

Michael Dauderstädt

Sozialer Fortschritt im neuen Finanzmarktkapitalismus

Zwar hat die jüngste Krise nur wenige Jahre nach der »Heuschrecken«-Debatte dem neuen Finanzmarktkapitalismus schon wieder viel von seiner Unwiderstehlichkeit genommen. Aber trotzdem steht jede Politik, die sozialem Fortschritt verpflichtet ist, vor neuen Herausforderungen. Um mögliche Antworten auf sie zu geben, sollten einmal die Ziele klar gemacht und dann geprüft werden, wie sie unter den veränderten Bedingungen zu erreichen sind.

Michael Dauderstädt

(* 1947) ist Leiter der Abteilung
Wirtschafts- und Sozialpolitik der FES.

michael.dauderstaedt@fes.de



Der Kapitalismus als Wirtschaftssystem ist und wurde schon immer von den Kapitalmärkten dominiert. Insofern hat sich nichts geändert. Was sich – vor allem auch in Deutschland – geändert hat, ist die Struktur dieser Märkte. Sie sind stärker internationalisiert, ihr Volumen hat sich immer weiter von der Realwirtschaft abgekoppelt, neue Instrumente (*Derivate*) und Akteure (*Private Equity Fonds, Hedge Fonds*) sind aufgetreten und das Netzwerk von Unternehmen und Finanzinstitutionen der *Deutschland AG* hat sich zugunsten offenerer Strukturen gelichtet. Das blieb nicht ohne Auswirkungen auf die soziale Marktwirtschaft.

Soziale Marktwirtschaft: Hohes Wachstum und gerechte Verteilung

Im Idealfall schafft eine kapitalistische Marktwirtschaft hohes Wachstum und erlaubt so grundsätzlich eine soziale Verteilung des so entstandenen Wohlstandes. Funktionierende Kapitalmärkte tragen dazu auf mehrfache Weise bei. Sie steigern Produktivität und Beschäftigung durch ein

hohes Niveau von Investitionen und durch die optimale Allokation des Kapitals. Sie reduzieren oder verhindern Monopolrenten, indem sie Investition und Produktion dort erhöhen, wo die Erträge (etwa in Form von überdurchschnittlichen Gewinnen) am höchsten sind. Damit sorgen sie langfristig dafür, dass die Faktoreinkommen in allen Sektoren einer Volkswirtschaft unabhängig vom sektoralen Produktivitätsfortschritt gleichmäßig steigen.

Leider tritt dieser Idealfall höchst selten automatisch ein, sondern es bedarf einer ständigen politischen Korrektur von Marktversagen, um die Ziele nachhaltigen Wachstums und gerechter Verteilung zu erreichen. Um nur die wichtigsten Marktversagen zu nennen:

- Das Investitionsvolumen verändert sich in Konjunkturzyklen, in denen Phasen übertriebener Wachstumserwartungen Phasen sich selbst verstärkender Stagnation folgen, da die Erwartungen der Investoren einem Herdentrieb folgen. Dem versucht die Politik traditionell durch eine antizyklische Geld- und Fiskalpolitik gegenzusteuern.

- Dieser Herdentrieb wirkt sich nicht nur auf das Niveau, sondern auch auf die Struktur der Investitionen aus. Finanzmärkte unterstützen einerseits Blasen für bestimmte Vermögenstitel oder Produkte und Branchen (z.B. IT-Firmen oder Immobilien und Hypotheken) und vernachlässigen andererseits bestimmte kreditsuchende Gruppen (z.B. Selbständige ohne Sicherheiten). Deshalb gibt es einerseits Finanz-

marktregulierung, andererseits öffentliche Finanzinstitutionen zur Kreditversorgung von Projekten im allgemeinen Interesse.

– Die für die Kapitalmärkte relevante Rendite kann auch durch Kostenexternalisierung zulasten der Umwelt, der Beschäftigten, der Verbraucher oder der Staatskasse erreicht werden. Es droht also ein Wettbewerb um Kapital, der zu einem Unterbietungswettlauf bei entsprechenden Auflagen oder zu einem Überbietungswettlauf bei Subventionen führen kann. Dagegen bedarf es regulatorischer Eingriffe, um einen derartigen unfairen und für die Allgemeinheit schädlichen Wettbewerb zu unterbinden.

Die Kapitalmärkte streben naturgemäß eine Verteilung der Erträge zwischen Kapital und Arbeit zugunsten des Kapitals an und können dies bei entsprechenden Marktconstellationen, wie sie der neue Finanzmarktkapitalismus verstärkt bietet, auch durchsetzen. Ein Lohnanstieg unter dem Produktivitätsfortschritt dämpft aber die Nachfrage und gefährdet das Wachstum. Starke Gewerkschaften sorgen auf dem Arbeitsmarkt für den notwendigen Gegendruck zur Tendenz der Kapitalmärkte. Aber geringes Wachstum und damit relativ höhere Arbeitslosigkeit schwächen ihre Marktmacht.

Heimweh nach dem Rheinischen Kapitalismus?

Es bedarf also einer institutionellen Einbettung der Märkte und erheblicher wirtschaftspolitischer Eingriffe, um Wachstum und sozialen Ausgleich zu garantieren. Der Rheinische Kapitalismus alter Prägung war darin oft besser als andere Kapitalismusvarianten, aber keineswegs ideal. Die korporatistische Steuerung funktionierte zunehmend schlechter, was sich vor allem in Wachstumsschwäche und hartnäckiger Arbeitslosigkeit niederschlug. Im veränderten Umfeld scheinen Modelle wie Schweden

oder die USA bessere Resultate zu liefern. Insofern war der Versuch der rot-grünen Regierung, die *Deutschland AG* zu modernisieren, nicht so abwegig.

Die – inzwischen wieder zurückhalten-deren – Befürworter des angelsächsischen Modells marktgesteuerter Kapitalversorgung haben darauf hingewiesen, dass ihr System angeblich Innovationen besser unterstützt. Tatsächlich weisen vor allem die USA ein beeindruckendes Wachstum vieler neuer Firmen auf, die von einer Finanzinfrastruktur profitiert haben, die über *Venture*-Kapital und Börsengänge deren Kapitalversorgung erleichtert hat. Dagegen waren bankenzentrierte Systeme mit einer starken Rolle des Staates wie in Deutschland, Frankreich, Japan oder Korea offensichtlich besonders erfolgreich bei der Finanzierung von aufholendem Wachstum, bei dem es weniger auf die Entdeckung

neuer Märkte, Produkte und Geschäftsmodelle ankommt. Aber um letzteres geht es heute. Bei diesem innovativen Entdeckungsprozess kann man sich auch nicht auf ausländische Investoren verlassen, wie eine jüngste Studie des RWI (*Joel Stiebale, Frank Reize: The Impact of FDI on Innovation in Target Firms, Neue Ruhr Economic Papers Nr. 50*) zeigte.

Anscheinend besteht hier im deutschen Kapitalversorgungssystem auch ein Versagen der *public corporate governance*. Der Staat als *shareholder* des öffentlichen Bankensystems hat es nicht erreicht, dass das Entstehen und das Wachstum innovativer *start up*-Unternehmen ausreichend gefördert und finanziert wurde. Das wäre eigentlich ein originäres Geschäftsmodell für einen öffentlichen Bankensektor in einem Land ohne großen *Venture*-Kapitalmarkt. An der Risikofreude hat es dabei nicht gemangelt. Wenn die Milliardenbeträge der Landesbanken und der IKB statt im riskanten amerikanischen Hypothekensumpf in deutsche Innovationen investiert worden wären, hätte es vielleicht auch hohe Verluste gegeben, denen aber wahrscheinlich auch einiges an Wachstum und Beschäftigung im Inland gegenübergestanden hätte.

Expansive Geldpolitik für Wachstum und strenge Regulierung für Stabilität

Die restriktive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank hat zwar weitgehend (Ausnahmen: Spanien, Irland) verhindert, dass sich in der Euro-Zone und speziell in Deutschland Vermögensblasen gebildet haben, aber nicht, dass trotzdem Banken in die Krise kamen. Gleichzeitig war diese Politik schon zu Zeiten der Bundesbank wesentlich mitverantwortlich für das schlechte Wachstum und die hohe Arbeitslosigkeit. Im Abschwung wurde zu wenig und zu spät Gas gegeben, im Aufschwung zu früh gebremst. Die Fiskalpolitik war

häufig prozyklisch und sparte den in der Rezession sinkenden Steuereinnahmen hinterher.

Eine Geldversorgung, die Wohlstand für alle ermöglicht, sollte durch niedrige Realzinsen eine günstige Finanzierung realer Investitionen ermöglichen. Dazu muss die Geldpolitik weniger einseitig auf Preisstabilität fixiert sein, also mehr nach Art der US-amerikanischen Zentralbank, der *Fed*, funktionieren. Denn mehr reale Investitionen bringen mehr Beschäftigung und höhere Produktivität. Da so nicht nur die Geldmenge, sondern auch das Angebot an Gütern und Dienstleistungen steigen, sinken die Inflationsrisiken.

Leider sind niedrige Zinsen auch eine Einladung an die Spekulation, wie der Fall der USA zeigt. Investoren suchen rentable Anlagen mit hohem Risiko. Die daraus resultierenden Blasen und Krisen haben nicht nur Folgen für die Spekulanten und Vermögensbesitzer, sondern auch für die Realwirtschaft, wie der Fall Japan besonders dramatisch illustriert. Aber Notenbanken haben gegenüber den Kapitalmärkten nur begrenzte Handlungsspielräume. Zinsveränderungen um einige Prozentpunkte scheinen zwar auf Märkten, die in Basispunkten (Hundertstel Prozent) rechnen, hoch zu sein, bleiben aber angesichts von Renditeerwartungen im zweistelligen Bereich weitgehend wirkungslos. Gleichzeitig waren die Zentralbanken angesichts der massiven Liquiditätsengpässe gezwungen, mit riesigen Beträgen zu intervenieren, um wichtige Banken vor dem Zusammenbruch zu bewahren. Letztlich kommt daher der Finanzmarktregulierung die Hauptverantwortung für die Vermeidung von Vermögenspreisblasen zu.

Die Politik und die Marktteilnehmer selbst haben auf die diversen historischen Krisen nach dem Platzen solcher Blasen mit dem Versuch der Regulierung bzw. Selbstregulierung reagiert. Die Erfahrung der jüngsten Krise zeigt, dass es einen Wettlauf zwischen den Innovationen der

Finanzmarktakteure und den Regulierungsversuchen gibt, bei dem die letzteren leider meist hinterherhinken. Die oftmals als Alternative gepriesene Selbstregulierung der Finanzmarktakteure scheitert an der Dominanz kurzfristiger einzelwirtschaftlicher Interessen.

Mit Recht wurde darauf hingewiesen, dass die privaten Akteure nicht einerseits auf die Unterstützung durch die Zentralbanken setzen können, sich andererseits aber präventiven Maßnahmen entziehen. Eine staatliche Finanzmarktaufsicht, die von den Interessen der Investoren unabhängiger ist als die dominanten privaten *Rating*-Agenturen und ausreichend Biss hat, sollte die Auswüchse verhindern, deren Bereinigung doch wieder den Staat und die Steuerzahler verlangt.

Verteilung und soziale Sicherheit

Ein robustes Wachstum ist die beste Grundlage, aber keine Garantie für sozialen Ausgleich. Vom amerikanischen Wachstum der letzten Jahre profitierten fast nur die Reichsten (*Economist* v. 26.7.08). Aber ein hoher Beschäftigungsgrad und hohe Produktivität erlauben und führen mittelfristig auch zu hohen Reallöhnen. Damit sinkt der Bedarf an staatlicher Umverteilung. Aber auch die verbleibende Umverteilung belastet die Bezieher der Markteinkommen weniger. Eine ausreichende Versorgung mit öffentlichen Gütern wie Gesundheit und Bildung ist auf dieser Basis möglich, ohne den privaten Individualkonsum einzuschränken. Der Konsumneigung dient es vor allem, wenn die Besteuerung progressiv ist, also die Reichen deutlich stärker belastet als die Einkommensschwächeren.

Der größte Umverteilungsbedarf resultiert jedoch aus der Altersversorgung. Da wurde gerade in den Hochzeiten des neuen Finanzmarktkapitalismus gern für ein kapitalgedecktes Rentensystem plädiert. Dessen Erträge sind in der Tat höher

als im Umlagesystem, solange die Kapitalerträge schneller wachsen als das Bruttoinlandsprodukt. Aber die damit verbundenen Risiken werden in Finanzkrisen schmerzhaft sichtbar. Obendrein bleiben die Verluste oft bei den Kleinanlegern hängen. Die beiden letztgenannten Aspekte sprechen ebenfalls für eine strengere Regulierung der Finanzmärkte.

Je mehr Menschen mit ihrer Altersversorgung vom Kapitalmarkt abhängen, desto stärker wird die politische Koalition derer, die an einer Umverteilung zugunsten des Kapitals interessiert sind. Die Betroffenen übersehen leider, dass sie damit ihre eigenen Lohneinkommen schwächen und dass die Hauptnutznießer nicht sie selbst mit ihren bescheidenen Ersparnissen sind, sondern die Besitzer der großen Vermögen (den reichsten 10 % in Deutschland gehören bekanntlich mehr als die Hälfte aller Vermögenswerte). Bedauerlicherweise haben die Pensionsfonds, die Arbeitnehmerbeiträge verwalten, bisher kaum Investitionsstrategien verfolgt, die eine soziale Lohnpolitik von Unternehmen honorieren.

Letztlich können die Erträge der Investoren nur aus dem Wachstum kommen. Wer da mehr erwartet, denkt offensichtlich weniger an reale Wertschöpfung als an massive Umverteilung. Mit ihr wachsen einseitig die Vermögen weiter, die immer mehr unrealistische Erträge erwarten und auf der Suche danach das System weiter destabilisieren. Diese Vermögensverteilung ließe sich etwas durch eine Vermögens- und Erbschaftssteuer korrigieren. Eine gerechtere Verteilung der Erträge stabilisiert auch die Nachfrage und damit letztlich auch das langfristige Wachstum, das die Investoren ebenso brauchen wie die Beschäftigten und Konsumenten. Die Wirtschaftspolitik muss durch niedrige Zinsen, aktive Fiskalpolitik und Regulierung der Finanzmärkte dafür sorgen, dass nicht nur die Vermögenspreise, sondern Output und Beschäftigung dauerhaft wachsen.