

Finanzialisierung oder Finanzmarkt-Kapitalismus?

1. Einleitung¹

Zwischen Corona-Wellen und konjunktureller Erholung bleibt das derzeitige Wirtschaftswachstum grundsätzlich abhängig von einer expansiven Geld- und Fiskalpolitik. Die bereits seit langem zu beobachtenden schwachen Investitionen (Abb. 1) und eine nur niedrige Produktivitätsdynamik (Abb. 2) verweisen auf tieferliegende Probleme.² Eine Erklärung setzt am Wachstum der Finanzmärkte an. Diese werden unter den Stichworten „Finanzialisierung“³ oder grundsätzlicher „Finanzmarkt-Kapitalismus“⁴ diskutiert.

2. Hintergrund

Die Entwicklungen der internationalen Finanzmärkte wurden bereits deutlich vor der Weltfinanzkrise von 2008 problematisiert. Die realwirtschaftliche „Prosperitätskonstellation“ nach 1945 verlor seit den 70er Jahren an Dynamik.⁵ Die keynesianischen Stabilisierungspolitik konnte ein Ansteigen von Arbeitslosigkeit, Inflation und Zinsen bei niedrigem Wachstum nicht verhindern (Stagflation, Abb. 3+4). Das Finanzsystem von Bretton Woods (Zahlungsbilanzausgleich, goldgebundener US-Dollar als Ankerwährung) erwies sich angesichts der Entwicklung der Außenwirtschaft als zu eng und wurde 1973 aufgegeben. Mit der Freigabe der Wechselkurse entstand einer der größten Finanzmärkte der Welt (Abb. 6).⁶ Mit Margret Thatcher (1979) und Ronald Reagan (1980) erlangte der Neoliberalismus den Status offizieller Regierungspolitik. Beide leiteten umfangreiche Marktliberalisierungen ein. Die Kapitalisierung der Stabilitätspuffer⁷ des fordistischen Produktionssystems brachte einen Wachstumsschub:

- Hebung von Wert- und Bewertungsreserven durch Auflösung von industriellen Beteiligungsnetzen,
- Abbau von Liquiditätspuffern in Unternehmen durch hohe Ausschüttungen (Dividenden),
- Regulative Entlastungen (Rücklagen, marktnähere Bilanzbewertungen (IAS/IFRS), Abschreibungen⁸),

- Einführung kapitalsparender Organisations- und Finanzierungsformen (Leasing, just-in-time-Logistik, working capital-Konzepte),
- Schwächung von Gewerkschaften (Tarifbindung, closed shops, Seniorität, ...) sowie
- Senkung der Ertragssteuern und Sozialkosten.

Abb. 1 Nettoanlageinvestitionen (Volkswirtschaft insgesamt, in % des BIP, vor 1991 Westdeutschland), Quelle: Ameco

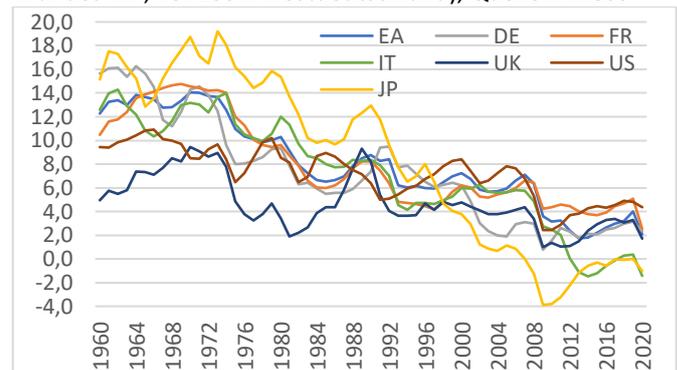
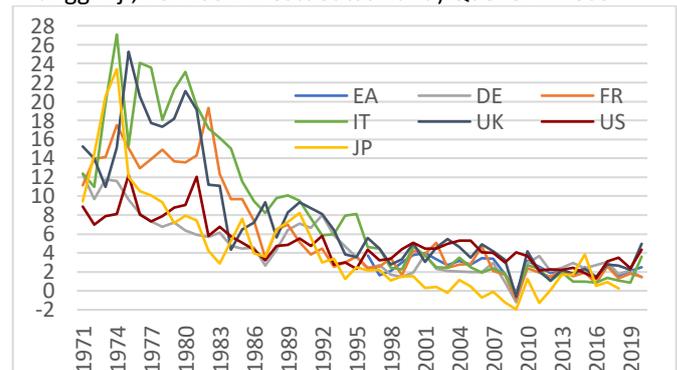


Abb. 2 Produktivität (BIP/geleisteter Arbeitsstunde, nominal, in % gg. Vj., vor 1991 Westdeutschland) Quelle: Ameco



Diese Mobilisierung von Wertreserven und kreditfinanzierter Konsum („privatisierter Keynesianismus“ Colin Crouch) brachte temporär Wachstum.

Die USA konnten sich mit der Weltreservewährung günstig verschulden. Begleitet von einer Politik des starken US-Dollar⁹ und hoher Zinsen¹⁰ floss Kapital in die

¹ Eine Zusammenfassung in Windels (2021b)

² Schulmeister (2018)

³ Krippner (2005), S. 174

⁴ Grundlegend: Windolf (2005), kritisch: Faust/Kädtler/Wolf (2017)

⁵ Lutz (1984), Brandt (2019b)

⁶ Der tagesdurchschnittliche Devisenmarktumsatz lag im April 2019 bei 6,59 Bio USD. Der Markt für Zinsderivate hat sich von 2016 auf 2019 auf 6,51 Bio USD mehr als verdoppelt. (BIS (2019), S. 6)

⁷ Windolf (2005), S. 52

⁸ Für die USA s. Krippner (2005), S. 183 f.

⁹ Nach der Wechselkursfreigabe fiel der US-Dollar von 3,20 DEM/USD (Jan. 1973) auf 1,72 DEM/USD (Jan. 1980). Bis März 1985 stieg die US-Währung wieder auf 3,30 DEM/USD.

¹⁰ Die Hochzinsphase begann schon unter Carter, dessen neuer Fed-Gouverneur Paul Volcker (ab August 1979) mit einer Hochzinspolitik die Inflation unter Kontrolle brachte. Die folgende Rezession war ein wichtiges Motiv für die Wahl von Reagan Ende 1980.

USA und verursachte damit die erste internationale Schuldenkrise nach 1945 (Abb. 3-5).¹¹

Abb. 3 USA: Fed-Leitzins, Rendite 10-Jahre-Staatsanleihen, Verbraucherpreise (in %), Quelle: FRED

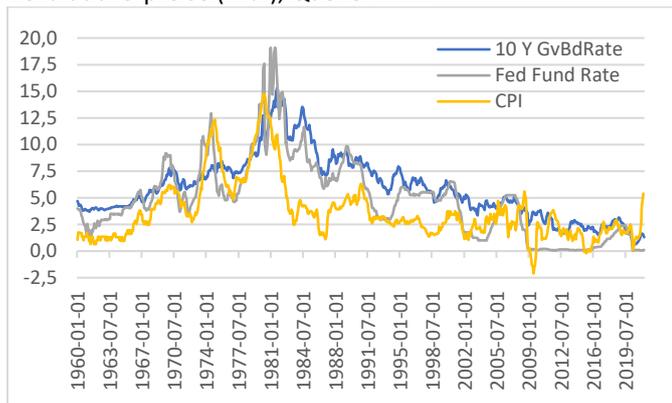


Abb. 4 USA: BIP-Wachstum (real, in % gg. Vj.), Arbeitslosenquote (in %), sb, Quelle: FRED

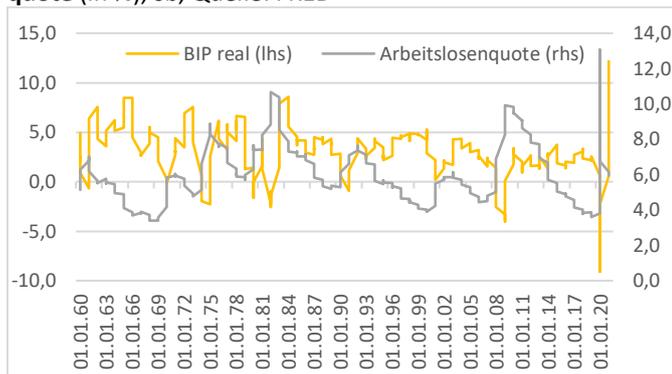
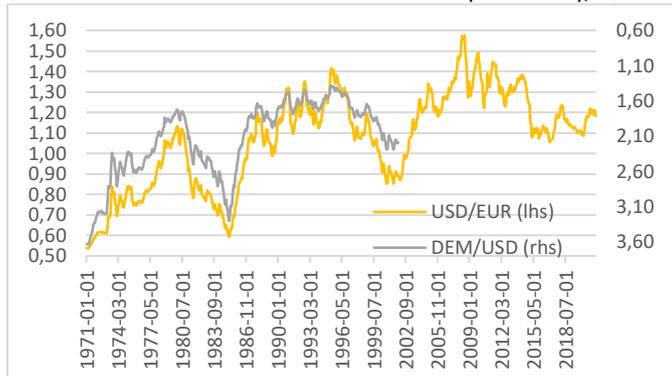


Abb. 5 Wechselkurs USD zu EUR bzw. DM (invertiert), Q.: FRED



Die britische Finanzmarktliberalisierung von 1986 (sog. ‚Big Bang‘) machte London (wieder) zum globalen Finanzzentrum (Abb. 7) und zog enorme Geldmittel aus Kontinentaleuropa, dem Nahen Osten und Asien an. Diese Spezialisierung auf Finanzdienstleistungen (Tab. 1) brachte den Briten steigende Nettoauslandseinnahmen. Diese stiegen von 0,5% des BIP (1991) bis auf 3,5% (2011; 2020: 3,0%, Abb. 8).¹² Als Standort von großen

¹¹ Im August 1982 erklärte Mexiko seine Zahlungsunfähigkeit.

¹² Weltbank, verschiedene Tabellen, eigene Berechnungen (<https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=2&series=BX.GSR.MRCH.CD&country=#>),

¹³ „trickle-down economics has never worked.“ Biden (2021)

¹⁴ Faust/Thamm (2015), S. 8

Investmentfonds dürfte London einen guten Teil der Finanzialisierungsprofite auf sich gezogen haben.

Die mit dieser Wende einhergehenden hohen Wechselkurse und Zinsen belasteten aber auch die britische und die US-Industrie, die daraufhin teilweise in billigere Länder verlagert wurde. Das Leistungsbilanzdefizit in beiden Ländern stieg in dieser Zeit stark an (für USA s. Abb. 9). Steuersenkungen und der Abbau von Sozialleistungen bewirkten im Inland eine Umverteilung, die mittels eines behaupteten „trickle down-Effekts“ allen zugutekommen sollte.¹³

Nach anfänglichen Anpassungskrisen (De-Industrialisierung) setzte sich ein neuer, finanzwirtschaftlich gestützter Wachstumsmodus in Großbritannien und den USA durch, mit durchschnittlich höheren BIP-Zuwächsen und niedrigerer Arbeitslosenquote als die EU oder Deutschland (Abb. 9+10). Diese von vielen wahrgenommene „faktische Überlegenheit des US-Modells“¹⁴ brachte das deutsche und kontinentaleuropäische Wachstumsmodell unter Legitimationsdruck.

Die ‚geistig-moralische Wende‘ unter Helmut Kohl konnte in der bundesrepublikanischen Wirklichkeit der 80er Jahre nur begrenzt umgesetzt werden. Und mit der deutschen Einheit bestand ab 1989 auch eine eigene nationale Agenda.¹⁵ Erst die Regierung Schröder II setzte mit der ‚Agenda 2010‘ eine ‚nachholende‘ Neoliberalisierung des ‚Standorts Deutschland‘ um. Wesentliche Teile der Wertschöpfung wurden den Bedingungen der Finanzmärkte mehr oder weniger untergeordnet.

3. Finanzmarkt-Kapitalismus

3.1. Was ist Finanzmarkt-Kapitalismus?¹⁶

Im Finanzmarkt-Kapitalismus werden die Profitsprüche der Financiers anders durchgesetzt als im Bank-finanzierten Kapitalismus.

Institutionen des Finanzmarktkapitalismus nach Windolf sind:

- Aktienmärkte (Preisbildung)
- Investmentfonds (neue Eigentümer)
- Analysten und Ratingagenturen (Signalgeber reduzieren Komplexität, senken Transaktionskosten)
- Transfermechanismen (Mechanismen zur Durchsetzung von Interessen durch Verhandlungen mit dem Management (voice) und Drohungen mit Verkauf (exit) der Anteile des Unternehmens („Markt für Unternehmenskontrolle“ S. 49 f. oder die

¹⁵ Die Privatisierungspolitik in den neuen Bundesländern könnte auch als neoliberale Revolution in Deutschland angesehen werden. Zudem öffneten sich ab 1990 mit China und den ehemaligen COMECON-Staaten neue Märkte („Landnahmen“).

¹⁶ Seitenhinweise in diesem Kapitel verweisen auf Windolf (2005)

Unterstützung einer feindlichen Übernahme (S. 46 ff.), Aktienoptionen als Managergehalt (S. 50 ff.).¹⁷

Hiernach führt die fortschreitende Konzentration von Finanzvermögen in den Händen institutioneller Investoren (Investmentfonds, Pensionsfonds usw.) zu einer Rollenänderung der neuen Eigentümer gegenüber den vorher ‚machtlosen‘ Aktionären des Streubesitzes.¹⁸ Gemessen an der Umschlagshäufigkeit des Aktienbestandes stellte „auch das Aktienkapital der Kleinaktionäre ‚geduldiges‘ Kapital“ (S. 24) zur Verfügung. So sank die durchschnittliche Haltedauer der Aktienpositionen von 8,3 Jahre (1960) auf 1,4 Jahre (1987).

„Die Trennung von Eigentum und Kontrolle in den großen Aktiengesellschaften schirmte die Manager gegen den Einfluss der Eigentümer ab und verschaffte ihnen eine weitgehende Autonomie.“ (S. 23)¹⁹

Der Manager als ‚agent‘ der Eigentümer („principal“) war Entscheidungsträger, Strategie und Organisationsentwickler. Er war zumeist langfristig in ‚sein‘ Unternehmen eingebunden (Karriere) und der Organisationsentwicklung eher verbunden als der Profiterwirtschaftung.

Die institutionellen Investoren sind die ‚neuen Eigentümer‘ großer Teile der börsengehandelten US-Unternehmen. Ihr Wettbewerb um Kundengelder erfolgt über die Rendite des verwalteten Kapitals. Ihre Unternehmensanteile sind einzeln zwar klein (bis 3%) aber im (Interessen-) Verbund tonangebend. Sie nehmen über Hauptversammlungen, Sitze in Gremien und die Öffentlichkeit Einfluss auf die Geschäftspolitik. Ihre Drohung ist der Verkauf und letztlich die Unterstützung feindlicher Übernahmen. Durch diese Druckmittel erhalten sie Einfluss auf das Verhalten des Managements.

3.2. Finanzmarkt- vs Bankenfinanzierung

Banken sind in ihrer Finanzierung von Unternehmen langfristig orientiert. Während der Kreditlaufzeit ist regulär kein Exit möglich. Eine Bank ist während der Kreditlaufzeit an Risikobegrenzung interessiert. Als „Insider“ ist sie mit Informations- und Aufsichtsrechten versehen und im Krisenfall an Risikovermeidung interessiert, um die Rückzahlungsrisiken des Kredits zu verringern. Der Wettbewerb zwischen Banken drückt tendenziell den Kreditzins und damit die Finanzierungskosten der Unternehmen.

„Die Kredite der Banken waren geduldiges, kontrollierendes und risikoaverses Kapital.“ (S. 22)

Dagegen drängen Investmentgesellschaften auf eine Profitmaximierung. Die zukünftig erwarteten Gewinne definieren den Aktienkurs. Sie drängen auf Steigerung

¹⁷ „the effectiveness of the voice mechanism is strengthened by the possibility of exit“ Hirschman (1970), S. 83, nach Windolf (2005), S. 39

¹⁸ Faust/Thamm (2015), S. 9 weisen auf wesentliche Unterschiede für die deutschen Aktionärsverhältnisse hin (geringe Anzahl börsennotierter Unternehmen, hoher Anteil von Ankerinvestoren, geringe

der Kapitalrentabilität, auf die Konzentration des Geschäftsmodells auf die ‚Kernkompetenzen‘, den Verkauf von weniger profitablen Unternehmensteilen und hohe Ausschüttungsquoten für die Gewinne. Steigende Zielrenditen erhöhen die Finanzierungskosten der Unternehmen, im Gegensatz zur Bankenfinanzierung.

Abb. 6 Devisenmärkte (in Bio USD, täglicher, durchschnittlicher Umsatz) und **Umsatzanteil nicht-finanzieller Kunden** (NFC in %, rechte Skalierung), Quelle: BIS (2019), S. 6

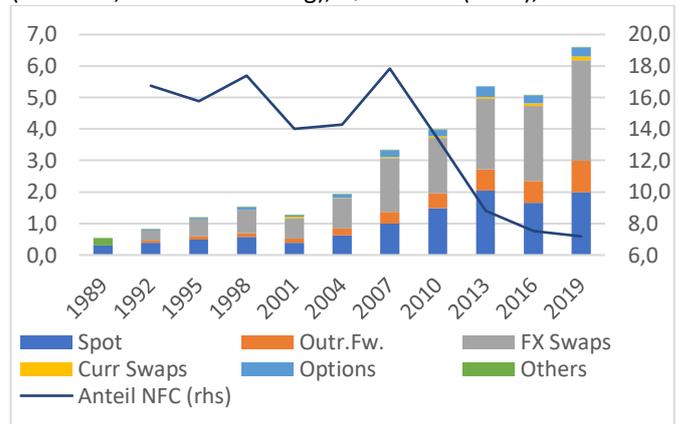
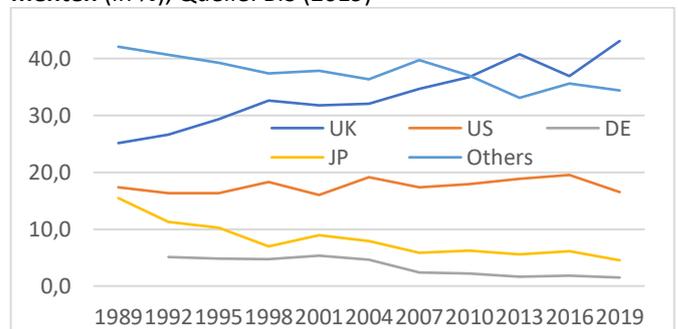


Abb. 7 Marktanteile im globalen Handel mit Währungsinstrumenten (in %), Quelle: BIS (2019)



Banken beurteilen ihre Kreditrisiken gegenwartsorientiert am bestehenden Geschäftsmodell, mit gegebenen Geschäftszahlen und der aktuellen Bewertung der Kreditsicherheiten (Fakten). Aktienkurse sind als Barwerte erwarteter Erträge zukunftsorientiert und unsicher. Analysten und Ratingagenturen rationalisieren dieser Unsicherheit durch standardisierte Bewertungen der Zukunftserträge (Zielkurse mit Kaufempfehlungen oder Ausfallwahrscheinlichkeiten durch eine Note (z.B. ‚AAA‘ oder ‚BB‘)). Diese Risikosignale für zukünftige Finanzmarktbewertungen reduzieren zwar die Unsicherheit, beseitigen sie aber nicht, da auch diese irrtumsbehaftet sind. Zudem spiegeln Finanzmarktpreise nicht meine Erwartungen, sondern die Erwartungen der ‚Märkte‘ wider, d.h. die durchschnittlichen Zukunftserwartungen aller Akteure am Markt.

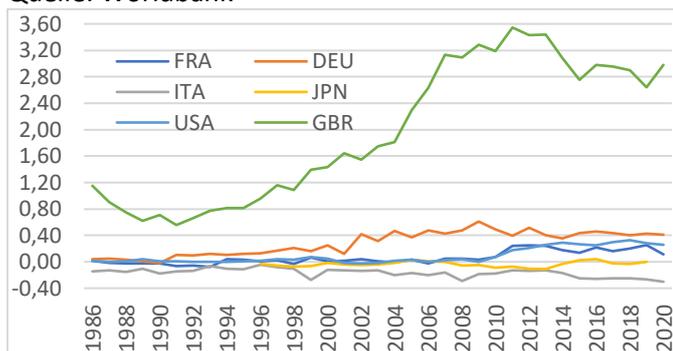
Quote von Streubesitz). Neuere Zahlen (s. Tab. 2) unterstützen hingegen die Konvergenzhypothese (s. Kap. 3.5., Faust/Thamm (2015), S. 8, auch Windolf (2005), S. 53).

¹⁹ Faust/Thamm (2015), S. 6 zitieren hierfür die synonymen Begriffe „Managerkapitalismus“, „organisierter Kapitalismus“ oder „kooperativer Kapitalismus“.

Die Prognosen können durch kleine „Neuigkeiten“ schwanken. Die Volatilität der Preise nimmt zu. Da die Finanzmärkte hochgradig vernetzt sind und die von mir erwarteten Preise wesentlich von der Erwartung Dritter abhängen („Erwartungserwartungen“ S. 26), steigt die Volatilität weiter an. Auch strahlen schlechte Nachrichten eines Unternehmens auf seinen Sektor, Index, Markt sowie auf Drittsektoren oder -märkte aus. Das System schaukelt sich im wechselseitig hoch. Z.B.:

- Anleger misstrauen in der Euro-Krise von 2011 spanischen Anleihen, weil Griechenland Zahlungsprobleme hat.
- Auch der eigentlich gänzlich unbelastete deutsche Pfandbriefmarkt kam unter Druck, weil Anleger werthaltige Papiere verkauften, um Verluste aus griechischen Anleihen zu decken (spill-overs).

Abb. 8 Saldo Finanzdienstleistungen im Außenhandel (Saldo in % des BIP, nominal, vor 1991 Westdeutschland) Quelle: Worldbank



Tab. 1 Anteil der Bank- und Versicherungsdienstleistungen an der gesamten Bruttowertschöpfung (in %), Quelle: Eurostat (NAIDA_10_A10)

	1995	2000	2005	2010	2015	2020
EA19	4,9	4,9	5,2	5,3	5,1	4,6
DE	4,6	4,5	5,5	5,0	4,4	4,0
FR	4,0	4,1	3,8	4,5	4,5	3,7
IT	4,7	5,0	5,2	5,2	5,6	5,0
LU	24,0	25,9	26,2	28,2	27,9	25,7
NL	7,4	7,1	7,2	8,9	8,5	6,6
AT	5,7	5,5	4,9	4,6	4,4	4,2
CH	8,5	12,7	11,2	10,4	10,1	9,7
UK	6,2	5,0	7,3	8,1	6,8	6,7
US		7,4	7,6	6,8	7,5	7,9
CN			4,0	6,2	8,2	7,8
JP			6,0	4,8	4,3	4,1

3.3. Marktsteuerung außer Kraft

Die Selbststeuerung von Märkten wird wesentlich mit ‚negativer Rückkoppelung‘ begründet. Genau diese funktioniert auf Finanzmärkten regelmäßig nicht. Märkte mit positiven Rückkoppelungen neigen aber systematisch zur Instabilität.²⁰

²⁰ Steigende Preise führen normalerweise zu sinkender Nachfrage (negative Rückkoppelung). Finanzmarktprodukte motivieren aber bei steigenden Preisen oft mehr Käufe (und umgekehrt, positive Rückkoppelung).

Dies ist jetzt aber nicht mehr nur ein Problem eines Unternehmens, sondern aufgrund der Vernetzung der Finanzmärkte ein gesamtwirtschaftliches Problem.

In aufwärtsgerichteten ‚Bullenmärkten‘ kommt es zu übertriebener Zuversicht mit steigender Investition, Beschäftigung und höherem Konsum (umgekehrt in abwärtsgerichteten ‚Bärenmärkten‘). Die Volatilität des Wachstums steigert die Unsicherheit. Hierzu Keynes:

„Wenn die Kapitalbildung in einem Land ein Nebenprodukt der Aktivitäten eines Spielkasinos wird, dann wird diese Aufgabe alles andere als gut erledigt.“²¹

3.4. Aktienoptionen²²

Aktienoptionen als Gehaltsbestandteil der Managervergütung haben deutlich zugenommen. Aktienoptionen haben einerseits die Managergehälter stark erhöht und andererseits die Unternehmensleiter stärker an das Profitinteresse der Eigentümer gebunden.

3.5. Konvergenz

Die Anhänger des Konzepts des Finanzmarkt-Kapitalismus sehen in der zwingenden Marktdynamik auch starke Konvergenztreiber. Hiernach setzt sich die Finanzmarktlogik auch in anderen Kapitalismen und in nicht-börsennotierten Unternehmen durch.

3.6. Kritik am Konzept des Finanzmarktkapitalismus

Kädtler (2016) kritisiert Windolfs vorschnelle „konzeptionelle Engführungen“. Seine „Selektivität, gegenüber der empirischen Realität des zeitgenössischen Kapitalismus“ sowie erhebliche regionale Unterschiede z.B. zwischen den USA und Deutschland lassen erhebliche Zweifel an einer Verallgemeinerungsfähigkeit seiner Feststellungen.²³

4. Finanzialisierung

Einige Autoren sehen in den finanzwirtschaftlichen Prozessen keine Formation ‚Finanzmarktkapitalismus‘, sondern ‚nur‘ eine ‚Finanzialisierung‘ unterschiedlicher Ebenen der Ökonomie. Die Debatte um die ‚Finanzialisierung‘ der Wirtschaft ist begrifflich vielfältig:

- „shareholder value als Modus der Unternehmensführung“,
- „Dominanz der Kapitalmärkte gegenüber bankbasierten Finanzsystemen“,
- „zunehmende politische und wirtschaftliche Macht einer Rentiersklasse“ und
- „Verbreitung neuer Finanzinstrumente“ und die „Explosion des Finanzhandels“.²⁴

Krippner wählt statt einer „aktivitätszentrierten Sichtweise“ (Aufstieg der Finanzwirtschaft, Volumen des

²¹ Keynes (1936), S. 139

²² Windolf (2005), S. 50

²³ Kädtler (2016), S. 417/418

²⁴ Krippner (2005), S. 181

Finanzhandels) eine „akkumulationszentrierte Perspektive“ (wo und wie wird der Profit erwirtschaftet).²⁵

„Ich definiere Finanzialisierung als ein Akkumulationsmuster, bei dem Gewinne in erster Linie über Finanzkanäle und nicht über Handel und Warenproduktion erzielt werden.“²⁶

4.1. Finanzialisierung der US-Ökonomie

Die US-Finanzwirtschaft (Banken, Versicherungen, Immobilien, 1950-2001) zeigt hiernach

- einen geringen Zuwachs im Beschäftigungsanteil,
- einen deutlichen Anstieg an der Wertschöpfung, der aber hinter dem Bedeutungszuwachs der sonstigen Dienstleistungen zurückbleibt und
- eine sehr starke Expansion des Anteils an den Unternehmensgewinnen, insbesondere seit 1984.²⁷

Die Struktur der Gewinne der nicht-finanziellen Unternehmen zeigt eine deutliche Ausweitung von Portfolioerträgen (Beteiligungen, Finanzanlagen), insbesondere in der Industrie. Größten Anteil bei den Finanzerträgen haben die Zinseinnahmen.²⁸ Veränderungen der Organisation der nicht-finanziellen Wertschöpfung durch Auslagerungen oder Ausgründungen über diesen Zeitraum ergeben keine Änderungen der Ergebnisse.²⁹

Welche Bedeutung die Finanzialisierung für die US-Ökonomie und die US-Unternehmen hat bleibt aber offen.

4.2. Finanzialisierung der deutschen Unternehmensfinanzierung

Wie Krippner (2005) für die USA untersuchen Faust/Thamm (2015) die faktische Situation für Deutschland. Anhand der Kriterien

- börsenfähige Unternehmen
- börsennotierte Unternehmen
- Marktkapitalisierung
- Eigentümerstrukturen und
- Kreuzbeteiligungen

wird unter anderem das Phänomen der „Auflösung der Deutschland AG“ von einer Form des „organisierten Kapitalismus“³⁰ zu einem (finanzmarkt-)marktvermittelten Kapitalismus³¹ untersucht. Im Ergebnis zeigen sich deutliche Abweichungen von den Spielarten in Großbritannien und den USA. Zwar konstatieren die Autoren einen „Finanzialisierungsschub“ in Deutschland während der 90er Jahre. Doch bleibt die quantitative Bedeutung der Kapitalmarkt-basierten Eigenkapitalbeschaffung (Aktien über Börsen) begrenzt und auch 2014 verfügten noch knapp 60% der börsennotierten Unternehmen über Ankerinvestoren und damit über „geduldiges

²⁵ Krippner (2005), S. 176 bzw. 198

²⁶ Krippner (2005), S. 174 „I define financialization as a pattern of accumulation in which profits accrue primarily through financial channels rather than through trade and commodity production“.

²⁷ Krippner (2005), S. 178/179

²⁸ Krippner (2005), S. 185-187

²⁹ Krippner (2005), S. 193

Kapital“. Sowohl seitens einer Kontroll-Finanzialisierung (Windolf) als auch einer Profit-Finanzialisierung (Krippner) seien zwar „transformativ“, aber keine Formations-dominierenden Wandlungen festzustellen.³²

Abb. 9 USA: Nettoauslandsausleihungen u. Leistungsbilanzsaldo (in Mrd USD, saisonbereinigt, annualisierte Quartalswerte), Quelle: FRED

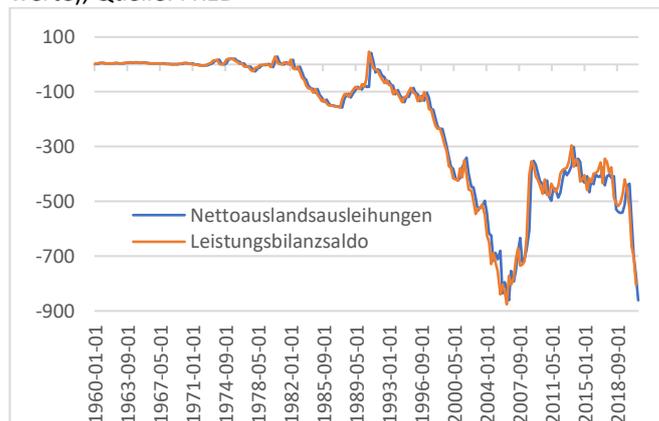


Abb. 10 Wachstum im Vergleich (BIP, real, 1980=100, vor 1991 Westdeutschland), Quelle: Ameco

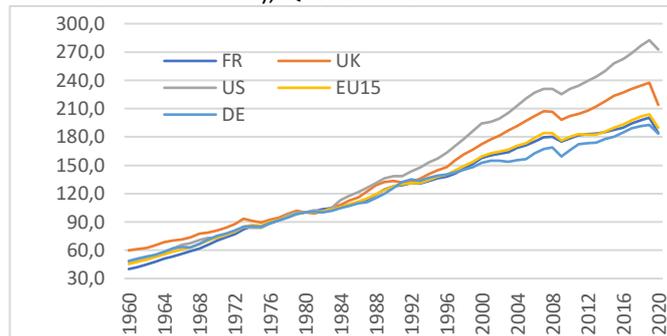
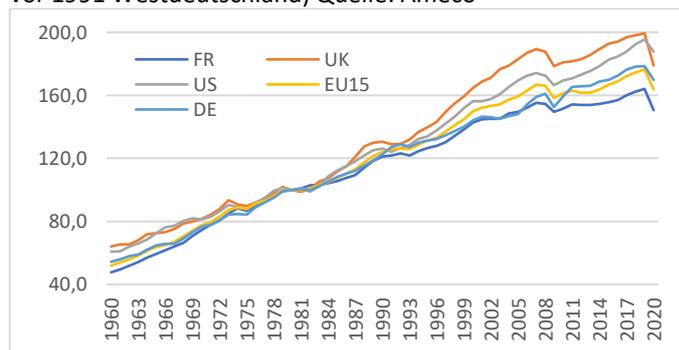


Abb. 11 Wachstum im Vergleich (BIP/Einw., real, 1980 = 100, vor 1991 Westdeutschland) Quelle: Ameco



Basel II

Insbesondere die Einführung der Bankenregulierung Basel II (2004-2006) hat für die europäische Unternehmensfinanzierung eine deutliche Kapitalmarktorientierung gebracht.

³⁰ Auf Ebene der Organisation auch kooperativer oder Managerkapitalismus und auf Ebenen der Finanzierung bank-based, bank-dominated und auf Insidersystem genannt. Faust/Thamm (2015), S. 6

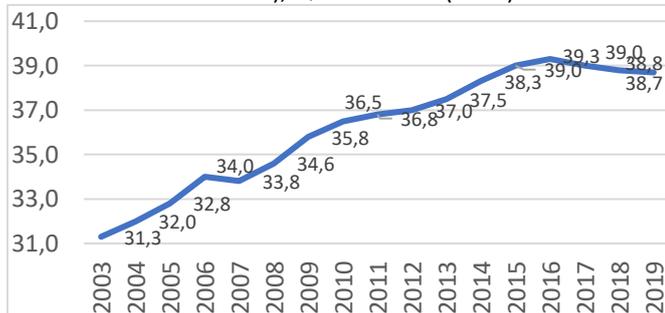
³¹ Auch market-based, market-dominated oder Outsidersystem genannt. Faust/Thamm (2015), S. 8.

³² Krippner (2005), S. 99

„Traditionelle Spielregeln der bankorientierten Finanzierungs-kulturen aus der Zeit vor dem Euro werden durch ein neues Set von Regeln aus der angloamerikanischen, an Kapitalmärkten orientierten Finanzierungskultur in Frage gestellt.“³³

Der ‚German Mittelstand‘ erweist sich aber als recht speziell. So ist dieser deutlich größer als in vergleichbaren Ländern und hat auch spezifische Finanzierungsbedürfnisse. Diesen entspricht, bzw. entsprach die deutsche Bankenstruktur. Die Vereinheitlichungsregulierung des Bankenbereichs vor (Basel II) und nach der Finanzkrise (Basel III) nimmt hierauf wenig Rücksicht. Sie schleift das Hausbankenprinzip zugunsten abstrakter Finanzkennziffern. Auch Bewertungen von Ratingagenturen haben mit Basel II an Gewicht gewonnen. Diese Finanzialisierung erfordert höhere Eigenkapitalquoten, als im bankbasierten Finanzierungsmodell für deutsche kleine und mittlere Unternehmen (KMU) üblich war. Dieser Aufbau von Eigenkapital (Abb. 12) verringert die Wachstumsmöglichkeiten und hat die deutschen KMU’s belastet.³⁴

Abb. 12 Eigenkapitalquoten deutscher KMU (Unternehmen bis 250 Mio EUR Umsatz), Quelle: DSGV (2020)



4.3. Finanzialisierung von Kreditbanken

Kreditbanken unterliegen aber auch selbst dem Trend der Finanzialisierung. Langlaufende Kredite werden durch Kredithandel fungibel. Die Trennung von Kreditgenerierung und Risikoträgerschaft war einer der Krisentreiber in der US-subprime-Krise von 2008. Mit Credit Default Swaps (CDS) stehen zunehmend Kapitalmarktpreise für Kreditrisiken zur Verfügung. Aus fixen, laufzeitgebundenen Instrumenten werden damit zunehmend liquide Instrumente. Ähnliches gilt für Kreditversicherungen, deren Werte an ihrer Verwertung gemessen werden.³⁵ Die Finanzkrise von 2008 hat Banken deutlich gemacht, dass Fristentransformation³⁶ gefährlich und Beweglichkeit lebenswichtig ist. Damit gerät

³³ Stadler (2013), S. 14

³⁴ Vgl. Kessler (2020), zum Hausbankenprinzip z.B. S. 50. Zur Kritik der Mittelstandsverbände vgl. Hartmann-Wendels (2011)

³⁵ Projektfinanzierungen (Windparks, Schiffe, Flugzeuge) sind wesentlich durch sich selbst besichert. Wenn aber der Marktwert von Schiffen fällt, sichern die Objekte den Kredit nicht hinreichend. Der Verkauf dieser Assets treibt den Preisverfall weiter an (prozyklisch).

³⁶ Fristentransformation = eine Aufgabe von Banken ist die Transformation kurzlaufender Sparbeträge in langlaufende Kredite. Die Zinsdifferenz hieraus ist/war ein wesentlicher Teil des Bankertrags.

auch das vormalig andersartige ‚bank based‘ Finanzierungs-system unter den Konvergenzdruck der Kapitalmärkte. So zwingt die Krisenhaftigkeit des finanzierten Kapitalismus weiteren Bereichen ihre Logik auf. Ganz im Sinne der Konvergenzbehauptung von Windolf.³⁷

5. Finanzialisierung als zyklisches Phänomen

Finanzialisierung ist keine „völlig neue Phase des Kapitalismus“, sondern „eine wiederkehrende Phase in der Entwicklung kapitalistischer Ökonomien“.³⁸

Hierzu Keynes:

„Als Luftblasen in einem stetigen Strom des Unternehmertums richten Spekulanten kaum einen Schaden an. Die Lage wird jedoch ernst, wenn das Unternehmertum nur noch ein Bläschen im Strudel der Spekulation ist. (...) Diese Tendenzen sind das so gut wie unvermeidbare Resultat der erfolgreichen Schaffung ‚liquider‘ Investmentmärkte.“³⁹

Auch Schulmeister sieht in der ‚finanzkapitalistischen Spielanordnung‘ eine sich wiederholende Bewegung.

„Dabei zeigt sich, dass die Dynamik des Kapitalismus immer durch Phasen geprägt war, in denen eine Macht durch technologischen Vorsprung zum kapitalistischen Hegemonen in der Realwirtschaft wird, dann aber versucht, seinen Reichtum durch Finanzinvestitionen zusätzlich zu vergrößern. Dabei finanzieren sie den Aufstieg ihres Nachfolgers als Hegemon der Realwirtschaft.“⁴⁰

Diese Debatte ist schon älter⁴¹ und verweist damit selbst auf zyklische Muster.

Keynes wesentlicher Ansatzpunkt ist eine zyklische Schwäche der effektiven Nachfrage. Für Keynes ist die Ersparnis eine Funktion des Einkommens. Je höher das Einkommen, desto höher die Ersparnisbildung. Die Investitionen folgen der Erwartung der Nachfrage. Mit steigendem Wohlstand fließt ein wachsender Teil des Einkommens in die Ersparnis. Diese muss über die Nettoinvestitionen wieder in den Wirtschaftskreislauf eingebracht werden, um die Märkte zu räumen. Mit steigender Ersparnis sinkt aber relativ der Konsum und bei erwarteter Nachfrageschwäche sinkt die Nettoinvestition. Die Überersparnis oder synonym Unterinvestition führt zur Stockung im Wirtschaftskreislauf und leitet die Krise ein. Keynes setzt hier an, um den Wachstumsprozess durch die staatliche (Ersatz-) Nachfrage wieder zum Laufen zu bringen.

³⁷ Eine Ursache der Finanzkrise von 2008/2009 waren zu große Banken („too big to fail“). „Vor dem Hintergrund dieser Erfahrungen (Lehman-Konkurs, T.W.) wurde die Bankenregulierung grundlegend reformiert und spürbar verschärft sowie die Kapitalanforderungen nachhaltig angehoben. Diese neue Politik begünstigte aber gleichzeitig die Konzentration auf den Bankenmärkten und verschärfte eher das Zentralproblem „too big to fail.“ Kessler (2018), S. 61

³⁸ Krippner (2005), S. 199

³⁹ Keynes (1936), S. 139

⁴⁰ Schulmeister ((2021), S. 20

⁴¹ Z.B. auch Hilferding (1910).

Es ist „eine chronische Tendenz in der Geschichte der Menschheit zu erkennen, dass die Sparneigung größer ist als die Investitionsbereitschaft. Die Schwäche der Investitionsanreize war zu allen Zeiten der Schlüssel zu den Problemen einer Volkswirtschaft.“⁴²

Tab. 2 Aktionärsstruktur für deutsche Aktienindices (Quelle: DIRK, verschiedene Studien 2015 u. 2021)

	DAX		MDAX	SDAX	TecDAX
	2014	2020	2014	2014	2014
Strateg. Investoren	20,0	18,6	34,0	41,0	27,0
Strat. Investoren	100,0	100,0			
- Stiftungen/Familien	52,0	42,6			
- Holdings, AG's	21,0	36,0			
- Staat	18,0	10,2			
- ausl. Staatsfonds	9,0	11,2			
Streubesitz	80,0	81,4	66,0	59,0	73,0
- Institutionelle	65,0	62,1			
- Private Haushalte	13,0	16,7			
- Broker, Trader	2,0	2,5			
nach Regionen					
Nordamerika	32,0	37,6	30,0	26,0	32,0
UK/IRL	20,0	20,7	25,0	25,0	19,0
DE	15,0	13,3	17,0	23,0	26,0
Europa (o. Skand.)	21,0	16,9	16,0	17,0	16,0
Skandinavien	7,0	6,4	8,0	10,0	6,0
Rest der Welt	2,0	1,1	3,0	1,0	1,0
Asien	3,0	4,0	1,0	1,0	0,0

Ohne eine staatliche Stabilisierung führt die Überersparnis bzw. Unterinvestition entweder zur (Anpassungs-)Krise oder das Kapital findet Wege zu neuem Wachstum. Gelingt dies nicht in einer „realkapitalistische Spielanordnung“ (neue Märkte, Produkte, Prozesse) flüchtet sich die Akkumulation in eine „finanzkapitalistische Spielanordnung“.⁴³ In letzterer werden Finanzprofite akkumuliert. Die an Finanzmärkten oft zu beobachtenden positiven Rückkoppelungen füttern sich selbst:

Finanzassets:

- ich kaufe z.B. Aktien und hoffe auf Kursanstieg
- der steigende Kurs bestätigt die Erwartung steigender Preise
- ich bzw. andere Anleger kaufen weitere Aktien und verursachen damit die erwartete Preissteigerung (self-fulfilling prophecy).⁴⁴

Kredite:

- Kredite treiben das Wachstum
- Wachstum verringert das Kreditrisiko
- das niedrigere Risiko rechtfertigt weitere Kredite.

⁴² Keynes (1936), S. 288. Analog zur Unterinvestition steht bei Marx die Überakkumulation und der tendenzielle Fall der Profitrate (Marx (1894), S. 221 ff.).

⁴³ Schulmeister (2018), Schulmeister (2021)

⁴⁴ In diesem Moment ist der Aktienkurs nicht der Barwert der abdiskontierten Zukunftsgewinne, sondern das Ergebnis von Angebot und Nachfrage. Rechnerisch wird hier zumeist auf einen geänderten Risikoparameter verwiesen, der vieles erklärt, aber nichts Substantielles ist (im Gegensatz zu einer ‚substantiellen‘ Gewinnerwartung). Der Risikoparameter löst sich zur Not unmittelbar in Luft auf. Die

Positive Rückkoppelungen treiben Vermögenspreise und Kreditvolumina pro-zyklisch in unhaltbare Höhen. Sie kippen im sogenannten Minsky-Moment.⁴⁵

Das seit den 70er Jahren lahrende Wachstumsmodell des ‚Sozialstaatskapitalismus‘ braucht Finanzinfusionen, um eine Krise zu vermeiden und Wachstum zu erreichen. Jenseits der marktbasierter ‚Finanzialisierung‘ erzeugt auch die keynesianische Stabilisierungspolitik finanzbasierte Stimulierungen in vier Phasen:

1. Staatsverschuldung,
2. private Verschuldung,
3. Bankschulden und
4. Zentralbankschulden.

Hierdurch wurde das Aufschaukeln der Finanzwirtschaft über die Realwirtschaft ermöglicht. Mühsam wird ein Gleichgewicht zwischen Profitanspruch des Kapitals und Konsuminteresse der Mehrheit der Bevölkerung gehalten. Die Lösung der Krise schafft jedoch immer auch die Ursache der folgenden Krise. Diese Gleichgewichtssillusion ist mit der Krise 2007/2008 an ihr Ende gekommen. Die jetzt folgende Krisenbewältigung stellt den Nachkriegskompromiss infrage, bis hin zur Demokratie und dem Kapitalismus selbst.⁴⁶

„Der kritische Zustand des OECD-Kapitalismus ist in seinen Steuerungszentralen bekannt. Dort herrscht Ratlosigkeit, durchaus am Rande der Verzweigung: warum kein Wachstum trotz des billigen Geldes?“⁴⁷

6. Fazit

Die Wiederkehr der Debatte verweist, bei allen Unterschieden, auf eine zyklische Entwicklung und damit eben nicht auf einen Formationswechsel des Kapitalismus.

Im Gegensatz zu Banken und Ankerinvestoren verweist der zunehmende Einfluss der institutionellen Finanzinvestoren (Investmentfonds) auf wichtige Verschiebungen im Machtgefüge zwischen Märkten und Unternehmen. Die neoliberale Doktrin hält die Selbststeuerung der Märkte („unsichtbare Hand“, Adam Smith) der politischen Steuerung für überlegen.⁴⁸ Mit dieser anti-staatlichen Ideologie wurden immer mehr Bereiche den Marktgesetzen unterworfen (Wohnen, Gesundheit, Ver-/Entsorgung, Bildung). Trotz des unleugbaren Versagens der Marktselbststeuerung in der Finanzkrise, in der Gesundheitsvorsorge, in der Schaffung bezahlbaren Wohnraums, usw. ist aber dieses quasi-religiöse

„Loslösung und Verselbständigung“ (Hilferding (1910), S. 17) der Finanzmarktpreise von Fundamentaldaten beginnt.

⁴⁵ Minsky (1992), Risikoneubewertungen führen zu einer Kontraktion der Kreditvergabe, die viele Unternehmen zusammenbrechen lassen, weil diese auf Kreditrefinanzierungen angewiesen sind. Die Vermögenspreisbasen platzen.

⁴⁶ Streeck (2015). Die seit 2009 durch Zentralbankliquidität stabilisierte Phase ist hier noch nicht berücksichtigt.

⁴⁷ Streeck (2014)

⁴⁸ „Anmaßung von Wissen“ Hayek (1974), Windels (2021a)

Marktvertrauen bis heute vielfach ungebrochen⁴⁹ und vertieft die Finanzialisierung der gesellschaftlichen Strukturen.⁵⁰

Die immanenten Destabilisierungen einer zunehmend unsicheren Ökonomie werden hierbei aber ebenfalls offenbar. Eine neue 'Prosperitätskonstellation' kann auf diese Weise nicht zustande kommen.

Ich verstehe die Finanzialisierung des Kapitalismus als Flucht in sehr temporäres und instabiles Wachstum. Finanzialisierung ist ein zyklisches Problem der Akkumulation. Jenseits eines Systemwechsels braucht eine Rückkehr zu einer ‚reakapitalistische Spielanordnung‘ die Aussicht auf realwirtschaftlichen Profit. Erst dann ist wieder mit mehr (realwirtschaftlichen) Investitionen zu rechnen.

Hier ist zunächst von Vorteil, dass durch Überschusserparnis und die Notenbankpolitik seit 2009 die Finanzrendite wieder unter der nominalen Wachstumsrate liegt.⁵¹ Damit fehlt heute ein grundsätzlicher, makroökonomischer Impuls für Finanzinvestitionen vor Realinvestitionen.

Zwei Entwicklungsfelder drängen sich auf, um einer realwirtschaftlichen Entwicklung wieder Raum zu geben:

1. die ökologische Transformation für das private Kapital attraktiv zu machen und
2. neue Märkte durch Innovationen zu ermöglichen und hierfür die vielfältigen technologischen Entwicklungen (digitale Anwendungen, Medizin, neue Werkstoffe, Robotik, Ernährung, ...) zu nutzen.

Ersteres erfordert einen konsequenten Regulierungsrahmen mit langfristiger Diskriminierung von CO₂-emittierenden Technologien und eine Förderung neuer energieeffizienter und CO₂-neutralen Technologien, Prozessen und Produkten.

Letzteres erfordert eine Weiterentwicklung der staatlichen Innovationspolitik⁵² mit Berücksichtigung von Bildung, Arbeit, F&E, Produktion und Finanzierung.

Darüber hinaus (Systemwechsel) ist ein schrittweiser Ausbau von gemeinnützigen Organisationsformen einzuleiten. Dies sind staatliche Institutionen, mehr aber noch genossenschaftliche oder andere bürgerliche Selbstverwaltungen in den sozialen Infrastrukturen wie Wohnen, Gesundheit, Betreuung, Pflege, Bildung, Wissenschaft, Integration usw.⁵³

⁴⁹ Das Programm von CDU/CSU zur Bundestagswahl 2021 setzt auf Wachstum durch ein marktwirtschaftliches „Entfesselungspaket“. CDU/CSU (2021); S. 34, auch Brandt/Windels (2021), Pausch (2021)
⁵⁰ z.B. die Pläne der EU-Kommission für eine Kapitalmarktunion (https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union_de), Kessler (2018) verweist auf die Widersprüche zwischen diesen Bestrebungen und den in der Finanzkrise gemachten Erfahrungen mit den „Unvollkommenheit von

Quellen:

- BIS (2019), Bank for International Settlement, Triennial Central Bank Survey, Foreign exchange turnover in April 2019, 16.09.2019 (https://www.bis.org/statistics/rpfx19_fx.htm)
- Brandt, Arno; Kremer, Uwe (2019); Infrastrukturökonomie und Vergesellschaftung – Schlüssel für einen modernen Sozialismus, spw 235, 6/2019, S. 21-27
- Brandt, Arno; Windels, Torsten (2021); Investieren statt Sparen - Was ist solide in der Finanzpolitik?, Standpunkt 06 der Keynes-Gesellschaft | Regionalgruppe Nord, 12.07.2021 (<http://www.forum-fuer-politik-und-kultur.de/keynes-nord.html>)
- CDU/CSU (2021), Das Programm für Stabilität und Erneuerung. Wahlprogramm zur Bundestagswahl 2021
- DSGV (2020), Diagnose Mittelstand 2020, 18.11.2020 (<https://www.dsgv.de/sparkassen-finanzgruppe/publikationen/diagnose-mittelstand.html>)
- Faust, Michael (2013); Beherrscht die Finanzökonomie die produktive Ökonomie?, Gegenblende 20/2013
- Faust, Michael; Kädtler, Jürgen; Wolf, Harald (Hg.) (2017); Finanzmarkt-Kapitalismus, Der Einfluss von Finanzialisierung auf Arbeit, Wachstum und Innovation, Campus 2017
- Hartmann-Wendels, Thomas (2011); Reform der Bankenaufsicht und Auswirkungen auf die Kreditvergabe der Banken, Sparkassen und genossenschaftlichen Kreditinstitute, Gutachten im Auftrag von Die Familienunternehmer - ASU e.V., August 2011
- Hayek, Friedrich von (1974); The Pretence of Knowledge, Rede anlässlich der Verleihung des Wirtschaftsnobelpreises vom 11.12.1974 (<https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/1974/hayek/lecture/>)
- Hilferding, Rudolf (1910); Das Finanzkapital (1910), EVA 1973
- Hirschman, Albert (1970), Exit, Voice and Loyalty, Harvard University Press, 1970
- Kädtler, Jürgen (2016); Paul Windolf: Was ist Finanzmarkt-Kapitalismus?, in: Kraemer, Klaus; Brugger, Florian; Schlüsselwerke der Wirtschaftssoziologie, Springer 2016, S. 413-419
- Kessler, Bruno (2020); Besonderheiten des deutschen Bankenmarktes, die Bedeutung der Landesbanken und die spezifischen Anforderungen der Wirtschaft, Dissertation, Magdeburg 2020 (file:///C:/Users/User/AppData/Local/Temp/Kessler_Bruno_Dissertation_2020.pdf)
- Keynes, John Maynard (1936); Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes, Duncker & Humblot, 2017, Übers. v. N. Liebert
- Krippner, Greta R. (2005); The financialisation of the American Economy, Socio-Economic Review 3/2005, S. 173-208
- Lutz, Burkart (1984); Der kurze Traum immerwährender Prosperität, Campus 1984
- Marx, Karl (1894); Das Kapital, Dritter Band, Dietz 1986
- Mazzucato, Mariana (2021); Mission - Auf dem Weg zu einer neuen Wirtschaft, Campus 2021
- Minsky, Hyman P. (1992); The Financial Instability Hypothesis, Working Paper No. 74, Levy Economics Institute of Bard College, Mai 1992
- Pausch, Robert (2021), Links und rechts sind echte Gegensätze, Kolumne in zeit online vom 16.09.2021

Kapitalmärkten und den immanenten Informationsasymmetrien zwischen Gläubigern und Schuldnern“ (S. 20/21), die eher auf eine Stärkung der Bankkredite verweisen

⁵¹ Erster Schritt zur Umkehr des kritisierten $r > g$ (Piketty (2014), S. 785 ff.) (r = Kapitalrendite, g = Wirtschaftswachstum).

⁵² Mazzucato (2021)

⁵³ Brandt/Kremer (2019)

Piketty, Thomas (2014), Das Kapital im 21. Jahrhundert, C.H.Beck 2014

Schulmeister, Stefan (2018); Der Weg zur Prosperität, Wals bei Salzburg 2018

Schulmeister, Stefan (2021); Der Weg zur Prosperität – ein europäisches Modell der sozialen und ökologischen Bändigung des Kapitalismus, Interview in spw 245, September 2021, S. 20-25

Stadler, Wilfried (2013); Die neuen Spielregeln – Von der bankorientierten zur kapitalmarktorientierten Finanzierungskultur, in: Die neue Unternehmensfinanzierung, hrsg. von Rieger, Hanna; Stadler, Wilfried; Redline Verlag 2013

Streeck, Wolfgang (2014); Falscher Fortschrittsglaube, in: Handelsblatt vom 31.10.2014

Streeck, Wolfgang (2015); Gekaufte Zeit – Die vertagte Krise des demokratischen Kapitalismus, suhrkamp 2015

*Torsten Windels ist Ökonom und lebt in Hannover.
Er war von 2007-2018 Chefvolkswirt der NORD/LB.
Er ist Koordinator der Keynes-Gesellschaft | Regionalgruppe Nord,
Vorstandsmitglied im Monetärer Workshop e.V. und
Mitglied der Initiative Niedersächsischer Ethikrat*

Windels, Torsten (2021a); Markt- und Technikentwicklung als Anlass präventiver Strukturpolitik: Besser „Anmaßung von Wissen“ als „Zumutung von Unwissen“?, in Loccumer Protokolle 57/2020, Präventive Strukturpolitik – (Wie) Können sich Regionen auf den Strukturwandel einstellen?, S. 45-58, Juni 2021

Windels, Torsten (2021b); Wachstum, Institutionen und Reformen, Anmerkungen zur Finanzialisierung und Digitalisierung, spw 245, Sept. 2021, S. 26-33

Windolf, Paul (2005); Was ist Finanzmarkt-Kapitalismus?, in Windolf, Paul; Finanzmarkt-Kapitalismus, Analysen zum Wandel von Produktionsregimen, Sonderheft 45/2005 Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, S. 20-57

Im Gegenlicht – Rückblick

Nr. 00 – 1. Februar 2020

Niedersachsen: Öffentliche Investitionen dringend geboten – Analyse des Standes, des Bedarfs und der Finanzierungsmöglichkeiten öffentlicher Investitionen in Niedersachsen

Nr. 01 – 2. April 2020

Finanzminister Hilbers in der Sackgasse – Kommentar zum Artikel „Riesenverluste im Landesetat: Bald droht eine Haushaltssperre des Finanzministers“, Rundblick vom 31.03.2020

Nr. 02 – 13. April 2020

Corona – Was passiert im Shutdown mit Einkommen, Beschäftigung, Verschuldung und Zins?

Nr. 03 – 19. April 2020

Ständestaat – In der Krise werden Konflikte klarer – „Dass, was der Staat aktuell an Hilfen zahlt, hat er vorher von der Wirtschaft bekommen.“

Nr. 04 – 21. April 2020

Mehr Europa wagen – Die deutsche Wirtschaft stellt die falschen Fragen

Nr. 05 – 30. April 2020

Althusmann will 15 Jahre sparen! – Die CDU kann es nicht und kann es nicht lassen – Bernd Althusmann, Nds. Wirtschaftsminister, Interview, Hannoverschen Allgemeine Zeitung, 30.04.2020

Nr. 06 – 19. Mai 2020

Niedersächsische Geisterfahrer – Landesfinanzpolitik auf Irrfahrt – Über Staatsverschuldung, öffentliche Aufgaben und das Wachstum

Nr. 07 – 17. November 2020

Mehr Zukunft wagen? – Für einen Hochschulinvestitionsfonds Niedersachsen, Kreditfinanzierte öffentliche Investitionen sind auch unter der Schuldenbremse möglich

Nr. 08 – 24. Februar 2021

Rote Laterne für Niedersachsen – Das Land braucht mehr öffentliche Investitionen, Das Niedersächsische Finanzministerium verkündet die Fakten

Nr. 09 – 12. September 2021

Finanzialisierung oder Finanzmarkt-Kapitalismus?