

satzvolumen, sondern vor allem durch Schnelligkeit, Kreativität und Nachhaltigkeit sowie durch die richtige Vernetzung mit der übrigen Wirtschaft errungen werden können

STEPHAN SCHULMEISTER

## **Grundzüge einer sinnvollen Finanzmarktordnung – und warum sie nicht (bald) kommen wird**

*In welchem Ausmaß wirtschaftliche Aktivitäten dem freien Spiel der Marktkräfte überlassen oder reguliert werden sollen, hängt davon ab, in welchem Ausmaß die Marktprozesse die Ziele dieser Aktivitäten erreichen. Ich werde daher zunächst die Hauptaufgaben der Finanzmärkte und ihrer wichtigsten Akteure wie Banken, Versicherungen und Investitionsfonds skizzieren. Danach soll geprüft werden, in welchem Maß diese Ziele in der Realität erreicht und wo sie in besonders eklatanter Weise verfehlt werden. Aus dem Vergleich zwischen Zielen und Realität leite ich einige Schlussfolgerungen für die Neugestaltung der Rahmenbedingungen für die „Finanzwelt“ ab. Abschließend begründe ich, warum eine solche Neugestaltung von den Eliten in Wissenschaft und Politik erst nach einer weiteren Verschärfung der Krise „ins Visier“ genommen werden wird.*

## 1. Ziele der Aktivitäten auf Finanzmärkten

Geld und Kredit sind Instrumente, um realwirtschaftliche Transaktionen wie Konsum oder (Außen-)Handel effizient abzuwickeln bzw. Realinvestitionen zu finanzieren, also das Sparen der Haushalte in Realkapital zu verwandeln und so den Wert des Sparvermögens zu sichern. Ohne diese finanzielle Intermediation zwischen Haushalten, Unternehmen und Staat in Raum und Zeit kann der (globale) Wirtschaftskreislauf nicht funktionieren. Ein sich auf die entsprechenden Aktivitäten konzentrierender Finanzsektor ist Voraussetzung für die Schaffung und Sicherung von Wohlstand.

Gleichzeitig hat der Finanzsektor gegenüber der Realwirtschaft eine dienende Funktion, seine Aktivitäten sind gewissermaßen Mittel zu einem „Fremd Zweck“. 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 sein Geld auf einem Sparbuch an, die Bank verleiht es an einen Unternehmer, der den Kredit für den Erwerb eines Investitionsgutes verwendet. 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 (BIP) stetig. Ich nenne die „Spielanordnung“, in der die Rahmenbedingungen den „Vermehrungsdrang“ von Finanzkapital systematisch auf die Realakkumulation lenken, „Realkapitalismus“ (typisch für die bis in die 1970er-Jahre dauernde Prosperitätsphase der Nachkriegszeit).

Damit der Finanzsektor die Dynamik der Realwirtschaft möglichst wirkungsvoll fördert, müssen folgende Teilziele erreicht werden:

- Die für unternehmerische Aktivitäten, insbesondere die Investitionen, wichtigsten Preise, wie Wechselkurse, Zinssätze, Aktienkurse und Rohstoffpreise, entwickeln sich stabil und entsprechen annähernd ihren „fundamentalen“ Gleichgewichtswerten.
- Die Handelsaktivitäten auf den Devisen-, Kapital- und Rohstoffmärkten

stellen überwiegend die monetären „Äquivalente“ der zugrunde liegenden realwirtschaftlichen Transaktionen dar, wie Außenhandel, Realinvestitionen und Rohstoffhandel.

- Die Transaktionen auf den entsprechenden Derivatmärkten spiegeln im Wesentlichen die zugrunde liegenden Kurssicherungsgeschäfte wider (Hedging).
- Die wichtigsten Akteure wie Banken, Investitionsfonds aller Arten (Hedge Funds, Pensionsfonds etc.) und Versicherungen veranlassen ihre Finanzmittel so, dass die Realkapitalbildung der Unternehmen optimal gefördert wird.

In den vergangenen 25 Jahren haben allerdings solche Aktivitäten systematisch an Bedeutung gewonnen, durch die Geld gewissermaßen „selbstreferenziell“ vermehrt werden soll, also durch Tausch unterschiedlicher „Geldarten“ (Bankguthaben, Devisen, Aktien, Anleihen, Rohstoffderivate etc.). Es ergibt sich die charakteristische Tauschsequenz: Geld – Geld – Geld – Geld ... In diesem Fall wird Geld Mittel zum Selbstzweck („Lassen Sie Ihr Geld arbeiten“). Dabei sind zwei „Arbeitsformen“ zu unterscheiden:

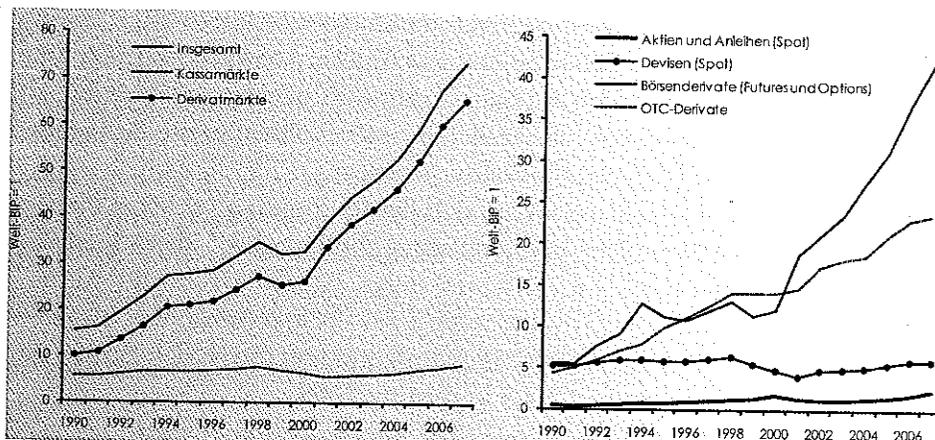
- Das „schnelle Geld“ vermehrt sich durch das sehr kurzfristige Trading von Finanzinstrumenten aller Art, wie Aktien, Anleihen oder Devisen, insbesondere aber durch die Spekulation mit den entsprechenden, auf Aktienkurse, Zinssätze, Wechselkurse und Rohstoffpreise bezogenen Finanzderivate (Futures, Optionen, 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.

Beide „Arbeitsweisen“ von Geld stellen im Wesentlichen kurz- bzw. längerfristige Nullsummenspiele dar, wobei die Umverteilung in der Regel von den Amateuren zu den professionellen Akteuren stattfindet. Das ökonomische Gesamtsystem gewinnt nicht nur nicht, sondern es wird verlieren (also

eine ungünstige Performance aufweisen), 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“. Er prägt die Wirtschaft seit etwa 35 Jahren, mit der Finanzkrise hat er seine bisher größte „Frucht“ hervorgebracht und gleichzeitig den Anfang von seinem Ende eingeleitet.

Aufgrund des fundamentalen ANWN-Gesetzes („Aus nix wird nix“) nehmen unter finanzkapitalistischen Rahmenbedingungen typische Krisenerscheinungen zu, wie Arbeitslosigkeit, Staatsverschuldung, soziale Ungleichheit (nicht nur zwischen „arm“ und „reich“, sondern insbesondere auch zwischen den Generationen) und natürlich Finanzkrisen. Hauptziel einer Neuordnung des Finanzsystems muss es sein, seine Akteure wieder zu „Dienern der Realwirtschaft“ zu machen und so das Gewinnstreben – die „kapitalistische Kernenergie“ – wieder auf produktive Aktivitäten zu fokussieren.

Abbildung 1: Transaktionsvolumen auf den globalen Finanzmärkten



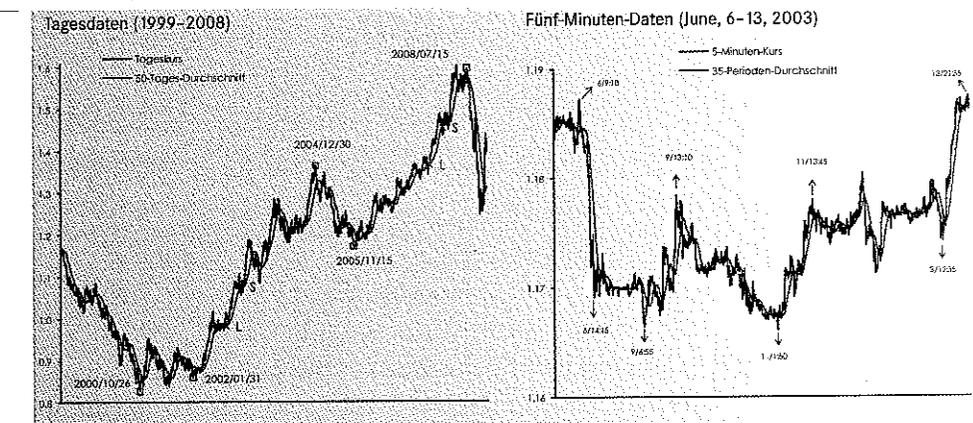
Q: BIS, WFE, WIFO

## 2. Verhaltensmuster und Preisdynamik auf Finanzmärkten

Die wichtigsten Beobachtungen über Transaktionsvolumina und Preisdynamik auf Finanzmärkten lassen sich folgendermaßen zusammenfassen (siehe dazu im Detail SCHULMEISTER/SCHRATZENSTALLER/PICEK, 2008; SCHULMEISTER, 2009A und 2009E):

- Beobachtung 1: Das Volumen der globalen Finanztransaktionen ist 73,5 Mal höher als das Welt-BIP, 1990 betrug diese Relation „lediglich“ 15,3. Dieser enorme Anstieg ist ausschließlich eine Folge der (noch stärkeren) Expansion der Aktivitäten auf den Derivatmärkten (Abbildung 1).
- Beobachtung 2: Der Handel mit Futures und Optionen auf Börsen ist seit 2000 bei Weitem am stärksten gewachsen, also jener Teil des Derivatgeschäfts, an dem auch Amateure teilnehmen können – der bilaterale „Over-the-counter (OTC)-Handel“ ist professionellen Akteuren vorbehalten. 2007 war das Volumen des Börsehandels mit Futures und Optionen bereits 42,1 Mal so hoch wie das Welt-BIP (Abbildung 1).
- Beobachtung 3: Finanztransaktionen konzentrieren sich auf (wenige) Industrieländer. Dementsprechend ist das Transaktionsvolumen in Europa und Nordamerika annähernd 100 Mal so hoch wie jenes der Gesamtproduktion (BIP).

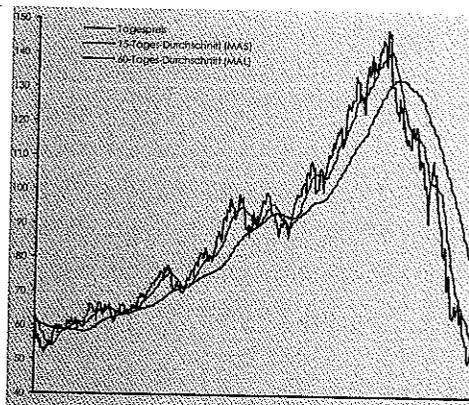
Abbildung 2: Schwankungen des Euro-Dollar-Kurses und technische Handelssignale



Q: Federal Reserve System, Olsen Ltd, WIFO

- Beobachtung 4: Die Diskrepanz zwischen dem Niveau der Finanztransaktionen und der „korrespondierenden“ Transaktionen in der Realwirtschaft ist dramatisch gestiegen. So ist das Volumen der Devisentransaktionen fast 70 Mal so hoch wie jenes des gesamten Welthandels. In Deutschland, Großbritannien und den USA ist das Volumen des Aktienhandels annähernd 100 Mal höher als jenes der Unternehmensinvestitionen, und der Handel mit Zinsinstrumenten (Anleihen, Schatzscheine etc.) übersteigt das Volumen der gesamten Realinvestitionen noch stärker (um einen Faktor von mehreren 100).
- Beobachtung 5: Kurzfristig schwanken „asset prices“ die meiste Zeit um „underlying trends“. Glättet man die jeweiligen Preisreihen mit Hilfe gleitender Durchschnitte, so lassen sich diese Trends leicht identifizieren (Abbildung 3). Das Phänomen des „Trending“ wiederholt sich auf unterschiedlichen Zeitskalen, es tritt sowohl auf Basis von Tages- und Monatsdaten auf als auch auf Basis von Fünf-Minuten-Daten (Abbildungen 3, 4, 5)

Abbildung 3: Technische Handelssignale für den WTI-Erdöl-Future (2007–2008)

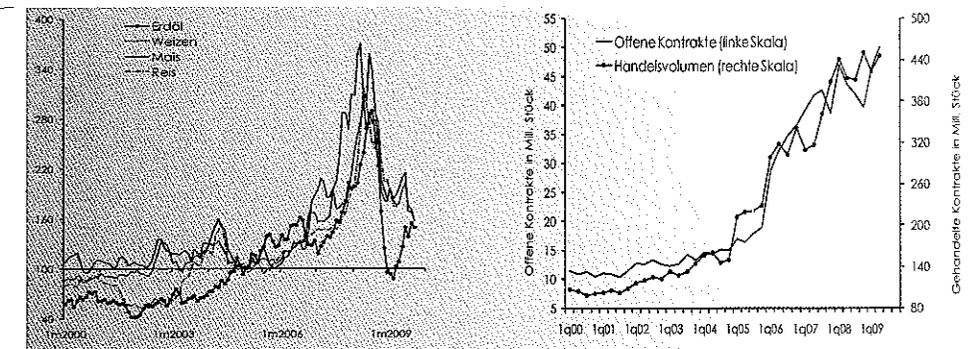


Q: NYMEX

- Beobachtung 6: „Technische“ Spekulation – die populärste Handelsstrategie auf modernen Finanzmärkten – zielt systematisch darauf ab, Trends von Wechselkursen, Rohstoffpreisen oder Aktienkursen profi-

tabel auszunützen. Im Fall eines einfachen „Moving-average-Modells“ ergibt sich ein Kaufsignal („long position“ – L) bzw. Verkaufsignal („short position“ – S), wenn der Preis den gleitenden Durchschnitt von unten bzw. von oben schneidet (Abbildung 3). Wenn ein Modell zwei gleitende Durchschnitte verwendet, dann bedeuten deren Schnittpunkte ein Handelssignal.

Abbildung 4: Preisdynamik von Rohstoff-Futures und Derivathandel



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

- Beobachtung 7: Technische Spekulationssysteme werden auf Basis von Preisreihen mit unterschiedlicher Datenfrequenz verwendet, von Tages-Daten bis zu Minuten-Daten (Abbildungen 3, 4, 5). Die stetig steigende Kapazität von Computern und des Internet sowie immer bessere Spekulationssoftware haben zur Expansion des „Technical trading“ wesentlich beigetragen (SCHULMEISTER, 2009C).
- Beobachtung 8: Zwischen dem „Trending“ auf den Finanzmärkten und der Verwendung technischer Spekulationssysteme besteht eine Wechselwirkung. Einerseits verwenden die einzelnen Trader solche Modelle (mit jeweils unterschiedlichen Parametern), um Kursschübe („runs“) auszunützen, andererseits verstärkt die Exekution der aggregierten Handelssignale den jeweiligen Kursschub und damit das „Trending behaviour“ (SCHULMEISTER, 2009B).

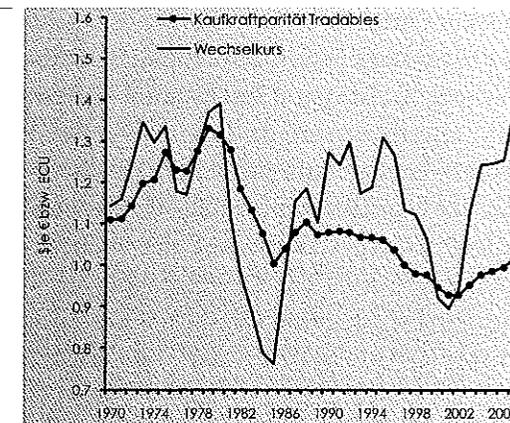
- Beobachtung 9: Kurzfristige Kursschübe akkumulieren sich auf folgende Weise zu langfristigen Preistrends. Besteht eine optimistische Marktstimmung („bullishness“), so dauern „Aufwertungsschübe“ etwas länger als Gegenbewegungen, ist der Markt „bearish“, so ist das Gegenteil der Fall (Abbildungen 3 und 4). Über mehrere Monate oder Jahre steigt oder fällt der jeweilige „asset price“ in einem stufenweisen Prozess (SCHULMEISTER 2009A; 2009E).
- Beobachtung 10: Alle wichtigen „asset prices“, wie Wechselkurse, Rohstoffpreise und Aktienkurse, entwickeln sich langfristig in einer Abfolge von Aufwertungstrends („bull markets“) und Abwertungstrends („bear markets“), von denen jeder einzelne zumeist mehrere Jahre dauert. Die wichtigsten Preise in der Weltwirtschaft schwanken daher in irregulären („manisch-depressiven“) Zyklen um ihr fundamentales Gleichgewicht, ohne eine Tendenz, zu diesem Gleichgewicht zu konvergieren.

Die Dynamik auf Finanzmärkten ist somit durch ein Übermaß an spekulativen Transaktionen gekennzeichnet, welche die wichtigsten Preise in der Weltwirtschaft systematisch destabilisieren. Insbesondere folgende Beobachtungen legen diese Schlussfolgerung nahe:

- Die Preiserwartungen der Marktteilnehmer weichen extrem voneinander ab – anderenfalls wären die Möglichkeiten zum Handeln („Trading opportunities“) und damit die Finanztransaktionen nicht so enorm gestiegen. Das Verhalten der Akteure wird somit nicht von „rationalen Erwartungen“ geprägt wie in der Theorie angenommen.
- Der dramatische Anstieg des Handels mit Finanzderivaten kann nicht durch Absicherungsgeschäfte („hedging“) verursacht sein, da dafür das Transaktionsvolumen viel zu hoch ist.
- Der weitaus größte Teil des Handels mit Finanzderivaten stammt daher von Spekulationen von Tradern mit unterschiedlichen Preiserwartungen („Wetten“).
- Von den spekulativen Transaktionen ist ein großer Teil auf die Verwendung technischer Spekulationssysteme zurückzuführen. Dabei werden immer höhere Datenfrequenzen („intraday data“) verwendet, sodass der Handel immer „schneller“ wird.

- Technische Handelssysteme verarbeiten keinerlei Informationen über die Fundamentalfaktoren. In der Praxis dient somit der wahrscheinlich größte Teil der Finanztransaktionen nicht dem fundamentalorientierten „price discovery process“, sondern „stört“ diesen.

Abbildung 5: Dollar/Euro-Wechselkurs und Kaufkraftparität



Q: OECD WIFO SCHULMEISTER (2005)

- Das Grundmuster in der Dynamik von „asset prices“, nämlich die Abfolge von kurzfristigen Kursschüben, welche sich zu langfristigen „Bullen- bzw. Bärenmärkten“ akkumulieren, verdeutlicht, dass die immer „schnellere“ Spekulation die wichtigsten Preise in der Weltwirtschaft nicht nur kurzfristig destabilisiert, sondern auch langfristig

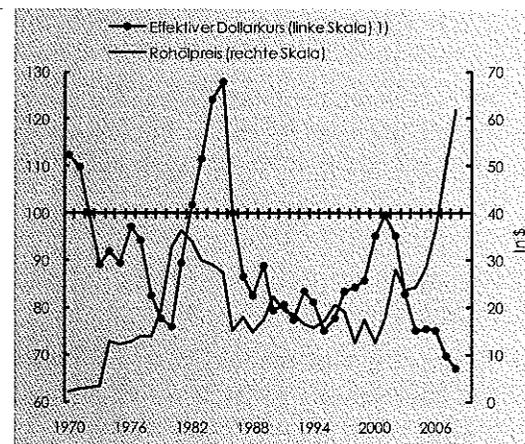
Die „Normalität“ des „overshooting“ der wichtigsten „asset prices“ wird durch die Entwicklung jenes Wechselkurses dokumentiert, der auf den Devisenmärkten bei Weitem am stärksten gehandelt wird: Abbildung 6 zeigt die ausgeprägten Schwankungen des Dollar/Euro-Kurses um sein theoretisches Gleichgewichtsniveau, dies ist die Kaufkraftparität international gehandelter Güter und Dienstleistungen (zur ihrer Berechnung siehe SCHULMEISTER, 2005).

Abbildung 7 zeigt, dass die stärksten Trends des Dollarkurses mit Verzögerung gegenläufige Trends des Erdölpreises mit verursachen (da Erdöl

wie alle Rohstoffe in Dollar notiert, entwertet jede Abwertung der Weltwährung die realen Erlöse der Erdölexporteur – das Gegenteil gilt im Fall einer Aufwertung des Dollar). So folgten auf die beiden markanten Abwertungstrends des US-Dollar in den 1970er-Jahren die beiden „Ölpreisschocks“ (ähnlich verlief die Entwicklung zwischen 2002 und 2008). Umgekehrt trug die Dollaraufwertung zwischen 1980 und 1985 zum Verfall des Ölpreises bei (Abbildungen 4 und 5; diese Zusammenhänge werden im Detail von SCHULMEISTER, 2009A, dokumentiert).

Auch Aktienkurse weichen langfristig stark von ihren realwirtschaftlichen Gleichgewichtswerten ab (Abbildung 8). In den 1960er- und 1970er-Jahren wurden Aktienkurse zunehmend unterbewertet, da diese im Vergleich zur Realkapitalbildung der Unternehmen nur geringfügig stiegen. Dementsprechend ging die Relation zwischen der Marktkapitalisierung (Unternehmenswert laut Börse) und dem „realen“ Netto-Gesamtwert der nicht-finanziellen Unternehmen (= Realkapitalstock zu Wiederbeschaffungspreisen minus Netto-Finanzverbindlichkeiten) markant zurück (diese in Abbildung 8 dargestellte Relation stellt eine Schätzung von Tobins q dar – siehe dazu SCHULMEISTER, 2003)

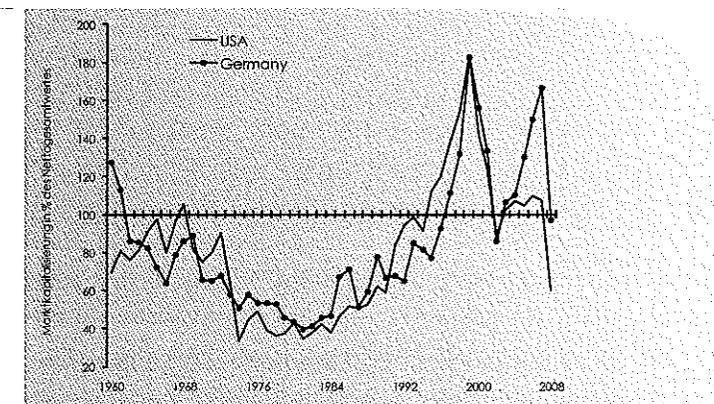
Abbildung 6: Dollarkurs und Ölpreisschwankungen



Q: OECD, IMF – 1 Gegenüber DM, Französischem Franc, Britischem Pfund, Yen

In den 1980er- und 1990er-Jahren ließen der Aktienboom und die gleichzeitig schwache Entwicklung der unternehmerischen Realinvestitionen die Marktkapitalisierung der Unternehmen viel stärker steigen als ihren Netto-Gesamtwert. Die zunehmende Überbewertung der Aktienkurse war der wichtigste Grund für ihren Verfall zwischen 2000 und 2003 (Abbildungen 8 und 9). Danach begannen die Kurse wiederum zu boomen, in Deutschland noch stärker als in den USA. Dementsprechend nahm die Überbewertung der Aktien in Deutschland neuerlich besonders stark zu (Abbildung 8). Auch der Verfall der Aktienkurse zwischen Herbst 2007 und Frühjahr 2009 war in Deutschland besonders massiv (Abbildung 9).

Abbildung 7: Marktkapitalisierung und Netto-Gesamtwert der nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften



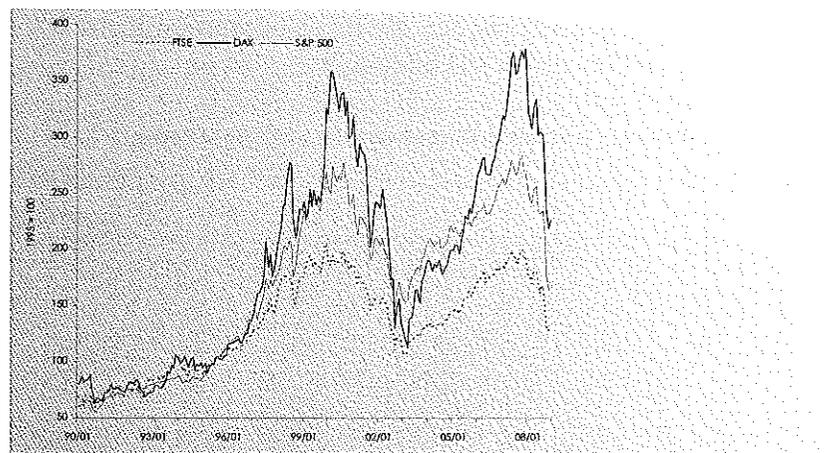
Q: Fed, Deutsche Bundesbank, SCHULMEISTER (2003)

### 3. Leitlinien und Komponenten einer neuen Finanzmarktordnung

Die Evaluierung der empirischen Evidenz legt nahe, dass die wichtigsten Finanzmärkte durch ein Übermaß an Handelsaktivitäten (Liquidität) und durch eine „exzessive“ Preisvolatilität geprägt sind. Beide Eigenschaften verursachen starke und nachhaltige Abweichungen der Wechselkurse, Rohstoffpreise und Aktienkurse von ihren realwirtschaftlichen („fundamentalen“) Gleichgewichtswerten. Diese „manisch-depressiven“ Schwankungen

der wichtigsten Preise in der Weltwirtschaft sind eine Hauptursache für die langfristige Abschwächung des Wirtschaftswachstums seit Anfang der 1970er-Jahre. Umgekehrt hatte davor die Stabilität der – weitgehend regulierten – Finanzmärkte wesentlich zum „Wirtschaftswunder“ der 1950er- und 1960er-Jahre beigetragen.

Abbildung 8: Aktienkurse in Deutschland, Großbritannien und den USA



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

Die Neugestaltung der Finanzmarktordnung sollte daher Teil einer umfassenden Transformation der makroökonomischen Rahmenbedingungen sein, welche die Anreize zu realwirtschaftlichen Aktivitäten stärkt und jene zu kurzfristiger Finanzinvestition und -spekulation schwächt. Drei Hauptziele gilt es zu erreichen:

- Stabilisierung der wichtigsten – zwischen der realen und der finanziellen Sphäre „Vermittelnden“ – Preise, wie Wechselkurse, Zinssätze, Rohstoffpreise und Aktienkurse, auf einem solchen Niveau, das dem jeweiligen Fundamentalgleichgewicht (annähernd) entspricht.
- Fokussierung der Aktivitäten von Banken, Investmentfonds und Versicherungen auf die Förderung von Produktion, Handel und Investitionen in der Realwirtschaft

- Schaffung eines stabilen Weltwährungssystems und damit einer supranationalen Währung (Überwindung der Doppelrolle des Dollar als nationale Währung der USA und als [Ersatz-]Weltwährung).

Um das erste der drei Hauptziele zu erreichen, müssen solche Regulierungen gefunden werden, die das „schnelle Trading“ und damit die extrem kurzfristige Spekulation eindämmen. Weiters ist im Einzelfall zu prüfen, ob ein Finanzmarkt überhaupt in der Lage ist, den fundamentalen Gleichgewichtspreis im Sinne der Wirtschaftstheorie zu finden. Skepsis ist mehr als angebracht. Denn die „manisch-depressiven“ Schwankungen der für die Weltwirtschaft wichtigsten Preise werden ja durch die „freiesten“ aller Märkte, eben die Finanzmärkte, hervorgebracht.

Dazu ein konkretes Beispiel: Laut ökonomischer Theorie müsste der Preis von Erdöl langfristig systematisch stärker steigen als das Preisniveau insgesamt, und zwar aus zwei Gründen: erstens, weil Erdöl eine erschöpfbare Ressource ist, und zweitens, weil Erdöl der Hauptverursacher der globalen Umweltbelastung ist, insbesondere des Klimawandels. Nach 35 Jahren freier Ölpreisbildung ergibt sich ein eindeutiger Befund: Der Marktpreis für Erdöl entwickelt sich in keiner Weise entsprechend einem fundamentalen Gleichgewichtspfad, vielmehr verursachen Spekulationen, insbesondere von Finanzinvestoren (Investmentbanken wie Goldman Sachs oder die Deutsche Bank bis zu diversen Hedge Funds), geradezu groteske Schwankungen.

Diese Schwankungen erhöhen die Unsicherheit für realwirtschaftliche Transaktionen und machen langfristig sinnvolle und notwendige Investitionen nahezu unmöglich: Maßnahmen zur Energieeinsparung, welche bei einem Ölpreis von 120 Dollar hochrentabel sind, werden durch einen Preisverfall auf 50 Dollar zu einem gewaltigen Flop.

In diesem Fall scheint mir eine Rückkehr zu den Regelungen der ersten Hälfte der Nachkriegszeit effizienter, nämlich zu langfristigen Erdöllieferverträgen zwischen Produzenten- und Verbraucherländern mit entsprechenden Preisvereinbarungen (die festgelegten Preispfade orientieren sich an den theoretischen Gleichgewichtslösungen). In diesem Fall und in ähnlich gelagerten Fällen (wo der Marktmechanismus etwa wegen externer Effekte wie Umweltkosten nicht funktionieren kann) sollte also zur radi-

kalsten Regulierung ge-griffen werden, nämlich einem Verzicht auf Markt-preisbildung

Bei sonstigen Rohstoffen (insbesondere den reproduzierbaren agrarischen Rohstoffen), bei Aktienkursen und Wechselkursen geht es darum, das „schnelle Trading“ auf Basis technischer Modelle zu dämpfen und so eine stärkere Orientierung der Akteure an den realwirtschaftlichen Fundamentalfaktoren zu erreichen. Dazu wäre eine generelle Finanztransaktionssteuer (FTS) das beste Instrument. Ein niedriger Steuersatz (zwischen 0,1% und 0,01 Prozent) würde den Erwerb eines Wertpapiers mit dem Ziel, dieses zu halten, kaum belasten, ebenso wenig Kurssicherungs-geschäfte (Hedging).

Eine generelle FTS würde vielmehr spezifisch jene „exzessive“ Li- quidität dämpfen, welche die wichtigsten Preise in der Weltwirtschaft kurz- und langfristig destabilisiert, und zwar auf folgende Weise: Die Profitabilität kurzfristiger Spekulation resultiert aus der Summe der Differenzen zwischen Verkaufs- und Ankaufspreis. Diese Differenzen werden durch eine FTS re- duziert, und zwar umso mehr, je geringer sie sind (je kurzfristiger und damit „schneller“ das Trading ist). Dies würde die kurzfristige Spekulation dämp- fen und damit auch das Ausmaß der Kursschübe (wegen der Wechselwir- kung zwischen – insbesondere technischer – Spekulation und dem kurz- fristigen „Trending“ der „asset prices“). Indirekt würde eine FTS auch das Ausmaß der langfristigen Kursschwankungen reduzieren, da diese aus der Akkumulation kurzfristiger „runs“ resultieren.

Gleichzeitig würde eine generelle FTS einen erheblichen Steuerertrag bringen, im Durchschnitt der Industrieländer zwischen 0,7 und 3,5 Prozent des BIP (je nach Steuersatz). Auf diese Weise würde auch der Finanzsektor einen Beitrag zur Senkung der enormen Budgetdefizite leisten, die durch die Finanzkrise und damit durch die Aktivitäten der „Finanz-Alchemis- ten“ verursacht worden sind (zur FTS siehe im Detail SCHULMEISTER/ SCHRATZENSTALLER/PICEK, 2008; SCHULMEISTER, 2009D).

Sollte eine generelle FTS nicht ausreichen, um das Ausmaß der „ma- nisch-depressiven“ Preisschwankungen zu mindern, so könnte die Steuer folgendermaßen modifiziert werden: Sobald ein Aktienindex (nicht die Kurse einzelner Aktien) oder ein Wechselkurs im Zuge eines anhaltenden „boom“ bzw. „bust“ über bzw. unter eine Kursschwelle „hinausschießt“,

erhöht sich die FTS bei Spekulation auf weiter steigende bzw. fallende Kurse.

Die derzeit völlig intransparenten, bilateralen „Finanzwetten“ („OTC-Transaktionen“ wie etwa die für die BAWAG oder die Hypo- Alpe-Adria durchgeführten Swaps) müssen über elektronische „Trading- platforms“ abgewickelt werden, sodass sich die Finanzmarktaufsicht jeder- zeit einen Überblick über die „speculative exposure“ einzelner Akteure, wie Banken oder Hedge Funds, verschaffen kann.

Die bisher skizzierten Maßnahmen würden helfen, das zweite Haupt- ziel zu erreichen, nämlich die Fokussierung der Aktivitäten von Banken, Investmentfonds und Versicherungen auf die Förderung von Produktion, Handel und Investitionen in der Realwirtschaft. Zusätzlich wird es einer Evaluierung all jener Aktivitäten bedürfen, bei denen durch Tausch von Fi- nanztitel gegen Finanztitel aus Geld mehr Geld zu machen versucht wird („Finanz-Alchemie“). Dies betrifft nicht nur die Aktivitäten der Banken selbst, sondern auch das System der kapital-„gedeckten“ Altersvorsorge sowie die Animierung der Bankkunden, in Tochtergesellschaften selbst die „Kunst des Trading“ zu praktizieren (in Österreich kann die Zahl der Amateurspe- kulanten auf 100.000 bis 150.000 geschätzt werden, als Gruppe sind sie die Schafherde, die geschoren wird).

Der Finanzbedarf der Banken in der Finanzkrise wäre eine gute Ge- legenheit gewesen, den Einfluss des Systems Politik auf den Finanzsektor auszuweiten und so die Voraussetzung für ein „Durchforsten“ der „finanz- alchemistischen“ Praktiken zu schaffen. Die Notverstaatlichung einzelner Banken böte aber immer noch die Möglichkeit, in diesen Fällen exempla- risch zu zeigen, dass Banken auch dann erfolgreich sein können, wenn sie wieder ausschließlich als Anbieter von Serviceleistungen für realwirtschaft- liche Aktivitäten fungieren, insbesondere für Unternehmen.

Abschließend einige Anmerkungen zum dritten Hauptziel, der Schaf- fung eines neuen Weltwährungssystems: Seit mehr als 60 Jahren spielt der Dollar eine Doppelrolle als nationale Währung der USA und als (Ersatz-) Weltwährung. Unter den Bretton-Woods-Regeln war der Dollarkurs (wenigstens) stabil, seit Anfang der 1970er-Jahre ist die „key currency“ zur instabilsten aller Reservewährungen geworden (siehe dazu im Detail SCHULMEISTER 2000, 2009D). Alle bedeutenden „Turbulenzen“ in der

Weltwirtschaft sind direkt mit der Doppelrolle des Dollar verknüpft, von den „Ölpreisschocks“ der 1970er-Jahre (als Reaktion auf die Dollarentwertung), über die Schuldenkrisen der Entwicklungsländer 1982 und 1997 (als Folge der Aufwertung des Dollar und damit auch aller Dollarschulden) bis zum dramatischen Anstieg von Leistungsbilanzdefizit und Auslandsverschuldung der USA (als Folge der Doppelrolle des Dollar, die es den USA als einzigem Land erlaubt, sich in nationaler Währung und damit unbeschränkt zu verschulden)

Der Befund über die Folgen der Doppelrolle des Dollar in den vergangenen 35 Jahren legt nahe, dass ein grundlegender Systemwechsel nötig ist. Eine immer stärker globalisierte Wirtschaft braucht eine supranationale „key currency“, also eine echte Weltwährung (so wie mit dem Entstehen der Nationalstaaten schon vor Jahrhunderten die regionalen Währungen und mit der Europäischen Währungsunion vor Kurzem die nationalen Währungen abgeschafft wurden).

Wie könnte eine neue Weltwährung unter heutigen Bedingungen gestaltet sein? Es würde reichen, wenn der „Globo“ den Dollar, Euro, Renminbi und Yen umfasste. Die drei Wechselkurse zwischen diesen Währungen sollten innerhalb enger Bandbreiten stabilisiert werden (wie in der EU zwischen 1986 und 1992). Die Währungen der übrigen Länder werden in Relation zum „Globo“ stabilisiert.

#### 4. Warum die Eliten erst nach einer Vertiefung der Krise lernen werden

Die Eliten in Wissenschaft, Medien und Politik erklären die Finanzkrise als Folge „menschlichen Versagens“, sei es auf Seiten gieriger Banker oder fahrlässiger Analysten, sei es auf Seiten der Politiker wie Greenspan, der das Zinsniveau zu stark gesenkt hatte. Die systemischen Ursachen der Krise bleiben ausgeblendet. Denn diese wahrzunehmen, hätte für die Eliten eine unerträgliche „kognitive Dissonanz“ verursacht, hat man doch mehr als 20 Jahre gepredigt, dass freie Märkte nicht systematisch irren können.

Nach dem Krisenschock – der Losung „Lassen wir unser Geld arbeiten“ folgte die Losung „Lasst uns unser Geld retten“ und dafür war der Staat dann doch gut genug – folgte seit dem Frühjahr 2009 die Phase der

Verleugnung und Verdrängung nach dem Motto „Wir machen weiter wie vorher“. Erst wenn es zu einer neuerlichen Verschärfung der Krise kommt, vermutlich durch einen massiven Verfall der Aktienkurse, wird sich der Zweifel an der neoliberalen „Marktreligiosität“ erheben. Erst dann werden Vorschläge wie die obigen in Erwägung gezogen werden. Denn sie beruhen auf einer Analyse der systemischen Ursachen der „großen Krise“. Wir stehen erst an ihrem Anfang.

#### Literaturhinweise

- SCHULMEISTER, S. „Globalization without global money: the double role of the dollar as national currency and as world currency“. *Journal of Post Keynesian Economics*. 2000. 22(3) S. 365–395.
- SCHULMEISTER, S. *Aktienkursdynamik und Realkapitalbildung in den USA und Deutschland*, WIFO-Studie. Wien, 2003. Download: <http://stephan.schulmeister.ac.at/>
- SCHULMEISTER, S. *Purchasing Power Parities, Exchange Rates and International Price Competitiveness*, WIFO-Studie. Wien, 2005. Download: <http://stephan.schulmeister.ac.at/>
- 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 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))
- 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: [http://www.wifo.ac.at/www/servlet/wwa.upload.DownloadServlet/bdoc/S\\_2009\\_TRANSACTION\\_TAX\\_34919\\$](http://www.wifo.ac.at/www/servlet/wwa.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. S. 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) *Asset Price Fluctuations, Financial Crises and the Stabilizing Effects of a General Transaction Tax*. WIFO Working Paper 340/2009.
- SCHULMEISTER, S. (2009E) *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, September 2009.
- SCHULMEISTER, S. (2009F) *Globalisierung ohne supranationale Währung. Ein fataler Widerspruch*, ifo Schnelldienst 16/2009.