

wie die Chance zum wirklich großen Finanzplatz an Deutschland vorbeiging. Wir wurden als rückständig kritisiert, weil wir soviel Industrie und so wenig Finanzdienstleistung hatten.

Heute sieht die Welt ganz anders aus. Der amerikanische Wachstumsboom, der vor allem ein Konsumboom war, hat die Kassen in China und bei allen Rohstoffe produzierenden Ländern gefüllt. Das Geld kommt jetzt zu uns zurück, weil alle Welt deutsche Maschinen und deutsche Ausrüstungsgüter möchte. England hat prak-

tisch keine Industrie mehr, und die Finanzindustrie leidet.

Es macht nichts, dass wir keine großen Banken haben, wir haben jetzt auch keine großen Bankpleiten. Wenn man sich auf die alten Tugenden besinnt – Vorsicht, gesunder Menschenverstand und bei jedem Geschäft eine vernünftige Eigenkapitalunterlegung – dann wird man auch die nächste und übernächste Finanzkrise gut überstehen; und wir in Deutschland mit unserer industrielastigen Struktur können dies weitaus besser schaffen als andere.

Gustav A. Horn

Der neue Finanzmarktkapitalismus

Die Deutschland AG ist tot. Es ist müßig darüber zu streiten, ob sie im Zuge der Unternehmenssteuerreform des Jahres 2000 gezielt ermordet oder beiläufig erschlagen wurde. Seither haben sich jedenfalls die Verhältnisse in Deutschlands Wirtschaft grundlegend geändert. Die Frage ist, ob zum Besseren oder zum Schlechteren.

Seinerzeit wurde die Debatte vor allem unter dem Aspekt des so genannten *Lock-In-Effekts* geführt. Die Behauptung war, dass die deutschen Unternehmen und vor allem die Banken, die gleichsam als Spinnen im Netz der *Deutschland AG* fungierten, alle mit ihren weit verzweigten und wechselseitigen Beteiligungen an bedeutenden Unternehmen in Deutschland Kapital eingeschlossen (*locked*) hätten, das einer produktiveren und damit wachstumsträchtigeren Verwendung hätte zugeführt werden können.

Dem stand jedoch das Steuerrecht entgegen, das bei einem Auflösen der zum Teil deutlich unterbewerteten Beteiligungen hohe Abführungen an den Staat ausgelöst hätte. Genau dieses Hindernis wurde durch die Steuerrechtsreform beseitigt, indem den Unternehmen Steuerfreiheit bei der Veräußerung ihrer Beteiligungen ermöglicht wurde. Davon machten sie rasch und regen Gebrauch, auch um in der



Gustav A. Horn

(* 1954) ist seit Januar 2005 Wissenschaftlicher Direktor des Instituts für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK) in der Hans-Böckler-Stiftung und seit August 2007 außerplanmäßiger Professor an der Universität Flensburg.

Gustav-Horn@Boeckler.de

seinerzeit heraufziehenden Wirtschaftskrise ihre Liquidität zu sichern. Damit gelangten zahlreiche Unternehmensbeteiligungen auf den Markt, und internationale Finanzanleger verschiedenster Provenienz wie z.B. *Private Equity Fonds* und *Hedge Fonds*, deren Tätigkeit in Deutschland gleichzeitig erleichtert worden war, griffen zu. Die Ära des neuen Finanzkapitalismus begann.

Die Folgen waren weit reichend. Dabei sind zwei Dimensionen zu unterscheiden, eine realwirtschaftliche und eine monetäre. Das grundlegende realwirtschaftliche

Merkmal des neuen Finanzmarktkapitalismus ist, dass Unternehmen von den Finanzmarktinvestoren nach Finanzmarktkriterien geführt werden, was sich am Ende auch immer in einem hohen Aktienkurs zeigen sollte. Das bedeutet, die Anleger spielen eine merklich aktivere Rolle bei der Unternehmensführung und sie orientieren sich an Renditezielen und nicht an Wachstums- oder Produktkriterien. Um das Management adäquat einzubinden, wird dessen Entlohnung häufig an diese Kriterien – darunter vor allem den Aktienkurs – gebunden.

Ökonomischer Kulturschock

Die Folge war ein ökonomischer Kulturschock, dessen Auswirkungen anhalten. So wurde der Planungs- und Handlungshorizont des Managements kurzfristiger, zudem stiegen die Gewinnansprüche und es änderte sich die Machtverteilung in den Unternehmen zu Lasten der Arbeitneh-

mer. Die Kurzfristigkeit ist unmittelbare Folge der Anreize für das Management. Damit werden zum Teil auch sehr drastische Kurswechsel binnen kurzer Zeit vollzogen, die z.B. in einer konjunkturellen Krise wie auch mit umgekehrtem Vorzeichen im Boom verschärfend wirken können. In dieser Hinsicht verstärkt der neue Finanzmarktkapitalismus die Volatilität einer Wirtschaft. Gravierender sind die Auswirkungen der gestiegenen Gewinnansprüche. Damit ist gemeint, dass nach Auffassung der Finanzmarktinvestoren der Gewinnanteil für jede produzierte Wertschöpfungseinheit höher als in der Vergangenheit ausfallen sollte. Dies impliziert, dass der Kapitalzufluss versiegt und der Börsenkurs sinkt, wenn die Ziele nicht erreicht werden. Breitet sich ein solches Verhalten aus, hat dies erhebliche Folgen für die Gesamtwirtschaft.

Das Management wird von den Anlegern zu verstärkten Anstrengungen getrieben, die Rentabilität rasch zu steigern.

Verschiebung der Machtbalance

Eine Methode hierfür ist, die Belegschaft unter Druck zu setzen, entweder die Arbeitsleistung ohne Zusatzkosten zu steigern oder Gehaltseinbußen hinzunehmen. Auf diese Weise verschiebt der Druck der Finanzinvestoren auf das Management die Machtbalance zu Lasten der Arbeitnehmer. Dies betrifft zum einen sektorale Tarifverhandlungen, in denen die Unternehmenseite unter dem Druck ihrer Anteilseigner nunmehr härter auftreten muss, um die Gewinnansprüche durchzusetzen. Es betrifft aber auch die Machtbalance im Unternehmen, da Verteilungskonflikte um Ressourcen im Unternehmen oder Betrieb gleichfalls mit größerem Nachdruck seitens des Managements geführt werden, um die Renditen zu steigern. Im Endergebnis bleibt die Entlohnung hinter den Gewinnzuwächsen zurück, die, sei es über erhöhte Dividenden oder über Kurssteigerungen, an die Investoren oder das Management selbst weiter gereicht werden.

Da Löhne nicht nur Kosten sind, sondern auch wesentlicher Bestandteil des Einkommens, bleiben die Einkommen der privaten Haushalte, die sich überwiegend aus Arbeitseinkommen zusammensetzen, hinter der allgemeinen Wirtschaftsentwicklung zurück. Dies ist auch deshalb so, weil der durch Lohndruck gedämpfte Kostenanstieg sich nicht in proportional geringeren Preisanhebungen niederschlägt. Die Gewinnmargen steigen eben, weil mit geringeren Kostensteigerungen der gleiche Preisanstieg erzielt wird. Die Ausdehnung der Gewinnansprüche verhindert somit nicht nur direkt höhere Löhne, sondern indirekt auch eine niedrigere Inflationsrate, und belastet hierdurch die Binnennachfrage. Dies wird auch durch die höheren Gewinneinkommen nicht ausgeglichen. Denn zum einen ist die Konsumneigung der Gewinneinkommensbezieher in der Regel deutlich geringer als die der Arbeitseinkommensbezieher und zum

zweiten fließt ein großer Anteil dieser erhöhten Gewinneinkommen ohnehin zu ausländischen Kapitalanlegern, die für die Binnennachfrage nicht relevant sind.

In diesem Prozess der Renditesteigerung stehen auch Investitionsprojekte, deren Früchte in der Regel erst in weiterer Zukunft reifen, in Konkurrenz zu sofortigen höheren Dividendenausschüttungen oder Aktienrückkäufen zwecks Kurspflege. Die Finanzinvestoren bevorzugen im Zweifel letztere. Damit ist einerseits ein rasches Freiwerden, also das Überwinden von *Lock-In*-Effekten, von gebundenem Kapital garantiert, welche neue Investitionen in viel versprechende neue Projekte ermöglicht. Auf diese Weise könnte die wirtschaftliche Dynamik und damit das Produktivitätswachstum erhöht werden. Andererseits dürften wegen des Abzugs der Finanzmittel aus dem bisherigen Unternehmen dessen Investitionen niedriger ausfallen, so dass es zweifelhaft ist, ob die Investitionsdynamik in der Ära des neuen Finanzmarktkaipitalismus gesamtwirtschaftlich gestärkt wird. Im Gegenteil, da die zurück an den Investor fließenden Mittel nicht notwendigerweise vollständig und vor allem nicht nur in Deutschland re-investiert werden, ist ein Absinken der Investitionsquote zu erwarten. Schon im derzeitigen Aufschwung hat sich gezeigt, dass trotz erheblich verbesserter Rentabilität der Unternehmen die Investitionen lediglich genau so stark gestiegen sind wie im vergangenen Aufschwung Ende der 90er Jahre. Den negativen Investitionseffekten im Inland stehen Zuflüsse aus dem Ausland und die schnellere Verfügbarkeit von Kapital entgegen. Ob insgesamt damit ein Abflachen des Wachstumspfades verbunden ist, hängt davon ab, ob die Renditeerwartungen gemessen am auf Dauer auf Wettbewerbsmärkten Erreichbaren überzogen sind. Sind sie es, wofür, folgt man öffentlich bekundeten Zielvorstellungen, vieles spricht, unterbleiben an sich rentable Investitionen und das Wachstum wird geschwächt.

Die monetäre Dimension des neuen Finanzmarktkapitalismus ist nicht weniger bedeutsam. Sie zeigt sich vor allem in Innovationen immer neuer Finanzprodukte, in die dann rasant investiert wird. Auf den Märkten für diese Produkte, für die zum einen wegen ihrer Unbekanntheit und zum anderen wegen ihrer Konstruktion kaum griffige Regulierungen bestehen, zeigen sich Phänomene, deren Rückwirkungen auf die Realwirtschaft teilweise extrem belastend sind. Diese weitgehend unregulierten Märkte erweisen sich als unverankert. Damit ist gemeint, dass die Anleger in Ermangelung von verlässlichen Orientierungen völlig unrealistische Erwartungen sowohl über die Renditechancen als auch über mögliche Risiken entwickeln. Insbesondere gibt es die Tendenz, dass die Renditeerwartungen weit über denen der Realwirtschaft liegen. Das hat zwei Folgen: Zum Einen erhöht sich der Zustrom an Geld für Finanzmarktinvestitionen zu Lasten von realwirtschaftlichen Investitionen. Dies verstärkt die schwächere reale Investitionstendenz. Zum zweiten ist eine solche Entwicklung nicht nachhaltig. Zwar erhöht der ständige Zustrom an Finanzmitteln tatsächlich die Kurse und damit die Renditen auf den Finanzmärkten. Sind diese Zuwächse jedoch auf Dauer nicht durch realwirtschaftliche Einkommenszuwächse gedeckt, bleibt der Zustrom an Kapital nicht stark genug, um die Kursinflation immer weiter zu nähren. Irgendwann brechen die Kurse zusammen und Kapital wird vernichtet. In der Folge werden Kreditanbieter restriktiver, darunter leidet dann auch die Investitionsdynamik in der Realwirtschaft.

Ähnliches bewirken falsch eingeschätzte Risiken. Die neuen strukturierten Finanzmarktprodukte, mit denen unterschiedliche Risiken in jeweils unterschiedlicher Weise kombiniert werden, erwecken die Illusion, dass sie auf diese Weise homöopathisiert und so zum Verschwinden gebracht würden. Tatsächlich wird zwar das Risiko einer einzelnen Anlage für den Erzeuger der

Finanzanlage (*Originator*) vermindert. Dies erweist sich jedoch als Anreiz, wie im Fall der *subprime*-Produkte größere Risiken als früher einzugehen. Gleichzeitig werden diese sogar durch die Verbreitung strukturierter Produkte viel weiter gestreut. Die Risiken bleiben also erhalten, wenn auch jeweils in kleineren Dosierungen. Werden wie im Fall der *subprime*-Produkte die Risiken dann relevant, bleiben die Schäden nicht auf die ursprünglichen Risikonehmer begrenzt, sondern verbreiten sich rasch über den gesamten globalen Finanzmarkt. Damit schwindet dann aber das Vertrauen großflächig in alle möglichen Produkte, die Kurse fallen und Kapital wird vernichtet mit den gleichen Folgen wie oben.

Neue wirtschaftspolitische Herausforderungen

All dies zeigt, dass der neue Finanzmarktkapitalismus die Wirtschaftspolitik vor erhebliche Herausforderungen stellt. Realwirtschaftlich stellen die gesellschaftlichen Folgen der Umverteilung zu Lasten der Arbeitseinkommen und innerhalb der Arbeitseinkommen die bisherigen staatlichen Mechanismen der Umverteilung auf die Probe. In der Finanzsphäre bedürfen die Finanzmärkte dringend internationaler Regulierung, die als Anker gegen Illusionen einer wegdriftenden Erwartungsbildung und der daraus resultierenden hohen Volatilität dieser Märkte dienen kann.

Der neue Finanzmarktkapitalismus hat sich trotz dieser Krisentendenzen etabliert und es ist fraglich, ob eine Rückkehr zum konservativen bankenzentrierten System, angesichts der Finanzmarktkapitalisierung der Banken selbst, sich überhaupt etwas ändern würde. Es bleibt also den Volkswirtschaften nichts anderes übrig als zu lernen, mit dem neuen Finanzmarktkapitalismus in einer Weise umzugehen, dass er nicht nur wenigen, sondern der gesamten Volkswirtschaft zu Gute kommt.