

**Stephan Schulmeister**

# **Der "Aufbau" der großen Krise durch "business as usual" auf Finanzmärkten**

*Schriftliche Fassung eines Vortrags auf der Jahrestagung der Keynes-Gesellschaft am 16. Und 17. Februar 2009 in Wien*

Das Potential für die neue Weltwirtschaftskrise wurde durch den vorangegangenen Boom von Immobilienpreisen, Aktienkursen und Rohstoffpreisen gewissermaßen "aufgebaut". Der Ausbruch der Hypothekenkrise in den USA "aktivierte" dieses Potential. In der Folge "entlud" es sich in Gestalt einer massiven Entwertung von Immobilien-, Aktien- und Rohstoffvermögen. Durch das gleichzeitige "Abschmelzen" von drei Vermögensarten breitete sich die Finanzkrise auf die globale Realwirtschaft aus, die Nachfrage von Unternehmen, Haushalten und Banken brach ein.

All diese Prozesse verweisen auf die systemischen Ursachen der großen Krise: In den vergangenen 30 Jahren hat sich das Gewinnstreben aller wichtigen Akteure von realwirtschaftlichen Aktivitäten zu Finanzveranlagung und -spekulation verlagert („Lassen Sie Ihr Geld arbeiten“). Wissenschaftlich legitimiert wurde der Finanzkapitalismus durch die neoliberale Wirtschaftstheorie, durchgesetzt wurde er insbesondere durch die Produktion von „Sachzwängen“ wie Arbeitslosigkeit und Staatsverschuldung.

Die politische Basis des Finanzkapitalismus ist das (stillschweigende) Bündnis der Interessen von Real- und Finanzkapital gegen die Interessen von Arbeit (die ersten 25 Jahre der Nachkriegszeit waren umgekehrt durch ein Bündnis zwischen Realkapital und Arbeit geprägt worden, die Interessen des Finanzkapitals wurden „ruhig gestellt“). Mit der Entwicklung der neuen Weltwirtschaftskrise ist das Ende der Sackgasse des Finanzkapitalismus erreicht. Der Übergang zu einer neuen Form realkapitalistischer Rahmenbedingungen wird zumindest einige Jahre dauern, und damit auch die Krise.

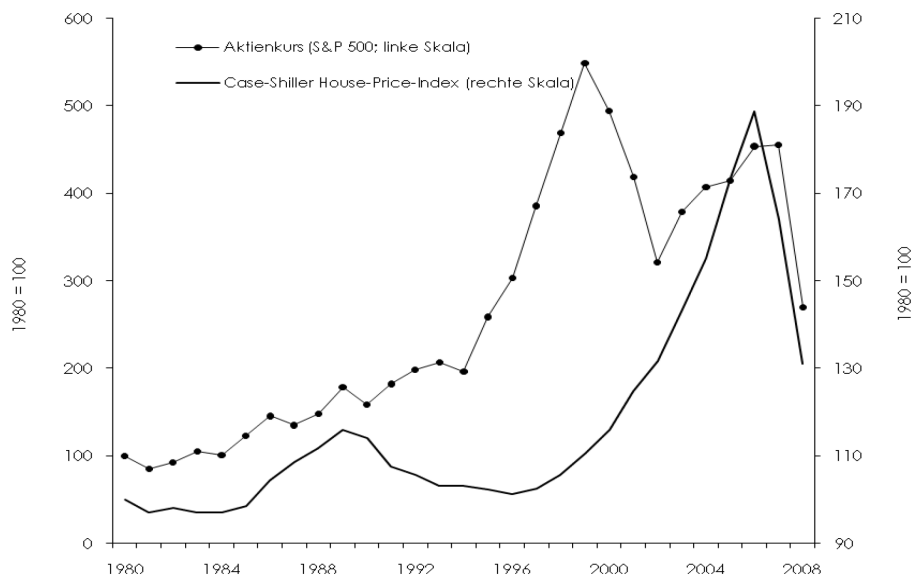
## **1. Die „gängige“ Erklärung der Finanzkrise**

Diese lässt sich so zusammenfassen: Gierige Bankmanager in den USA haben seit Jahren in gewaltigem Umfang Hypothekarkredite an nahezu Mittellose vergeben. Dabei ging man davon aus, dass sich der Boom der Immobilienpreise fortsetzen würde (Abbildung 1). „Sicherheitshalber“ behielten die Banken diese Kredite nicht, sondern bündelten sie zu (hybriden) Wertpapieren, welche weltweit verkauft wurden („mortgage backed securities“ -

MBS). Gefördert wurde dieses „Spiel“ durch die vom (damaligen) US-Notenbankchef Greenspan zwischen 2002 und 2004 extrem niedrig gehaltenen Zinsen.

Der so „inszenierte“ Bauboom trug wesentlich zum kräftigen Konjunkturaufschwung in den USA nach der Rezession 2001 bei. Dies veranlasste die Notenbank, die Leitzinsen ab 2004 stetig zu erhöhen, der Boom der Immobilienpreise schwächte sich ab, 2007 begannen sie zu sinken. Gleichzeitig setzte für immer mehr Hypothekarschuldner die Hochzinsphase ihres Kredits ein. Folge: Millionen Hausbesitzer wurden zahlungsfähig und delogiert, die Wertpapiere (MBS) wurden großteils wertlos, ihre Inhaber (Banken, Versicherungen, Hedge Funds) erlitten enorme Bewertungsverluste. Diese wurden mit Ausbreitung der Insolvenzwelle immer größer.

Abbildung 1: Aktienkurse und Immobilienpreise in den USA, real <sup>1)</sup>



Q: [http://aida.econ.yale.edu/~shiller/data/ie\\_data.xls](http://aida.econ.yale.edu/~shiller/data/ie_data.xls)

Die Kreditkrise weitete sich zu einer Vertrauenskrise im globalen Finanzsystem aus, da niemand wusste, wer wie viele „toxic assets“ hielt. Die Notenbanken sprangen ein und halfen mit Liquiditätsspritzen in gigantischem Ausmaß. Dennoch wurde die Bonität von immer mehr (Groß)Banken in Mitleidenschaft gezogen, im März 2008 konnte die Investmentbank „Bear Stearns“ nur knapp gerettet werden, im September verschärfte sich die Krise nach der Pleite von Lehman Brothers dramatisch.

Trotz fortgesetzter Zinssenkungen der US-Notenbank und massiver „Liquiditätsspritzen“ wurde es für Unternehmen und Haushalte immer schwerer, einen (günstigen) Bankkredit zu bekommen. Auf diese Weise erfasste die Finanzkrise auch die Realwirtschaft, eine schwere Rezession 2009 wurde unausweichlich.

Diese Erklärung stellt eine Symptomdiagnose dar, ihr entspricht die Symptomkur: Faule Kredite „entsorgen“, Liquidität bereitstellen, den Banken Eigenkapital zuführen, an diese appellieren, einander wieder Vertrauen zu schenken und mehr Kredite zu vergeben.

## **2. Die Komponenten des „Aufbaus“ der Krise**

Tatsächlich stellt die neue Weltwirtschaftskrise das „Endprodukt“ des Wandels von realkapitalistischen zu finanzkapitalistischen Rahmenbedingungen dar, welcher Anfang der 1970er Jahre einsetzte. Im vorangegangenen "golden age" of capitalism" hatten die wichtigsten Rahmenbedingungen – von der Dominanz der keynesianischen Theorie und einer entsprechend aktiven Wirtschaftspolitik bis zu Gestaltung der Währungsordnung und der "labour relations" – gewährleistet, dass sich die "Kernenergie" des Kapitalismus, das Profitstreben, am besten in der Realwirtschaft entfalten konnte. Ich nenne diese Ausprägung einer kapitalistischen Marktwirtschaft "Realkapitalismus". Seit Anfang der 1970er Jahre verlagerte der Wandel in den Rahmenbedingungen das Profitstreben immer mehr von der Realwirtschaft zu Finanzveranlagung und –spekulation ("Finanzkapitalismus" – die Hauptunterschiede zwischen der real- und finanzkapitalistischen Organisation einer Marktwirtschaft werden in Abschnitt 5 herausgearbeitet).

In diesem Abschnitt werde ich zunächst die wichtigsten Etappen im Wandel vom Realkapitalismus zum Finanzkapitalismus rekapitulieren und damit den langfristigen Pfad zur Krise skizzieren. Danach möchte ich die wesentlichen "Komponenten" des kurzfristigen "Ausbaus" des Potentials für die große Krise herausarbeiten. Damit wird ihr systemischer Charakter verdeutlicht, die Krise somit als "Endprodukt" der "Hochblüte" des Finanzkapitalismus zwischen 2003 und 2007 begriffen.

Der Wandel von realkapitalistischen zu finanzkapitalistischen Rahmenbedingungen vollzog sich in mehreren Etappen (Schulmeister, 1998):

- Die Aufgabe des Systems fester Wechselkurse (1971), die beiden massiven Entwertungen des Dollars (1971/73 sowie 1977/79) und die dadurch mit verursachten „Ölpreisschocks“ waren die Hauptgründe für die beiden Rezessionen 1974/75 und 1980/82 (Abbildung 6).
- Die Unsicherheit hinsichtlich der Profitabilität von Realinvestitionen stieg, gleichzeitig nahmen die Spekulationschancen auf den Devisen- und Rohstoffterminmärkten zu.
- Als Folge der „Ölpreisschocks“ und damit indirekt der Aufgabe fester Wechselkurse beschleunigte sich die Inflation, gleichzeitig stieg die Arbeitslosigkeit im Zuge der Rezession 1974/75.
- Diese Konstellation nutzten neoliberale Ökonomen wie Milton Friedman für den „Generalangriff“ auf den Keynesianismus in der simplifizierten Form der „neo-klassischen

Synthese“). Die Phillips-Kurve sei falsifiziert, und damit das Kernstück der keynesianischen Theorie.<sup>1)</sup>).

- Ende der 1970er Jahre begannen die Notenbanken eine extreme Hochzinspolitik zu praktizieren. Denn die Dollarentwertung 1977/79 und der nachfolgende Ölpreisschock hatten die Inflation neuerlich beschleunigt.

Abbildung 2: Aktienkurse in Deutschland, Großbritannien und den USA



Q: Yahoo Finance (<http://de.finance.yahoo.com/m8>).

- Seit 1980 liegt der Realzins in Europa (daher) nahezu permanent über der Wachstumsrate, davor 1980 war er immer niedriger gewesen (Abbildung 15 – in den USA wurde das Zins-Wachstums-Differential nach dem geldpolitischen Kurswechsel Ende der 1980er Jahre wieder mittelfristig auf annähernd Null gesenkt).
- Das positive Zins-Wachstums-Differential zwang die Unternehmen wegen der „dynamischen Budgetbeschränkung“, ihre Fremdfinanzierung und damit auch das Wachstum ihrer Realinvestitionen zu senken.
- Das unternehmerische Gewinnstreben verlagerte sich so von der Realkapitalbildung zu Finanzveranlagung und –spekulation (Abbildung 8), zusätzlich gefördert durch den seit

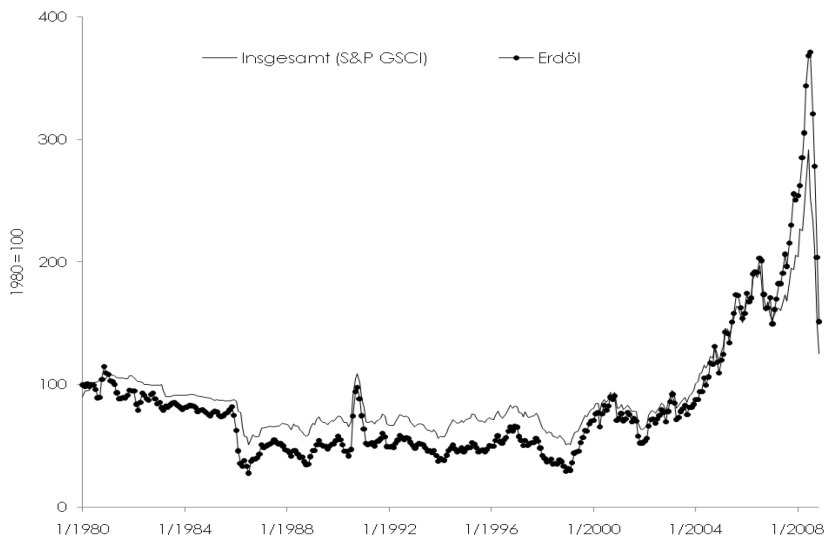
---

<sup>1)</sup> Dabei ergab sich gewissermaßen ein „Treppenwitz“: Friedman hatte mit seinem Kampf für „flexible“ Wechselkurse selbst zu jener Konstellation beigetragen, die er für die „monetarist counter-revolution“ sehr erfolgreich „verwertete“. Denn die Inflationsbeschleunigung Anfang der 1970er Jahre und die Rezession 1974/75 wurden in hohem Maß durch den Ölpreisschock 1973 und damit indirekt durch die vorangegangene Entwertung des Dollars mit verursacht (siehe dazu Schulmeister, 2000).

den 1980er Jahren anhaltenden Boom von Finanzinnovationen, den Derivaten aller Art (Abbildung 4).

- Der 1982 einsetzende Aktienboom stimulierte die Spekulationsfreude, zumal die Umstellung der Pensionssysteme in den USA dem Boom einen „langen Atem“ gab (er dauerte fast 19 Jahre – Abbildung 1).
- Die wichtigsten Preise wie Wechselkurse, Rohstoffpreise und Aktienkurse wurden destabilisiert (Abbildungen 1, 2, 3), sie schwankten in einer Abfolge von „bull markets“ und „bear markets“ um ihre fundamentalen Gleichgewichtswerte (Abbildungen 5, 6, 7).

Abbildung 3: Rohstoffpreise

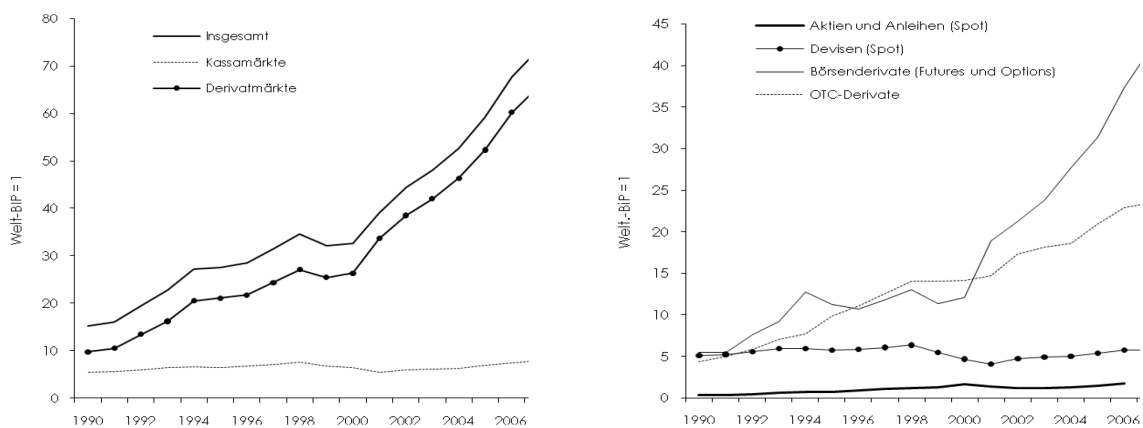


Q: Yahoo Finance (<http://de.finance.yahoo.com/m8>).

- Bei zunehmender Unsicherheit realwirtschaftlicher Transaktionen und steigender Gewinnchancen (kurzfristiger) Finanzspekulation verlagerten (Industrie)Unternehmen ihre Aktivitäten verstärkt von Real- zu Finanzinvestitionen (Abbildung 8).
- Dadurch musste das Wirtschaftswachstum nachhaltig sinken, Arbeitslosigkeit und Staatsverschuldung nahmen zu (Abbildung 15).
- Die Sparpolitik der 1990er Jahre dämpfte das Wachstum weiter. Gleichzeitig wurde die kapital“gedeckte“ Altersvorsorge gefördert.
- Also sollten auch die „Normalbürger“ ihr Geld arbeiten lassen. Überdies zeigten die Banken ihren Kunden, wie das Geld auch für die (relativ) „kleinen Leute“ durch allerlei Finanzinvestitionen „arbeiten“ kann, statt auf Sparbüchern zu ruhen.

- In den 1990er Jahren ist daher die Renditeansprüchlichkeit enorm gestiegen: Die Realwirtschaft wuchs in Europa kaum noch, aber das Finanzkapital sollte zumindest 10% abwerfen.
- Und lange Zeit schien es als könne das Geld wirklich arbeiten: So waren auf den Aktienmärkten der 1990er Jahre Durchschnittsrenditen von 15% und mehr zu holen. Die Diskrepanz zwischen Börsenwert und tatsächlichem Wert der Unternehmen vergrößerte sich stetig (Abbildung 7). Das (Pyramiden)Spiel „Der Unternehmen neue Kleider“ musste enden, und zwar wie immer abrupt (Aktiencrash 2000/2003).

Abbildung 4: Transaktionsvolumen auf den globalen Finanzmärkten

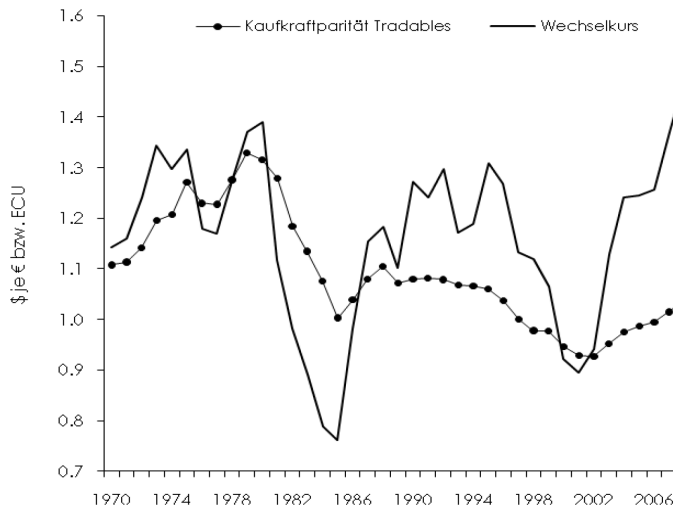


Q: BIS, WEF, WIFO.

Zwischen 2003 und 2007 gelang noch ein Aktienbubble (Abbildung 2), in Europa durch die Anreize zur kapitalgedeckten Altersvorsorge gefördert. In den USA begann der Immobilienbubble eine viel größere Rolle zu spielen, Geld arbeitete nun in Form einer Höherbewertung von Häusern (Abbildung 1). Die „Geldvermehrter“ nutzten dies zur Schaffung neuen Finanzkapitals in Form von Krediten an nahezu Mittellose: Als die Immobilienpreise zu fallen begannen, wurden die zu „Wertpapieren gebündelten Hypothekarkredite wertlos (Sommer 2007).

Daraufhin stürzten sich die „Geldvermehrter“ auf Rohstoffderivate, der letzte große „bubble“ setzte ein, die Preise von Rohöl, Weizen, Mais, Reis und sonstigen Rohstoffen explodierten (Abbildung 13). Mit dem Verfall der Rohstoffpreise seit Mitte 2008 hat es sich „ausgebubbelt“. Langsam dämmert die Einsicht in das fundamentale ANWN-Gesetz, das freilich zu einfach ist, um von ökonomischen Geistesgrößen begriffen zu werden: „Aus nix wird nix“.

Abbildung 5: Wechselkurs und Kaufkraftparität



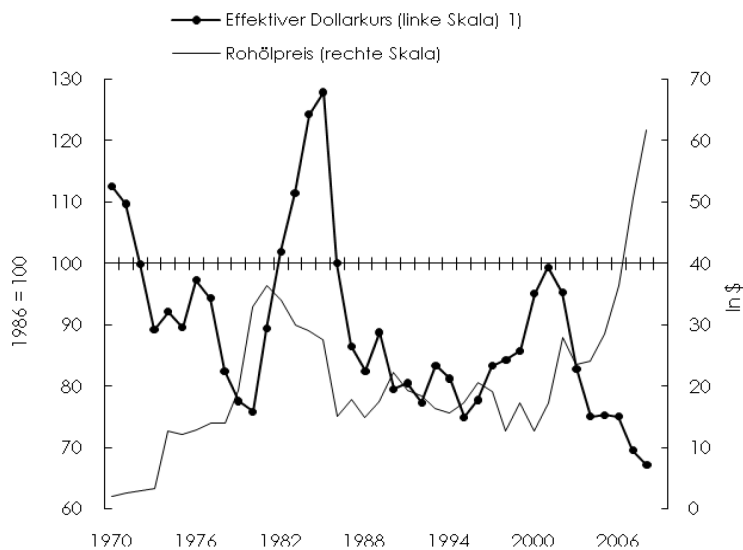
Q: OECD, WIFO, Schulmeister (2005).

Der „systemische“ Charakter der Krise wird deutlich, wenn man die wichtigsten Teilprozesse betrachtet, deren Zusammenwirken das „Krisenpotential“ in der „Hochblüte“ des Finanzkapitalismus aufgebaut hat.

Krisenkomponente 1: Der bereits 1997 einsetzende Boom der Immobilienpreise in den USA schuf die Voraussetzung für ihren unvermeidlichen Verfall (Abbildung 1). Dieser Boom wurde (lediglich) zwischen 2002 und 2004 durch die Niedrigzinspolitik gefördert, wichtiger war die Finanzierung von Hausbauten nahezu Mittelloser mit Hilfe der „subprime mortgages“. Diese war auch systemisch bedingt: Der im Frühjahr 2003 (neuerlich) einsetzende Aktienboom (Abbildung 2) verursachte eine stetige „Aufblähung“ des Eigenkapitals des Finanzsektors, da seine Aktiva (eben auch Aktien) zu laufenden Kursen bilanziert werden („fair-value-Prinzip“). Strebt nun eine Bank danach, ihren „Leverage“ konstant zu halten, so muss sie permanent mehr „Geld arbeiten lassen“ („sub-prime mortgages“, Kreditkartendarlehen, etc.).

Krisenkomponente 2: Die wichtigste „systemische“ Ursache für den weltweiten Vertrieb der „mortgage backed securities“ liegt in den gigantischen Dollarforderungen gegenüber den USA, die dort profitabel veranlagt werden müssen. Dieser „Dollarberg“ ist wiederum Folge des permanenten Leistungsbilanzdefizits der USA. Dieses können sie sich nur deshalb leisten, weil der Dollar nicht nur die nationale Währung der USA, sondern gleichzeitig die globale Leitwährung darstellt (Schulmeister, 2000): Die USA können als einziges Land ihr Leistungsbilanzdefizit in eigener Währung finanzieren. Jeder Exporteur akzeptiert Dollars, er kann sie ja sofort in eine andere Währung konvertieren. Irgendwer bleibt freilich auf den Dollars „sitzen“ und muss sie „arbeiten lassen“, etwa in hochverzinslichen „mortgage backed securities“.....

Abbildung 6: Rohölpreisschwankungen und Dollarkurs



Q: OECD, International Monetary Fund. - 1) Gegenüber DM, Französischem Franc, Pfund, Yen.

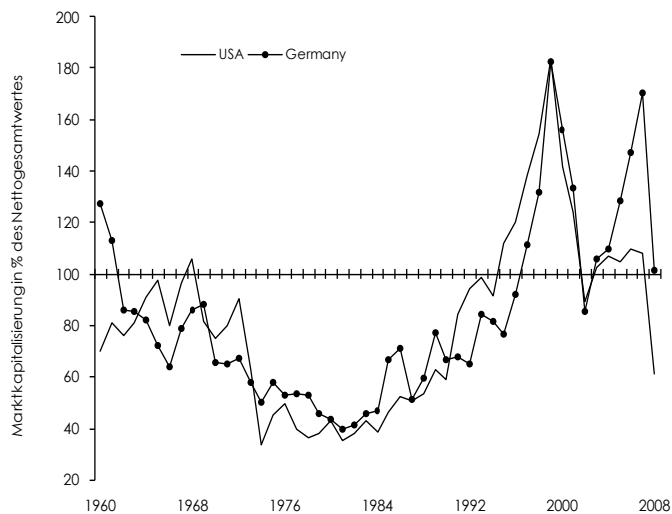
Krisenkomponente 3: Der weltweite Boom der Aktienkurse zwischen 2003 und 2007 baute ein enormes „Absturzpotential“ auf. Da in Europa das Geld für die Altersvorsorge zunehmend auf der Börse „arbeiten“ sollte, fiel der Kursanstieg auf europäischen Börsen viel stärker als in den USA (Abbildung 2 – in den USA hatte man die Altersvorsorge schon in den 1980er Jahren auf die Kapital„deckung“ umgestellt). So etwa stieg der DAX in vier Jahren auf mehr als das Dreifache. Der globale Aktienboom wurde durch eine fast „explosive“ Zunahme kurzfristiger Spekulation mit Aktienderivaten verstärkt (Abbildung 4): Der Großteil des Handels entfällt auf „Systemspieler“, welche auf Basis „technischer Modelle“ auf Kursschübe „aufspringen“.

Krisenkomponente 4: Der Anstieg der Zinsen und der Rückgang der Immobilienpreise lösten im Sommer 2007 die Kreditkrise aus, sie erfasste zunächst „Häuslbauer“ sowie Banken in den USA und weitete sich rasch zu einer globalen Finanzkrise aus (siehe die „gängige“ Erklärung).

Krisenkomponente 5: Um sich für ihre Verluste aus der Hypothekenkrise zu entschädigen, ließen Hedge Funds und Banken wie Goldman Sachs, Morgan Stanley oder die Deutsche Bank ab September 2007 ihr Geld auf den Märkten für Rohstoffderivaten „arbeiten“. Der letzte große Boom setzte ein, die Preise von Rohöl, Weizen, Mais, Reis und sonstigen Rohstoffen explodierten, bis Mitte 2008 stiegen sie im Durchschnitt auf das Doppelte (Abbildung 3). Gleichzeitig machten die Finanzinvestoren exorbitante Gewinne mit Rohstoffderivaten (Schulmeister, 2009A). Diese Entwicklung erhöhte das „Absturzpotential“ der Rohstoffpreise, beschleunigte den Preisauftrieb und verschlechterte die Konjunkturerwartungen.



Abbildung 7: Börsenwert und Netto-Gesamtwert der nicht-finanziellen Aktiengesellschaften



Q: Federal Reserve Bank, Deutsche Bundesbank, Destatis, Schulmeister (2003).

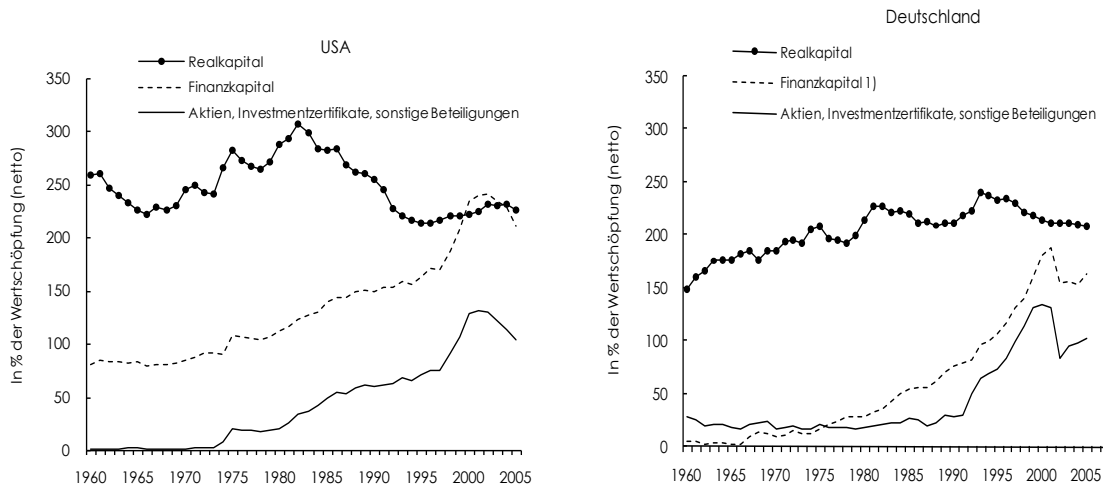
Anmerkung: Netto-Gesamtwert = Anlagevermögen zu laufenden Wiederbeschaffungspreisen + Finanzaktiva - Finanzpassiva

Krisenkomponente 6: Darauf senkte die US-Notenbank die Zinsen markant, während die EZB diese im Juli 2008 sogar noch einmal erhöhte. Die EZB glaubt nämlich, man könne eine ausschließlich durch höhere Rohstoffpreise verursachte Kosteninflation durch Zinssteigerungen bekämpfen. Die Verknüpfung „Wenn höhere Inflation, dann höhere Zinsen“ hat sich so sehr in die Köpfe der Mainstream-Ökonomen eingefressen, dass die Assoziation nahezu automatisch erfolgt. Leider beruht sie auf einem Denkfehler: Jede Zinserhöhung steigert die Zinskosten überproportional, und den Preisauftrieb durch Kostensteigerungen zu bekämpfen, ist offensichtlich kontraproduktiv (Schulmeister, 1996). Dazu die Empirie: Zwischen Ende 2005 und Mitte 2008 hat die EZB den Leitzins um 2,25 Prozentpunkte erhöht. In Deutschland stiegen dadurch die Zinszahlungen von Unternehmen und Haushalten um etwa 60% oder fast 70 Mrd. €, also im Ausmaß von 3% des BIP.

Krisenkomponente 7: Die unterschiedliche Zinspolitik trug dazu bei, dass der Eurokurs zwischen August 2007 und Juli 2008 von 1,35 \$ auf 1,60 \$ stieg. Dies sowie die von der EZB hoch gehaltenen Zinsen verschlechterten die Konjunkturaussichten in Europa stärker als in den USA (zusätzlich verstärkte die Dollarabwertung den Rohstoffpreisboom). Als die EZB Anfang Juli die Zinsen nochmals erhöhte, begannen selbst Devisenhändler am konjunkturpolitischen Verstand der EZB zu zweifeln: Der Wechselkurs des Euro sank bis Ende Oktober auf 1,25 \$. Wie zuvor die „Bergfahrt“ wurde auch die „Talfahrt“ durch „trend-following trading systems“ der professionellen „Systemspieler“ verstärkt. Mit der Aufwertung des Dollar begann der

Zusammenbruch der – in Dollar notierenden – Rohstoffpreise: Sie sind seit Mitte 2008 um etwa 50% gefallen (Abbildungen 3).

Abbildung 8: Real- und Finanzvermögen der nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften



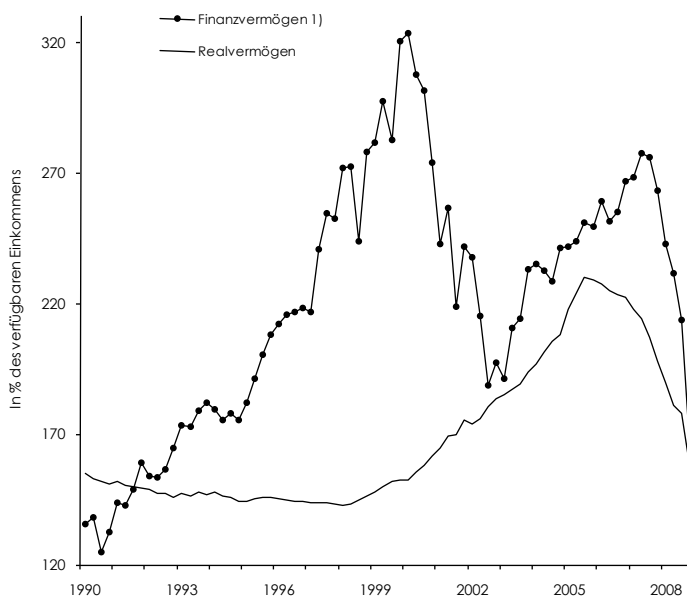
Q: Federal Reserve Bank, Deutsche Bundesbank, Statistisches Bundesamt Wiesbaden.

Krisenkomponente 8: Im Sommer 2008 verschärfte sich die Kreditkrise dramatisch, die Banken liehen einander kein Geld mehr, als Folge stieg der für die Weltwirtschaft insgesamt wichtigste Zinssatz, der LIBOR, drastisch an (der Dollarzins für Interbankkredite in London). Im Oktober 2008 lag der LIBOR bei 5,3% und damit um etwa 3 Prozentpunkte über dem US-Leitzins (ähnliches gilt für den EURIBOR). Nachdem der Staat die Investmentbank Merrill Lynch sowie die Hypothekenbanken Fannie Mae und Freddie Mac gerettet hatte, wollte man bei Lehman Brothers ein Exempel statuieren und ließ diese Bank pleite gehen. Am nächsten Tag wäre der größte US-Versicherungskonzern, AIG, ebenfalls in Konkurs gegangen. Denn er hatte für Schulden von Lehman die Haftung übernommen, und zwar durch „credit derivatives swaps“. Mit einer solchen „Wette“ garantiert eine Partei A gegen eine Prämie einer Partei die Einbringlichkeit einer Forderung. Das Volumen dieser Swaps war auf etwa 65.000 Mrd. \$ angeschwollen. Die Furcht von einem Zusammenbruch des gigantischen Kartenhauses löste Panik auf den Aktienmärkten aus.

Krisenkomponente 9: Kredite an „emerging markets“ in Osteuropa oder in den Entwicklungsländern sind zu einem großen Teil Dollarkredite, deren Verzinsung an den LIBOR gebunden ist (plus Aufschläge). Durch den Anstieg des LIBOR und die Aufwertung des Dollar haben sich die Kosten dieser Kredite dramatisch erhöht. Dies lässt gemeinsam mit dem Zusammenbruch der Rohstoffpreise die Importnachfrage dieser Länder massiv schrumpfen, eine erhoffte Stütze der Weltwirtschaft knickt ein. In Osteuropa kam zur „Aufwertung“ der

realen Last einer Auslandsschuld eine „Aufwertung“ von Inlandsschulden: In vielen Ländern haben Banken an inländische Unternehmen und Haushalte Fremdwährungskredite gegeben. Deren reale Last ist durch die massive Abwertung aller osteuropäischen Währungen enorm gestiegen. Dies wird den „Fäulnisprozess“ der in Osteuropa aushaftenden Kredite verstärken, was wiederum die Währungen dieser Länder weiter schwächt.

Abbildung 9: Vermögen der privaten Haushalte in den USA



Q: Federal Reserve Board, OEF. - 1) Aktien, Investmentfonds, Pensionfonds.

Krisenkomponente 10: Seit Mitte 2008 verfallen gleichzeitig Immobilienpreise, Aktienkurse und Rohstoffpreise, und zwar teilweise in rascherem Tempo als nach dem „Schwarzen Freitag“ im Oktober 1929: Dieser Entwertungsprozess lässt gemeinsam mit dem Verfall der Immobilienpreise große Teile des Vermögens von Haushalten, Unternehmen, Banken und Entwicklungsländern wegschmelzen, er stellt das „dynamische Epizentrum“ der Krise dar. Der wichtigste Beschleunigungsfaktor des Entwertungsprozesses ist die Spekulation auf fallende Aktienkurse und Rohstoffpreise auf den Derivatmärkten: Hedge Funds, Banken und sonstige „Systemspieler“ gehen „short positions“ ein (meist durch Verkauf von Futures). Die Exekution der Verkaufssignale treibt die Kurse nach unten. Das Geschäft ist enorm profitabel: Die Performance von Hedge Funds, welche auf „trend-following trading strategies“ spezialisiert sind, war noch nie auch nur annähernd so hoch wie 2008 (Abbildung 14).

Die enorme Entwertung des Vermögens der privaten Haushalte (für die USA: Abbildung 9) sowie des von den Banken, Versicherungen, aber auch von Industriekonzernen akkumulierten Finanzvermögens dämpften die Konsumnachfrage und ließen die Investitionen der

Unternehmen massiv einbrechen. Gleichzeitig ging auch die Importnachfrage der rohstoffproduzierenden Länder dramatisch zurück. Generell waren vom Rückgang der Nachfrage jene Güter am meisten betroffen, deren Anschaffung relativ kostspielig ist und die leicht verschoben werden kann (Wohnbau, Investitionsgüter, dauerhafte Konsumgüter, insbesondere PKW). Dementsprechend brachen Welthandel und Industrieproduktion seit Mitte 2008 bei weitem am stärksten ein.

### **3. Die Ausblendung der systemischen Ursachen der großen Krise**

Die „gängige“ Wahrnehmung und Diagnose der großen Krise konzentriert sich auf jenen Bereich, wo sie in Erscheinung trat, also auf die Banken, ihre fahrlässige Kreditvergabe, die Profitgier ihrer Manager sowie auf die Förderung dieses (Fehl)Verhaltens durch die viel zu expansive Zinspolitik von US-Notenbankchef Greenspan und generell durch unzureichende staatliche Regulierung. Betont wird also in erster Linie „menschliches Versagen“ im Bankensektor und in der Politik, die Möglichkeit eines „Systemversagens“ wird nur am Rande in Erwägung gezogen, etwa im Zusammenhang mit der „fair-value“-Bilanzierung.

Folgerichtig werden von den oben angeführten 10 Krisenkomponenten lediglich die in den Komponenten 1, 4 und 8 skizzierten Entwicklungen (teilweise) als Krisenursachen begriffen. Unbeachtet bleiben folgende Entwicklungen:

- Der Boom der Aktienkurse und Rohstoffpreise, welcher ein enormes „Absturzpotehtial“ aufbaute sowie die Aufwertung des Euro bis Mitte 2008 und die nachfolgende Abwertung (ausgeblendet bleiben die „manisch-depressiven“ Schwankungen der wichtigsten Preise in der Weltwirtschaft und ihre Bestimmungsfaktoren).
- Die dramatische Zunahme kurzfristiger Spekulation mit Finanzderivaten, insbesondere die geradezu groteske Expansion des Börsehandels mit solchen „Wettscheinen“ (ausgeblendet bleibt die „Triebkraft“ der Instabilität der „asset prices“).
- Die kontraproduktive Zinspolitik der EZB und ihre auf Denkfehlern beruhende theoretische Grundlage (ausgeblendet bleiben die wachstumsdämpfenden Effekte eines nahezu permanent positiven Zins-Wachstums-Differentials in Ländern wie Deutschland).
- Die „Verwandlung“ der (großen) Banken - exemplarisch die Deutsche Bank - von „Dienern der Realwirtschaft“ zu „Finanzalchemisten“ (ausgeblendet bleiben die realwirtschaftlichen Effekte der Propagierung von Finanzveranlagung und -spekulation).
- Die Illusion des „Lassen sie Ihr Geld arbeiten“ und die Schäden, welche durch diese Losung angerichtet wurden (ausgeblendet bleiben nicht nur „Fehlkonstruktionen“ wie die kapitalgedeckte Altersvorsorge und die meisten Finanzinnovationen, sondern generell die Verlagerung des Gewinnstrebens von der Real- zur Finanzakkumulation).

Der wichtigste Grund, warum diese „Krisenkomponenten“ nicht wahr genommen werden, liegt in der (vorbewussten und verständlichen) Vermeidung kognitiver Dissonanzen durch die Eliten. Würden sie sich ihnen aussetzen, so müssten etwa Wirtschaftswissenschaftler folgende Hypothese prüfen: Märkte, welche dem optimalen Markt der Theorie am nächsten kommen, nämlich die Börsen für Finanzderivate, produzieren systematisch „manisch-depressive“ Schwankungen der Wechselkurse, Zinssätze, Aktienkurse und Rohstoffpreise, also falsche Preissignale. Dann aber würde das gesamte Weltbild ins Wanken geraten, das man in den letzten 3 Jahrzehnten mit großer Mühe restauriert hatte.

Um sich dieser Mühsal auszusetzen, ist die Krise noch nicht schwer genug. Und selbst wenn sie sich vertieft: Der Problemdruck, der ein Nach-Denken befördert, tritt bei anderen auf, nicht bei jenen, deren Nach-Denken eine radikale Überwindung des neoliberalen Weltbilds ermöglichen könnte. Also suchen die Mainstream-Ökonomen nach Krisenursachen, welche dem Staat zugeschoben werden können: Er sei schuld an der Krise, weil er den Finanzsektor nicht wirksam reguliert hätte, oder weil er in Gestalt des Notenbankchefs Greenspan das Geld zu billig gemacht hätte (stellvertretend für viele Artikel mit dieser Tendenz: *Taylor, 2009*).

Das Haupthindernis einer raschen Überwindung der Krise liegt also in den Köpfen der „Experten“: Je stärker die „Beharrungstendenz ihres Meinungssystems“ und je fester ihr Glaube an die kunstvoll ausgedachte „Harmonie der Täuschungen“, desto länger wird die Krise dauern (diese Begriffe habe ich dem großartigen Essay von *Ludvik Fleck, 1935*, entnommen). Denn die Politik kann sich nur wenig von jenem Zeitgeist lösen, den Wissenschaft und Medien vertreiben.

Im folgenden werde ich mich auf die am meisten ausgeblendete Krisenursachen konzentrieren, die „manisch-depressiven“ Schwankungen von Aktienkursen, Rohstoffpreisen und Wechselkursen. Es sind dies die wichtigsten Preise, da sie in Raum und Zeit zwischen der Realwirtschaft und der Finanzwirtschaft „vermitteln“ (sollen).

## **4.1 "Lassen Sie Ihr Geld arbeiten" und die Folgen dieser Losung**

### *4.1 "Arbeitsformen" von Geld*

In der Prosperitätsphase der Nachkriegszeit lenkten die Rahmenbedingungen – feste Wechselkurse, stabile Rohstoffpreise, unter der Wachstumsrate liegende Zinssätze, stagnierende Aktienkurse – das Gewinnstreben auf realwirtschaftliche Aktivitäten. Wer sein "Geld arbeiten lassen" wollte, konnte dies nur über den "Umweg" der Realwirtschaft tun, insbesondere durch die Finanzierung von Investitionen.

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. Die typische Tauschsequenz ist Geld – Ware – Geld – Ware etc. In einem solchen "Regime" spielen Banken und Finanzmärkte eine wesentliche Rolle als Vermittler von Finanz-

und Realkapital, allerdings ist ihre Rolle im Verhältnis zur Realwirtschaft eine dienende. Ich nenne die "Spielordnung", in der die Rahmenbedingungen den "Vermehrungsdrang" von Finanzkapital systematisch auf die Realakkumulation lenken, "Realkapitalismus" (Schulmeister, 2004).

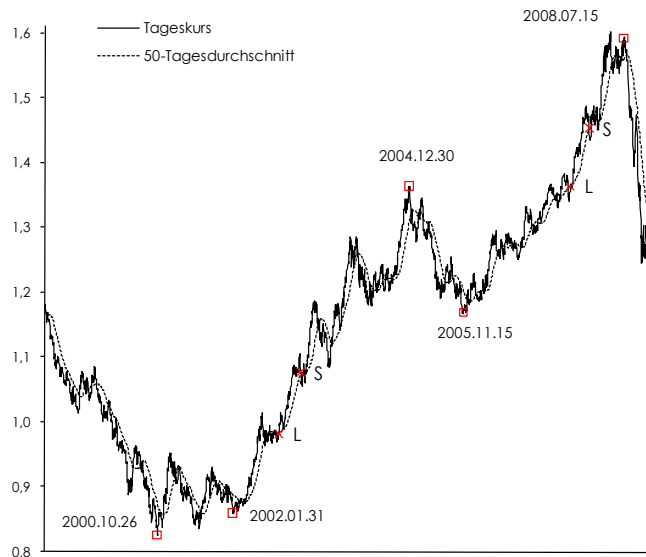
Versucht man, Geld "selbstreferentiell" zu vermehren, also durch Tausch unterschiedlicher "Geldarten" (Bankguthaben, Devisen, Aktien, Anleihen, Rohstoffderivate, etc.), so ergibt sich die charakteristische Tauschsequenz: Geld – Geld – Geld – Geld..... - Geld wird Mittel zum Selbstzweck. Dabei sind zwei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

- Das "schnelle Geld" vermehrt sich durch das sehr kurzfristige "trading" von Finanzinstrumenten aller Art wie Aktien, Anleihen oder Devisen, insbesondere aber von den entsprechenden Finanzderivaten (Futures, Optionen, Swaps, etc.).
- Das "langsame Geld" vermehrt sich durch "holding" von "financial assets", aber auch anderer Vermögen wie Häuser oder Kunstwerke, deren Wert während eines "bull market" steigt. In analoger Weise kann man von fallenden Kursen durch Halten von "short positions" auf den Derivatmärkten 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. 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 über den realwirtschaftlich determinierten Fundamentalwert "hinausschießende" "bull market" zieht früher oder später einen "bear market" nach sich, durch den die "überschießenden" Bewertungsgewinne wieder eliminiert werden.

Abbildung 10: Der Zyklus des Dollar-Euro-Kurses 1999 bis 2008



Q: Federal Reserve System, WIFO.

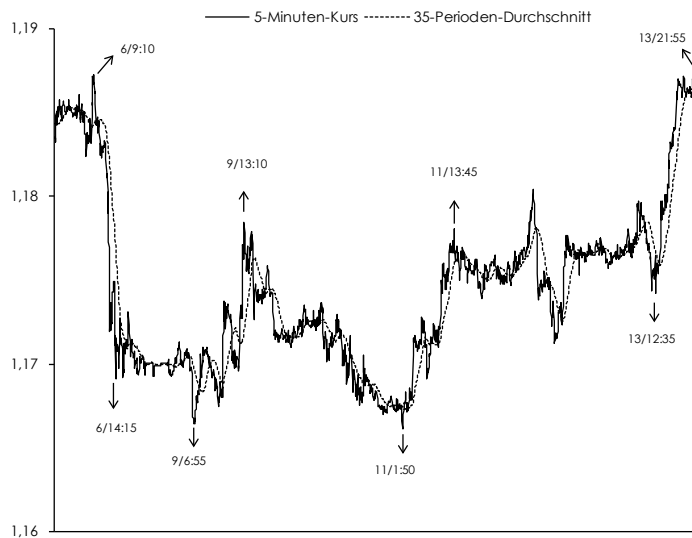
Beide (selbstreferentielle) "Arbeitsweisen" von Geld stellen daher im Wesentlichen kurz- bzw. längerfristige Null-Summenspiele dar. Das ökonomische Gesamtsystem gewinnt nicht nur nicht, sondern es wird verlieren (also eine schlechtere Performance aufweisen als unter realkapitalistischen Bedingungen), und zwar deshalb, weil 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" und wie durch "business as usual" auf den Finanzmärkten "bull markets" produziert werden, deren gleichzeitiger Zusammenbruch das "dynamische Epizentrum" der großen Krise darstellt.

#### 4.2 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.

Abbildung 11: Dynamik des Dollar-Euro-Kurses auf Basis von 5-Minuten-Daten  
6. bis 13. Juni 2003



Q: Olsen Ltd.

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.

All diesen Spot- und Derivatstransaktionen 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.

#### 4.3 Die wichtigsten Spekulationsstrategien

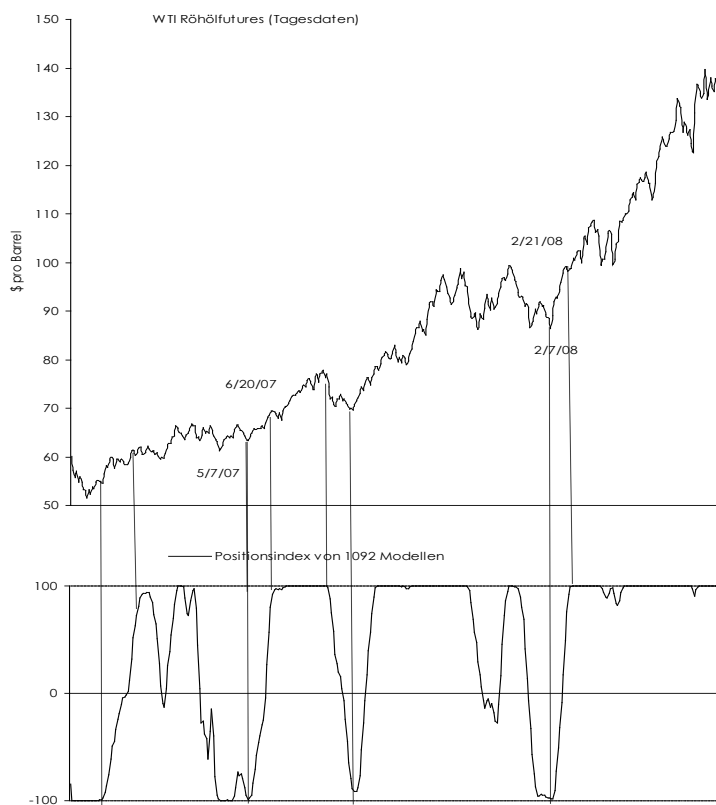
Professionelle Trader basieren ihre Entscheidungen auf die Interpretation neuer Informationen ("news"), auf das "Ausreiten" von Trends ("trend-followers") oder auf den Wechsel in der Trendrichtung ("contrarian trading"). Im ersten Fall geht es darum, in Sekunden abzuschätzen, wie die anderen Marktteilnehmer 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. Minuten-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.

Abbildungen 10 und 11 zeigen 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 50- bzw- 35-Perioden-Durchschnitt von unten (oben) durchbricht, wird gekauft (verkauft).<sup>2)</sup> Auch der bis Mitte 2008 anhaltende Boom der Rohstoffpreise konnte von einfachen Spekulationssystemen profitabel "ausgebeutet" werden (siehe Schulmeister, 2009A).

Abbildung 12: Aggregierte Handelssignale von 1092 technischen Modellen und die Preisentwicklung von Ölfutures  
Jänner 2007 bis Juni 2008



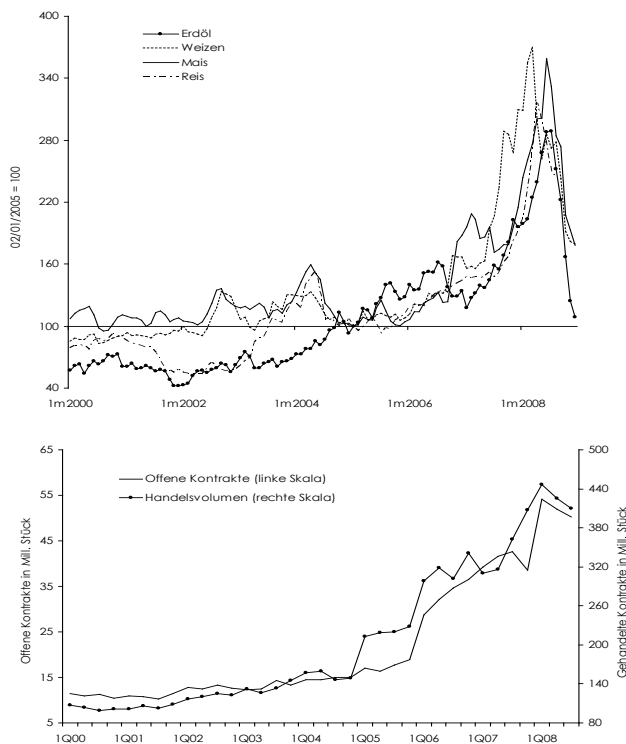
Q: New York Mercantile Exchange (NYMEX), WIFO.

<sup>2)</sup> Zu den Komponenten der Profitabilität technischer Handelssysteme auf Basis unterschiedlicher Datenfrequenzen siehe Schulmeister (2008A, 2009C).

Gleichzeitig verstärkt die Verwendung technischer Spekulationssysteme das "trending" von "asset prices". Die meisten Systeme sind "trend-following models", sie haben zwar unterschiedliche Parameter (jeder Trader hat sein Geheimmodell), doch folgen sie alle der gleichen Logik: In der ersten Phase eines Aufwärts(Abwärts)trends produziert jedes Modell ein Kauf(Verkauf)signal, die "schnellen" Modelle früher, die "langsamen" später. In ihrer Gesamtheit produzieren die in der Praxis verwendeten Modelle jeweils eine der Richtung des Trends entsprechende Sequenz von Handelssignalen, deren Exekution die Preisbewegung verstärkt (Schulmeister, 2006, 2009A, 2009B, 2009C).

Abbildung 12 zeigt diese Wechselwirkung am Beispiel der aggregierten Handelssignale von 1092 unterschiedlichen "technical models" im Handel mit Ölfutures (die an der NYMEX gehandelten Kontrakte für "West Texas Intermediate"). Die Netto-Position aller Modelle wird durch den Positionsindex dargestellt, bei einem Wert von +100 (-100) sind alle Modelle "long" ("short"). Entwickelt sich ein ausgeprägter Trend (wie nach dem 7. Februar 2008), so wechseln die Modelle sukzessive ihre Position, die entsprechenden Transaktionen verstärken den Trend.

Abbildung 13: Futures-Preise von Rohstoffen und Rohstoffderivathandel auf Börsen 2000 - 2008

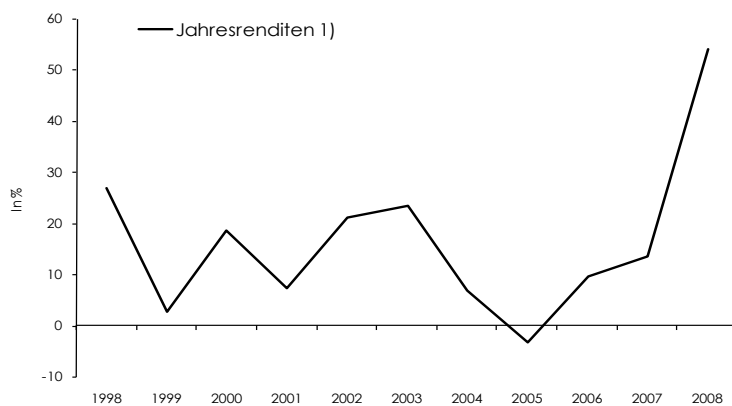


Q: New York Mercantile Exchange (NYMEX), Chicago Board of Trade (CBOT), BIZ.

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 zwischen Anfang 2005 und Mitte 2008 (Abbildung 13).

Da die Profitabilität von "trend-following technical trading systems" in erster Linie von der Dauer und Stärke der Preistrends abhängt (egal, ob nach oben oder nach unten), sind die Renditen von "trend-following" Hedge Funds 2008 enorm gestiegen (Abbildung 14). Die Daten über die Performance nach Monaten zeigt, dass die Gewinne in der zweiten Jahreshälfte am höchsten ausfielen. Dies spiegelt die Tatsache wieder, dass Aktienkurse und Rohstoffpreise noch rascher gefallen sind als sie zuvor gestiegen waren. Gleichzeitig wurde allerdings der Kursverfall durch die Spekulation verschärft.

Abbildung 14: Netto-Renditen von "trend-following" Hedge Funds



Q: [www.turtletrader.com](http://www.turtletrader.com) - <sup>1)</sup> Arithmetisches Mittel der Netto-Renditen von 17 Hedge Funds, welche ihre monatliche Performance dokumentieren.

#### 4.4 Destabilisierung der wichtigsten Preise in der Weltwirtschaft

Zwei Effekte stellen nicht nur die wichtigsten, langfristig wirksamen Ursachen für Arbeitslosigkeit und Staatsverschuldung dar, sondern auch für den "Aufbau" des Potentials der neuen Weltwirtschaftskrise:

- Die Spekulation auf den Derivatmärkten sowie im Devisenhandel destabilisiert Wechselkurse, Rohstoffpreise (insbesondere den Ölpreis), Aktienkurse und Zinssätze. Dies betrifft insbesondere die Akkumulation kurzfristiger "Preisschübe" zu langfristigen "bull markets" und "bear markets" dieser Preise.
- Die Unsicherheit über die Entwicklung dieser wichtigsten Preise in der Weltwirtschaft und die hohen Profitchancen von Finanzspekulation, dämpfen die realwirtschaftlichen

Aktivitäten von Unternehmen, insbesondere Investitionen und (damit) die Schaffung neuer Arbeitsplätze. Statt dessen haben die nicht-finanziellen Unternehmen in den vergangenen 20 Jahren zunehmend in Finanzkapital "investiert" (Abbildung 8).

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 Minuten- 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, 2009A, 2009B, 2009D).

Das Phänomen solcher Kursschübe lässt sich auf jeder Zeitskala beobachten. Aus ihrem Zusammenwirken ergeben sich mehrjährige Trends (Schulmeister, 2008B, 2009D): Minutentrends in die gleiche Richtung, unterbrochen von kürzeren Gegenbewegungen, addieren sich zu einem Stundentrend, mehrere Stundentrends zu Tagestrends, usf. 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. In einem stufenweisen Auf- oder Abwärtsprozess akkumulieren sich Kursschübe so über mehrere Jahre zu ausgeprägten "bull markets" und "bear markets" (Abbildungen 1, 2, 3). Die Abfolge von "boom" und "bust" 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 (Abbildungen 5, 6, 7).

Auf diese Weise sind in den vergangenen Jahren die Aktienkurse, Rohstoffpreise und der Eurokurs in die Höhe getrieben worden ("manische" Phase), und haben so das Potential für die neue Weltwirtschaftskrise "aufgebaut" (gemeinsam mit dem Boom der Immobilienpreise). Diese breitete sich durch den "synchronen" Entwertungsprozess dieser Vermögen immer mehr aus ("depressive" Phase).

Die „Schubumkehr“ der Vermögenspreise wird auch eine „Schubumkehr“ im Denken und Handeln einleiten, nämlich die Abkehr von jenem System, das die vergangenen 3 Jahrzehnte prägte, der Finanzkapitalismus.

## **5. Realkapitalismus und Finanzkapitalismus**

Die Nachkriegsgeschichte wurde von zwei gegensätzlichen Formen einer kapitalistischen Marktwirtschaft geprägt, Realkapitalismus und Finanzkapitalismus. Die Aufschwungsphase des "langen Zyklus" wird von realkapitalistischen Rahmenbedingungen geprägt, die Abschwungsphase vom Finanzkapitalismus (Schulmeister, 1998, 2004).

Die wichtigsten Komponenten bzw. Merkmale des Realkapitalismus sind (Übersicht 1):

- Dominanz eines „Interessenbündnisses“ zwischen Arbeit und Realkapital, die Interessen des Finanzkapitals sind „ruhig gestellt“.
- Das Verhältnis zwischen Unternehmerschaft und Gewerkschaften ist durch eine enge Zusammenarbeit 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 und soziale Sicherheit.
- Die Dominanz solcher ökonomischer Theorien, welche die Anfälligkeit einer kapitalistischen Wirtschaft für schwere Krisen berücksichtigen (wie die keynesianische Theorie in der Nachkriegszeit).
- Der Hauptansatz zur Diagnose und Therapie ökonomischer Probleme ist systemisch, d. h., man versucht, Probleme aus der Interaktion verschiedener Märkte und Akteure zu begreifen.
- Die Finanzierungsbedingungen fördern die Realwirtschaft: Der Zinssatz wird von den Notenbanken stabil und auf einem 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.
- Der Realkapitalismus kann deshalb als ein „Spiel“ angesehen werden, bei dem der „Gesamtkuchen“ notwendigerweise wächst. Ein solches Positivsummenspiel mildert Verteilungskonflikte erheblich.

Die Kombination von Markt und Staat, von Konkurrenz und Kooperation, von individueller Entfaltung und sozialer Verantwortung, und damit der Versuch einer Integration gesellschaftlicher Gegensätze, prägte die Prosperitätsphase der Nachkriegszeit („Soziale Marktwirtschaft“). Diese Transformation des „hässlichen Kapitalismus“ der 1930er Jahre war Resultat der „Aufarbeitung“ der Weltwirtschaftskrise, zusätzlich gefördert durch den „Kalten Krieg“.

In polit-ökonomischer Hinsicht lässt sich feststellen: Der Realkapitalismus stellt ein Regime dar, in dem das gemeinsame ökonomische Interesse von Realkapital und Arbeit den Gegensatz ihrer politischen Interessen überwiegt.

Übersicht 1: Realkapitalismus und Finanzkapitalismus

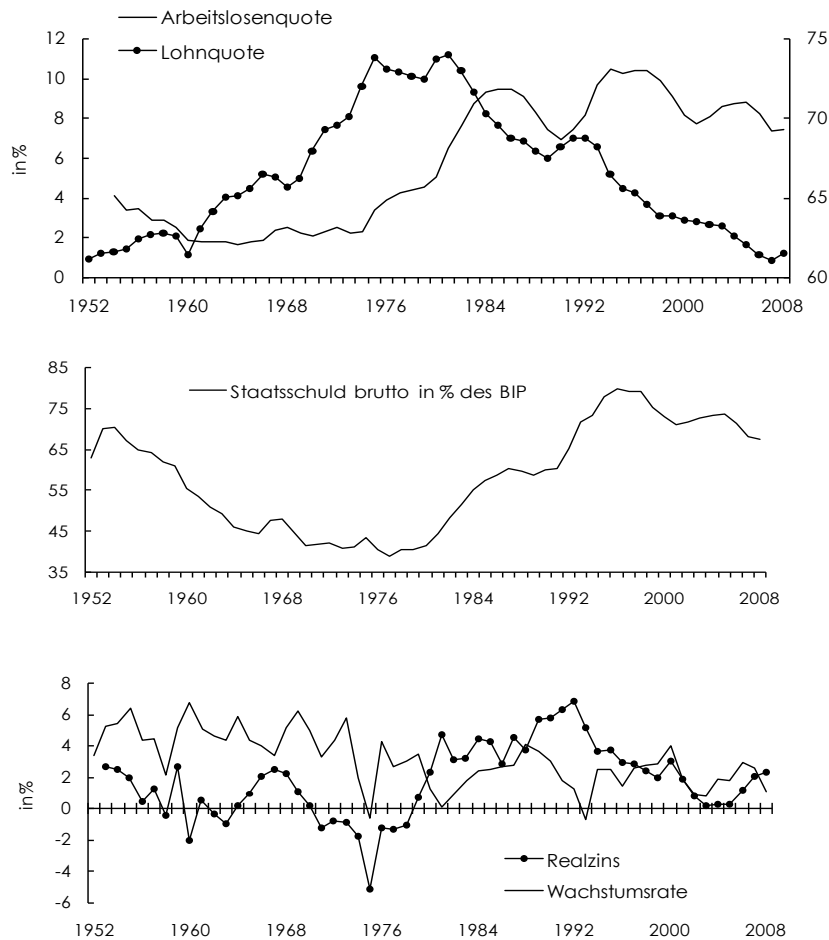
	<b>Realkapitalismus</b>	<b>Finanzkapitalismus</b>
Implizites Bündnis	Arbeit & Realkapital	Realkapital & Finanzkapital
Unternehmer/Gewerkschaften	Korporatismus	Konflikt
Staat/Markt	Komplementär	Antagonistisch
Wirtschaftspolitische Ziele	Vollbeschäftigung, Wirtschaftswachstum, soziale Sicherheit, Geldwertstabilität	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 (Übersicht 1). Einzelne Elemente sollen ergänzend erläutert werden:

- Das „Interessenbündnis“ zwischen Real- und Finanzkapital manifestiert sich nicht nur in der Ent-Fesselung der Finanzmärkte, sondern auch in den wirtschaftspolitischen Hauptzielen der Geldwertstabilität, „solider“ Staatsfinanzen und einer sinkenden Staatsquote (alles genuine Finanzkapitalinteressen).
- Das politische Hauptziel von Real- und Finanzkapital, Sozialstaat und Gewerkschaften zu schwächen, wird durch den Neoliberalismus „wissenschaftlich“ legitimiert.
- Diese auch von den Unternehmer(vertretern) übernommene „Weltanschauung“ und die darauf basierende Politik von Sozialabbau und Deregulierung verursacht eine zunehmende Entfremdung zwischen den Sozialpartnern.
- Die Verlagerung der wirtschaftspolitischen Macht von den Regierungen zu den Notenbanken kommt in Europa insbesondere in der Machtausstattung der Europäischen Zentralbank zum Ausdruck.
- Die von den Notenbanken praktizierte Geldpolitik führt dazu, dass das Zinsniveau die gesamtwirtschaftliche Wachstumsrate übersteigt. Dies verschlechtert die Finanzierungsbedingungen für die Unternehmen und den Staat nachhaltig.
- Schwankende Wechselkurse und Rohstoffpreise, über der Wachstumsrate liegende Zinssätze und zunehmende Gewinnchancen kurzfristiger Finanzspekulation dämpfen das Wachstum der Realinvestitionen und damit der Gesamtwirtschaft.
- Der Neoliberalismus wurde somit nicht durch die Popularität seiner Forderungen geschichtsmächtig, sondern durch die „Hintertür“ der Ent-Fesselung der Finanzmärkte: Diese ließ Arbeitslosigkeit und Staatsverschuldung steigen, Sozialabbau und Deregulierung wurden zu „Sachzwängen“.

In polit-ökonomischer 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.

Abbildung 15: Entwicklungstendenzen in den europäischen Industrieländern



Q: OECD.

## 6. Die große Krise im polit-ökonomischen Entwicklungszyklus

Die Position der gegenwärtigen Krise im letzten "langen Zyklus" lässt sich folgendermaßen skizzieren (Schulmeister, 1998, 2004)<sup>3</sup>:

<sup>3</sup>) Das Konzept eines langen "polit-ökonomischen Entwicklungszyklus" geht davon aus, dass die Abfolge von mehreren Jahrzehnten dauernden Aufschwungs- und Abschwungsphasen durch die Interaktion sozialer und technologischer Faktoren geprägt wird. Die wichtigste soziale, genauer polit-ökonomische, Determinante ist die Bündniskohäsion in der Triade "Arbeit – Realkapital – Finanzkapital": Die jeweilige Aufschwungsphase ist durch realkapitalistische Rahmenbedingungen geprägt (wie ~1890 bis 1914 oder ~1950 bis ~1970), die Abschwungsphase durch den Finanzkapitalismus (wie 1873 bis ~1890 oder ~1970 bis ~2010ff). Die wichtigste technologische Determinante besteht nicht im Auftreten von Basisinnovationen als solchen, sondern in ihrer Kohärenz mit sozialen Innovationen. So setzte sich die prozesstechnische Innovation fordristischer Massenproduktion – sie wurde bereits in den 1920er Jahre entwickelt – erst in den 1950er und 1960er Jahren durch. Denn erst in dieser Phase wurde die



- Finanzkapitalistische Rahmenbedingungen in den 1920er Jahren (vom Aktienboom bis zur Dominanz der neoklassischen Wirtschaftstheorie) bauten das Potential für die Weltwirtschaftskrise auf, ausgelöst durch den Börsenkrach von 1929.
- Die Depression der 1930er Jahre markiert die Talsohle des "langen Zyklus". Ihre Folgen waren verheerend. Dementsprechend radikal fiel die Aufarbeitung der Krise aus.
- Diese erbrachte eine neue Wirtschaftstheorie (Keynesianismus), und eine darauf aufbauende Neugestaltung des Verhältnisses von Markt und Staat. Auch das Verhältnis von Güter- und Finanzmärkten wurde neu gestaltet, erstere liberalisiert, letztere reguliert.
- Damit waren die Rahmenbedingungen für die realkapitalistische Phase des "langen Zyklus" geschaffen. Politisch abgesichert wurde dieses „Regime“ durch den "großen Konsens" zwischen Arbeit und Realkapital auf Basis der Sozialen Marktwirtschaft.
- Hohes Wirtschaftswachstum, Ausbau des Sozialstaats und anhaltende Vollbeschäftigung zogen in den 1960er Jahren eine (schleichende) Machtverlagerung zugunsten der Gewerkschaften (und der Sozialdemokratie) nach sich. Die damit verbundene Umverteilung von den Gewinnen zu den Löhnen, die massive Zunahme von Streiks, die Forderung nach immer mehr Mitbestimmung, das Jahr 1968 und die drohende "Abwanderung" der Intellektuellen ins "linke Lager" trugen wesentlich zur Abkehr der Unternehmer vom Interessebündnis mit der Arbeit bei.
- Die ideologische und wirtschaftspolitische Basis für das sich in den 1970er Jahren formierende Interessebündnis zwischen Realkapital und Finanzkapital bildete der Neoliberalismus.
- Die Durchsetzung seiner Forderungen wurde durch die "Hintertür" der Ent-Fesselung der Finanzmärkte erreicht. Der etappenweise Übergang zu finanzkapitalistischen Rahmenbedingungen schuf jene "Sachzwänge" in Gestalt steigender Arbeitslosigkeit und Staatsverschuldung, welche Gewerkschaft und Sozialstaat nachhaltig schwächten.
- Gleichzeitig nahm die Instabilität der wichtigsten Preise wie Wechselkurse, Rohstoffpreise und Aktienkurse, zu. Nach einem gleichzeitigen Boom der Preise von Immobilien, Aktien und Rohstoffen zwischen 2003 und 2007 führte die "Schubumkehr" zu einer dramatischen Vermögensentwertung und damit zu einer neuen Weltwirtschaftskrise. Damit ist der Anfang vom Ende des "langen Zyklus" erreicht.

---

technische Innovation der Massenproduktion durch die soziale Innovation der Stärkung der Massenkaufkraft in Gestalt einer keynesianischen Politik "akkomodiert".

Das Konzept des "polit-ökonomischen Entwicklungszyklus" unterscheidet sich markant vom Konzept des "langen Zyklus" in der Tradition von Kondratieff (1926) und Schumpeter (1939) – für eine zusammenfassende Darstellung siehe Van Duijn (1983). Letzteres sieht im Auftreten und der Diffusion von Basisinnovationen als solchen die "Triebkraft" der "langen Wellen". Dieses Konzept kann die Wirtschaftsdynamik der Nachkriegszeit kaum erklären. Denn in der Prosperitätsphase traten keine Basisinnovationen auf, umgekehrt hat die Basisinnovation der Mikroelektronik Produktion, Handel und Konsum vielfach dramatisch verändert ohne dass sich ein hohes und stabiles Wirtschaftswachstum eigenstellt hätte.

## **7. Ausblick**

Die „Tiefe“ und Länge der neuen Talsohle des Entwicklungszyklus wird wesentlich davon abhängen, wie gründlich und rasch die Eliten in den Wirtschaftswissenschaften, den Medien und in der Politik die gegenwärtige Krise und ihre Vorgeschichte aufarbeiten, also aus ihr lernen. Da das Lernen des Neuen ein Ver-Lernen des Alten voraussetzt, und das alte Weltbild des Neoliberalismus eine umfassende Hegemonie über die Köpfe der Eliten erlangt hat, sollten die Erwartungen eher niedrig als hoch angesetzt werden. Dies gilt insbesondere für die Entwicklung einer neuen (makro)ökonomischen Theorie, welche die verschiedenen Aspekte bzw. Eigenschaften von Menschen berücksichtigen als Wesen mit Verstand und Gefühl, mit Eigennutz und Solidarität, als Individuen und als soziale Wesen. Die Theorien von Keynes mögen als Ausgangspunkt dienen, ausreichen werden sie nicht.

## Literaturhinweise

- Kondratieff, N. D., „Die langen Wellen der Konjunktur“, Archiv für Sozialwissenschaften, 56, 1926.
- Schumpeter, J., Business Cycles, McGraw Hill, New York, 1939.
- Fleck, L., Entstehung und Entwicklung einer wissenschaftlichen Tatsache, Bern, 1935.
- Schulmeister, S., Zinssatz, Investitionsdynamik, Wachstumsrate und Staatsverschuldung, WIFO-Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Finanzen, Wien, 1996.
- Schulmeister, S., "Der polit-ökonomische Entwicklungszyklus der Nachkriegszeit", Internationale Politik und Gesellschaft, Friedrich-Ebert-Stiftung, 1, 1998.
- Schulmeister, S., Globalization without Global Money: the Double Role of the Dollar as National Currency and as World Currency, in: Journal of Post Keynesian Economics, Vol. 22, No. 3, 2000, pp.365-395.
- Schulmeister, S., Aktienkursdynamik und Realkapitalbildung in den USA und Deutschland, WIFO-Studie, Wien, 2003. Download: <http://stephan.schulmeister.ac.at/>
- Schulmeister, S., Der Finanzkapitalismus, die Wachstumskrise und das Europäische Modell, in: Hein, E., Heise, A., Truger, A. (eds.), Finanzpolitik in der Kontroverse, Metropolis-Verlag, Marburg, 2004, pp.23-69.
- Schulmeister, S., Purchasing Power Parities, Exchange Rates and International Price Competitiveness, WIFO-Studie, Wien, 2005. Download: <http://stephan.schulmeister.ac.at/>
- Schulmeister, S., "The interaction between technical currency trading and exchange rate fluctuations", Finance Research Letters, 2, 2006, pp. 212-233.
- Schulmeister, S., The Profitability of Technical Stock Trading has Moved from Daily to Intraday Data, WIFO Working Paper, 2007. Download: <http://stephan.schulmeister.ac.at/>
- Schulmeister, S., (2008A) "Components of the profitability of technical currency trading", Applied Financial Economics, 2008, 1-14.
- Schulmeister, S., (2008B), "On the manic-depressive fluctuations of speculative prices", in Hein, E., Niechoj, T., Spahn, P., Truger, A. (eds.), Finance-led Capitalism, Metropolis-Verlag, Marburg, 2008.
- Schulmeister, S., (2009A), Trading Practices and Price Dynamics in Commodity Markets and the Stabilizing Effects of a Transaction Tax, Study of the Austrian Institute of Economic Research (WIFO) commissioned by the Ministry of Finance and the Ministry of Economics and Labour, Vienna, January 2009. Download: [www.wifo.ac.at/www/servlet/www.upload.DownloadServlet/bdoc/S\\_2009\\_TRANSACTION\\_TAX\\_34919\\$.PDF](http://www.wifo.ac.at/www/servlet/www.upload.DownloadServlet/bdoc/S_2009_TRANSACTION_TAX_34919$.PDF)
- Schulmeister, S. (2009B), "Aggregate Trading Behavior of Technical Models and the Yen/Dollar Exchange Rate 1976-2007, Japan and the World Economy", 21, 2009, pp. 270-279.
- Schulmeister, S. (2009C), "The Profitability of Technical Stock Trading: Has it Moved from Daily to Intraday Data?" Review of Financial Economics, in press, available online [www.science-direct.com](http://www.science-direct.com).
- Schulmeister, S. (2009D), Technical Trading and Trends in the Dollar/Euro Exchange Rate, Study by the Austrian Institute of Economic Research (WIFO), supported by the Anniversary Fund of the Österreichische Nationalbank, Vienna, July 2009.
- Schulmeister, S., Schratzenstaller, M., Picek, O., A General Financial Transaction Tax – Motives, Revenues, Feasibility and Effects, Study of the Austrian Institute of Economic Research (WIFO) commissioned by Ökosoziales Forum Österreich and co-financed by the Ministry of Finance and the Ministry of Economics and Labour, 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)).
- Van Duijn, J., J., The Long Wave in Economic Life, London-Boston-Sydney, 1983.