Das „langsame Geld“ vermehrt sich durch „holding“ solcher Finanzinstrumente, deren Wert während eines „bull market“ über einen längeren, oft mehrjährigen Zeitraum steigt. Beispiele sind der Aktienboom der 1980er und insbesondere der 1990er Jahre, der bis 2007 andauernde Anstieg der US-Immobilienpreise, sowie der Boom der Rohstoffpreise zwischen 2005 und Mitte 2008. In analoger Weise kann man durch „Leerverkäufe“ und noch leichter mit Hilfe von Finanzderivaten von fallenden Kursen profitieren.

Das „schnelle trading“ eines bestimmten Finanzinstruments („Geldart“) stellt ein Null-Summenspiel dar, das heißt, es werden keine (realen) Werte geschaffen, sondern (monetäre) Werte umverteilt: Die Summe der Gewinne ist immer gleich der Summe der Verluste. Für einen einzelnen, „tüchtigen Spieler“ kann das Geld auf diese Weise viel mehr Gewinn bringen („arbeiten“) als bei realwirtschaftlicher Veranlagung, aber nur deshalb, weil andere verlieren.

Wenn sich das Geld durch das „Ausreiten“ eines Preistrends nach oben („bull market“) vermehrt, so entstehen Bewertungsgewinne: Alle, die das entsprechende „asset“ besitzen, werden reicher und niemand wird ärmer (etwa wenn sich in einer Boomphase der Durchschnittswert aller Aktien verdoppelt). Allerdings hat diese wunderbare Geldvermehrung

zwei Haken. Erstens, die Bewertungsgewinne sind sehr ungleich verteilt: Wer früh einsteigt (tendenziell die „Profis“) gewinnt mehr als die „Späteinsteiger“ (tendenziell die „Amateure“). Zweitens, jeder Boom, der über den realwirtschaftlich („fundamental“) gerechtfertigten (Gleichgewichts)Preis „hinausschießt“, zieht früher oder später einen Abwärtstrend nach sich („bear market“), durch den die „überschießenden“ Bewertungsgewinne wieder eliminiert werden.

Beide „Arbeitsweisen“ von Geld stellen daher im Wesentlichen kurz- bzw. längerfristige Null-Summenspiele dar, wobei die Umverteilung in der Regel von den Amateuren zu den professionellen Akteuren stattfinden. Das ökonomische Gesamtsystem gewinnt nicht nur nicht, sondern es wird verlieren (also eine ungünstige Performance aufweisen), und zwar dann, wenn Spekulation die wichtigsten Preise wie Wechselkurse, Rohstoffpreise und Aktienkurse destabilisiert und dies wiederum dazu beiträgt, dass die Unternehmen ihr Profitstreben von Real- zu Finanzinvestitionen verlagern. Diese „Spielanordnung“ in ihrer Gesamtheit nenne ich „Finanzkapitalismus“.

Im Folgenden möchte ich an konkreten Beispielen zeigen, wie Geld durch kurzfristige Spekulation „arbeitet“.

## **Spekulationsgeschäfte mit Finanzderivaten**

Der größte Anteil aller Finanztransaktionen entfällt auf den Handel mit Derivaten, insbesondere mit Futures und Optionen. Dies sind Wetten auf die künftige Entwicklung eines Preises/Kurses, sei es von Anleihen (Zinssätze), Aktien, Rohstoffen, Agrarprodukten oder Devisen (Wechselkurse). Dabei macht der „Wetteinsatz“ nur einen Bruchteil des (Basis)Werts aus.

Dazu ein Beispiel: Jemand erwartet einen Anstieg der Rohölpreise und kauft deshalb - über einen Broker - einen an der „New York Mercantile Exchange“ (NYMEX) gehandelten „Crude Oil Future“. Der Wert des „Wettscheines“ (Kontrakt) beträgt 1.000 Barrel Öl zum jeweiligen Preis, bei einem Ölpreis von 100 \$ also 100.000 \$. Hinterlegen muss er beim Kauf nur eine Margin (Sicherstellung) von etwa 7%, also 7.000 \$. Steigt nun der Ölpreis um 10% und damit der Wert des Future auf 110.000 \$, so macht der „Spieler“ einen Gewinn von 143% (10.000 \$ bei einem Einsatz von 7.000 \$ - da auch der Einsatz rückerstattet wird, ist die Profitrate eigentlich unendlich). Sinkt der Ölpreis aber um 10%, so sind die 7.000 \$ futsch und der Spekulant muss noch 3.000 \$ nachzahlen. Die Hebelwirkung („leverage effect“) von 14,3 resultiert daraus, dass der Basis(Kontrakt)wert 14,3 Mal so hoch ist wie der Wetteinsatz.

Mit einer Option erwirbt jemand das Recht, das zugrunde liegende Asset innerhalb einer Frist zu einem bestimmten (Ausübungs)Preis zu kaufen (Call) oder zu verkaufen (Put). Erwartet ein Trader einen Anstieg des Eurokurses, so wird er eine Call Option kaufen. Trifft seine Prognose zu, so wird der Preis der Option viel stärker steigen als jener des Basiswerts (der Eurokurs). Die Bandbreite des Hebels ist bei Optionen größer als bei Futures, da sie von verschiedenen

Faktoren abhängt (Differenz zwischen aktuellem Kurs und Ausübungspreis, Stärke des Kurstrends, Volatilität des Kurses, Restlaufzeit der Option).

Amateurspekulanten lassen sich davon faszinieren, dass Optionspreise manchmal an einem Tag um 30% oder sogar 50% steigen. Allerdings sind Amateure nicht in der Lage, das Risiko von Optionsgeschäften abzuschätzen. Erstens ist die auf der Wahrscheinlichkeitstheorie basierende Bestimmung des „fairen“ Optionspreises mathematisch anspruchsvoll. Zweitens hält sich die Realität häufig nicht an die Wahrscheinlichkeitstheorie.

Während die börsennotierten Derivate auch von Amateuren gehandelt werden, sind die bilateralen Finanzgeschäfte („over-the-counter-transactions“ – OTC) den professionellen Tradern vorbehalten. Dies betrifft insbesondere Spot- und Terminkontrakte sowie Swaps bezogen auf Wechselkurse, Rohstoffpreise, Aktienkurse und Zinssätze. Dabei gilt: Bei einem Spotgeschäft kaufe (oder verkaufe) ich ein („echtes“) Finanzinstrument (etwa Devisen) heute zum heutigen Kurs, bei einem Termingeschäft verpflichte ich mich, zum heute fixierten (Termin)Kurs, aber zu einem späteren Termin zu kaufen (oder verkaufen). Ist der (Spot)Kurs bis dahin gestiegen, so mache ich im Falle eines Terminkaufs einen Gewinn, und zwar im Ausmaß der Differenz zwischen dem aktuellen (Spot)Kurs und dem Terminkurs.

Ein Swap kombiniert ein Spot- und ein Termingeschäft; dadurch wird die Abwicklung eines Spekulationsgeschäfts extrem vereinfacht: Sobald jene Entwicklung auf oder gegen die gewettet wurde, überweist der Verlierer seinen „Wettverlust“ direkt an den Gewinner (Swapverluste trugen wesentlich zu „Betriebsunfällen“ wie jenen der Barings Bank, LTCM oder der BAWAG bei).

All diesen Spot- und Derivattransaktionen sind zwei Merkmale gemeinsam: Erstens, sie sind Wetten auf die künftige Entwicklung von Wechselkursen, Rohstoffpreisen, Aktienkursen und Zinssätzen. Zweitens, sie stellen Umverteilungsspiele dar, die Summe der Gewinne ist immer gleich der Summe der Verluste. Insofern ähnelt das Trading auf Finanzmärkten Casino-Spielen wie Roulette, die auch Null-Summenspiele sind. Allerdings bestimmt der Lauf der Kugel die wichtigsten Preise in der Weltwirtschaft. Überdies folgt er keinem Zufallsprozess, sondern hängt vom Spielverhalten der Teilnehmer ab. Wird mehr Kapital auf Rot (Kurssteigerung) gesetzt als auf Schwarz (Kursrückgang), so wird die Kugel mit größerer Wahrscheinlichkeit bei Rot landen.

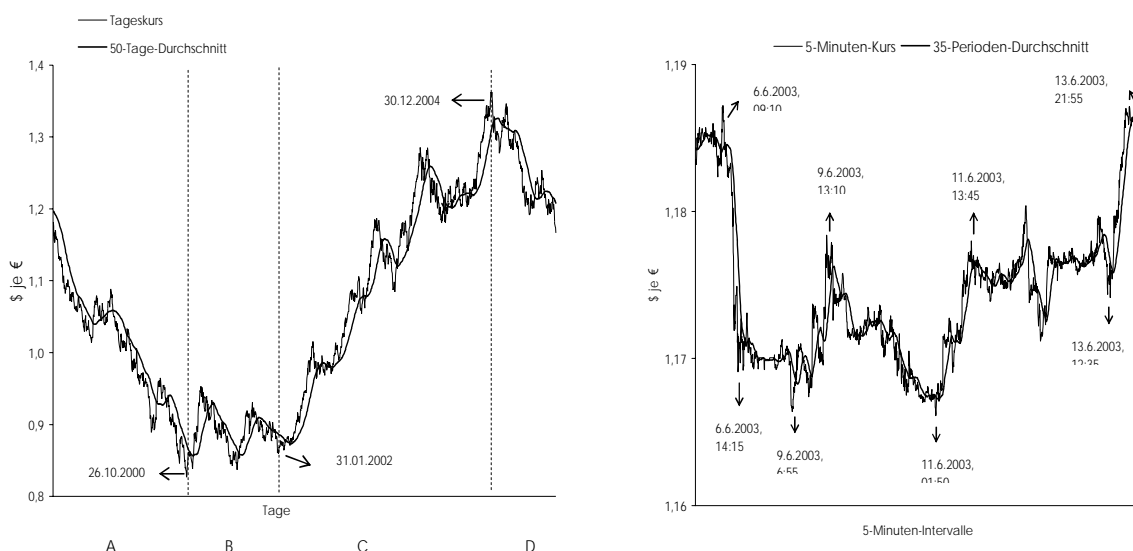
Ursprünglich sind Terminkontrakte zur Absicherung gegen das Risiko von Preisschwankungen landwirtschaftlicher Produkte entstanden (Hedging). Mit der Aufgabe fester Wechselkurse (1971/73), den nachfolgenden Schwankungen von Dollarkurs und Erdölpreis (Abbildungen 6 und 7) sowie mit dem Zinsanstieg Ende der 1970er Jahre (Abbildung 8) stieg die Bedeutung von Finanzderivaten, sowohl für Zwecke der Absicherung wie als auch der Spekulation. Die Einführung von immer mehr Instrumenten, welche auf Futures und Optionen beruhen (z. B. Zertifikate), gab dem Derivathandel in den 1980er einen enormen Auftrieb (Abbildung 5). Treibende Kraft ist die Spekulation geworden, Hedging hat im Vergleich dazu nur geringe Bedeutung.

## Die wichtigsten Spekulationsstrategien

Professionelle Trader basieren ihre Entscheidungen auf die Interpretation neuer Informationen („news“), auf das „Ausreiten“ von Trends („trend-followers“) oder auf den Wechsel in der Trendrichtung („contrarian trading“). Im ersten Fall geht es darum, in Sekunden abzuschätzen, wie die anderen Marktteilnehmer auf eine Nachricht reagieren werden, die auf den Bildschirmen erscheint. Ist sie überraschend oder war sie schon „eingepreist“?

Beginnt der Kurs auf Grund „echter“ News zu steigen, so generieren zuerst die verschiedenen „trend-following systems“ auf der Basis von Hochfrequenzdaten (z. B. 10-Sekunden-Kurse) eine Sequenz von Kaufsignalen. Ihre Exekution treibt den Kurs weiter nach oben, es folgen die Kaufsignale der „langsameren“ technischen Modelle auf Basis von Stunden- oder Tagesdaten, u. s. f.

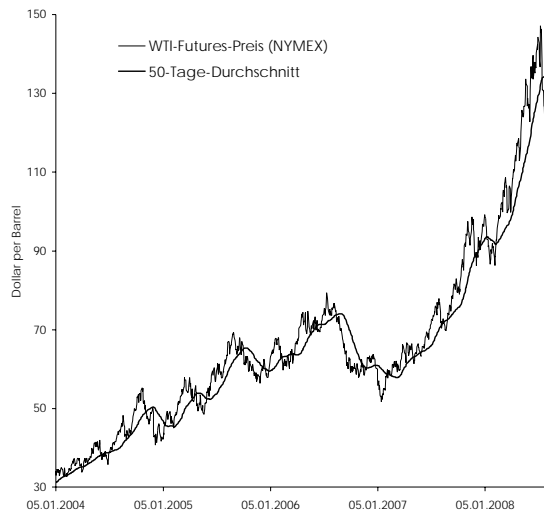
Abbildung 1: Technisches Spekulationsmodell: Wechselkurs Dollar/Euro



Qu: Federal Reserve System (Fed), WIFO.

Abbildung 1 zeigt am Beispiel des Dollar/Euro-Wechselkurses, wie selbst ein simples technisches Modell Kurstrends ausnützen kann, und zwar auf ganz unterschiedlichen Zeitskalen (Tages bzw. 5-Minuten-Kurse): Wenn der aktuelle Kurs den gleitenden 35-Perioden-Durchschnitt von unten (oben) durchbricht, wird gekauft (verkauft).

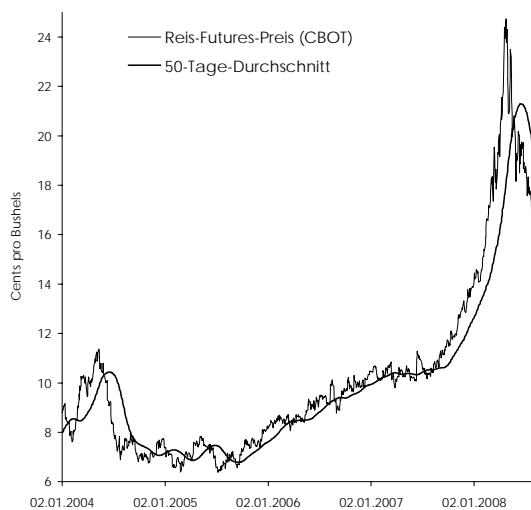
Abbildung 2: Technisches Spekulationssystem: Öl-Futures-Preis



Qu: New York Mercantile Exchange (NYMEX).

Auch der bis Mitte 2008 anhaltende Boom der Rohstoffpreise konnte von einfachen Spekulationssystemen profitabel „ausgebeutet“ werden. Abbildungen 2 und 3 verdeutlichen, dass nach einem Kaufsignal (wenn der aktuelle Preis eines Rohöl-Futures oder eines Reis-Futures den gleitenden Durchschnitt über die vergangenen 50 Tagespreise von unten schneidet) der Trend steigender Preise weitergeht. Dementsprechend wird zu einem merklich höheren Preis verkauft (wenn der Futures-Preis den Durchschnitt von oben schneidet): Die „long position“ hat also einen erheblichen Spekulationsgewinn „erwirtschaftet“.

Abbildung 3: Technisches Spekulationssystem: Reis-Futures-Preis

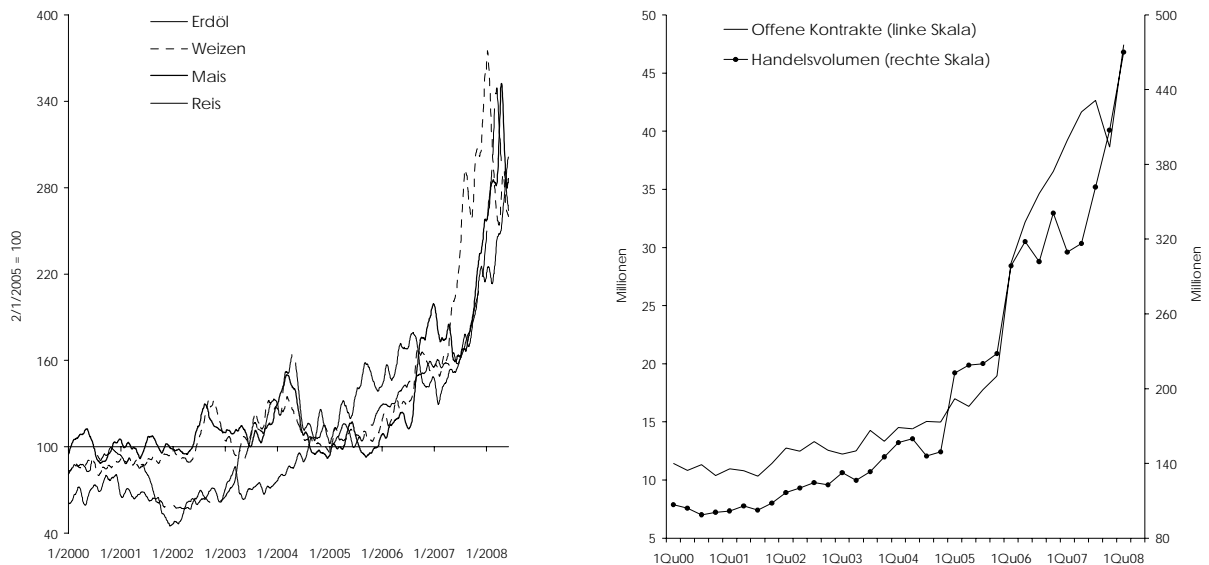


Qu: Chicago Board of Trade (CBOT).

Gleichzeitig verstärkt die Verwendung technischer Spekulationssysteme das „trending“ spekulativer Preise: Auch wenn diese „trend-following models“ mit unterschiedlichen Parametern operieren (jeder Trader hat „sein“ Geheimmodell), so folgen sie alle der gleichen Logik, in der ersten Phase eines Aufwärts(Abwärts)trends produzieren sie eine Sequenz von Kauf(Verkauf)signalen, deren Exekution die Preisbewegung verstärkt.

Diese „Rückkoppelungen“ bewirken, dass ein starker und nachhaltiger Anstieg des Trading Preisschübe nach oben (oder unten) verlängert, welche sich in einem stufenweisen Prozess zu „bull markets“ („bear markets“) akkumulieren. Ein markantes Beispiel dafür ist der enge Zusammenhang zwischen der massiven Zunahme von Handelsaktivitäten auf den Märkten für Rohstoffderivate und dem Anstieg der Rohstoffpreise seit zwischen Anfang 2005 und Mitte 2008 (Abbildung 4).

Abbildung 4: Futures-Preise von Rohstoffen und Rohstoffderivathandel auf Börsen



Qu: New York Mercantile Exchange (NYMEX), Chicago Board of Trade (CBOT), BIZ.

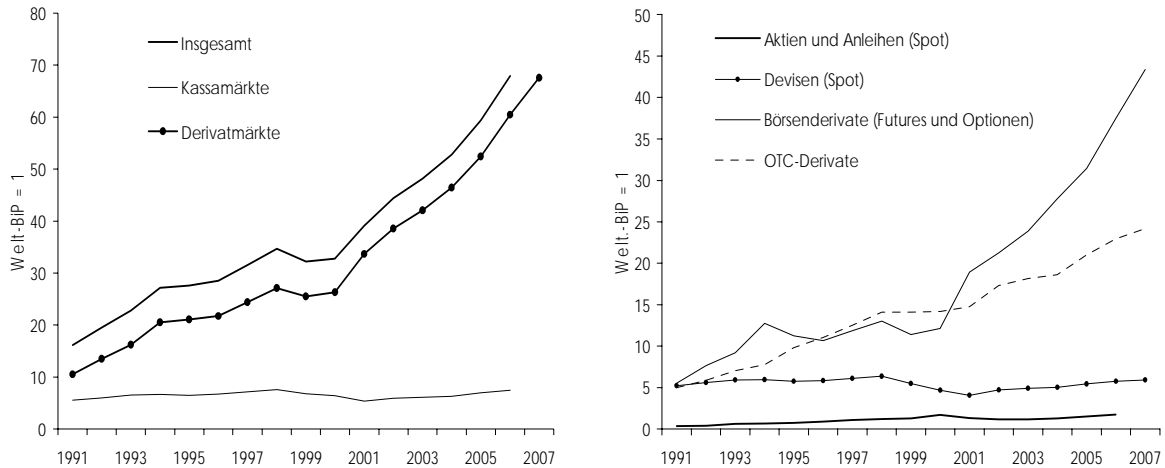
## Expansion der Finanztransaktionen

Fasst man die Transaktionen auf allen Arten von Finanzmärkten und in allen Regionen der Welt zusammen, so ergibt sich folgendes Bild (Abbildung 5): Im Jahr 2007 war das Volumen der Finanztransaktionen 73,5 Mal höher als das nominelle Welt-BIP. Im Jahr 1990 betrug diese Relation „lediglich“ 15,3 - seither sind somit die Finanztransaktionen fast 5 Mal rascher expandiert als die globale Wirtschaft (Abbildung 2). Diese Wachstumsdifferenz hat sich seit 2000 erheblich beschleunigt (sowohl das BIP als auch die Finanztransaktionen werden zu



laufenden Preisen in US-Dollar zu den jeweiligen Wechselkursen gemessen, die Relation zwischen beiden Größen ist daher nicht durch die Wechselkursschwankungen verzerrt).

Abbildung 5: Handelsvolumen auf den globalen Finanzmärkten



Qu: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), World Federation of Exchanges (WFE).

Spot-Transaktionen auf den Devisen-, Aktien- und Anleihenmärkten haben seit 1990 annähernd gleichschrittg mit dem Welt-BIP zugenommen, der enorme Anstieg der gesamten Finanztransaktionen ist ausschließlich eine Folge der (noch stärkeren) Expansion der Aktivitäten auf den Derivatmärkten (Abbildung 5). Von diesen sind die Transaktionen im Börsenhandel (Futures und Optionen) seit 2000 bei weitem am stärksten gewachsen, also jener Teil des Derivatgeschäfts, an dem auch Amateure teilnehmen können (der OTC-Handel ist professionellen Akteuren vorbehalten): 2007 war das Volumen des Börsenhandels mit Futures und Optionen bereits 43,4 Mal so hoch wie das Welt-BIP, im Jahr 2000 hatte dieser Faktor lediglich 14,2 betragen. Mittlerweile ist das Volumen des Derivathandels auf Börsen annähernd doppelt so hoch wie jenes der OTC-Transaktionen (Abbildung 5).<sup>1)</sup>

Das Volumen des Handels mit Finanzderivaten und sein exorbitanter Anstieg lässt zwei Schlussfolgerungen zu: Erstens, der größte Teil der Handels entfällt auf Transaktionen zwischen Spekulanten mit unterschiedlichen Preiserwartungen. Stammen nämlich die Transaktionen primär aus der Absicherung realwirtschaftlicher Aktivitäten – etwa künftiger Exporterlöse oder Rohstoffausgaben – und damit aus dem Risikotransfer von Hedgern zu Spekulanten, dann

<sup>1)</sup> Das (monetäre) Handelsvolumen mit Finanzderivaten ergibt sich aus der Summe aller Transaktionen, bewertet mit dem (Basis)Wert des jeweiligen Kontrakts; man spricht daher vom Transaktionsvolumen in „notional values“. Die Basiswerte von Derivaten sind relativ hoch: Ein DAX-Future hat den Wert von 25 € je Indexpunkt, steht der DAX bei 6.000, so hat der Future einen Wert von 150.000 €. Eine Übersicht über die Kontraktwerte wichtiger Futures bezogen auf Aktienindizes, Zinsinstrumente (Anleihen, Schatzscheine), Devisen und Rohstoffe findet sich in *Schulmeister – Schratzenstaller – Picek, 2008*.

dürfte das Transaktionsvolumen die nominelle Welt-Produktion nicht nennenswert übersteigen. Zweitens, die Preiserwartungen der Marktteilnehmer müssen in hohem Maß voneinander abweichen. Denn bei ähnlichen und im Grenzfall homogenen Erwartungen ergäben sich nicht so viele „trading opportunities“ und damit kein so hohes Handelsvolumen wie empirisch beobachtet (LeRoy, 1989).

## **Die Gewinner und die Verlierer im „schnellen“ Finanzhandel**

Wer sind die Gewinner und Verlierer im kurzfristig orientierten „trading“, insbesondere von Finanzderivaten? Die Banken und Hedge Fonds machen Gewinne, zwar nicht jede(r) einzelne, wohl aber in ihrer Gesamtheit. Daher müssen die Amateurspekulanten in ihrer Gesamtheit die Verlierer sein. Dafür sprechen vier Unzulänglichkeiten auf Seiten der Amateure: Sie können nicht permanent auf das Marktgeschehen reagieren, sie haben nicht genügend Kapital, um Verlustphasen durchzustehen, sie sind zu einem Risikomanagement weder finanziell noch intellektuell in der Lage, und schließlich haben sie viel schlechteren Zugang zu Insiderinformation als etwa Investmentbanken.

Ins Bild gesetzt: Relativ wenige „Hirten“ (professionelle Trader) führen viele „Schafe“ auf die Weide, dort werden sie geschoren, sei es von Banken oder Hedge Fonds. Einzelne Schafe mögen tüchtig sein und andere scheren, als Herde aber müssen sie Federn lassen. So entsprechen den Gewinnen von vielleicht 50.000 „Profis“ (Banken, Hedge Fonds, Versicherungen, Industriekonzerne) die Verluste von Millionen Schafen, pro Schaf sind sie klein und können so verkraftet werden. Riesenschafe mit „Spieleinsätzen“ von Profis, aber einem Spielverhalten von Amateuren, kommen selten vor (wie Barings oder BAWAG).

Wenn die Amateure in ihrer Gesamtheit die Verlierer sind, warum expandiert das Spiel weiter? Warum ziehen sich die geschorenen Schafe nicht zurück und dämpfen so das Geschäftsvolumen?

Erstens: Für viele vermittelt das Spiel an sich Spannung. Schließlich verlieren auch die meisten Lottospieler oder Casinobesucher ihren Einsatz und machen doch weiter.

Zweitens: Wenn auch ein Spekulationsverlust Leiden schafft, so fordert er gleichzeitig heraus, das nächste Mal den Markt zu besiegen.

Drittens: Die meisten Amateurspieler verfügen über genügend (Normal)Einkommen, um das verlorene Spielkapital zu ersetzen.

Viertens: Den größten Effekt hat die asymmetrische Information über Gewinne und Verluste. Die Spekulationsmagazine sind voll von Artikeln „How I made a million“ mit diesem oder jenem System, auch die Trading-Seminare der Banken legen diese Möglichkeit nahe. Artikel über „How I lost a million“ fehlen, und wer verspielt hat, behält es für sich.

Fünftens: Die Kunde von den Gewinnen und das Schweigen der Lämmer über ihre Verluste führen den Märkten stetig „frisches Blut“ zu. Einzelne Verlierer lernen zwar das Richtige und ziehen sich zurück, der Zustrom an Eleven ist aber die längste Zeit viel größer gewesen.

Dies hat sich mit Ausbruch und Vertiefung der Finanzkrise seit Mitte 2007 grundlegend verändert: Weltweit ziehen sich derzeit die Amateure von den „Finanzspielen“ zurück, auch an eine Ausweitung der kapitalgedeckten Altersvorsorge ist nicht (mehr) zu denken. Der Mangel an „frischem Blut“ führt zum Kollaps des Systems des „arbeitenden Gelds“:

- Der Umverteilungs(- und Überlebens)kampf findet verstärkt zwischen den großen „Profis“ statt, also Banken, Versicherungen und (demnächst) Hedge Funds.
- „Frisches Blut“ kann nur mehr aus dem nichts geschaffen werden, also durch die Notenbanken.
- Es wird für lange Zeit keine Bubbles mehr geben, eher weiter sinkende Vermögens- und Rohstoffpreise (wie in den 1930er Jahren).

### **Destabilisierung der wichtigsten Preise in der Weltwirtschaft**

Die Umverteilung durch den Derivathandel von der gehobenen Mittelklasse zu den Spitzenverdienern stellt kein gravierendes Problem dar (dies gilt auch für die interkontinentale Umverteilung zugunsten der USA, wo die besten Trader arbeiten). Zwei andere Effekte sind allerdings die wichtigsten langfristig wirksamen Ursachen für Arbeitslosigkeit und Staatsverschuldung in Europa:

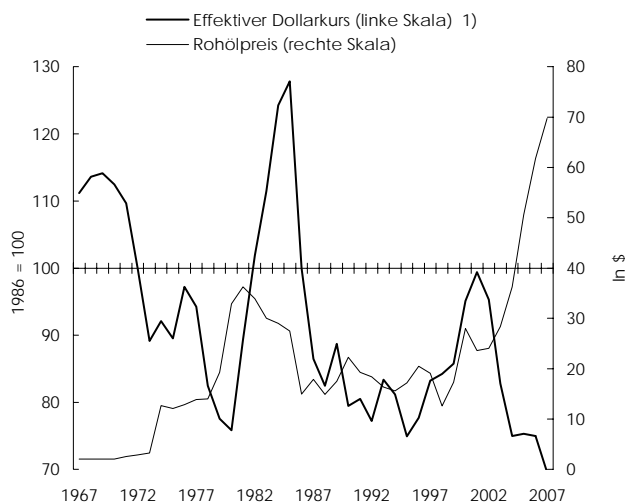
- Die Spekulation auf den Derivatmärkten sowie im Devisenhandel destabilisiert die wichtigsten Preise in der Weltwirtschaft wie Wechselkurse, Rohstoffpreise (insbesondere den Ölpreis), Aktienkurse und Zinssätze.
- Die Unsicherheit über die Entwicklung dieser Preise und die hohen Finanzrenditen, dämpfen die realwirtschaftlichen Aktivitäten von Unternehmen, insbesondere Investitionen und (damit) die Schaffung neuer Arbeitsplätze.

Auf welche Weise destabilisiert der Handel mit Derivaten ihre Preise und jene der zugrunde liegenden Assets? Unterschiedliche Spieler benützen unterschiedliche Spekulationssysteme, angewendet auf unterschiedlichen Zeitskalen (von 10-Sekunden-Kursen bis zu Tageskursen). Die Konzentration von Kaufsignalen von „news-based traders“ am Beginn eines Aufwärtstrends, gefolgt von Kauforders der „trend-followers“ verstärkt und verlängert den Trend. Hat er an Dynamik verloren, so lassen ihn die Verkaufssignale der „contrarians“ kippen (Schulmeister, 2006).

Das Phänomen 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. Insgesamt ergibt sich daraus die für alle „asset prices“ typische Abfolge von Kursschüben, welche für einige Zeit in eine Richtung länger sind als die Gegenbewegungen, also ein stufenweiser Auf- oder Abwärtsprozess (Abbildungen 1 bis 4). Auf Basis von Daten niedrigerer Frequenz (Monats-, Quartals oder Jahresdaten) nimmt dieser Prozess die Gestalt mehrjähriger „bull markets“ und „bear markets“ an (Abbildung 6 zeigt dies am Beispiel des Dollarkurses und des Rohölpreises). Die Abfolge der „bull markets“ und „bear markets“ ergibt das typische Muster der langfristigen Dynamik spekulativer Preise: Sie schwanken in irregulären („manisch-depressiven“) Zyklen um den Bereich des realwirtschaftlichen Gleichgewichts ohne eine Tendenz, zu diesem Gleichgewicht zu konvergieren.

Abbildung 6: Dollarkurs und Ölpreisschwankungen



Qu: OECD, IMF. - 1) gegenüber DM, Franc, Pound, Yen.

Die bisherig beschriebenen Haupttendenzen in der finanzkapitalistischen Entwicklung wie die Zunahme kurzfristiger Spekulation, die „manisch-depressiven“ Schwankungen der Wechselkurse, Rohstoffpreise und Aktienkurse, die Verlagerung des unternehmerischen Gewinnstrebens zu Finanzveranlagung und -spekulation und die generelle Ausbreitung der Mentalität „Lassen wir unser Geld arbeiten“ sollen im Folgenden in den Kontext gesellschaftlichen Entwicklung im Allgemeinen gesetzt werden. Dabei wird versucht, die Zusammenhänge zwischen ökonomischen Fundamentalinteressen, (wirtschaftswissenschaftlicher) Wahrnehmung, Erkenntnis(interesse), wirtschaftspolitischen Symptomkuren und einer dadurch (mit)verursachten Verschärfung der Probleme, herauszuarbeiten.

Um sich darüber ein konkretes Bild machen zu können, ist es nötig, die wichtigsten ökonomischen und politischen Interessen der drei Beteiligungsformen am Produktions- und

Verteilungsprozess herauszuarbeiten (Arbeit, Realkapital, Finanzkapital) und die diesen Interessen entsprechende Wirtschaftstheorie und -politik zu identifizieren. Dabei lassen sich zwei „Regimes“ makroökonomischer Rahmenbedingungen unterscheiden, Realkapitalismus und Finanzkapitalismus. ??? Diese in der Zeit wechselnden Regimes sind kombiniert mit zwei im Raum unterschiedlichen Gesellschaftsmodellen, dem US-amerikanischen Modell und dem Europäischen Sozialmodell.

## **Die Interessen von Arbeit, Realkapital und Finanzkapital**

Alle gesellschaftlichen Weltanschauungen, welche Interessengegensätze 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 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:

- Realkapital ist das in Produktionsmitteln angelegte Vermögen, das teilweise durch Fremdkapital finanziert wird. Die Rendite auf das Realkapital ist umso höher, je niedriger der reale Zinssatz und der reale Wechselkurs sind sowie die Rohstoffpreise. Da (traditionelle) Unternehmer („Realkapitalisten“) ihren Gewinn auf Gütermärkten machen, profitieren sie generell von stabilen monetären Rahmenbedingungen (stabile Wechselkurse, Zinssätze und Rohstoffpreise).
- Finanzkapital ist das auf Finanzmärkten angelegte Vermögen, sei es zum Zweck der Finanzierung von Unternehmen, Haushalten oder des Staates, sei es zum Zweck der Spekulation auf den Aktien-, Devisen-, Anleihen- und Rohstoffmärkten.

Die gesellschaftliche Dynamik wird durch die Interaktion von folgenden drei Interessen geprägt (siehe dazu auch Übersicht 1):

- 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.
- Das Erwerbs- und Vermehrungsinteresse des Finanzkapitals entfaltet sich auf den Finanzmärkten, und zwar entweder durch Halten von Finanzvermögen (dies verlangt einen hohen Zinssatz und Wechselkurs) oder durch Handeln mit Finanzinstrumenten (dies verlangt eine hohe Instabilität ihrer Preise); beide „Entfaltungsbedingungen“ dämpfen die Expansion der Realwirtschaft.
- Das Erwerbs- und Beschäftigungsinteresse der Arbeit erfordert ein (hinreichend) hohes Wirtschaftswachstum, einen der Arbeitsproduktivität entsprechenden Anstieg der Reallöhne und damit eine dynamische Entwicklung der Gütermärkte.

Diesen drei Interessen entsprechen keine homogenen sozialen Gruppen („Klassen“):

- Arbeitnehmer sparen und akkumulieren dadurch Finanzvermögen; sie haben daher gleichzeitig Arbeitnehmerinteressen und Rentierinteressen.
- Unternehmer des "non-financial business" sind zwar in ihrer Gesamtheit (als Sektor) Nettoschuldner, in dem Ausmaß jedoch, in dem sie Finanzaktiva halten und ein entsprechendes Portfoliomanagement betreiben, haben sie auch Rentierinteressen.

Übersicht 1: Arbeit, Realkapital und Finanzkapital  
Interessen und Partnerschaften

|   | <b>Arbeit</b>   | <b>Realkapital</b>  | <b>Finanzkapital</b>   |
|---|---|---|--|
| Ökonomische Interessen                    | Vollbeschäftigung und Reallohnsteigerungen  | Hohe Rendite auf Realveranlagung:<br>- niedrige Realzinsen<br>- niedrige reale Wechselkurse,<br>Stabile/regulierte Finanz- und Rohstoffmärkte | Hohe Rendite auf Finanzveranlagung und –spekulation:<br>- hohe Realzinsen<br>- hohe reale Wechselkurse,<br>Deregulierte Finanz- und Rohstoffmärkte |
| Beispiele für Interessenkonflikte         | Lohnsteigerung  | ←-----→   | Zinssteigerung<br>Reale Aufwertung   |
| Potentielle Partner für Interessenbündnis | Realkapital   | Arbeit oder Finanzkapital   | Realkapital  |
| Ökonomisches Interesse am Staat           | Vollbeschäftigungspolitik, soziale Sicherheit, Bildung, Öffentliches (Mit)Eigentum an Unternehmen, insbesondere der Daseinsvorsorge | Wachstumspolitik: Öffentliche Investitionen, Bildung, Wirtschaftsförderung<br>Totalprivatisierung der öff. Unternehmen                        | Mächtige Notenbank<br>Restriktive Geldpolitik<br>"Bail-out" bei Finanzkrisen<br>Privatisierung der Sozialversicherung                              |

Allerdings lassen sich soziale Gruppen nach der Dominanz ihrer ökonomischen Interessen unterscheiden: Die meisten Arbeitnehmer sind "hauptberuflich" Arbeitnehmer und die meisten Unternehmer im "non-financial business" 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, was in den letzten 25

Jahren auch geschehen ist (für Klein- und Mittelbetriebe sind die Risiken von Finanzveranlagung und –spekulation größer und die Gewinnchancen kleiner, sie nützen diese Möglichkeiten daher weniger als Großkonzerne). Wegen der enormen Konzentration der Verteilung des Finanzvermögens ist die Zahl der „hauptberuflichen“ Rentiers viel kleiner als jene der „hauptberuflichen“ Unternehmer bzw. Arbeitnehmer.<sup>2)</sup>

Die gesellschaftliche Entwicklung wird wesentlich durch (stillschweigende) „Interessengemeinschaften“ der Unternehmerschaft entweder mit den („hauptberuflichen“) Rentiers (wie in den 1930er 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 durch die durchgehenden bzw. unterbrochenen „Doppelpfeile“ in Übersicht 1 symbolisiert). 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 sehr hohe und instabile Zinssätze und Wechselkurse die Aktivitäten auf Gütermärkten behindern. Da sowohl Arbeitnehmer als auch Unternehmer von einem starken Wachstum der Realwirtschaft profitieren (durch Steigerung ihrer Einkommen), haben sie indirekt auch ein Interesse an der Entfaltung der wirtschaftlichen Interessen der „Gegenseite“.
- 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 politisch an einem wirtschaftlich passiven Staat interessiert; je

---

<sup>2)</sup> Die Unterscheidung zwischen den Interessen von Arbeit, Realkapital sowie Finanzkapital und damit den Bedingungen für ihre optimale Entfaltung einerseits und den sozialen Gruppen der (jeweils „hauptberuflichen“) Arbeitnehmer, Unternehmer und Rentiers andererseits ist aus mehreren Gründen essentiell. Erstens, weil Arbeitnehmer und Unternehmer auch (sekundäre) Rentierinteressen haben insofern sie Finanzkapital besitzen. Zweitens, weil insbesondere Arbeitnehmer den Gegensatz zwischen ihren primären Interessen als Arbeitnehmer und ihren sekundären Interessen als Besitzer von Finanzvermögen zumeist nicht wahrnehmen. So mögen sie höhere Zinsen für ihr Sparguthaben oder höhere Dividenden bzw. Kurse ihrer Aktien attraktiv finden ohne zu bedenken, dass beides ihre primären Interessen 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. Drittens werden Unternehmer die Interessen ihrer Arbeitnehmer umso weniger mitberücksichtigen, je stärker sie als „Finanzkapitalisten“ agieren. Konzentrieren sie hingegen ihr Profitinteresse auf die realwirtschaftliche Produktion, so werden sie eher die Motivation ihrer Mitarbeiter und ihre „corporate identity“ fördern, da beides zum wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens beiträgt.

wichtiger nämlich das Steuerungssystem „Markt“ ist, desto größer ist der Einfluss der Besitzer der „Geldstimmen“. Ökonomisch sind die Unternehmer, nicht aber die Rentiers, an einem aktiven Staat im Bereich der Verbesserung der Produktionsbedingungen, insbesondere durch Investitionen in die Infrastruktur sowie in das Bildungswesen, interessiert. Die Rentiers und ihre „Geldvermehrter“ (Finanzsektor) sind dagegen an einer möglichst starken Stellung der Notenbank interessiert (sie ist die wichtigste „Schutzmacht“ des Finanzkapitals) sowie an einer Erweiterung ihrer Geschäftsfelder durch Privatisierung der Sozialversicherung, insbesondere der Pensionsversicherung. In Finanzkrisen sind die Rentiers zusätzlich auch an staatlichen „Rettungsaktionen“ für ihr Kapital höchst interessiert („bail-outs“).

## Realkapitalismus und Finanzkapitalismus

Realkapitalismus und Finanzkapitalismus stellen zwei Ausprägungen oder Regimes einer kapitalistischen Marktwirtschaft dar, die durch eine Vielzahl einander ergänzender Rahmenbedingungen charakterisiert sind. Die Aufschwungsphase im langfristigen Entwicklungszyklus wird von realkapitalistischen Rahmenbedingungen geprägt, die Abschwungsphase vom Finanzkapitalismus.<sup>3)</sup>

Die wichtigsten Komponenten bzw. Merkmale des Realkapitalismus sind (siehe dazu 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) 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

---

<sup>3)</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 sozialer (Dis)Innovationen zu ergänzen (dies betrifft insbesondere die Bildung ökonomischer Theorien) und mit der zyklischen Umverteilung gesellschaftlicher Macht im Sinne von *Kalecki* (1990) zu verknüpfen.



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, insbesondere auch solcher, die nicht unmittelbar mit der „Erscheinung“ des Problems verknüpft sind.
- Die Finanzierungsbedingungen fördern die Realwirtschaft: Der Zinssatz wird von den Notenbanken stabil und auf einem niedrigen – zumeist unter der Wachstumsrate liegenden – Niveau gehalten, die Wechselkurse sind fest, die Rohstoffpreise stabil.
- Die Rahmenbedingungen werden durch die Politik also so gesetzt, dass sich Vermögen am besten 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 (die Blütezeit der „Sozialen Marktwirtschaft“). Diese Transformation des „hässlichen Kapitalismus“ der dreißiger 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 real existierendem 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 (letzterer wurde durch korporatistische Formen der Entscheidungsfindung wie die Sozialpartnerschaft integriert). Anders gesagt: Das gemeinsame politische Interesse von Real- und Finanzkapital (der Vermögenden, egal in welcher Form sie ihr Kapital anlegen) an einem schwachen Sozialstaat und an schwachen Gewerkschaften hatte weniger Gewicht als der Gegensatz ihrer ökonomischen Interessen.

Übersicht 2: Realkapitalismus und Finanzkapitalismus

|  | <b>Realkapitalismus</b>   | <b>Finanzkapitalismus</b>  |
|--|---|--|
| Implizites Bündnis                               | Arbeit & Realkapital  | Realkapital & Finanzkapital  |
| Unternehmer/Gewerkschaften                       | Korporatismus   | Konflikt   |
| Staat/Markt                                      | Komplementär  | Antagonistisch   |
| Wirtschaftspolitische Ziele                      | Vollbeschäftigung, Wirtschaftswachstum, soziale Sicherheit, Geldwertstabilität  | Geldwertstabilität, „solide“ Staatsfinanzen, sinkende Staatsquote, Regelbindung der Politik, Wettbewerbsfähigkeit der nationalen Volkswirtschaft |
| Wirtschaftspolitisches „Machtzentrum“            | Regierungen   | Notenbanken  |
| Wirtschaftswissenschaftliches Modell             | Keynesianismus  | Monetarismus/Neoliberalismus   |
| Diagnose/Therapie                                | Systemisch  | Symptomorientiert  |
| Finanzielle Rahmenbedingungen                    | Zinssatz < Wachstumsrate, „ruhige“ Aktienmärkte, stabile Wechselkurse und Rohstoffpreise  | Zinssatz > Wachstumsrate, „boom“ und „bust“ auf Aktienmärkten, instabile Wechselkurse und Rohstoffpreise   |
| Gewinnstreben fokussiert auf                     | Realwirtschaft (Positiv-Summenspiel)  | Finanzwirtschaft (Null-Summenspiel)  |
| Relativ begünstigt sind                          | Schuldner(sektoren)   | Gläubiger(sektoren)  |
| Dominanz der Institutionen der Kapitalvermehrung | Industrie / nationale und internationale Gütermärkte  | Finanzsektor / nationale und internationale Finanzmärkte   |
| Wirtschaftsmodell                                | Soziale und regulierte Marktwirtschaft  | („Reine“) Marktwirtschaft  |
| Gesellschaftspolitische Ziele                    | Chancengleichheit, individuelle Entfaltung, sozialer Zusammenhalt   | Rahmenbedingungen schaffen für: „Jeder ist seines Glückes Schmied“   |
| Fokus der Globalisierung                         | Monetäre Rahmenbedingen (Weltwährungssystem), Regulierung der Finanzmärkte, Liberalisierung der Gütermärkte, (GATT), koperative Wachstumsstrategien (Marshall-Plan, Entwicklungshilfe,) | De-Globalisierung des „Systems Politik“, Deregulierung und Globalisierung der Finanzmärkte   |

Die meisten Merkmale des Finanzkapitalismus sind jenen des Realkapitalismus direkt entgegengesetzt und bedürfen daher keiner Kommentierung (siehe auch Übersicht 2). Einzelne Elemente des Finanzkapitalismus sollen ergänzend erläutert werden:

- Das „Interessenbündnis“ zwischen Real- und Finanzkapital (die Unterordnung ihrer ökonomischen Interessengegensätze unter ihr gemeinsames politisches Interesse) manifestiert sich nicht nur in der Deregulierung der Finanzmärkte, welche die wichtigsten Preise in der Weltwirtschaft destabilisiert, sondern auch in den wirtschaftspolitischen Hauptzielen der Geldwertstabilität, „solider“ Staatsfinanzen und einer sinkenden Staatsquote (alles genuine Finanzkapitalinteressen).
- 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>4)</sup>
- 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.
- Die von den Notenbanken praktizierte monetaristische Geldpolitik führt dazu, dass das Zinsniveau permanent die gesamtwirtschaftliche Wachstumsrate übersteigt, was wiederum die Finanzierungsbedingungen für die Unternehmen und den Staat nachhaltig verschlechtert.
- Schwankende Wechselkurse und Rohstoffpreise, über der Wachstumsrate liegende Zinssätze und zunehmende Gewinnchancen kurzfristiger Finanzspekulation dämpfen das Wachstum der Realinvestitionen und damit der Gesamtwirtschaft; als Folge steigen Arbeitslosigkeit und Staatsverschuldung, was wiederum einen Abbau des Sozialstaats als „Sachzwang“ erscheinen lässt.

---

<sup>4)</sup> Die beiden wichtigsten nationalökonomischen Schulen, deren Theorien die politischen Ziele des Neoliberalismus wissenschaftlich legitimieren, 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 politischen Forderungen, die sich insbesondere gegen den Sozialstaat und die Gewerkschaften richten. Diese Forderungen werden allerdings aus unterschiedlichen Annahmen über Erwartungsbildung und Marktprozesse abgeleitet (siehe dazu etwa Friedman, 1968 und 1984, bzw. Hayek, 1945 und 1948). Eine umfassende und instruktive Darstellung des Neoliberalismus, seiner Position in der ökonomischen Dogmengeschichte und seiner Interessegebundenheit bietet *Schul-Blankenburg* (2002). In kompakter – und ironischer – Form deckt *Rothschild* (2003) die Interessegebundenheit des ideologischen Hauptwerks von *Friedman* (1984) auf.

- Die neoliberale Ideologie wird somit nicht durch eine (temporäre) Popularität ihrer Forderungen geschichtsmächtig, sondern durch die „Hintertür“ der Ent-Fesselung der Finanzmärkte: Diese senkt das Wirtschaftswachstum, Arbeitslosigkeit und Staatsverschuldung steigen und lassen Sozialabbau und Deregulierung als unvermeidlich erscheinen.
- 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 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.

Im nächsten Abschnitt soll skizziert werden, wie die Interaktion der Interessen von Arbeit, Realkapital und Finanzkapital die langfristige Entwicklungsdynamik prägt, insbesondere die Sequenz von real- und finanzkapitalistischen Systembedingungen.

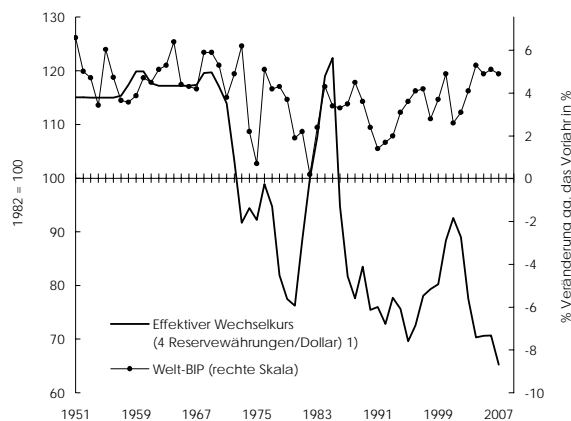
## **Die Abfolge von Realkapitalismus und Finanzkapitalismus im langfristigen Entwicklungszyklus**

Sowohl Realkapital als auch Arbeit profitieren von einer Expansion der Gütermärkte; sie sind deshalb ökonomische Bündnispartner sofern es gleichzeitig gelingt, ihren traditionellen politischen Antagonismus zu integrieren. Genau dies war in den ersten 25 Jahren der Nachkriegszeit der Fall:

- Aus den Erfahrungen der Weltwirtschaftskrise wurde von Keynes eine Theorie entwickelt, 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 (Abbildung 8) und feste Wechselkurse (Abbildung 7), liberalisierte Gütermärkte, verbesserte Produktionsbedingungen durch 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.

Die Prosperitätsphase der Nachkriegszeit wurde somit durch ein stillschweigendes Bündnis von Realkapital und Arbeit auf der Grundlage des Europäischen Modells („Soziale Marktwirtschaft“) geprägt, welche zwei einander logisch widersprechende, aber in der Praxis ergänzende Steuerungsmechanismen kombinierte: Konkurrenz der Individuen auf der Ebene der Märkte und Kooperation von Verbänden, Regierungen und Staaten auf der Ebene der Politik. Die Interessen des quantitativ noch unbedeutenden Finanzkapitals wurden dagegen an ihrer Entfaltung gehindert.

Abbildung 7: Dollarkurs und globale Wachstumsdynamik

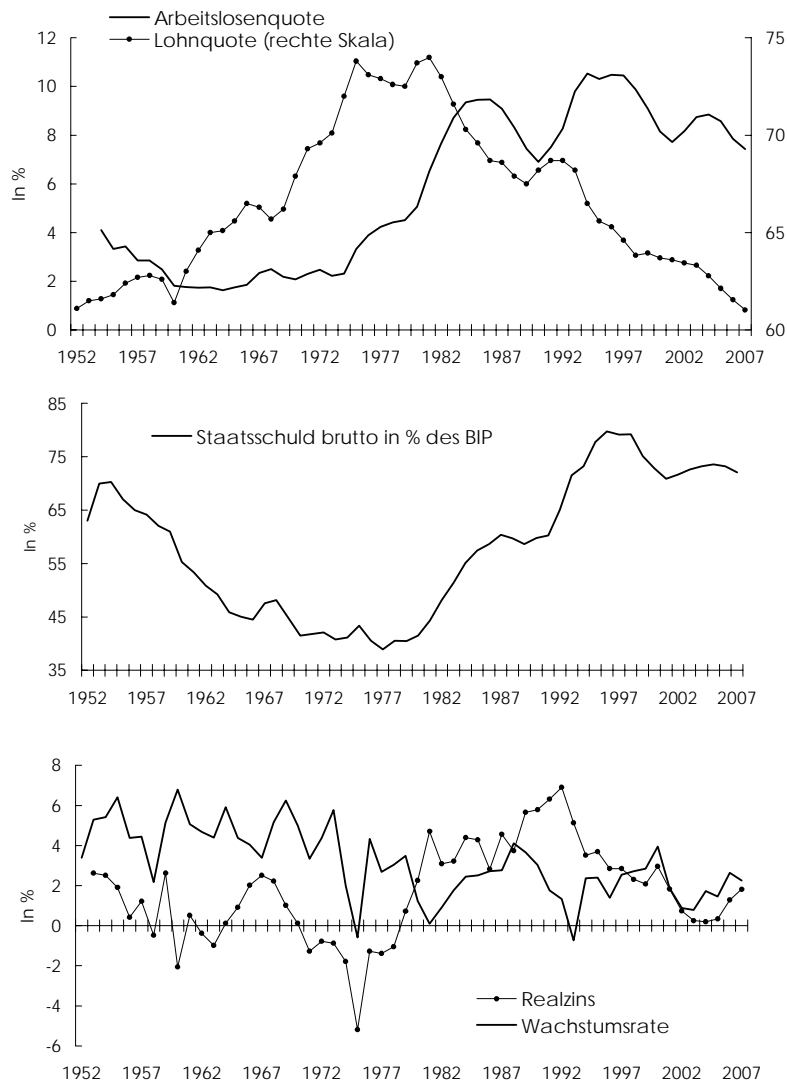


1) gegenüber DM, Franc, Pound, Yen.  
Qu: IMF.

Auch der Globalisierungsprozess wurde durch diese Systembedingungen geprägt: Die internationalen Finanzmärkte blieben reguliert, das Finanzkapital wurde also auch auf globaler Ebene „ruhig gestellt“. Gleichzeitig wurde aber die Expansion der Gütermärkte gefördert, und zwar sowohl durch ihre schrittweise Liberalisierung im Rahmen der GATT-Runden als auch durch kooperative Strategien der Wirtschaftspolitik wie den Marshall-Plan oder die in den sechziger Jahren forcierte Entwicklungshilfe. Bei stabilen Wechselkursen expandierte die Weltwirtschaft stärker als je zuvor, mehr als 20 Jahre lang gab es keine globalen Rezessionen (Abbildung 7).

Dieses Modell war so erfolgreich, dass in Europa schon Anfang der sechziger Jahre Vollbeschäftigung herrschte. In dieser Lage stellten die Gewerkschaften 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 (Abbildung 8 zeigt den markanten Anstieg der Lohnquote in den 1960er Jahren). Wenig später verschärften die Studentenbewegung und gleich darauf die Ökologiebewegung die Kritik am (Vergeudungs)Kapitalismus.

Abbildung 8: Entwicklungstendenzen in den (west)europäischen Industrieländern



Qu: OECD.

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. Nicht zufällig brachte das Jahr 1968 den Durchbruch für Milton Friedman und seine neoliberal-monetaristische Theorie auf akademischem Boden (Friedman, 1968). Ausgehend von dem „Beweis“, dass Vollbeschäftigungspolitik langfristig sinnlos sei, gelang es den Monetaristen, ihr

gesellschaftspolitisches Programm wissenschaftlich zu legitimieren und zu popularisieren (also die Interessen der Vermögenden als die Interessen aller Bürger erscheinen zu lassen):

- Der Staat sei der „Feind“ der Wirtschaft: je mehr er sich zurückziehe, umso besser für alle.
- Insbesondere die in der Prosperitätsphase ausgebauten Systeme der sozialen Sicherheit müssten beseitigt werden.
- Die Gewerkschaften seien die Hauptschuldigen an der Arbeitslosigkeit: sie „verführten“ die Arbeitnehmer zu einem zu hohen Lohnniveau.
- Deshalb könne und solle der Staat die Arbeitslosigkeit nicht bekämpfen.
- Zinssätze und Wechselkurse dürften nicht stabil gehalten, sondern müssten dem Spiel der Marktkräfte überlassen werden.
- Das einzige Ziel der Wirtschaftspolitik sei die Stabilität des Geldwerts.

Mit diesen Thesen legitimierte der Neoliberalismus die politischen Interessen des Konservatismus 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 (der beiden „Todfeinde“ des Finanzkapitals, da dieses historisch in erster Linie durch Hyperinflation und Staatsbankrott vernichtet wurde) und die Finanzmärkte sind vollständig zu deregulieren (das „Aktivitätszentrum“ des Finanzkapitals).

Dieses Programm wurde in Etappen umgesetzt. Anfang der siebziger Jahre wurde das Währungssystem von „Bretton Woods“ aufgegeben und die Wechselkursbildung den Marktkräften überlassen: Kurzfristig orientierte Spekulation verursacht seither enorme Kursschwankungen; da der Dollar den wichtigsten „Jeton“ darstellt, schwankt der Wert der weltwirtschaftlichen Leitwährung bei weitem am stärksten (Abbildung 6).

Die zwei ausgeprägten Abwertungen des Dollar 1971/73 und 1977/78 entwerteten die Dollarerlöse der Erdölexporture und wurden zur wichtigsten Ursache für die beiden Ölpreisverteuerungen 1973 und 1979, die nachfolgenden Rezessionen und den dadurch verursachten Anstieg der Arbeitslosigkeit (Abbildungen 6 und 7).

Als Folge der monetaristischen Hochzinspolitik liegt der Zinssatz in Europa seit Ende der 1970er Jahre permanent über der Wachstumsrate, während er davor darunter gelegen war (Abbildung 8 - in den USA liegt der Zins hingegen seit Anfang der 1990er Jahre mittelfristig wieder unter der Wachstumsrate als Folge des Kurswechsels zu einer wachstumsorientierten Geldpolitik). Die Unternehmen passten sich diesem „Regimewechsel“ durch eine Reduktion ihrer Realinvestitionen relativ zu Finanzinvestitionen an. Dies dämpfte das Wirtschaftswachstum (und damit auch die Steuereinnahmen) und ließ die

Arbeitslosen (unterstützungen) immer mehr zunehmen: Die Staatsschulden wuchsen seit Ende der siebziger Jahre rascher als das BIP, der Wohlfahrtsstaat wurde unfinanzierbar (gemacht).<sup>5)</sup>

Während das Wachstum von Investition, Produktion und Handel auf den Gütermärkten durch hohe Zinsen und instabile Finanzierungsbedingungen gedämpft wurde, boomten die Finanzmärkte umso mehr: Im Zuge ihrer Deregulierung wurden Finanzinnovationen geschaffen (Futures, Optionen, Optionen auf Futures etc.), welche eine Vielzahl neuer Formen von Spekulation ermöglichten. Diese erfassten alle für Investition und Produktion zentralen Preise wie Zinssätze, Wechselkurse, Rohstoffpreise und Aktienkurse (Abbildung 1 bis 5). Gefördert durch den enormen Fortschritt im Bereich der Informations- und Kommunikationstechnologien manifestierte sich der Finanzkapitalismus auf der globalen Ebene noch stärker als innerhalb der Industrieländer.

Die Krisenphase der zweiten Hälfte der Nachkriegszeit war und ist durch ein stillschweigendes Bündnis von Realkapital und Finanzkapital geprägt, (populär)wissenschaftlich durch den Neoliberalismus legitimiert. Politisch haben sowohl Unternehmer als auch Rentiers dadurch gewonnen: Steigende Arbeitslosigkeit, sinkende Sozialleistungen und ein geschwächter (Wohlfahrts)Staat drängten die Arbeitnehmer in die Defensive.

Ökonomisch haben freilich auch große Teile der Unternehmerschaft durch die Koalition mit dem Finanzkapital verloren, insbesondere die Besitzer von Klein- und Mittelbetrieben, die nach wie vor darauf angewiesen sind, ihre Gewinne auf Gütermärkten zu machen.

Der – primär durch Spekulation verursachten - Beschleunigung des Rohstoffpreisbooms nach Ausbruch der US-Hypothekarkreditkrise Mitte 2007, die nachfolgende Konjunkturverschlechterung, der Verfall der Aktienkurse und die Ausweitung der Finanzkrise zu einer globalen Wirtschaftskrise haben den Boden bereitet für den – mühevollen – Wechsel von finanz- zu realkapitalistischen Rahmenbedingungen in den kommenden Jahren. Dafür sind insbesondere zwei Gründe maßgeblich: Erstens kommt es zu einer nachhaltigen „Schubumkehr“ in der finanzkapitalistischen Bubble-Dynamik (statt Vermögen durch Preisbooms „aufzublasen“, implodieren sie). Zweitens fügen diese Entwicklungen den Interessen des Realkapitals generell schweren Schaden zu und unterminieren damit das polit-ökonomische Fundament des Finanzkapitalismus.

Dürfen wir am Ende der finanzkapitalistischen Illusionen auf nüchterne Einsichten und eine rasche Verwirklichung besserer („realkapitalistischer“) Rahmenbedingungen für eine Marktwirtschaft rechnen? Kaum. Denn für den Übergang von dem „Nicht-mehr-Funktionieren“ eines alten Systems und der Schaffung eines neuen gilt: Gewohnte Weltanschauungen müssen abgelegt, kognitive Dissonanzen ertragen und konkretes Denken muss wieder gelernt werden. Das wird Jahre dauern. Tröstlich aber ist: So schwierig wie der

---

<sup>5)</sup> Der Übergang von realkapitalistischen zu finanzkapitalistischen Rahmenbedingungen erfolgte auf globaler Ebene somit früher (um 1973) als innerhalb der Industrieländer (um 1980).



letzte Übergang von finanz- zu realkapitalistischen Rahmenbedingungen – zwischen 1933 und 1948 – wird es diesmal nicht werden.

## Literatur

- Friedman, M., „The Role of Monetary Policy“, American Economic Review, April 1968 (58).
- Friedman, M., Kapitalismus und Freiheit, Frankfurt, 1984.
- Hayek, F. A., „The Use of Knowledge in Society,“ American Economic Review, 35(4), 1945.
- Hayek, F. A., Der Weg zur Knechtschaft, Rentsch, Zürich, 1948.
- Kalecki, M., „Political Aspects of Full Employment“, Collected Works of Michal Kalecki, Vol. I, Claredon Press, Oxford, 1990.
- Kondratieff, N. D., „Die langen Wellen der Konjunktur“, Archiv für Sozialwissenschaften, 56, 1926.
- LeRoy, S. F., "Efficient Capital Markets and Martingales", Journal of Economic Literature, 1989, 27(4), pp. 1583-1621.
- Mensch, G., Das technologische Patt, Frankfurt, 1975.
- Rothschild, K., „Reflections on an anniversary – Friedman’s *Capitalism and Freedom*“, Journal of Economic Studies, 30(5), 2003.
- Schui, H., Blankenburg, S., Neoliberalismus: Theorie, Gegner, Praxis, VSA-Verlag, Hamburg, 2002.
- Schulmeister, S. (1998), „Der polit-ökonomische Entwicklungszyklus der Nachkriegszeit“, Internationale Politik und Gesellschaft, Friedrich-Ebert-Stiftung, 1998(1).
- Schulmeister, Stephan (2006): The Interaction between Technical Currency Trading and Exchange Rate Fluctuations, Finance Research Letters Vol. 3, No. 3, 2006, 212-233.
- Schulmeister, S., Schratzenstaller, M., Picek, O. (2008), A General Financial Transaction Tax – Motives, Revenues, Feasibility and Effects, Study of the Austrian Institute of Economic Research (WIFO) Vienna, April 2008, ([http://www.wifo.ac.at/www/jsp/index.jsp?fid=23923&id=31819&typeid=8&display\\_mode=2](http://www.wifo.ac.at/www/jsp/index.jsp?fid=23923&id=31819&typeid=8&display_mode=2)).
- Schumpeter, J., Business Cycles, McGraw Hill, New York, 1939.
- Van Duijn, J., J., The Long Wave in Economic Life, London-Boston-Sydney, 1983.