

*Trendanalyse 01:*

Der lange Aufstieg von Global Financial Capital (GFC)

## Investment Banking übernimmt die Führung von Global Governance

### **Die Folgen:**

Unterminierung der Basis operativen Wirtschaftens

Flutung der Arbeitsmärkte

Ein neuer Inflationstyp: Asset price inflation

Bürger büßen Vermögensbestände ein

Alle Rechte bei

Karl H. Pitz

MacroAnalyst.de

Frankfurt am Main, Januar 2005

Gliederung des Inhaltes

## **Ausgangspunkt: Das Wachstum des Weltvermögens**

- I. Operatives Wachstum
- II. Monetäres Wachstum

## **Wachstumsfaktor-1: Die Neuordnung der Finanzmärkte**

- I. Globale Ebene
  - Phase 1914 - 1973: Die Herausbildung eines starken globalen Überbaus
  - Phase 1973 - heute: Die Herausbildung eines dominierenden Finanzsektors
- II. Die Sonderbewegung Europas

## **Wachstumsfaktor-2: Inflation begünstigt den Finanzsektor**

- I. Geldmenge und Geldschöpfung
- II. Die Rolle der Geldpolitik - Schwankungen und Trend der Inflation

## **Wachstumsfaktor-3: Die Dynamik der Finanzakteure**

- I. Operative Entwicklung: Prozess- und Produktinnovation
- II. Monetäre Entwicklung: Finanzsektor beginnt Eigenleben

## **Folge: Asset price inflation als neuer Inflationstyp**

- I. Das Entstehen von Überschuss-Liquidität
- II. Inflation der Vermögenspreise – asset price inflation
- III. Kreuzformation der beiden Inflationstypen

## **Das Ergebnis: Finanzarchitektur und Global Governance**

- I. Aus dem System von Nationalstaaten wächst ein globales Machtsystem
- II. Fall-Beispiele
- III. Investment Banking übernimmt die Führung
- IV. Ein Weltmachtmodell

## Ausgangspunkt: Das Wachstum des Weltvermögens

Die wohl folgenreichste makroökonomische Entwicklung im abgelaufenen Jahrhundert ist die Herausbildung eines neuen globalen Machtzentrums: Die neue Finanzarchitektur: Investment Banking und übrige Finanzwelt - Advanced Financial Capital.

Sie beeinflusst das Alltagsleben von Milliarden von Menschen und die ökonomische wie politische Position der Nationen.

Sie ist Ausgangspunkt, um den unterschiedlichen Druck erklären zu können, den Politiker zur Rechtfertigung ihrer alltäglichen Entscheidungen heranziehen.

Deutlich wird dies an dem folgenden Beispiel hierzu:

Die Standardformel des amerikanischen Finanzministers in der Clinton-Ära, Rubin, lautete: "The policy of a strong Dollar is in the interest of the United States".

Angesichts der strukturellen, zu dieser Zeit bereits 30 Jahre laufenden Handelsbilanzdefizite war dies für europäische Makroökonomien eine Maxime, die die Dinge auf den Kopf zu stellen schien. Einen erklärbaren Hintergrund für diese Position lässt sich jedoch dann finden, wenn man zwischen den Interessen der operativen (realen) und der Finanzwirtschaft unterscheidet. Das wird in diesem Beitrag versucht.

Wie dieses neue Machtzentrum im Verhältnis zur operativen Wirtschaft gewachsen ist, darum geht es im folgenden.

Um das Ergebnis von realen und monetären Abläufen skizzieren zu können, kann man sich dieser Aufgabe von zwei Seiten her nähern:

(der im folgenden gemachte Unterschied zwischen Strom- und Bestandsrechnung mag reichlich technisch und formal klingen, ist aber für unseren Untersuchungsgegenstand von großer Bedeutung)

*Erstens* kann man die wirtschaftlichen Transaktionen während eines Zeitraumes untersuchen, man misst etwa den Strom von Konsum- und von Investitionsvorgängen sowie von Finanztransaktionen während eines Jahres. Diese sind Stromgrößen, die demzufolge in einer Stromrechnung erfasst werden. Der breite Strom von Vorgängen in den Finanzsektoren ist über die Jahrzehnte hinweg in einer Fülle von Publikationen bestens dokumentiert worden. Dabei sind als finanztypische Charakteristika herausgearbeitet worden: Schnelligkeit, Massenhaftigkeit, ausgeprägte Volatilität, Profitabilität, Globalität und - eine hohe Krisenanfälligkeit. Besonders die großen Finanzkrisen der letzten Jahrzehnte sind noch präsent: Diese betrafen durchaus auch die hoch entwickelten Länder (z. B. der Zusammenbruch eines empfindlichen Teils der US-Bausparkassen (Saving and Loan) in den 80er Jahren, vor allem auch der spektakuläre Fall LTCM (Long Term Capital Management), der 1998 das ganze Finanzsystem einzureißen drohte und nur durch massive Einwirkung der Federal Reserve Bank vor dem Bankrott zu retten war. Vor allem aber traten diese Krisen in den sich entwickelnden Ländern auf: Die tief greifenden Krisen in Mexiko, Argentinien, Asien, Rußland hinterließen gravierende Spuren - tief bis ins Bürgertum hinein.

*Zweitens* kann man an diese Aufgabe von der Vermögensseite her herangehen: Zu diesem Zweck stellt man die Vermögenspositionen von Personen, von Gruppen, von Sektoren auf. Man untersucht dann für verschiedene Zeitpunkte, wie sich diese Positionen entwickelt haben. Diese sind Bestandsrechnungen, sie messen

wirtschaftliche Größen an einem Stichtag. Sie fassen die Ströme am Ende der Periode zusammen (Bilanz).

Auf dieser Seite wird die Frage nach der Veränderung des Gewichts des Finanzsektors im Verhältnis zum operativen Wirtschaftsektor und zum Rest der Gesellschaft (Staat und Konsumenten) gestellt. Die größte Klarheit liefert die Komprimierung der jahrelangen Veränderungen dieser Sektoren durch einen Vergleich zweier lang auseinander liegender Bestandsrechnungen. Auf diese Art ist der Trend am besten zu erkennen.

## **Die Faktoren für das Wachstum des Weltvermögens**

Auf Vermögenskonten werden die Vermögenspositionen von Wirtschaftseinheiten zusammengestellt. Geläufig sind insbesondere die Bilanzen von Unternehmen und Banken. (Auch für den Staat werden solche Vermögensbilanzen zu berechnen versucht; selbstverständlich kann auch für jeden privaten Haushalt eine Bilanz aufgestellt werden).

Konsolidiert man sämtliche Vermögenskonten einer Volkswirtschaft zu einem einzigen Konto, so erhält man das Volksvermögen.

Bei diesem Konsolidierungsvorgang tritt eine für unser Thema gravierende Veränderung der Positionen auf.

In jeder einzelnen Bilanz werden Forderungen gegen andere Institutionen auf der Aktivseite ausgewiesen, Verbindlichkeiten hingegen stehen auf der Passivseite. Für eine geschlossene Volkswirtschaft gilt nun: Jeder Forderung steht an irgendeinem anderen Ort der Volkswirtschaft eine Verbindlichkeit in exakt der gleichen Höhe gegenüber. Fasst man alle Einzelbilanzen zu einer Gesamtbilanz zusammen, lassen sich alle Forderungen und Verbindlichkeiten gegeneinander verrechnen und zu Null saldieren.

Im zusammengefassten Volksvermögenskonto bleiben dann also auf der Aktivseite nur die Realvermögen übrig. Dies sind beispielsweise Grundstücke, Fabrikgebäude mit Werkzeugen und Maschinen, Bankgebäude mit Büroeinrichtungen und Computerausstattungen, öffentliche Straßen, Bauwerke und Flughäfen, sowie die in privaten Haushalten genutzten Sachvermögen.

Auf der Passivseite wird hier nur noch das Nettovermögen dieser Volkswirtschaft ausgewiesen, da alle Schulden zu Null saldiert worden sind.

In einer offenen Volkswirtschaft, in der der gesamte Wirtschaftsaustausch mit ausländischen Volkswirtschaften einbezogen wird, ändert sich diese Vermögensbilanz in einer Beziehung.

Auf der Aktivseite bleiben alle Forderungen gegenüber Wirtschaftssubjekten in anderen Ländern erhalten. Ebenso ist es mit den Verbindlichkeiten gegenüber Ausländern auf der Passivseite. Sie ergeben keinen Saldo von Null. Übersteigen die Forderungen gegen das Ausland die Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland, so liegt eine positive Netto-Auslandsvermögensposition (net international investment position) vor (kurz: positive Auslandsposition). Sind die Verbindlichkeiten hingegen höher, handelt es sich um eine negative Auslandsposition.

Eine Volkswirtschaft mit positiver Auslandsposition würde dann den folgenden Vermögensstatus ausweisen (Beispielsrechnung mit fiktiven Zahlen):

Konto 1:  
Nationales Vermögenskonto einer Volkswirtschaft  
mit positiver Auslandsposition

Aktiva	Passiva
Realvermögen 10	Nettovermögen 11
Auslandsposition 1	

Fasst man nun allerdings die Vermögenskonten aller Volkswirtschaften zu einem *globalen Vermögenskonto* zusammen, so zeigt sich das gleiche Phänomen, wie es sich schon bei der nationalen Konsolidierung gezeigt hatte.

Allen Netto-Gläubiger-Positionen in verschiedenen Volkswirtschaften stehen in anderen Ländern Netto-Schuldner-Positionen in exakt der gleichen Höhe gegenüber. Auf Weltebene, und damit ist der höchste Konsolidierungsgrad erreicht, sind deswegen die Nettovermögen gleich den Realvermögen. Das Konto hat dann folgende Gestalt:

Konto 2:

Weltvermögenskonto im Ausgangszeitpunkt

Aktiva	Passiva
Realvermögen                      110	Nettovermögen                      110

**Exkurs: Sonderrolle Geld?**

Geld wird prinzipiell als eine Forderung angesehen. Jeder Besitzer von Bargeld verfügt über eine Forderung gegen die Zentralbank, in deren Bilanz demzufolge die ausgegebenen Bargeldbestände als Verbindlichkeit auf der Passivseite ausgewiesen werden. Auch Bargeldbestände saldieren sich daher in der konsolidierten Volksvermögensbilanz zu Null.

An diesem Punkt stellt sich die Frage nach den Faktoren, die dieses Konto über die Zeit hinweg verändern. Wie wächst das Vermögen?

Zwei Faktoren sind auszumachen:

Dies ist zum einen das *operative* Wachstum des Realvermögens, d. h. also das reale Wachstum des Nettovermögens (Fabrik 1 wird um Fabrik 2 erweitert).

Dies ist zum anderen das *monetäre* Wachstum des Realvermögens, d. h. ein unverändertes Realvermögen wird im Zeitpunkt 2 höher bewertet (z. B. steigen die Kurse von Aktien).

Wenden wir uns zunächst dem operativen Wachstum zu.

## I. Das operative Wachstum des Weltvermögens

Das operative Wachstum der Weltwirtschaft stand über Jahrzehnte hinweg im Zentrum der Wirtschaftsanalyse. Es war der Normalfall des Wachstums. Im Produktionsprozess wird demzufolge durch Kombination der beiden wichtigsten Produktionsfaktoren - Arbeit und Kapital - die Wertschöpfung hervorgebracht. Diese Wertschöpfung fließt als Einkommensstrom an die Haushalte, die diesen nicht vollständig konsumieren, sondern zum Teil sparen.

Der Teil des Volkseinkommens, der nicht konsumiert, sondern gespart wird, entspricht der Nettoinvestition (z. B. der Kauf und die Hinzufügung einer weiteren Werkzeugmaschine zum bestehenden Maschinenpark). Die Nettoinvestition wiederum misst die Vergrößerung des Produktionsapparates. Sie also ist es, die zur Vergrößerung des Realvermögens zwischen Zeitpunkt 1 und 2 führt.

Entscheidende Voraussetzung für einen erfolgreichen Produktionsprozess ist eine Qualität von Arbeit, die Produkte hervorbringt, die sich gegen harte Konkurrenz an den Märkten absetzen lässt. Vor allem im Export stößt diese Arbeit auf Konkurrenz aus der ganzen Welt. Voraussetzung für die Produktion einer solchen Qualität von Arbeit sind Bildungs-, Lern- und Forschungsprozesse, die ein höheres Niveau von Arbeitsqualität hervorbringen, als sie dem konkurrierenden Wettbewerb zur Verfügung stehen.

Nettoinvestitionen in Sachvermögen gründen sich also ganz wesentlich auf vorausgegangene Investitionen in Humankapital. Wichtigstes Merkmal dieses Wachstumsmusters: Hierbei geht es um Prozesse mit außerordentlich langen Ausreifungszeiten. Die Anstrengung ist groß, die Ausbringung im Vergleich dazu eher bescheiden. Die Wachstumsraten halten sich in Grenzen.

Konto 3 zeigt nun die Veränderung des Weltvermögenskontos über einen längeren Zeitraum hinweg (unterstellen wir, es handele sich etwa um ein Vierteljahrhundert). Konto 3 (das Konto von 2003 mit fiktiven Zahlen) wird also direkt zum Ausgangsvermögen in Konto 2 (das fiktive Konto von 1980) in Beziehung gesetzt. Konto 3 verzeichnet also in der Position "operativer Zuwachs" die Summe aller Nettoinvestitionen jedes Jahres seit 1980. Mit anderen Worten: Monetäre Vorgänge fürs erste beiseite gelassen, steigt das Weltvermögenskonto um die real hinzugefügten Vermögenszuwächse. In diesem fiktiven Beispiel steigt das Nettovermögen von 110 auf 200 Währungseinheiten.

Konto 3:

Heutige Position

(ohne Berücksichtigung von monetärem Wachstum):

Aktiva	Passiva				
<table><tr><td>Realvermögen</td><td>110</td></tr></table>	Realvermögen	110	<table><tr><td>Nettovermögen</td><td>200</td></tr></table>	Nettovermögen	200
Realvermögen	110				
Nettovermögen	200				
<table><tr><td>Operativer Zuwachs</td><td>90</td></tr></table>	Operativer Zuwachs	90			
Operativer Zuwachs	90				

Wegen des Bezugs zu unserem Thema sei nochmals betont, dass zu den Nettoinvestitionen auch die Nettoinvestitionen (nicht Investments) des Finanzsektors rechnen. Investitionen also, die im Finanzsektor zur Erhöhung des Sachvermögens (z. B. neues Bankgebäude, neues Netz von Servern) führen, sind Bestandteil des im Konto 3 ausgewiesenen operativen Zuwachses. Für den Finanzsektor sind diese Positionen nun allerdings von untergeordneter Bedeutung, die für die Erörterung seiner strategische Bedeutung vernachlässigt werden können.

Die Realvermögen sind allerdings in einer ganz anderen Beziehung auch für den Finanzsektor von großer Bedeutung. Sie sind die stoffliche Basis aller Geldvermögen. Sie sind die Substanz, aus der alles Monetäre letztlich seine Bedeutung ableitet. Schmerzlich deutlich wurde dies beispielsweise bei der Währungsreform von 1948: Einem großen Geldvermögen stand eine zerstörte reale Vermögenssubstanz gegenüber, es musste deshalb 10 : 1 zusammengestrichen werden.

## II. Das monetäre Wachstum des Weltvermögens

Die Dimension "operativer Zuwachs" ist also von Bedeutung, um die reale Substanz des Vermögenswachstums erkennen zu können.

Ein rein reales Wachstum des Vermögens ist aber insofern eine mehr gedankliche Konstruktion, als es nur im Fall einer langfristigen Preissteigerungsrate von Null auftreten würde. Es ist also zwar Ausgangspunkt der Analyse des Vermögenswachstums, erklärt aber noch nicht ausreichend, wie wir vom Zeitpunkt  $t_1$  nach  $t_2$  kommen.



Offensichtlich spielen politische Macht und Geld eine entscheidende Rolle für die langfristige Veränderung der Wirtschaftsstrukturen.

Das monetäre Wachstum zu durchleuchten, erfordert daher eine dreifache Analyse: *Wachstumsfaktor-1* beantwortet die makroökonomische Frage, welche Rolle das ordnungspolitische Muster für die Entfaltung des Finanzsektors spielte.

*Wachstumsfaktor-2* beantwortet die ebenfalls makroökonomische Frage, welche Rolle der Inflation beim monetären Wachstum zukommt.

*Wachstumsfaktor-3* beantwortet die mikroökonomische Frage, welche Wachstumsimpulse vom Finanzsektor selbst ausgehen.

Im Teil "Die Folgen" werden drei exemplarische makroökonomische Fragen beantwortet: Welche Folgen nämlich haben die drei Wachstumsfaktoren für die Basis operativen Wirtschaftens, für die Arbeitsmärkte und in welchen Typ von Inflation münden sie schließlich ein.

Das Ergebnis schließlich fasst die weltpolitische Bedeutung dieser Analysen zusammen:

Investment Banking und die Finanzwelt - eine neue Weltmacht.

Wachstumsfaktor 1:

## **Die Neuordnung der Finanzmärkte**

Nach welchem Muster ordnet die Politik den Finanzsektor? Das ist eine Frage nach der Ordnungspolitik. Dabei geht es wiederum um *zwei* Entwicklungslinien:

*Erstens* steht hier ganz die Bewegung auf globaler Ebene im Zentrum des Interesses.

*Zweitens* geht es für uns Europäer jedoch um die spezifisch europäische Entwicklung, die eine bedeutsame und partiell gegenläufige Sonderbewegung innerhalb des globalen Gesamttrends vollzogen hat.

### **I. Die globale Ebene: Überbau und starker Finanzsektor**

Auf der globalen Ebene vor allem werden die Leitplanken für die strategische Entfaltung der Finanzmärkte gesetzt. Es geht um die internationale Liberalisierung des Kapitalverkehrs. Diese bedarf einer globalen Superstruktur.

Auf nationaler Ebene erfolgt parallel dazu die Umsetzung der neu gesetzten Bedingungen. Es geht um Deregulierung.

Das Entwicklungsmuster des ordnungspolitischen Rahmens für die Finanzmärkte läßt sich in zwei große Phasen einteilen:

Phase 1914 - 1973: Herausbildung eines starken globalen Überbaus

Phase 1973 - heute: Herausbildung eines starken Finanzsektors

Beide Entwicklungen stehen unter US-Führung.

**Phase 1914 - 1973:** Die Herausbildung eines starken globalen Überbaus  
Die katastrophalen ökonomischen Verwerfungen zwischen dem I. und dem II. Weltkrieg ziehen ein enges Korsett für den Finanzsektor nach sich.

I. Weltkrieg 1914 – 1918 führt zur Hyperinflation:

Die Lasten der Kriegsfinanzierung zuzüglich der schweren Reparationen führten direkt in die Hyperinflation von 1923. Waren am 1. Juli 1914 noch 4,20 Mark für den Dollar zu zahlen, so waren es im November 1923 4,2 Billionen M pro Dollar.

### Die Reichsmark 1923



Mit der Währungsreform (Einführung der Rentenmark) werden die primären Kriegskosten tief bis ins Bürgertum (Geldvermögensbesitzer) hinein weitergereicht.

Weltwirtschaftskrise 1929 - 1932 führt zu Banken- und Börsencrash:

Die Hyperinflation hinterlässt in Deutschland ein Bankensystem, das einen Eigenkapitalmangel aufweist und deshalb stark auf Kredite aus dem Ausland angewiesen ist.

Der schwarze Freitag an Wallstreet 1929 hat eine beispiellose Geldvernichtung zur Folge. Insbesondere amerikanische Banken, aber auch französische, sind gezwungen, ab November 1930 Kredite aus Österreich und Deutschland abzuziehen. Dies bewirkt den Zusammenbruch der größten österreichischen Bank, was unmittelbar in Deutschland im Sommer 1931 einen Massenansturm besorgter Bankkunden auslöst.

Der Staat verordnet daraufhin die Schließung von Kreditinstituten und der Börse. Schließlich werden sie der Kontrolle der Regierung unterstellt.

Die ohnehin geschwächten Volkswirtschaften in Europa bezahlen den Abzug von Kapital mit Massenarbeitslosigkeit. Im Februar 1932 erreicht die Krise auf dem deutschen Arbeitsmarkt ihren Höhepunkt: 6,1 Mio. Arbeitslose.

In den USA entsteht durch die Weltwirtschaftskrise eine Arbeitslosenheer von 15 Mio. Auf die Instabilität des Systems reagiert F. D. Roosevelt mit dem New Deal.

Makroökonomischer Schwerpunkt ist eine Steigerung der Staatsausgaben zur Stimulierung der Beschäftigung.  
(Nach Bismarck'schem Vorbild werden aber auch Arbeitslosenversicherung und umlagefinanzierte Rentenversicherung eingeführt).

Damit wird ein lang anhaltender globaler Trend hin zur Stärkung des Staates als wirtschaftspolitischem Akteur ausgelöst.  
Dies ist Ausgangspunkt einer über Jahrzehnte hin reichenden ökonomischen und politischen Zurückdrängung des Finanzsektors.

Wer zieht die wirtschaftswissenschaftlichen Lehren aus dem Debakel?  
Da die Nationalökonomie eine politische Wissenschaft ist, sucht die Politik nach dem zu diesem Trend passenden Wirtschaftswissenschaftler. Ein neuer Stern geht auf:  
John Maynard Keynes.

Die Krisen bringen 1944 ein neues Weltwährungssystem hervor:  
Zusätzlich zu den beschäftigungspolitischen werden währungspolitische Lehren gezogen.

Kurz vor Beendigung des II. Weltkriegs findet in Bretton Woods (USA) eine internationale Währungskonferenz statt. Dort wird ein neues internationales Währungssystem zugeschnitten, dessen Grundzüge von John Maynard Keynes beeinflusst sind. Politisch nutzen die USA den Höhepunkt ihrer Macht, das System von Anfang an zu dominieren.

Zwei Säulen machen das System aus:  
Ein *Gold-Dollar-Standard* wird für den Austausch der Währungen gesetzt.  
Der *Internationale Währungsfonds (IWF)* wird gegründet.  
Der Gold-Dollar-Standard setzt drei Regeln:

- o Die USA sind verpflichtet, Dollar von ausländischen Zentralbanken zu 35 Dollar je Unze anzukaufen;
- o alle anderen Währungen erhalten einen festen Wechselkurs zum Dollar;
- o alle Staaten verpflichten sich, diesen festgesetzten Kurs zu verteidigen. Sie müssen z.B. Dollar ankaufen, wenn der Dollarkurs sich dem unteren Interventionspunkt nähert.

Dem Internationale Währungsfonds wird die Aufgabe zugewiesen, dieses System zu managen, d. h. insbesondere die Länder im Falle von Zahlungsbilanzungleichgewichten zu unterstützen.  
Der Kapitalverkehr wird zunächst stark eingeschränkt.  
Die USA halten die Fäden der IWF-Politik in der Hand.  
(Abgerundet werden diese beiden Säulen durch die ebenfalls erfolgte Gründung der Weltbank, die Darlehen überwiegend an die Entwicklungsländer vergibt).

Die Bundesbank hat zwei Folgen dieses Währungssystems ausgemacht:  
*Erstens:* Die anderen Länder "stützten den Dollar, während die USA zur Stützung der eigenen Währung nichts zu tun brauchten. Sie waren gewissermaßen mit der Goldeinlösungsgarantie 'aus dem Obligo' ".  
*Zweitens:* "Der Dollar entwickelte sich zur beherrschenden Währung in der Welt".  
(Bundesbank, Geld und Geldpolitik, 2003/2004).

Mit anderen Worten: Das System belässt den USA die Autonomie hinsichtlich ihrer Währungs- und Geldpolitik, während die anderen Länder ihre Währungen an den Dollar anpassen müssen. Nur bei dauerhaften Ungleichgewichten ist eine Neufestsetzung der Kurse (Realignment) zugelassen. Das neue Weltwährungssystem arbeitet bis in die frühen sechziger Jahre reibungslos.

Dann divergieren Wirtschafts- und Stabilitätspolitik der Mitgliedsländer immer mehr. Unglaubliche Wechselkursparitäten führen zu massiven Spekulationswellen. Als die USA auch noch den Vietnam-Krieg über die Notenpresse zu finanzieren beginnen, bricht der Kern von Bretton Woods zusammen. "Die Bundesrepublik Deutschland wurde damals in besonderem Maße zum Opfer der Fehlentwicklungen des Systems: Sie war immer wieder das Ziel massiver Kapitalzuflüsse, die zu einer Inflationierung des inneren Geldkreislaufs führten" (Bundesbank). Die Zentralbanken der Welt werden faktisch gezwungen, soviel Dollar anzukaufen, dass die USA sie nicht mehr in Gold hätten einlösen können.

1971 heben die USA infolge dessen die Verpflichtung zur Goldeinlösung einseitig auf.

1973 wird dann auch das Herzstück, nämlich die festen Wechselkurse, aufgegeben.

*Zwischenfazit:*

Die Finanzierung des Vietnam-Krieges ist nur der letzte Funke, der das Bretton-Woods-Fass zur Explosion bringt.

Am Ende des II. Weltkrieges fand sich eine starke Kräftekoalition, die die seit dem I. Weltkrieg erlittenen Krisen künftig auszuschalten gedachte. Jene ungezügelter Geld- und Kapitalbewegungen, die diese Krisen noch verschärft hatten, sollte ein enges Korsett angelegt werden.

Die funktionale Basis von Bretton Woods war, dass man zu dieser Zeit wieder davon ausgehen zu können glaubte, der globale Fluss von Geld und Kapital habe ausschließlich dem operativen Wachstum und der Finanzierung des internationalen Handels zu dienen.

Dies funktionierte zunächst auch insgesamt gut, weil die hohen Wachstumsraten der Nachkriegsjahre zu einer befriedigenden Gewinnentwicklung führten. Das Korsett von 1944 hat sich dann - beginnend in den 1960er Jahren - als immer störender für den Bewegungsspielraum des global orientierten Finanzkapitals erwiesen.

Nach dem Scheitern des Korsetts von Bretton Woods gewinnt dann der Finanzsektor enorme Handlungsspielräume zurück. Die Entwicklungen der folgenden Jahrzehnte sollen dies immer klarer werden lassen

**Phase 1973 - heute:** Die Herausbildung eines dominierenden Finanzsektors. 1973 bringt also die Befreiung von der Notwendigkeit, das System der festen Wechselkurse stabilisieren zu müssen.

Das wissenschaftliche Konzept, das zum nun wieder nach vorne drängenden Kurs des Finanzsektors passt, ist der Monetarismus Milton Friedmans, Professor an der University of Chicago von 1946 bis 1976.

Margaret Thatcher, ab 1979 Premierministerin von Großbritannien, und Ronald Reagan, ab 1981 Präsident der USA, setzen diesen Kurs um. (Friedman war Mitglied Economic Policy Advisory Board des US Präsidenten).

Generell geht es um die Stärkung der Freiheit der Märkte. Dies hat den Rückzug des Staates zur Voraussetzung. Der Staatsanteil muss verringert werden, Staatsaktivitäten sind weitgehend zu privatisieren, staatliche Vorschriften sind zu deregulieren.

Eine strikte Geldmengenpolitik soll die Inflation verringern und keynesianisch verursachte Konjunkturschwankungen beseitigen.

Zu diesem Konzept gehört auch die Liberalisierung des Außenverkehrs (Handel und Finanzen).

Unter dem gleichzeitig zunehmenden enormen Druck der Marktkräfte und des Wettbewerbs bauen nun zuerst die Industrieländer die Beschränkungen des Kapitalverkehrs ab.

Es sind vor allem drei Entwicklungen, die der Liberalisierung des Kapitalverkehrs Schub geben:

Dazu zählt die nun einsetzende nationale *Deregulierung* in vielen Ländern, die ihrer internationalen Entsprechung bedarf und von denselben Akteuren betrieben wird. Dazu zählt die die wachsende *globale Güterverflechtung*, die in die gleiche Richtung wirkt.

Dazu zählen dann auch die enormen Fortschritte in der *Datenverarbeitung und den Kommunikationstechnologien*, die in den 90er Jahren hinzukommen.

Der internationale Kapitalverkehr vervielfältigt sich „explosionsartig“. Von Mitte der 70er bis Ende der 90 Jahre nämlich steigen in den Industrieländern:

- o die Kapitalimporte für Direktinvestitionen auf das Dreißigfache;
- o die Zuströme für Portfolioinvestitionen wuchsen sogar fast auf das Fünzigfache (Bundesbank, Monatsbericht Juli 2001).

In den 90er Jahren zeigen dann auch die Kapitalzuflüsse in die Entwicklungsländer stark ansteigende Tendenz (große Finanzkrisen folgen auf dem Fuße).

*Zwischenfazit:*

Ab 1973 gelingt dem Finanzsektor, den liberalisierten Rahmen für beeindruckende Positionsgewinne zu nutzen. Die zwischen 1914 und 1944 gemachten Erfahrungen verblissen zusehends.

## **II. Die Sonderbewegung Europas: Partiiell gegenläufig zum Trend**

Europa nimmt bei dieser Entwicklung nach dem II. Weltkrieg eine Sonderstellung ein.

Einerseits nämlich sind die europäischen Nationalstaaten integrierter Teil der beschriebenen globalen Entwicklung. Alles in allem nehmen sie eine aktiv unterstützende Rolle ein:

So hinsichtlich der Herausbildung der Superstrukturen (IWF, Weltbank, Bank für internationalen Zahlungsausgleich);

so hinsichtlich Liberalisierung des Kapitalverkehrs. In dieser Hinsicht können die USA ihre Führungsrolle voll ausspielen.

Kasten:

### **Die Liberalisierung des Kapitalverkehrs in Europa**

1957 enthalten die Römischen Verträge in Bezug auf die Liberalisierung des Kapitalverkehrs noch keinerlei förmliche Verpflichtungen.

1986 wird mit einem Programm der Kommission die Liberalisierung des Kapitalverkehrs innerhalb der Gemeinschaft in Angriff genommen.

Die vollständige Liberalisierung aller Kapitaltransaktionen, die für die Verknüpfung der nationalen Finanzmärkte unmittelbar erforderlich sind, wird beschlossen.

Noch existiert jedoch eine große Anzahl nicht liberalisierter Transaktionen.

1988 wird dann der freie Kapitalverkehr mit dem freien Waren- und Dienstleistungsverkehr auf eine Stufe gestellt.

Einführung des Grundprinzips der vollständigen Liberalisierung des Kapitalverkehrs sowohl zwischen den Mitgliedstaaten als auch gegenüber Drittländern mit Wirkung vom 1. Juli 1990.

1989 schlussfolgert der Europäische Rat, dass die Liberalisierung des Kapitalverkehrs der Umsetzung der ersten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion entspricht.

1993 tritt der Vertrag über die Europäische Union in kraft. Darin ist der Grundsatz der vollständigen Liberalisierung des Kapitalverkehrs nun selbst verankert.

1994 werden mit Beginn der zweiten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion weitere Schritte durchgeführt; darunter der Grundsatz der vollständigen Kapital- und Zahlungsverkehrsfreiheit sowohl zwischen den Mitgliedstaaten als auch zwischen den Mitgliedstaaten und dritten Ländern ein.

Derzeit sind der Kapital- und der Zahlungsverkehr in allen Mitgliedstaaten vollständig liberalisiert

Andererseits jedoch kommt es nach dem zweiten Weltkrieg zu einer Sonderbewegung in Europa, die der amerikanischen Globalführung zuwider läuft. Während das System der festen Wechselkurse von Bretton Woods abgeschafft wird, gelingt es Europa, dieses System partiell wieder einzuführen.

Mit der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) nämlich wird eine neue Währung, der EURO, eingeführt. Die Wechselkurse zwischen den Teilnehmerstaaten werden am 1. Januar 1999 fest miteinander verbunden.

Technisch gesehen handelt es sich dabei um feste Wechselkurse zwischen diesen Ländern.

Tatsächlich geht diese Währungsinnovation jedoch noch deutlich über das System von Bretton Woods hinaus. Diese Wechselkurse nämlich sind unumkehrbar, d. h. weder Realignment und schon gar keine spätere Abschaffung sind zulässig. Im gesamten Eurosystem gilt fortan eine Währung.

Kasten:

## **Einführung eines neuen Währungssystems in Europa**

### **Die drei Stufen zur WIRTSCHAFTS- UND WÄHRUNGSUNION (WWU):**

1990 – erste Stufe:

Liberalisierung des Kapitalverkehrs zwischen den Mitgliedstaaten der EU. Die Mitgliedstaaten müssen ihre Wirtschaftspolitik koordinieren (Konvergenzprogramme).

1994 – zweite Stufe:

Schaffung eines Europäischen Währungsinstitutes (EWI), das eine einheitliche Währung und eine Geldpolitik vorbereiten soll. 1995 beschließt der Europäische Rat in Madrid den Namen der neuen Währung - EURO

1998 wird die Europäische Zentralbank (EZB) mit Sitz in Frankfurt am Main gegründet.

1999 – dritte Stufe:

Die Umrechnungskurse der teilnehmenden Währungen werden in Brüssel unwiederumkehrbar festgelegt. Damit ist die einheitliche Währung geschaffen. Am 1. Januar 1999 tritt der EUR in 11 Ländern (Belgien, Deutschland, Spanien, Frankreich, Irland, Italien, Luxemburg, Niederlande, Österreich, Portugal, Finnland) in Kraft. Am 1. 1. 2001 tritt noch Griechenland hinzu.

Drei Staaten der EU stehen abseits: Großbritannien, Dänemark, Schweden. Das Bargeld kommt am 1. Januar 2002 hinzu.

Somit sind ein für allemal Wechselkursschwankungen und damit Abwertungsstrategien einzelner europäischer Länder ausgeschlossen.

Die Wirtschafts- und Währungsunion stößt gerade deswegen auf schweres politisches Abwehrfeuer:

Wer vor 1999 den täglichen Kampf etwa von New York Times und Washington Post gegen dieses neue Währungssystem erlebt hat, bekam unmittelbar vor Augen geführt, um welche tektonische Verschiebung im Weltmachtgefüge es bei diesem Schritt geht.

Zwar weiß jeder Europäer aus der Geschichte der letzten 90 Jahre unmittelbar, dass der EURO nicht gegen den Dollar gerichtet ist. Es geht vielmehr um die erneute Einigung eines schon im Mittelalter zusammenhängenden Kontinents. Nichts desto weniger wird die WWU aus US-Perspektive allein als ein Konkurrenzprojekt zur globalen Alleinherrschaft der USA gesehen.

Es wäre auch ein Irrtum zu glauben, der Kampf gegen das europäische Währungssystem sei spätestens mit der Einführung der EURO-Noten und Münzen am 1. Januar 2002 wegen Aussichtslosigkeit abgeschlossen.

Auf diesen Konkurrenzkampf ist noch zurückzukommen.

Wachstumsfaktor 2:

## **Inflation begünstigt den Finanzsektor**

In Bezug auf die makroökonomische Entwicklung haben wir also erstens gesehen, dass die *Ordnungspolitik* eine Neuordnung der Finanzmärkte sichergestellt hat, die die strategische Entfaltung des Finanzkapitals begünstigte.

Untersuchen wir nun zweitens die Veränderungen der *Geldpolitik*, die das monetäre Wachstumstempo des Finanzkapitals stimuliert haben.

Ausgangspunkt für die Beantwortung der Frage nach dem Wachstum des Finanzsektors ist die triviale Feststellung, dass es sich beim Wirtschaftsprozess um eine Geldwirtschaft handelt. Wirtschaftssubjekte verwenden Geld, um ihre Entscheidungen über Investitionen und Handel, über Staatsausgabenfinanzierung und Konsum zu realisieren. Hier geht es um zwei Fragen:

1. Wie entwickelt sich das Geldvolumen? Wer sind die Akteure?
2. Welche Rolle kommt der Geldpolitik zu?

### **I. Geldmenge und Geldschöpfung**

Unter Geldmenge versteht man den gesamten Bestand an Geld, der sich außerhalb des Bankensystems befindet, also bei Unternehmen, bei staatlichen Stellen, in privaten Haushalten.

Im Alltag wird nun auf ganz unterschiedliche Guthaben zurückgegriffen, wenn Zahlungsvorgänge erledigt werden sollen. Deswegen ist die Geldmenge nicht präzise zu definieren. Wegen dieser Unschärfe haben sich die verantwortlichen Akteure darauf geeinigt, die Geldmenge pragmatisch abzugrenzen.

Ausgangspunkt ist die Tauschmittelfunktion des Geldes. Je bereitwilliger Aktivposten als Zahlungsmittel akzeptiert werden, um so offensichtlicher ist, dass es sich um Geld handelt.

Aus diesem Grund rechnet das EUROSISTEM folgende Posten zur Geldmenge:

*Bargeld:* Das flüssigste Geld, da es sogar Zahlungsmittel von Gesetz wegen ist;

*Sichtguthaben:* Hinzu kommen die täglich fälligen Einlagen bei den Banken, die ebenfalls schnell für Zahlungsvorgänge zu mobilisieren sind.

*Spareinlagen:* Hinzu kommen des weiteren alle Spareinlagen (Kündigungsfrist bis zu drei Monaten).

*Terminguthaben:* Hinzu kommen desweiteren aber auch alle Termingelder, die für maximal zwei Jahre bei einer Bank festgelegt worden sind.

*Sonstige Posten:* Hinzu kommen schließlich geldähnliche Posten, die ebenfalls kurzfristig mobilisiert werden können, aber nicht nur bei Banken gehalten werden, sondern z. B. bei Bausparkassen und Geldmarktfonds.

Diese weiter gefasste Abgrenzung, die als M3 bezeichnet wird, steht im Zentrum der Geldmengenbeobachtung der EZB.



## Wichtige Akteure im Geldsystem: Die Banken

(1) ESZB Europäisches System der Zentralbanken  
dazu gehört die Europäische Zentralbank EZB  
plus die nationalen Zentralbanken *aller* Mitgliedsländer der EU

(2) Das EUROSISTEM (früher Euro-Land oder Euro-Zone)  
dazu gehört die EZB  
plus die nationalen Zentralbanken der 12 Länder, die den EURO eingeführt haben, also auch die Deutsche Bundesbank

(3) Das deutsche Bankensystem  
ist integraler Bestandteil des europäischen Systems

Zahl:	Anfang 2004 insgesamt knapp 2.500 Kreditinstitute; inklusive Postbank, Bausparkassen, Kapitalanlagegesellschaften
Größe:	International bedeutend: Großbanken, Regionalbanken, Girozentralen  daneben: <span style="float: right;">viele mittlere und</span> kleinere Banken
Rechtsform:	privatrechtliche, öffentlich-rechtliche, genossenschaftliche
Zuschnitt des Geschäfts:	Die meisten deutschen Kreditinstitute sind Universalbanken, d.h. sie betreiben alle Bankgeschäfte
Unterteilung:	Universalbanken werden unterteilt in: o Kreditbanken (Großbanken, Regionalbanken, Filialen ausld. Banken) o Sparkassen (mit ihren Girozentralen) o Kreditgenossenschaften (mit ihren Zentralinstituten)

Quelle: Bundesbank

## Kasten

### Wie grenzt die EZB die Geldmenge ab?

Unter Geldmenge versteht man den gesamten Bestand an Geld, der sich in den Händen der Nichtbanken befindet, also bei Unternehmen, bei staatlichen Stellen, in privaten Haushalten.

Da im Alltag ganz unterschiedliche Aktiva als Zahlungsmittel verwendet werden, ist die Geldmenge nicht präzise zu definieren. Wegen dieser Unschärfe haben sich die verantwortlichen Akteure darauf geeinigt, die Geldmenge pragmatisch abzugrenzen.

Im EUROSISTEM weist die Geldmenge den folgenden Zuschnitt auf:

Ausgangspunkt ist die Tauschmittelfunktion des Geldes. Je bereitwilliger Aktivposten als Zahlungsmittel akzeptiert werden, um so offensichtlicher ist, dass es sich um Geld handelt. Aus diesem Grund unterscheidet EUROSISTEM drei Abgrenzungen der Geldmenge:

M1 ist die Geldmenge, die sofort mobilisiert werden kann. Es ist die flüssigste Form. Dazu gehören das Bargeld (= sogar Zahlungsmittel von Gesetz wegen);

dazu gehören aber auch die täglich fälligen Einlagen bei den Banken (= Sichtguthaben), die fast den gleichen Liquiditätsgrad aufweisen.

(M1 im Aug. 2003 lt. EZB = 2.468 Mrd. €)

M2 ist M1 plus eine Geldmenge, die kurzfristig mobilisiert werden kann.

Dazu rechnen alle Spareinlagen (Kündigungsfrist bis zu drei Monaten).

Dazu rechnen aber auch alle Terminguthaben, die für maximal 2 Jahre bei einer Bank festgelegt worden sind.

(M2 im Aug. 2003 lt. EZB = 5.101 Mrd. €)

M3 ist M2 plus eine Geldmenge, die ebenfalls kurzfristig mobilisiert werden kann, aber nicht nur bei Banken im engeren Sinne gehalten wird.

Dazu rechnen dann auch Bausparkassen und Geldmarktfonds (im Sprachgebrauch der EZB = Monetäre Finanzinstitute, MFI). Zum Geld rechnen dann auch Geldmarktfondszertifikate, kurzlaufende Geldmarktpapiere, Repoverbindlichkeiten, Bankschuldverschreibungen mit einer Laufzeit bis zu zwei Jahren.

(M3 im Aug. 2003 lt. EZB = 5.996 Mrd. €)

Die weiter gefasste Abgrenzung M3 steht im Zentrum der Geldmengenbeobachtung der EZB.

## Die Technik der Geldschöpfung

Wie gelangt nun aber das Geld eigentlich in den Kreislauf?

Es sind vor allem zwei Quellen, aus denen sich die insgesamt vorhandene Geldmenge speist:

Quelle 1:

Die Versorgung des Wirtschaftskreislaufs mit *Bargeld* übernimmt die Zentralbank.

Die Deutsche Bundesbank stellt den Kreditinstituten Münzen und Banknoten zur Verfügung, die diese an diejenigen weiterleitet, die Bargeldbedarf haben.

Bargeld ist aber nur ein kleiner Teil des gesamten Geldumlaufs. Wegen des Vordringens der bargeldlosen Zahlungsvorgänge verliert es überdies ständig weiter an Bedeutung.

Quelle 2

ist daher viel entscheidender: *Das Giralgeld*.

Darauf entfällt der wesentlich größere Teil des Geldumlaufs. Als Giralgeld werden die Guthaben auf Giro-, Termin-, Sparkonten bezeichnet.

Giralgeld ist heute die vorherrschende Form zur Abwicklung von Zahlungsvorgängen; statt Barzahlung erfolgt hier die Zahlung von Konto zu Konto.

Das Besondere an dieser Form des Geldes ist, dass die Banken selbst es neu schaffen können - ohne vorher bei der Zentralbank eine Genehmigung einholen zu müssen. Jeder neu vergebene Kredit stößt eine ganze Reihe von Zahlungsvorgängen an, mit denen immer neue wirtschaftliche Transaktionen finanziert werden können (= aktive Geldschöpfung).

Der Geldschöpfungsprozess läuft jedoch nicht ohne Begrenzung. Auf jeder zusätzlich angestoßenen Stufe des Geldschöpfungsprozesses wird ein Teil des neu

geschöpften Geldes in bar umgetauscht. Die Banken haben dadurch Bedarf nach zusätzlichem Zentralbankgeld, das sie selbst nicht schaffen können.

Vor allem aber ist den Kreditinstituten vorgeschrieben, einen Teil jeder Einlage als Mindestreserve bei der Zentralbank zu halten. Jede Erhöhung der Einlagen führt daher zu einer steigenden Mindestreserve. Vor allem dieses Instrument des geldpolitischen Instrumentariums ist es, das jeden neuen Kreditanstoß zu einem berechenbaren Ende führt.

Kasten

## Wie entsteht Giralgeld?

Zwei Sorten von Geld ermöglichen den Wirtschaftskreislauf:

### **Die Versorgung des Kreislaufs mit Bargeld**

Die Deutsche Bundesbank versorgt den Wirtschaftskreislauf mit Bargeld:

Münzen und Banknoten werden über die Kreditinstitute an jedermann weitergeleitet, der Bargeldbedarf hat. Bargeld ist aber nur ein kleiner Teil des gesamten Geldumlaufs. Wegen des Vordringens der bargeldlosen Zahlungsvorgänge verliert es überdies ständig weiter an Bedeutung.

### **Die Schaffung von Giralgeld - die Geldschöpfung der Banken**

Der wesentlich größere Teil des Geldumlaufs ist vielmehr das Giralgeld. Es ist die heute vorherrschende Form zur Abwicklung von Zahlungsvorgängen; statt Barzahlung erfolgt hier die Zahlung von Konto zu Konto.

Giralgeld sind vor allem die täglich fälligen Guthaben bei Kreditinstituten (die Sichteinlagen), über die durch Scheck, Lastschrift oder Überweisung verfügt wird.

Sie werden ausschließlich in elektronischer Form gehalten, erscheinen also nur in den Geschäftsbüchern der Banken.

Sichteinlagen zählen gleichwohl zu den allgemein akzeptierten Zahlungsmitteln, weil sie jederzeit in Bargeld umgetauscht werden können.

Und wie entsteht das Giralgeld?

Erstens entsteht Giralgeld dann, wenn Kunden Bargeld auf Konten eingezahlen. Die Guthaben bei den Banken nehmen zu.

Zweitens jedoch ist von viel größerer Bedeutung, dass die Geschäftsbanken dieses Geld selbst schaffen können, und zwar ohne die Zustimmung der Notenbank. Ohne hier die Einzelheiten dieses Geldschöpfungsprozesses darlegen zu wollen, besteht der Kernmechanismus in folgender Kette:

- o Eine Bank räumt einem Automobilwerk einen Kredit ein; damit ist die Geldmenge ausgeweitet worden, weil der Autohersteller nun über ein zusätzliches Guthaben verfügt.
- o Der Automobilproduzent begleicht mit diesem Guthaben die Rechnung eines Reifenherstellers. Nunmehr steigt dessen Guthaben.
- o Der Reifenhersteller bezahlt seinerseits eine Rechnung eines Gummizulieferers. Dieser benötigt im Moment das Geld nicht und lässt es bei seinem Kreditinstitut auf dem Konto stehen.
- o Das Kreditinstitut verfügt damit wiederum über eine größere Geldmenge, die es an einen privaten Haushalt ausleiht, der ein Automobil kaufen möchte.

Mit dem ursprünglich eingeräumten Kredit werden in diesem Kreislauf eine ganze Reihe von Transaktionen bezahlt; die neu geschöpfte Menge an Geld und Krediten beträgt ein Mehrfaches des anfänglich gewährten Kredites. Die Banken brauchen für diese Geldschöpfung keinerlei Genehmigung der Zentralbank.

Diese *aktive Geldschöpfung* durch die Banken ist die Hauptquelle der Geldschöpfung.

(Daneben existiert die *passive Geldschöpfung*. Schichten Nichtbanken langfristige Bankeinlagen in Formen um, die die EZB zur Geldmenge rechnet, so wird auch durch diese Umbuchung die Geldmenge insgesamt erhöht).

### Die Grenzen dieses Prozesses:

Der Prozess der Schöpfung neuen Geldes ist jedoch nicht unbegrenzt. Zwei Grenzen sind es, die ihm Zügel anlegen:

*Zum einen* ist dies der Bargeldbedarf der Nichtbanken. Wann immer die Nichtbanken Bargeld abheben, sinkt die Giralgeldmenge. Die Möglichkeit der Vergabe neuer Kredite durch die Banken sinkt in diesem Umfang.

*Zum anderen* ist es die Mindestreserve. Jedem Kreditinstitut ist gesetzlich vorgeschrieben, einen bestimmten Prozentsatz aller bei ihm gehaltenen Einlagen bei der Bundesbank anzulegen. In Höhe dieser Mindestreserve kann die Bank ebenfalls keine neuen Kredite einräumen. Durch Gestaltung der Zinskonditionen und sonstigen Bedingungen, zu denen die Notenbank laufend Zentralbankgeld bereitstellt, kann sie mittelbar den Geldschöpfungsprozess begrenzen.



Im vorstehenden Beispiel (Quelle: Bundesbank) wird für jede Stufe der Geldschöpfungskette ein Bargeldbedarf von 30 % unterstellt; der Mindestreservesatz ist mit 10 % angenommen. Der Prozess der Geldschöpfung setzt sich hinter Bank F weiter fort. Insgesamt berechnet die Bundesbank die gesamte Geldmengenschöpfung bei diesen Annahmen mit 325.000 EUR.

Zusammenfassend gilt es daher festzuhalten, dass die Zentralbanken diesen Prozess der Geldvermehrung unter Kontrolle haben.

Die Technik des Prozesses ist nicht das Problem.

## II. Die Rolle der Geldpolitik

Wenn die Technik des Prozesses nicht das Problem ist, dann gerät die Qualität der Wirtschafts- und Geldpolitik selbst in den Brennpunkt des Interesses.

Setzen wir noch einmal bei der Quantitätstheorie des Geldes an: Milton Friedman ging davon aus, Inflation sei stets und überall ein monetäres Phänomen. Deshalb müsse der Geldmenge ein strenges Korsett angelegt werden. Würde die Geldmenge lediglich in einem Maße ausgeweitet, das dem angestrebten realen Wachstum der Produktion entspräche, könnte Inflation auf Null reduziert werden.

Hat dieses Konzept getragen, bzw. wieweit es von der Politik und dem Finanzsektor umgesetzt worden?

### 1. Schwankungen der Inflation

Die empirischen Daten zeigen ein erhellendes Bild.

Tatsächlich sind historisch, wie die folgende Grafik zeigt, immer Schwankungen aufgetreten. Von 1900 an jedoch nehmen die Ausschläge deutlich zu.

Chart: US und UK Inflationszyklen (Konsumgüter)



Grob zusammengefasst wäre dann für das letzte Jahrhundert das folgende Ablaufmuster zu identifizieren:

Der I. Weltkrieg löst die erste große Inflationswelle aus;  
der II. Weltkrieg löst die zweite aus (hier zwar verdeckt, wegen der Preiskontrolle, aber als Geldentwertung (Währungsreform) auftretend);  
der Vietnamkrieg sowie die Kriege im Mittleren Osten führen zur dritten Welle (Ölpreis 1973 - Yom Kippur).

Die großen Kriege verursachten eine Übernutzung des realen Produktionsapparates sowie außerordentliche soziale Folgekosten. Diesen exogenen Schocks ist in diesen drei Inflationswellen mit unterschiedlichen Handlungskonzepten entgegengetreten worden, die aber zwei Gemeinsamkeiten aufwiesen:

Erstens: Keynesianisches "deficit spending" gehörte immer dazu.  
Zweitens: Die Geldpolitik war zuletzt immer gezwungen, diese exogen ausgelöste Lastenspirale monetär aufzufangen.

So gesehen, ist die folgende Grafik im formalen Sinne richtig. In der Tat kann man schlussfolgern: "Over the long term, the most important driver of inflation has been money growth" (DB-Research).

Chart: Veränderung der US Geldmenge und Inflationszyklen



Source: DB Global Markets Research, NBER Macroeconomy database, BEA

Tatsächlich jedoch war die Geldpolitik nicht in dem Maße autonom, wie es diese Grafik suggeriert, sondern sie war zuletzt immer gezwungen, auf exogene Schocks zu reagieren.

Das sollte sich mit dem Aufkommen des Monetarismus erst einmal ändern.

Mit dem Durchbruch des Monetarismus kam Paul Volcker 1979 an die Spitze der Federal Reserve Bank. Er schränkte das exzessive Geldangebot rigide ein und, als wichtigstes Ergebnis des Siegeszugs dieser neuen Politikschule, sind seitdem die Inflationsraten in der Tat über zweieinhalb Jahrzehnte hinweg zurück gegangen (*disinflation*).

Vordergründig erscheint die Disinflation als ein großer Sieg der Theorie Milton Friedmans. Tatsächlich aber ist deren Begräbnis inzwischen bereits erfolgt. Zwei Ereignisse zählen in diesem Zusammenhang:

Das ist *erstens* die überraschende Erscheinung, dass in Japan von Beginn der 90er Jahre an statt der geordneten und gewollten *Disinflation* eine alarmierende und

ungewollte Deflation auftrat, die durchaus ein ähnliches Muster wie die nach dem Börsenkrach von 1929 hatte.

Advanced Financial Capital hatte diese Fehlentwicklung veranlasst, schon in der zweiten Hälfte der 90er Jahre eine wachsende Anzahl von Autoren die Optimalität einer 'zero inflation' in Frage stellen lassen.

*"An increasing number of authors pointed to the lower bound on nominal interest rates, the grease effect of inflation in the case of downwardly rigid nominal wages and uncertainties inherent in price measurement to recommend that central banks target a low positive rate of inflation"* (DB-Research, April 2004).

Das *zweite Ereignis* war der Börseneinbruch ab März 2000, der in den USA die Deflationsängste noch verstärkte. Erneut gewinnt nun in der US-Politik die scheinbar längst überholte Auffassung an Boden, eine Re-Aktivierung von Fiskal- und Geldpolitik habe dem Deflationsrisiko entgegen zu treten. Die Regierung Bush hat den Bundeshaushalt (ohne Salden des umlagefinanzierten Rentensystems gerechnet) innerhalb kürzester Zeit aus dem Überschussbereich in ein tiefrotes Minus gedreht. Im laufenden Jahr 2004 rechnet J. Bolten, Haushaltsdirektor des Weißen Hauses, mit einem Defizit von ca. 600 Mrd. Dollar. Mit dieser Kreditfinanzierung ist ein riesiges Ausgabenprogramm angeschoben worden - als wäre Keynes wieder auferstanden..

(Vergleicht man diese wissenschaftstheoretische Entwicklung ab 1990 mit der in den 30er Jahren, so muss erwartet werden, dass Advanced Financial Capital bereits auf der Suche nach einem neuen Wissenschaftsstar ist, der eine Linie irgendwo zwischen Keynes und Friedman wissenschaftlich begründen wird).

Immer öfter wird nun die Frage aufgeworfen, ob mit dem langen Rückgang der Inflationsraten die Talsohle erreicht ist?

Eine ganz Reihe von Finanzanalysten sehen uns an einem Wendepunkt. Eine lesenswerte Arbeit (DB Research, 8. 4. 2004) bringt es auf die griffige Formel: "Inflation is dead! Long live inflation!".

Es wird darauf hingewiesen, dass die Phase der Disinflation nun etwa 25 Jahre gedauert hat, ziemlich nahe an der halben Lebensdauer der langen Inflationszyklen. Damit steigt - ähnlich wie in den letzten 225 Jahren - das Risiko des Starts eines neuen Zyklus.

Vor allem aber wird die Schaffung exzessiver Liquidität in den letzten Jahren herangezogen. Wir werden diesen Aspekt im Abschnitt „Folge-3: Asset price inflation" wieder aufgreifen.

## **2. Trend der Inflation**

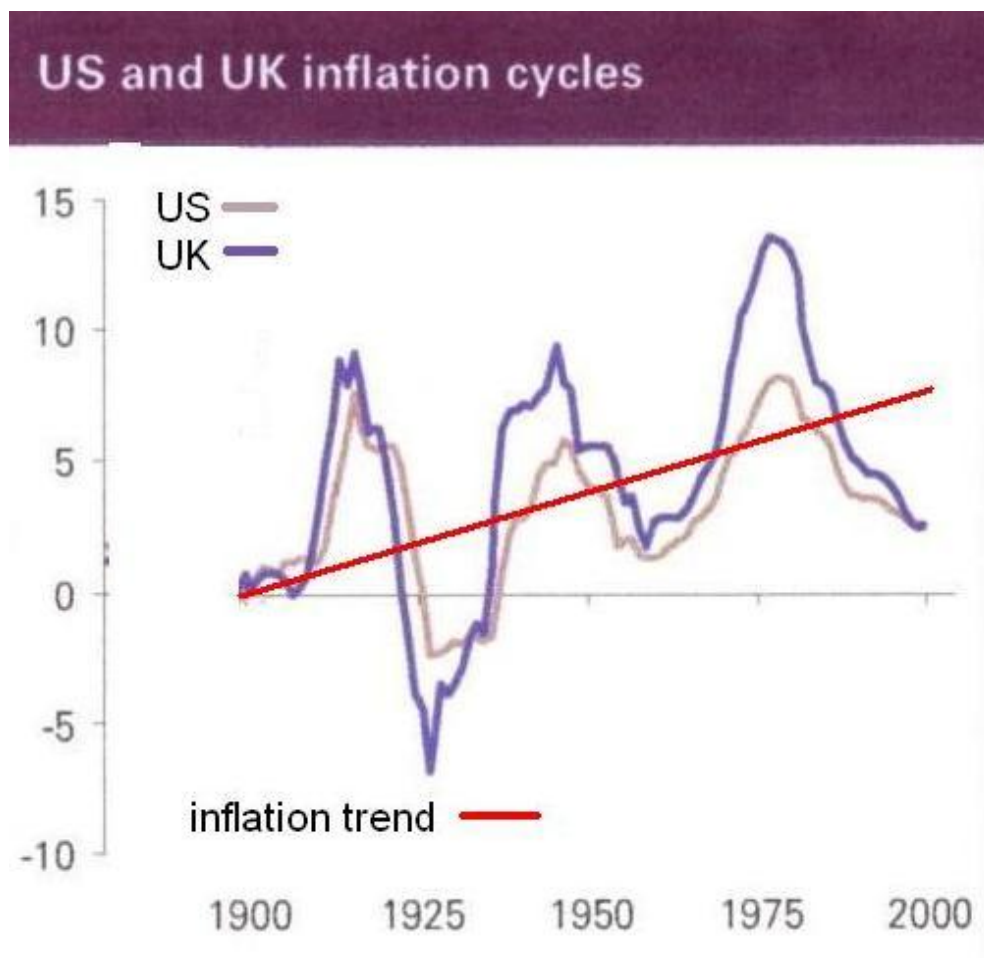
Zurück zur oben gezeigten Grafik 'US und UK Inflationszyklen': Sie stellt die Entwicklung der Preisentwicklung für Konsumgüter dar. Um es genauer auszudrücken: Mit "Inflation" ist natürlich nicht nur dieser engere Preisausschnitt gemeint. Volks- und weltwirtschaftlich geht es nicht nur um die Preise

für Konsumgüter. Es geht vielmehr um das allgemeine Preisniveau, also den Durchschnitt aller Preise.

Über die ersten 150 Jahre hinweg schwankt dieser Index kurzzyklisch, oszilliert jedoch im wesentlichen immer um die X-Achse.

Dies ändert sich im 20. Jahrhundert. Nun werden die Ausschläge größer und - wichtiger für unsere Analyse - es beginnt sich ein Trend zu entwickeln.

**Grafik: US und UK Inflationszyklen** (Consumer price)



Quellen: DB-Research; Trend nach *MacroAnalyst*

Die Inflationsraten sind über 100 Jahre hinweg angestiegen. Der Trend ist nach oben gerichtet.

Das Wachstum der Geldmenge hat langfristig also oberhalb der Expansion der realen Gesamtproduktion gelegen. Tendenziell ist also mehr Geld von den Zentralbanken in den Kreislauf eingespeist worden, als zur Finanzierung des Wachstums der realen Weltproduktion benötigt wurde. Eine schleichende Überversorgung der Geld- und Kapitalmärkte.



Die strengen Regeln Milton Friedmans sollen dies ändern. Ob dies gelingen kann?

Die historische Analyse scheint zu zeigen, dass eine inflations-kontrollierende Geldmengensteuerung allenfalls für wirtschaftliche Szenarien des Normalfalls unter Abwesenheit von exogenen Schocks politisch durchsetzbar ist.

Über die letzten 100 Jahre hinweg gesehen waren es aber genau diese exogenen Schocks, die so spürbare Inflationsschübe ausgelöst haben, dass insgesamt ein steigender Inflationstrend zu messen ist.

Auch das Friedman-Konzept einer strengen Geldmengensteuerung - obwohl zwei Jahrzehnte lang global breite Unterstützung findend - scheint diese Entwicklungen und den Crash der New Economy nicht zu überleben. Wir kommen darauf zurück.

Dies mag auch daran liegen, dass dieses Konzept in der Theorie zwar auf den Durchschnitt der Inflationsentwicklung weltweit abhebt, in der Praxis jedoch zu stark auf die US-amerikanische Entwicklung fixiert ist.

Die weltweiten Inflationszyklen schwanken aber so stark um den Durchschnitt, dass sich Disinflation in großen Industrieländern noch vollzieht, während die zweitgrößte Volkswirtschaft (Japan) bereits eine Deflation hinnehmen muss. Dieser nun wiederum kommt bei der heutigen Verzahnung der Volkswirtschaften eine so große Ansteckungsgefahr zu, dass auch die anderen Länder den angestrebten Geldmengenkurs nicht mehr aufrechterhalten können.

Bevor die Ausbreitung der Krankheit jedoch wirksam werden kann, wird eher eine Flutung der Geld- und Kapitalmärkte in Gang gesetzt.

Im Ergebnis entscheidend für unsere Analyse ist nun, dass dieser Inflationstrend den Finanzsektor begünstigt. Gewiss hat auch dieser kein Interesse an einer galoppierenden Inflation. Diese kann zu unkontrollierbaren politischen Entwicklungen führen, die das Gesamtsystem in Frage stellen. Deutschland nach 1933 wird immer Warnung bleiben.

Aus einer schleichenden Überversorgung der Geld- und Kapitalmärkte jedoch kann der Finanzsektor durchaus Nutzen ziehen.

Im Geldkreislauf nämlich nimmt das Geld seinen Weg von der Zentralbank zu den Geld- und Kreditinstituten.

Von dort gelangt es zu den Geldverbrauchern, den Unternehmen, den privaten Haushalten, den staatlichen Stellen. Diese finanzieren damit ihre Ausgaben.

Über die ausführenden Einheiten, die Fabriken, Handwerker Geschäfte, Händler, Dienstleister gelangt das Geld wieder zurück zu den Geld- und Kreditinstituten. Diese wiederum zahlen es auf die Konten der Zentralbank ein. Der Geldkreislauf ist geschlossen.

In diesem Kreislauf wechselt das Geld immer wieder die Konten der Banken. So gut wie jede dieser Stationen ist eine Bankgebühren-Collect-Station. Eine ständige Aufblähung des Geldvolumens über eine säkulare Inflation bedeutet ja die Zirkulation

eines ständig höheren Geldvolumens. Dies erzeugt ebenfalls aufgeblähte Gebühren auf Kontenbewegungen. Von jeder Steigerung der Umschlagsgeschwindigkeit des Geldes, von der Liquidisierung des Gesamtsystems profitiert der Finanzsektor.

"Die Globalisierung geht mit einer komplexen Vernetzung der Märkte ... einher. Moderne Finanzinstrumente werden zum Risikotransfer innerhalb des Bankensystems und aus dem Bankensystem heraus eingesetzt. Im Zuge dieser finanziellen Integration sind Bestände und Umsätze an den Finanzmärkten wesentlich schneller gewachsen als in der Realwirtschaft"

(Jürgen Stark, Vizepräsident der Bundesbank "Spielregeln für die Stabilität"; FAZ, 24. Juli 2004).

Konto 4:

Heutige Position

(mit Berücksichtigung des monetären Wachstums)

Aktiva	Passiva				
<table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 80%;"><b>Realvermögen</b></td> <td style="text-align: right;"><b>110</b></td> </tr> </table>	<b>Realvermögen</b>	<b>110</b>	<table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 80%;"><b>Nettovermögen</b></td> <td style="text-align: right;"><b>300</b></td> </tr> </table>	<b>Nettovermögen</b>	<b>300</b>
<b>Realvermögen</b>	<b>110</b>				
<b>Nettovermögen</b>	<b>300</b>				
<table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 80%;"><b>Operativer Zuwachs</b></td> <td style="text-align: right;"><b>90</b></td> </tr> </table>	<b>Operativer Zuwachs</b>	<b>90</b>			
<b>Operativer Zuwachs</b>	<b>90</b>				
<table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 80%;"><b>Bewertungszuwachs</b></td> <td style="text-align: right;"><b>100</b></td> </tr> </table>	<b>Bewertungszuwachs</b>	<b>100</b>			
<b>Bewertungszuwachs</b>	<b>100</b>				

Rufen wir uns noch einmal das Konto 3 aus dem Ausgangspunkt „Das Wachstum des Weltvermögens“ in Erinnerung, so ist nun der Unterschied zum bloß operativen Wachstum zu erkennen. Vom Zeitpunkt  $t_1$  nach  $t_2$  ist das Realvermögen (110) nicht nur um den operativen Zuwachs (90) gestiegen, sondern es kommt noch ein Bewertungszuwachs (100) hinzu. Zu laufenden Preisen gerechnet steigt das Nettovermögen damit auf insgesamt 300.

*Den gesamten Bewertungszuwachs vereinnahmt natürlich nicht nur der Finanzsektor. Aber dieser ist schon vom langfristigen Inflationstrend schleichend begünstigt.*

Hinzu tritt nun die dynamische Haltung der Finanzakteure, die diesen Rahmen - Liberalisierung und Inflation - entschieden nutzen.

Wachstumsfaktor 3:

## **Die Dynamik der Finanzakteure**

Neben den politischen Kräften, die den Finanzmärkten auf globaler Ebene enorme Spielräume freigeräumt haben, spielt offensichtlich das Geld eine entscheidende Rolle für die langfristige Veränderung der Wirtschaftsstrukturen.

Zur Durchleuchtung des monetären Wachstums muss deshalb drittens die Frage nach den Impulsen beantwortet werden, die vom Finanzsektor selbst ausgehen. Was tun die Akteure auf diesen Märkten, um den geänderten Rahmen - Liberalisierung des Kapitalverkehrs plus schleichender Inflationstrend - zu nutzen?

Hier zeigt sich, dass die Entwicklung der letzten drei Jahrzehnte tief greifende Auswirkungen auch auf die reale, aber vor allem auf die monetäre Wirtschaft gehabt hat.

Das Profitieren vom schleichenden Inflationstrend, kann dabei noch zum Bereich des traditionellen Bankgeschäfts gerechnet werden, ist dieser doch seit langem existent.

Es sind doch eher die Folgen der neoliberalen Revolution, die dem Finanzsektor zu einem grandiosen Aufschwung verholfen haben.

Für diesen Aufschwung sind zwei fundamentale Trends auszumachen:

*Erstens* gehen operativ gesehen die Veränderungen der Prozesse mit den Veränderungen der Produkte Hand in Hand. Beide Innovationen finanzieren das operative Wachstum des Sektors.

*Zweitens* aber, und das ist die ausschlaggebende Strukturänderung : Die Liquidisierung der Weltwirtschaft im Verbund mit der Machtposition der Investmentbanken erreicht einen Grad, der eine zunehmende Loslösung des Finanzkapitals vom operativen, realen Kapital zur Folge hat. Der Finanzsektor beginnt ein Eigenleben.

### **I. Operative Entwicklung: Prozess- und Produktinnovationen**

Der Finanzsektor nutzt, wie die operative Wirtschaft auch, den technologischen Fortschritt einerseits sowie den wirtschaftlichen Fundamentaltrend zu größeren Produktionseinheiten andererseits (*Prozessinnovation*).

Darüber hinaus hat er sich in den letzten Jahrzehnten als innovativ darin gezeigt, neue Finanzprodukte auf den Markt zu bringen (*Produktinnovation*).

#### **Prozessinnovation:**

Die *Durchrationalisierung des Finanzsektors* stützt sich auf die Form des technischen Fortschritts der letzten zwei Jahrzehnte. Gerade für diesen Sektor mit seinen Millionen von Transaktionen ist die neu aufkommende Informations- und Kommunikationstechnologie wie geschaffen.

Kredit-, Scheck-, Geldkarten vereinfachen den Zahlungsverkehr und führen zum Vordringen des Giralgeldes. Damit tritt die umständliche Handhabung des Bargeldes in den Hintergrund.

Das Online-Banking verschiebt wesentliche Bankdienstleistungen an den Kunden, der die Arbeiten nunmehr selbst durchführt. (Amerikanische Quellen geben die Kosten für eine 'teller transaction' in einer Bank mit 1,07 Dollar an, während die Kosten dafür im Online-Banking 1 Cent betragen; das ist ein Produktivitätsanstieg auf 10.700 %).

Der Rechner revolutioniert die Arbeit in den Büros. Der dramatische Wegfall von Banken-Personal ist die Kehrseite dieser Produktivitätsrevolution.

Die wachsende *Konzentration* des Finanzsektors ist eine Erscheinung, wie wir sie schon aus der Entwicklung der Industrie kennen.

Auf dem Markt für Fusionen und Mehrheitsübernahmen kaufen die besonders profitablen Finanzakteure weniger erfolgreiche auf. Eine Welle von Fusionen durch freundliche oder feindliche Übernahmen anderer Finanzinstitute begleiten das operative Geschäft.

Große institutionelle Anleger (Kapitalanlagegesellschaften, Investment-, Pensionsfonds) treten immer weiter nach vorne.

Diese Konzentrationsbewegung trägt - für sich genommen - nicht zur Vergrößerung des Sektors bei. Wenn jedoch auf diese Art und Weise Synergieeffekte entstehen, werden zusätzliche operative Profite generiert.

Vor allem tragen die größeren Einheiten zum Ausbau der politischen und gesellschaftlichen Machtposition des Finanzsektors bei.

### **Produktinnovation:**

Die nach 1973 anschwellenden internationalen Kapitalströme wurden von einer wachsenden Verwendung innovativer Finanzinstrumente begleitet. Vielen dieser Produktinnovationen kann der operative Charakter nicht pauschal abgesprochen werden.

Die wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Veränderungen waren so immens, dass es verwunderlich gewesen wäre, wenn sie ohne Auswirkungen auf den Finanzsektor geblieben wären. Die legendäre Großmutter mit dem Sparbuch - das trifft den Zeitgeist nicht mehr.

Auch Schwankungen wurden schon immer zu Geschäften genutzt: Konjunkturschwankungen zu Preisspekulationen, Schwankungen der Lebenshaltungskosten zu Veränderungen der Spar- und Liquiditätsneigung, das Auf und Ab der Börsenkurse zu Aktienspekulationen.

Folgerichtig also ist, wenn kurz nach der Einführung flexibler Wechselkurse 1973 der erste Währungsterminkontrakt in Chicago abgeschlossen wird. Dass daraus ein Strom von neuen Produkten entsteht, deckt auch den Bedarf der operativen Wirtschaft nach Absicherung von Waren- und Dienstleistungsgeschäften über die nationalen Grenzen hinaus.

Immer noch im operativen Rahmen bleibt auch, dass Schwankungen mit höherem Sättigungsniveau der Industrieländer zunehmen und dem Finanzsektor damit zusätzliche Erwerbchancen bieten.

Großzügig ausgelegt können auch noch die Kosten für Fonds als operativ angesehen werden. Immerhin aber fallen an: Ein einmaliger Ausgabeaufschlag, die jährliche Verwaltungsgebühr, weitere Kosten, die explizit nicht ausgewiesen werden. Zu dieser Total Expense Ratio (TER) addieren sich weitere Transaktionskosten, wie: Maklercourtage, weitere Kosten für den Handel. Alles in allem bewegen wir uns damit in Größenordnungen, die auf rein finanzgesteuerte Sphären verweisen.

Die letzten 30 Jahre haben dann auch eine Entwicklung eingeläutet, die eine neue Qualität von Strukturveränderung darstellt. Das Finanzkapital emanzipiert sich in wachsendem Maße vom Realkapital, es beginnt ein Eigenleben.

## **II. Monetäre Entwicklung: Finanzsektor beginnt Eigenleben**

Diese gleitende Loslösung des Finanzsektors von der realen Wirtschaftsbasis ist das Ergebnis von *drei* Handlungsmustern:

### ***Erstes Handlungsmuster:***

#### **Von der operativen Schwankung zur eingeebelten Volatilität**

Schwankungen sind so alt wie das Wirtschaften selbst. Früher jedoch gingen sie mehr von realen, operativen Bedingungen aus: Weil Ernten schlecht ausfielen, stiegen die Weizenpreise; weil Bauern sich regelmäßig an den aktuellen Preisniveaus orientierten, kam es zum Schweinezyklus; weil Unternehmer ihre Investitionen gleichgerichtet expandierten und Konsumenten ihre Nachfrage herdenartig reduzierten, kam es zu Konjunkturschwankungen.

Diese operativen Schwankungen existieren noch immer, haben jedoch an Bedeutung verloren.

Dies deswegen, weil Schwankungen mit weit größerer ökonomischer Hebelkraft an ihre Stelle getreten sind: Nämlich die von den Aktivitäten des Finanzsektors verursachten.

Diese eingeebelte Volatilität wird aber nicht nur vom Finanzsektor verursacht, sondern zugleich von ihm genutzt. Volatilität ist ein Lebenselixier dieses hochmobilen und flexiblen Wirtschaftssektors.

## **Beispiel 1: Währungsschwankungen statt Finanzierung von Welthandel**

Die Neuordnung der Währungsmärkte von 1973 mit ihrem Übergang zu flexiblen Wechselkursen führte zwangsläufig zu steigenden Währungsschwankungen. Das operative Interesse des Welthandels an entsprechenden Absicherungsgeschäften führte - es ist bereits erwähnt worden - zum Abschluss des ersten Währungsterminkontraktes in Chicago.

Dies nun setzte nicht nur eine Flut neuer Produkte in gang. Die Währungsschwankungen ihrerseits wurden von Finanzakteuren gezielt verstärkt, um aus dieser Spekulation finanziellen Gewinn zu ziehen.

### *Fallbeispiel-1:*

Der bekannteste Fall einer solchen Makro-Spekulation ist der Angriff von George Soros auf das britische Pfund.

1992 löste er durch enorme Verkäufe seines Quantum Funds eine solch hohe Abwertung des Pfundes Sterling aus, dass die Zentralbank von England gezwungen wurde, das Pfund aus dem Europäischen Wechselkursverbund (Vorläufer des EWS) zu nehmen.

Soros wurde bekannt als "*The man who broke the Bank of England*".

Der Quantum-Fonds verdiente 1,4 Mrd. \$ in einer einzigen Nacht (Financial Times);

### *Fallbeispiel-2:*

Ein zweiter legendärer Investor, Warren Buffet, nahm im 1. Halbjahr 2004 Investitionen in Währungskontrakte von 18 Mrd. Dollar vor. Da die Spekulation nicht aufging, musste er im 2. Quartal 2004 Verluste aus diesen Währungsanlagen von 445 Mio. Dollar verbuchen.

### *Generalisierende Schlussfolgerung daraus::*

Die Bundesbank spricht von "eigenständigen" Geld- und Kapitalbewegungen (Geld und Geldpolitik, 2003/2004), worunter nicht-operative Bewegungen zu verstehen sind.

"Solche Wechselkursausschläge scheinen oft ohne Bezug zu den wirtschaftlichen Gegebenheiten in den beteiligten Ländern zu stehen. Sie lassen das System des Floating als instabil und fragwürdig erscheinen. Starke Ausschläge der Wechselkurse können den Welthandel behindern. Über längere Zeit anhaltenden Fehlentwicklungen führen zu kostspieligen volkswirtschaftlichen Anpassungsprozessen" (Bundesbank, S. 95/96).

## **Beispiel 2: Kurzfristige exzessive Auslandsinvestitionen**

Die Wirkung hoher Volatilität breiter Kapitalströme führte die Asienkrise 1997/98 vor. Eine "extrem kurzfristig" (Bundesbank) angelegte Auslandsverschuldung floss in den Immobilienmarkt einerseits (mit der Wirkung einer Preisblase) und in bestimmte Sektoren der Volkswirtschaften andererseits (mit der Wirkung von Überinvestitionen). Die bestinformierten Finanzakteure zogen sich frühzeitig und mit hohen Gewinnen wieder aus diesen Engagements zurück. Die weniger qualifizierten Anleger zogen nach.

"Dies führte zu einem massiven Druck auf die heimische Währung und letztlich zum Ausbruch der Währungskrise" (Bundesbank, Monatsbericht Juli 2001).

Diese monetär verursachte Krise schlug auf die reale Entwicklung durch. In Indonesien und Thailand beispielsweise verdoppelte sich die Armutsquote nahezu. Die Instabilitäten drohten auf Südamerika überzuspringen.

Als auch die Aktienmärkte weltweit ins Trudeln gerieten, war der IWF gezwungen, mit "riesigen Krediten" einzuspringen, "um gravierende Folgen für das internationale Finanzsystem zu lindern" (Bundesbank).

### **Beispiel 3: Gewinne auch im Abschwung**

Während die operative Wirtschaft nur mit positivem Wachstum Profite macht, hat sich Advanced Financial Capital von diesem Muster gelöst. Mit neuen Produkten kann sowohl der Auf- als der Abschwung genutzt werden.

Hedge-Fonds sind Investmentfonds, die auf eine Reihe von Anlageformen setzen. Eine wichtige Rolle spielen dabei Derivate, deren Preis sich aus den Kursschwankungen anderer Anlageobjekte herleitet. Sie sind so konstruiert, dass sie enorme Hebelwirkungen entfalten.

Diese Hebel können bei Aktien oder Schuldverschreibungen ansetzen. Sie können sich aber gleich auch auf ganze Indices beziehen, wie etwa den Dow Jones oder den DAX.

Während die ursprüngliche Aufgabe operativer Natur war - Absicherung von Unternehmen gegen starke Preisschwankungen -, handelt es sich jetzt um reine Finanzinstrumente, die allein auf Spekulation gerichtet sind.

Mit der Strategie des Leerverkaufs von Wertpapieren, verstärkt über den Multiplikator hoher Fremdfinanzierung, können dabei sowohl in steigenden *als auch fallenden Märkten* Gewinne erzielt werden.

Dies ist ein wesentlicher Unterschied zur realen, operativen Wirtschaftswelt. In dieser war das eigentliche Geschäft nur mit positiven Wachstumsraten zu machen. Es ging darum, den Absatz von Werkzeugmaschinen z. B. um 20 % zu steigern, um höhere Gewinne zu machen.

Jetzt werden Wetten abgeschlossen auf Kurs- und Preisschwankungen anderer Produkte. Gehen sie auf, macht der Hedge-Fonds große Profite - und umgekehrt.

Diese Hedge-Fonds sind auf allen Kapitalmärkten tätig und bewegen sie stärker als jede andere Gruppe von Marktteilnehmern. Finanzakteure verursachen und nutzen Schwankungen zugleich. Je höher die Schwankungen, um so höher der Gewinn. Den operativ tätigen Unternehmen erschweren diese Wechselbädern die Arbeit erheblich.

Für ihre Tätigkeit erheben diese Fonds Gebühren von ihren Kunden, die sich „außerhalb jedes vertretbaren Maßes bewegen“; dies „ist ein weiterer Exzess an den Finanzmärkten, der wegen der von den Gebühren ausgehenden ‚Kannibalisierung‘ eher früher als später platzen wird“ (Dresdner Kleinwort Wasserstein).

Mit den Hedge-Fonds-Umsätzen erzielen Investmentbanken wiederum hohe Provisionen. Wall Street erzielt Schätzungen zufolge über 7 % seiner Einnahmen aus Kommissionen, die von Hedge-Fonds gezahlt werden. Weltweit gibt es mehr als 7.000 solcher Fonds. Diese Einnahmen zählen bei Wall Street zum operativen Einkommen; die Quelle jedoch, aus der sie stammen, sind Wetten.

#### **Beispiel 4: Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt verstärkt Volatilität**

Das jüngste Beispiel zur Erzeugung von Volatilität durch den Finanzsektor ist die derzeit laufende Umstellung im Bereich der Unternehmensfinanzierung in Deutschland. In der Vergangenheit haben die meisten Unternehmen, vor allem der Mittelstand, ihre Fremdfinanzierung über Hausbanken abgewickelt. Die Banken wenden sich zunehmend von dieser Art der Finanzierung ab, weil sie das Risiko der damit verbundenen Forderungsausfälle nicht mehr zu tragen gewillt sind. Die Unternehmen werden auf den Kapitalmarkt verwiesen, wo sie Anleihen für ihren Bedarf nach Fremdkapital aufnehmen müssen.

In einer neuen Studie "Zur Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte" hat die Bundesbank jetzt die Folgen für die Gesamtwirtschaft herausgestellt, die dieser Verweis der Unternehmen an den Kapitalmarkt haben wird. Die Hausbanken hätten in Rezessionen ihre Kreditvergabe relativ wenig eingeschränkt. "Damit trugen sie zur gesamtwirtschaftlichen Stabilisierung bei". Die Finanzierung über den Kapitalmarkt werde hingegen in künftigen Konjunkturabschwüngen deutlich erschwert. "Eine Akzentuierung von Finanzzyklen ist dann eine fast zwangsläufige Konsequenz".

Dass die Fremdkapitalbeschaffung über den Kapitalmarkt höhere Kosten für die Unternehmen nach sich ziehen wird, liegt daneben auf der Hand.

Fazit:

Alle vier Beispiele zeigen, wie der Finanzsektor Volatilität erzeugt, um damit Geld zu verdienen. Die operative Wirtschaftswelt muss unproduktive Kraft aufwenden, diese Schwankungen zu überleben.

#### ***Zweites Handlungsmuster:***

#### **Von der langfristigen Investition zur kurzfristigen Nutzziehung**

Die Loslösung des Finanzsektors von der realen Wirtschaftsbasis zeigt sich weiter an der Reichweite ihrer Zeitperspektive.

Der Finanzsektor arbeitet auf der Basis von kurzfristigen Zeithorizonten. Langfristige Zeitperspektiven, wie sie für jede komplexere Einheit der operativen Wirtschaft typisch und unerlässlich sind, sind für ihn nicht profitabel.

Die lange dauernden Prozesse in Forschung und Entwicklung, bei Investitionen in Sachkapital, gar die äußerst langen Reifezeiten bei der Formierung von Humankapital können und wollen Finanzakteure nicht im Blick behalten.

Die Betonung des kurzfristigen Finanzgewinnes gegenüber der langfristigen Investitionsrendite führen zur Zerstörung der realwirtschaftlichen Basis der Volkswirtschaften.



Das Hauptbeispiel für diese Art von ökonomischem Handlungsmuster in der Vergangenheit war die Tätigkeit der Unternehmenskäufer. Investoren haben unzählige operative Unternehmen aufgekauft, um sie in Einzelbestandteile zu zerlegen, die ohne Zeitverzögerung weiterverkauft wurden. Operative Gesichtspunkte spielten dabei keine Rolle, es ging um rein finanzwirtschaftliche Vorgänge.

Viele große Konzerne sind davon betroffen gewesen. In jüngster Zeit sollten in Deutschland die Unternehmen IWKA und TUI Opfer dieser Strategien werden.

Bei IWKA in Karlsruhe, Kerngeschäft ist die Herstellung von Robotern, betrieb der amerikanische Investor Wyser-Pratte die Zerschlagung dieses Maschinenbaukonzerns. Der ehemalige Marine-Offizier glaubte, dem Vorstandsvorsitzenden die optimale Zusammensetzung des Konzerns vorgeben zu müssen. Dass für die Bestimmung dieses Optimums ganz andere als operative Gesichtspunkte im Vordergrund stehen, ist offensichtlich. Die Linie des Vorstandsvorsitzenden wurde aus dem Aufsichtsrat heraus gestützt, von ebenfalls operativ tätigen Mitgliedern (von Mercedes und BMW). Wyser-Pratte trägt den Beinamen "Der Rambo der Kapitalmärkte".

Bei TUI, Europas größtem Touristikkonzern, schlugen die Wellen hoch, nachdem die Investmentbank Morgan Stanley ihren Anteil verdoppelte. Vorstandsvorsitzender Frenzel wehrte sich gegen die Zerschlagung des Konzerns. "Ich werde sicher nicht tatenlos zusehen, wie Aufkäufer bei der TUI einsteigen und das Unternehmen dann zerschlagen" (Der Spiegel, 2. 8. 2004). Seit Frühjahr habe die Aktie bereits ein Drittel ihres Wertes eingebüßt. Mit dem operativen Geschäft habe das nichts zu tun. Vielmehr würden "Hedge-Fonds in Scharen auf einen weiteren Verfall unseres Kurses wetten", seit bekannt geworden war, dass TUI eventuell aus dem DAX fallen könnte. Wir haben es hier mit einer der vier Hauptstrategien von Hedge-Fonds zu tun, mit "Event driven". Event driven Manager nämlich picken sich Unternehmen heraus, die vor einer außergewöhnlichen Situation stehen.

"Sollte die Spekulation gegen unsere Aktie aufgehen ... bekäme ein potentieller Aufkäufer das gesamte Touristikgeschäft zusätzlich zur Containerschiffahrt quasi zum Nulltarif dazu" (Frenzel).



Quelle: Frankfurter Allgemeinen Zeitung vom 13. August 2004

Spektakulär zeigt das Finanzkapital seine nicht-operative Einstellung mit der sinkenden Präsenz des Kapitals auf den Hauptversammlungen. Von 1998 bis 2004 sank die Präsenz des Aktienkapitals auf den Hauptversammlungen von 61 % auf 46,4 % (Durchschnitt DAX-Unternehmen). Ursache war: Versicherungen und Großbanken - die hatten in den Jahrzehnten nach dem Krieg noch an den HVs teilgenommen - haben aber in den letzten Jahren ihre Industriebeteiligungen abgestoßen.

*Einerseits* landeten diese bei Kleinaktionären, bei denen nicht weiter erstaunlich ist, dass sie das Stimmrecht nicht wahrnehmen (hohe Reisekosten).

*Andererseits* landeten sie bei Großinvestoren im Ausland, die aber ebenfalls kein Interesse an den Mühen der operativen Diskussion zeigen.

Als Grund wurde unter anderem "fehlender Sachverstand bei Eigentümervetretern" ausgemacht. Im Falle von Daimler Chrysler nämlich wurde die Aufsichtsratsstruktur folgendermaßen publiziert:

"Neben den aus ihren früheren Führungspositionen bekannten deutschen Managern Hilmar Kopper (Deutsche Bank), Manfred Schneider (Bayer), Bernhard Walter (Dresdner Bank) und Mark Wössner (Bertelsmann) sitzen im Aufsichtsrat auch einige Mitglieder, die bisher wenig mit den Problemen globaler Konzerne befasst waren:

*Earl G. Graves*, 69, Herausgeber eines N. Y. Magazins für afroamerikanische Manager;

*Victor Halberstadt*, 64, Prof. für Finanzwirtschaft an der niederländischen Universität Leiden;

*Robert Lanigan*, 75, war Chef eines Glascontainerproduzenten in Illinois;

*Peter A. Magowan*, 66. Präsident der Baseball-Profi-Mannschaft San Francisco Giants;

*William Owens*, 64, hat seine Verdienste als Admiral der amerikanischen Marine erworben;

*Lynton R. Wilson*, 64, war stellvertretender Industrie- und Tourismusminister in Kanada". (FAZ vom 30. April 2004)

Fazit:

Für die Finanzwelt sind die Zeithorizonte der operativen Welt zu lang. Ihr Interesse richtet sich auf die Verwertung kurzfristiger Finanzchancen.

### ***Drittes Handlungsmuster:***

#### **Von der Einkommensverteilung zur Umverteilung von Vermögensbeständen**

Den entscheidenden Schritt zur Loslösung von der realen Wirtschaft macht die Finanzwirtschaft jedoch auf einem anderen Gebiet: Der Verteilung. Hier werden die Volumina geholt, die den Schritt an die Weltspitze erst ermöglichen.

Die reale Wirtschaft musste sich ihre Profite noch durch operatives Wachstum einerseits und direkte Auseinandersetzung mit den Arbeitnehmern andererseits erkämpfen.

Auch in der Finanzwirtschaft gibt es, wir hatten es gesehen, operatives Wachstum. Auch hier gibt es, wenn auch in bescheideneren Dimensionen, Auseinandersetzung mit Gewerkschaften.

In beiden Bereichen bezieht sich diese Verteilungsdimension auf die Auseinandersetzung über die Verteilung der Einkommen. Genauer gesagt, auf die Verteilung von Einkommensströmen, die in jedem Jahr neu generiert, verteilt und verwendet werden.

Der Finanzsektor hat jedoch zusätzlich eine ganz andere Verteilungsdimension im Visier: Die eigentliche Quelle seines monetären Wachstums ist nunmehr die Umverteilung von Vermögen. Genauer gesagt, die Umverteilung von Vermögensbeständen.

Vermögen wird aus Einkommen gebildet. Vermögensbestände erwachsen aus Einkommensströmen. Der Teil des Einkommens, der pro Jahr gespart und netto investiert wird, führt zur Bildung von neuem Vermögen. Dieser jährliche Vermögenszuwachs wird zum bisherigen Vermögensbestand hinzugefügt.

Der Vermögensbestand ist somit die Summe aller in der Vergangenheit neu gebildeten Vermögen.

Die Summe des Vermögens aller Bürger und Institutionen ist das Volksvermögen. Die Summe aller Volksvermögen ist das Weltvermögen.

Diese Volksvermögen und dieses Weltvermögen sind in den letzten 150 Jahren massiv angestiegen. Das Wachstum der Inlandsprodukte und die daraus finanzierten Investitionen umfassten immer weiter wachsende Größenordnungen. Die Summe aller daraus angehäuften Vermögensbestände der Welt ist (statistisch) unübersehbar.

Der Finanzsektor beteiligt sich nun nicht nur an der Verteilung der jährlichen *Einkommen* und profitiert darüber hinaus von ihrer Aufstockung durch eine schleichende Inflation.

Er verteilt vielmehr die *Vermögensbestände* direkt um - von den Weltbürgern, Weltunternehmen und Weltinstitutionen hin in seine Bilanzen.

Dies sind keine Vermögenszuwächse im Rhythmus von operativem Wachstum, wo sich Wirtschaft und Arbeitnehmer das jährlich Hinzuwachsende teilen. Beide profitieren, der eine etwas mehr, der andere etwas weniger.

Dies sind direkte Verteilungsvorgänge im Bereich von Beständen. Dies ist ein Null-Summenspiel. Spekulation - das sind Wetten. Was der eine an der Börse gewinnt, verliert der andere. Die Unterschiede zwischen Vorher und Nachher sind ein Vielfaches.

Diese Wetten werden in jede Richtung hin eingegangen.

*Erstens innerhalb der Finanzwelt selbst:* Die besseren Finanzprofis gewinnen auf Kosten der weniger guten. Was Warren Buffet bei der Währungsspekulation einbüßt, gewinnen seine Geschäftspartner hinzu. Nach etlichen Jahrzehnten kann Sandy Weill von der Citygroup die Deutsche Bank "aus der Frühstückskasse" erwerben.

Wetten zwischen den Profis führen zu keiner Expansion des Finanzsektors insgesamt. Sie führen vielmehr zur Konzentration innerhalb des Finanzsektors. Es entstehen immer größere Player.

*Zweitens zwischen der Finanzwelt und dem Rest der Welt (Non-Finanz):* Finanzprofis gegen Amateure. Auch dabei kann in der Regel nur der Bessere auf Kosten des weniger Guten gewinnen. Wer in einem konkreten Geschäft gewinnt, kann durchaus einmal offen sein. Regelmäßig und über die Zeit hinweg steht der Gewinner fest: Es sind die Profis; Amateure haben in diesem hochkomplexen Spiel keine Chance.

Dies ist zuletzt am Börsenboom der 90er Jahre, und hier insbesondere am Beispiel "New Economy" demonstriert worden. Aufstieg und Fall der Börsenkurse weltweit - in der deutschen Börsengeschichte ist der Neue Markt ein einmaliges Kapitel - gewähren einen tiefen Einblick in die Dynamik und Vorgehensweise der Finanzakteure.

Bei der Analyse dieser Börsenrallye stößt man auf das Phänomen der Investmentbank. Sie steht im Zentrum des Geschehens.

Die Investmentbank ist das Gegenstück zur traditionellen Geschäftsbank. Das Wesen der *Geschäftsbank* ist, nahe am operativen Geschäft zu operieren. Sie nimmt Einlagen von großen, aber auch kleinen Kunden entgegen. Sie vergibt Kredite an Hausbauer, Privatkunden, Unternehmen jeglicher Größe. Sie ist die Bank, die noch nahe an der realen Welt operiert.

Die *Investmentbank* hingegen gehört in die Führungsgruppe der Finanzwelt. Sie hat sich weit von den Alltagsgeschäften der real-produzierenden Welt entfernt und ihre Position in der Führung des Finanzsektors übernommen.

Ihre Geschäfte zusammengefasst sind:

1. Globales Vermögensmanagement für Institutionelle Investoren und Corporate Clients; dazu gehören vor allem Emissionen von Aktien (Derivaten) und Anleihen, das Management von Fusionen und Übernahmen (Mergers & Acquisitions); die Beratung von Unternehmen (z.B. bei Umstrukturierungen).  
Zu den Institutionellen Investoren gehören die ganz großen Finanzgesellschaften, wie z.B. Pensionsfonds, Versicherungen, Investmentfonds, Wertpapierhäuser. Die Corporate Clients sind vor allem Großunternehmen in allen Branchen, dazu gehören auch große Banken. Beispiel 2004: Die Bank of America übernimmt Fleet Boston; Morgan Stanley berät Fleet Boston für 25 Mio. Dollar Beratungshonorar, Goldman berät Bank of America für 17 Mio.
2. Handel mit Wertpapieren, auf eigene und fremde Rechnung.
3. Management der großen Finanzgeschäfte der öffentlichen Hand, wie Durchführung von Privatisierungen, Begebung von Anleihen, Teilprivatisierungen im Bereich der Sozialversicherung.
4. Vermögensverwaltung für vermögende Personen und ihre Familien. Auch dieser Zweig gehört noch zu den profitablen Geschäften. Merrill Lynch und UBS erzielen pro Jahr aus dieser Kundengruppe rund 28 Mrd. Dollar als Gebühren für Vermögensberatung (Full-Service-Broker).

Die Einkünfte der Investmentbanken aus diesen vier Geschäftsarten konzentrieren sich auf Kursgewinne und Provisionen.

Investmentbanken sind US-dominiert. Die großen Namen sind: Citigroup, Morgan Stanley, Goldman Sachs, JP Morgan Chase, Merrill Lynch, Lehman Brothers, Credit Suisse First Boston.

Eine Tätigkeit ist in dem oben angeführten 4-Punkte-Katalog jedoch nicht enthalten, und wird auch üblicherweise in den mehr formalen Tätigkeitsbeschreibungen von Investmentbanken nicht herausgestellt:

5. Investmentbanken machen das Börsenklima.

Dies ist eine ganz entscheidende Operation, ein Hebel, der außerordentliche Möglichkeiten eröffnet.

Investmentbanken unterhalten Stabsabteilungen zu diesem Zweck, die die globalen Wirtschafts- und Finanzmärkte analysieren. Die Ergebnisse ihrer Arbeit lassen die *Analysten* von allen einschlägigen Medien weltweit publizieren.

Täglich werden Bürger, Unternehmen, Beamte, Politiker und auch die Finanzleute des operativen Finanzsektors mit einer Flut von Expertisen eingedeckt, die Prognosen über die Entwicklung der Märkte stellen und Kaufempfehlungen (Verkaufempfehlungen sind tendenziell die Ausnahme) daraus ableiten.

In der Geschichte der Börsen ist der Aktienboom der 90er Jahre ein einzigartiges Beispiel für die Wirksamkeit dieses Instruments. Bedingt durch die Vernetzung der Medien in der ganzen Welt ist eine Gleichförmigkeit der Meinungsbildung formiert worden, die vorher undenkbar schien. Die Botschaft der Investmentbanken lautete: Von jetzt ab nur noch bergauf!

In den USA wurde ein Fachausdruck für dieses Herdentreiben geprägt: Die ‚hype machine‘.

Es waren die Analysten, denen es in nur rund fünf Jahren gelang, die Aktien-Bubble zu erzeugen.

Vier Namen stehen für die Zunft:

Jack Grubman, Henry Blodget, Frank Quattrone und Mary Meeker.

Jack Grubman, beschäftigt bei der Citigroup-Tochter Salomon Smith Barney, war der Analyst für Telekommunikationswerte mit dem größten Einfluss weltweit. Zehn Telekommunikationskonzerne gehörten schließlich zu den 25 größten Unternehmenskonkursen in den USA - Grubman hatte sie allesamt vorher zum Kauf empfohlen. Darunter war auch Worldcom, der größte US-Bankrott. Den Kursverfall dieser Aktie begleitete Grubman mit Kaufempfehlungen bis zum Juni 2002, kurz bevor umfangreiche Falschbuchungen an Licht der Öffentlichkeit kamen.

Henry Bloget, beschäftigt bei Merrill Lynch, wurde wegen fragwürdiger Empfehlungen von der Wertpapieraufsicht gar aus der Branche verbannt.

Frank Quattrone, beschäftigt bei Credit Suisse First Boston, war nicht nur Architekt von Silicon Valley's Financial Culture, über die Finanzkultur trug er dazu bei, die New Economy selbst zu formieren (Business Week). Er geriet schließlich in die Schlagzeilen mit mehr als 300 Konten für die "Friends of Frank"; potentielle Kunden von CSFB, die vorab von Quattrone Aktienpakete bei Börsengängen (IPO) ausgehändigt bekamen.

Mary Meeker, beschäftigt bei Morgan Stanley, war zusammen mit Blodget einflussreichste Internetanalystin (die Finanzzeitung Barron's rief sie zur „Queen of the Net“ aus). Auch sie hielt ihre Kaufempfehlungen mitten in der Phase absackender Kurse aufrecht. Sie entging lediglich deswegen der Bestrafung, weil die Wertpapieraufsicht ihr keine *wissentliche* Täuschung nachweisen konnte.

Wie nun funktioniert im Kern die Umverteilung der Vermögensbestände in einem solchen Börsenzyklus?

Vier Phasen sind zu unterscheiden:

### **Phase I -**

#### **Aufkaufphase: Die Investment Banken steigen ein**

Zu Beginn des Börsenbooms kauft Investment Banking Erfolg versprechende Aktien in großem Volumen auf. Die Auswahl wird auch durch den Umstand erleichtert, dass die Investmentbanken über mehrerer Kanäle Insiderwissen aktivieren können. Direkt verwertbar sind die erstklassigen Informationen, die bei der Beratung, bei Fusionen, Übernahmen und Neustrukturierungen großer Konzerne anfallen.

Interessant sind aber auch die Analysten-Meetings, die von großen wie mittleren Unternehmen regelmäßig veranstaltet werden. So werden selbst in Deutschland, wo die Weitergabe und Nutzung von Insiderwissen verboten ist, regelmäßig Analysten-Treffen von Aktiengesellschaften veranstaltet, in denen erste Einschätzungen über

das abgelaufene Geschäftsjahr präsentiert werden. Diese Meetings finden durchaus noch selbst vor der Bilanzsitzung des Aufsichtsrats im Frühjahr statt. Das Börsenlexikon weiß aber über Insidergeschäfte:

*„Wer etwa ... über erste Umsatz- und Gewinnergebnisse ... informiert ist, kann durch vorzeitige Käufe oder Verkäufe von Papieren solcher Unternehmen erhebliche Gewinne erzielen oder Verluste vermeiden“.*

Kasten:

## **Insider und Insidergeschäfte aus deutscher Sicht**

### **Insider**

Als Insider wird jener verstanden, der aufgrund seiner Tätigkeit oder besonderen Stellung vertrauliche, nicht allgemein zugängliche Informationen über Daten, Zusammenhänge, Vorhaben eines Unternehmens besitzt und diese zum eigenen Vorteil durch entsprechende Börsengeschäfte fast ohne Risiko ausnutzen kann.

Wer etwa über eine bevorstehende Wiederaufnahme von Dividendenzahlungen einer Aktiengesellschaft, über erste Umsatz- und Gewinnergebnisse oder irgendwelche bevorstehenden größeren Transaktionen, Unternehmensaufkäufe o. ä. informiert ist, kann durch vorzeitige Käufe oder Verkäufe von Papieren solcher Unternehmen erhebliche Gewinne erzielen oder Verluste vermeiden. Vom moralischen, wirtschaftlichen und juristischen Standpunkt aus gilt eine solche Handlungsweise als verwerflich, nicht zuletzt, weil sie das Vertrauen der Anleger in eine Chancengleichheit an der Börse erschüttert.

### **Insidergeschäfte**

Insidergeschäfte sind Handelsaktivitäten von Insidern, die auf deren Wissensvorsprung basieren und eine Reaktion des Marktes auf diese Information vorwegnehmen.

### **Insider, Insiderinformationen**

Als Insider werden Personen bezeichnet, die durch ihre direkte oder indirekte Tätigkeit in einem Unternehmen über Informationen verfügen, die bei Bekanntwerden Einfluss auf die Entwicklung des Aktienkurses haben können. Siehe hierzu auch § 13 des Wertpapierhandelsgesetzes.

### **Insiderregeln**

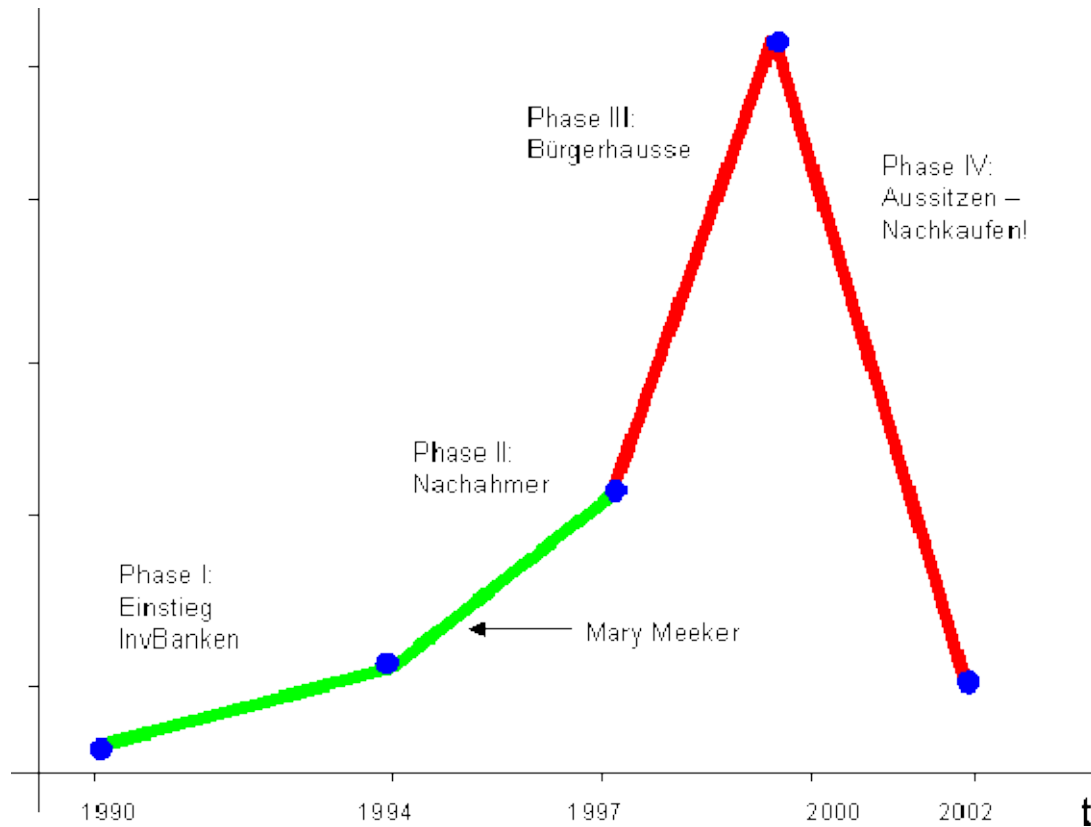
Zu den Insiderregeln gehören die Insider-Handelsrichtlinien und die Berater- und Händlerrichtlinien. In den USA wird der Verstoß gegen Insiderregeln hart geahndet (Bußgelder, Haftstrafen, Handelslizenz-Entzug etc.).

Auch in Deutschland ist ein Verstoß seit der Einführung des Wertpapierhandelsgesetzes 1994 strafbar und kann mit einer Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren bestraft werden. Siehe hierzu auch § 38 Wertpapierhandelsgesetz.

Quelle: Börsenlexikon

Weit vor allen anderen Anlegern ist Investment Banking bereits im Besitz gut fundierter Zukunftseinschätzungen. Dieses Insiderwissen wird für das Aktien-Picken im breiten Umfang genutzt.

## Ablaufmodell: Die 4 Phasen der ‚New Economy‘



Quelle: *MacroAnalyst.de*

### Phase II –

#### Der Rest der Finanzwelt folgt nach

In Phase II wird der massenhafte Kauf von Aktien durch die übrige Finanzwelt eingeleitet. Die Investmentbanken geben ihre eigenen Expertisen an die breite Öffentlichkeit weiter. Mary Meeker veröffentlichte Mitte der 90er Jahre ihren 300 Seiten langen „Internet-Report“, der *fortan* zu einer Bibel für Internetanleger werden sollte.

Zunächst stoßen diese Expertisen auf das Interesse des Finanzsektors im zweiten Ring um Investment Banking herum sowie auf das der Finanzexperten großer Unternehmen.

In der Folge wird dieser Trend durch immer neue Fakten breit unterlegt und in zunehmendem Maße ganz allgemein als Verkaufsfolie für den Aktienhandel benutzt.



Der Trend wird aufgenommen und beginnt, sich zu verselbständigen.

Erste Amateure, z.B. solche, die regelmäßig in Aktien investieren, steigen ebenfalls ein.

### **Phase III - Die Bürgerhaussa:**

Nachdem die Investmentbanken, der Finanzsektor im zweiten Ring, Unternehmen und einige Amateur-Aktionäre im Markt sind, fehlt nun ein großes Anlagevolumen, das den späteren Ausstieg der Investmentbanken vorbereiten muss.

Die ‚hype machine‘ wird gestartet. Ziel: Bürger, die Anlage für ihre Ersparnisse suchen, in Massen an die Börse zu holen.

Die Analysten liefern die Informationen. Sie dominieren die Berichterstattung. Finanznahe Volkswirte unterstützen sie breit. Der Chefvolkswirt der Dresdner Bank schreibt beispielsweise in den USA Artikel, es komme auf die Sparquote nicht mehr so sehr an, weil die Bürger nun ihren Wohlstand an der Börse mehrten. Volkswirte, die auf operative Vorgänge spezialisiert sind, treten in die zweite Reihe.

Die Medien greifen diese Informationen auf. Zunächst stehen die Fachmedien im Vordergrund, schon bald aber unterstützen die Massenmedien die Bewegung. Es werden fast ausschließlich positive Wirtschafts- und Finanznachrichten publiziert. Risiken werden systematisch unterdrückt. Eine breite Welle läuft an. Die Botschaft, es geht nur noch bergauf, wird ergänzt um die Aufforderung, am Börsenaufschwung schnell zu partizipieren.

Die Politik unterliegt fast zwangsläufig dieser Bewegung. Beamte in den Fachministerien (und ihren Außenstellen) unterliegen dem Druck, der von den „Fachleuten“ der Investmentbanken seinen Ausgang nimmt, und mehrfach vermittelt auf allen Ebenen ankommt.

Politiker werden im Sinne der herrschenden Meinung beraten – und können sich dem Zeitgeist nicht entziehen.

Auch Alan Greenspan, die Federal Reserve Bank, webt mit am großen Bild. Warnte

er zwar schon 1996 vor einer „irrational exuberance“, so verkündet er gleichwohl 1997 die Produktivitätsrevolution der amerikanischen Wirtschaft: Auch diese Übertreibung wird weltweit in die fernsten Winkel der Märkte verbreitet.

Die Bürger unterliegen diesem Generalbild chancenlos. Erste Investoren aus diesem Segment können Spekulationserfolge berichten, bisweilen sogar sehr beeindruckende. Erste Amateure kündigen ihren Arbeitsplatz, um sich als Day Trader zu betätigen. Selbst diese Beispiele werden positiv kommuniziert. Dass es sich systematisch dabei für die große Masse nur um Erfolge auf dem Papier handeln kann, wird ohnehin von niemandem vermittelt.

Zu allerletzt endet diese Phase in einer „Dienstmädchenhaussa“. Dieser Begriff wird für die Tatsache benutzt, dass schließlich auch Marktteilnehmer ohne jegliche Fachkenntnis dazu gebracht werden, die Chancen eines scheinbar unaufhaltsam und allgemein um sich greifenden Reichtums zu nutzen.

Im letzten Abschnitt dieser Hausse-Phase beginnt Investment Banking, aus dem Markt auszusteigen.

## **Phase IV -**

### **Die Nachkaufphase: Die Bürger verlieren**

Vom Ausstieg der Investmentbanken geht Druck auf die Kurse aus.

Analysten haben von Phase II bis III fast ausschließlich Kaufempfehlungen herausgegeben. Verkaufempfehlungen sind die ganz große Ausnahme. Nun geht es darum, den von den Investmentabteilungen ihrer Häuser ausgehenden Kursdruck so lange wie eben möglich zu kompensieren, damit die Investmentbanken ihre Wertpapierbestände zu Höchstkursen veräußern können.

Der Hype wendet sich dem Nachkaufen zu.

Jedes Absacken der Kurse begleiten nun die Analysten mit der Empfehlung: Nicht nur Halten und Aussitzen, sondern sogar Nachkaufen!

Zur Empfehlung "Halten" erscheinen reihenweise Artikel, die die Nervenstärke der Normalanleger rühmen. Aussitzen ist angesagt, jeder Bärenmarkt geht irgendwann einmal zu Ende.

Die Empfehlung "Nachkaufen" wird den Anlegern mit dem Argument schmackhaft gemacht, dadurch könne man den durchschnittlichen Einstandspreis seines Portfolios herunter drücken.

Vorherrschende ökonomische Analyse dieser Phase: Die "V-Konjunktur": Als das Absacken der Konjunktur einfach nicht mehr zu leugnen ist, wird die V-Form kreiert: Die Konjunkturentwicklung wird den bevorstehenden Tiefpunkt kurz antippen und dann genauso schnell wieder nach oben ziehen, wie es vorher bergab ging - eine behende Erfindung der Finanzwelt.

Unser 4-Phasen-Schema soll aber nicht der Personifizierung des Problems dienen: Die Analysten sind schuld. Deren Rolle ist nicht isoliert zu verstehen. Sie ist immer in den Zusammenhang des gesamten Finanzsystems zu stellen.

Erstens werden sie aktiv von den Medien begleitet. Es gelingt, eine solch irrealer Stimmung zu erzeugen, dass die Bürger scharenweise zum Aktienkauf getrieben werden. "It was the mainstream media - which now take such delight in scolding those involved in the dot-com mania - that helped push the idea that anyone could get rich by playing the market" (Howard Kurtz, Washington Post, 12.3.2001).

Zweitens kann zwar niemand den Analysten die Verantwortung für ihr Tun abnehmen. Gleichwohl sind sie Handlungsbeauftragte ihres Arbeitgebers, den Investmentbanken.

Diese sind es, um deren Umsätze und Wachstum es schließlich geht. Diese sind es, die ihnen Aufträge erteilen.

Analysten haben bei den Untersuchungen der Aufsichtsbehörden immer wieder darauf hingewiesen, dass sie keine negativen Bewertungen über Unternehmen abgeben konnten, die Kunden ihres Arbeitgebers waren. Der Analyst einer Bank, der

für den Kunden "Razorfish" zuständig war, fasste seine Berufsethik in einer e-mail an einen Institutionellen Anleger so zusammen: "Nun, Bewertungen und Kursziele sind sowieso ziemlich bedeutungslos, ... ja, der kleine Mann, der sich nicht mit den Nuancen auskennt, könnte möglicherweise getäuscht werden, das ist die Natur meines Geschäfts" (FAZ, 30. April 2003).

Worauf es statt dessen wirklich ankommt, zeigt das Ergebnis von Phase I bis Phase IV:

Über den gesamten Börsenzyklus hinweg gesehen kommt eine direkte Umverteilung von Vermögensbeständen zustande. Summiert man die Verluste bekannter Einzelfälle auf und überschlägt sie weltweit hoch, muss es eine gigantische Summe gewesen sein, die aus dem Sektor der Vermögen anlegenden Bürger an die Investmentbanken geflossen ist.

Zweierlei finanzielle Interessen konnten die Investmentbanken durchsetzen:

*Erstens* geht das Gesamtgeschäft, das mit der Überdrehung der New Economy generiert wird, weit über die *Spekulation* mit Aktien hinaus.

Infolge der erzeugten irrealen Stimmung an den Märkten gelang es, reihenweise High-Tech-Unternehmen an die Börse zu bringen, deren Börsengang von den Investmentbanken gemanagt wurde. So gelang es dem 'ultracompetitiven' Quattrone, von 1998 bis 2000 138 high-tech IPOs für Credit Suisse First Boston hereinzuholen, dem Market Researcher Dealogic zufolge fast zweimal soviel wie Goldman Sachs und Morgan Stanley zusammen (Business Week, 13. Oct. 2003). Dies ist ein lukratives (operatives) Marktsegment, das erhebliche Provisionen abwirft.

*Zweitens* geht es den Investmentbanken vor allem um die Umverteilung des Aktienvermögens, die sie über die erzielten Kursgewinne von Phase I bis Phase IV realisieren. Dies stärkt ihre Position enorm.

Ein Blick auf Konto 4, das das wachsende Weltvermögenskonto zeigte, (vgl. Teil Wachstumsfaktor-2 "Inflation begünstigt Finanzsektor"), verdeutlicht diese Zusammenhänge noch einmal graphisch. Aus Konto 4 wächst Konto 5.

In Konto 5 gibt es jetzt eine Differenzierung auf der Passivseite: Es werden die Gruppen von Anteilseignern ausgewiesen, denen das Nettovermögen gehört.

Konto 5:

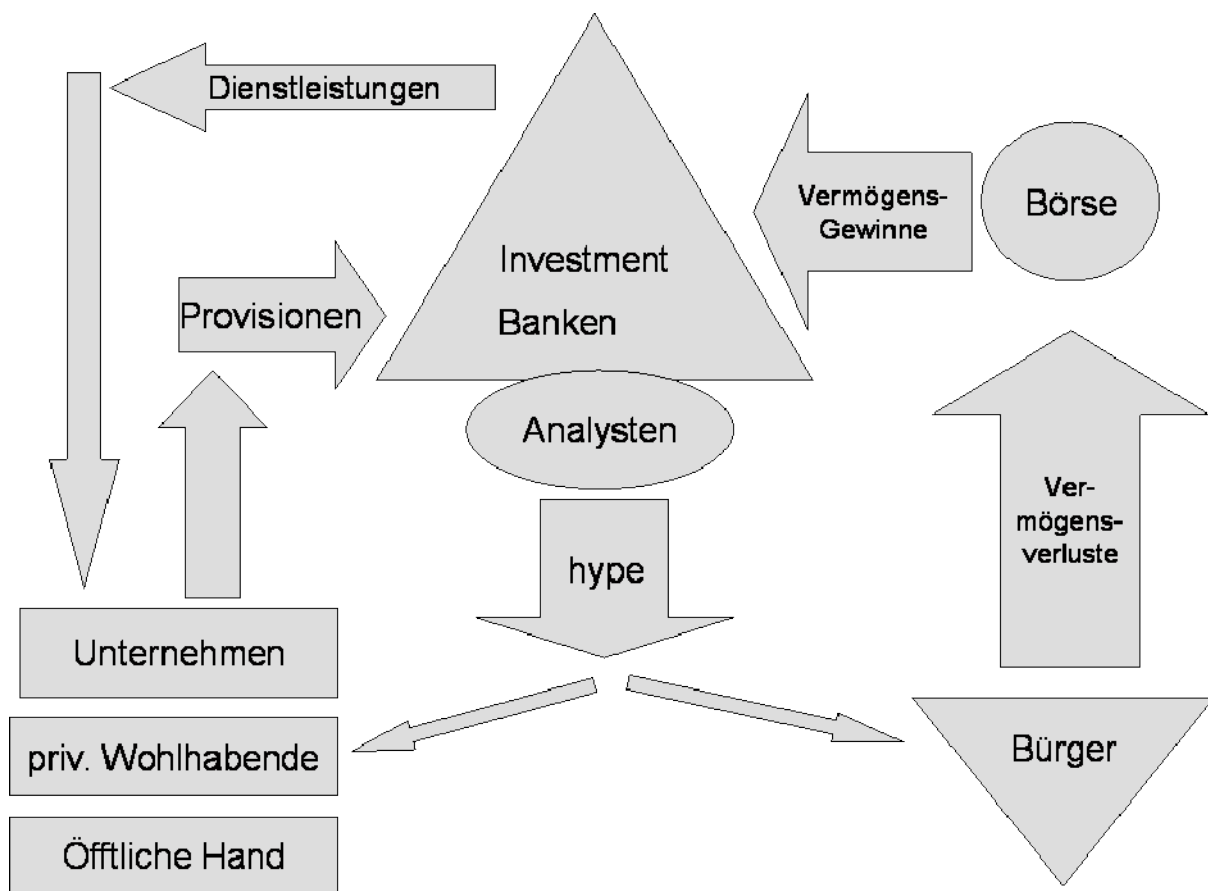
Investmentbanken profitieren am stärksten

Aktiva	Passiva
<div style="border: 1px solid black; padding: 5px; margin-bottom: 5px;"><b>Realvermögen</b></div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; margin-bottom: 5px;"><b>+ Operativer Zuwachs</b></div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px;"><b>+ Bewertungszuwachs</b></div>	<div style="border: 1px solid black; padding: 5px; margin-bottom: 5px;"><b>Investment Banken</b>      <b>+</b></div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; margin-bottom: 5px;"><b>Übrige Finanzwelt</b></div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; margin-bottom: 5px;"><b>Operat. Unternehmen</b></div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; margin-bottom: 5px;"><b>Priv. Wohlhabende</b></div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; margin-bottom: 5px;"><b>Staat</b></div> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px;"><b>Bürger</b>                      <b>-</b></div>

Das gesamte Nettovermögen verteilt sich auf 6 Gruppen von Anteilseignern:

Zwischen diesen Gruppen laufen unterschiedliche Netto-Umverteilungsvorgänge. Der herausragende ist der von den Bürgern der Welt an die Investment Banken.

## Modell: Umverteilung von Vermögensbeständen in der ‚New Economy‘



Quelle: *MacroAnalyst.de*

### Fazit:

Die Investment Banken haben die Strukturveränderungen der letzten 30 Jahre genutzt, eine Position aufzubauen, die es gestattet, weltweit Vermögensbestände in großem Maße direkt umzuverteilen. Sie gewinnen an der Börse, was die Masse der Bürger verliert.

## Zusammenfassung des Kapitels: Die Dynamik der Finanzakteure

In diesem Kapitel hatten wir die Frage nach den Impulsen gestellt, die vom Finanzsektor selbst ausgehen, um den geänderten Rahmen - Liberalisierung des Kapitalverkehrs plus schleichender Inflationstrend - zu nutzen?

Es hat sich gezeigt, dass der Finanzsektor in den letzten drei Jahrzehnten einen grandiosen Aufschwung genommen hat.

Operativ gesehen hat er Prozesse und Produkte revolutioniert.

Monetär gesehen hat die Liquidisierung der Weltwirtschaft im Verbund mit der Machtposition der Investmentbanken einen Grad erreicht, der eine zunehmende Loslösung des Finanzkapitals vom operativen, realen Kapital gestattet.

Drei Handlungsmuster zeichnen das Vorgehen der Investmentbanken aus:

Erstens erzeugen sie Volatilität, um damit Geld zu verdienen.

Zweitens sind der Finanzwelt die Zeithorizonte der operativen Welt zu lang. Ihr Interesse richtet sich auf die Verwertung kurzfristiger Finanzchancen.

Drittens haben die Investmentbanken den Schwenk von der Einkommens- zur Vermögensverteilung vollzogen. Sie verteilen nun weltweit Vermögensbestände direkt um. Sie gewinnen an der Börse, was die Masse der Bürger verliert.

Insgesamt verzeichnen wir ein überproportionales monetäres Wachstum des ganzen Finanzsektors. Innerhalb dieses Sektors vollziehen speziell die US-Investmentbanken einen unerhörten Ausbau ihrer Position. Sie übernehmen die Führung der Finanzwelt.

Die Finanzwelt beginnt ein Eigenleben.

Das Geld büßt immer mehr seinen operativen Charakter ein. Die Finanzierung der Produktion und des Handels von Gütern und Dienstleistungen steht nicht mehr im Vordergrund. Das Geld wächst in eine genuin monetäre Rolle hinein.

"Erheblich an Gewicht haben insbesondere die internationalen Kapitalströme gewonnen... Lediglich drei Prozent davon dienen der Abwicklung des Warenverkehrs. Die übrigen 97 % sind reine Finanztransfers" (Bundesverband Deutscher Investmentbanken, 1998).

3 wesentliche Folgen des Aufstiegs von Investment Banking sind bei *MacroAnalyst.de* analysiert:

Folge-1:

Unterminderung der Basis operativen Wirtschaftens – Beispiel American Sclerosis (analysiert in Einzelstudie: USA versus EU - sind die USA das Modell für Europa?)

Folge 2: Die Arbeitsmärkte werden geflutet

(analysiert in der Einzelstudie: Einwanderung – die Folgen für den Arbeitsmarkt)

Folge 3 des monetären Wachstums:

## **Ein neuer Inflationstyp: Inflation der Vermögenspreise - Asset price inflation**

Wachstumsfaktor-2 „Inflation begünstigt Finanzsektor“ hat gezeigt, dass sich im 20. Jahrhundert ein Inflationstrend entwickelt hat. Die Inflationsraten sind über 100 Jahre hinweg trendmäßig angestiegen.

Um diesen Trend herum hat es Schwankungen gegeben. Zuletzt war 1979 eine Disinflation eingeleitet worden; 25 Jahre lang gingen nun die Preissteigerungsraten zurück.

### **I. Neue Überschuss-Liquidität – excess liquidity – monetary overhang**

Immer öfter wird nun die Frage aufgeworfen, ob mit dem langen Rückgang der Inflationsraten die Talsohle erreicht ist?

Es gibt vor allem eine Entwicklung, die die Aufmerksamkeit der Analytiker fesselt: Das ist die Herausbildung einer neuen weltweiten Überschuss-Liquidität.

In diesem Zusammenhang wird häufig das Bild von der ungeheuren Geldsumme gebraucht, die täglich um den Globus rast und Anlage sucht.

Dies ist insofern unpräzise, als im Abschnitt III gezeigt worden war, dass Geld immer und überall auf Konten liegt, das heißt, bereits angelegt ist. Es war auch zu allen Zeiten so, dass Geld, obwohl immer angelegt, nach noch besserer Verzinsung gesucht hat.

So also ist Überschuss-Liquidität nicht zu definieren.

Bei Überschuss-Liquidität handelt es sich vielmehr um eine Geldmenge, die im Vergleich zum Wachstum der realen Produktion zu stark angestiegen ist.

Zwei Belege gilt es, für dieses Phänomen anzuführen:

#### *Beleg 1:*

Zunächst gibt es dazu eine außerordentlich verdienstvolle Arbeit der Europäischen Zentralbank (EZB), in der zum ersten Mal die Welt-Geldmenge berechnet worden ist (EZB Monatsbericht Januar 2004).

## Globale Geldmenge

Die Europäische Zentralbank hat erstmals ein globales Geldmengenaggregat vorgestellt.

Bei der globalen Geldmenge handelt es sich demzufolge um die einfache Summe der weit gefassten Geldmengenaggregate im Euro-Währungsgebiet, in den USA, im Vereinigten Königreich, in Japan und in Kanada.

Diese Aggregate wurden auf der Grundlage von kaufkraftparitätischen Wechselkursen in Euro umgerechnet.

Quelle: EZB Monatsbericht Januar 2004, S. 13 - 15

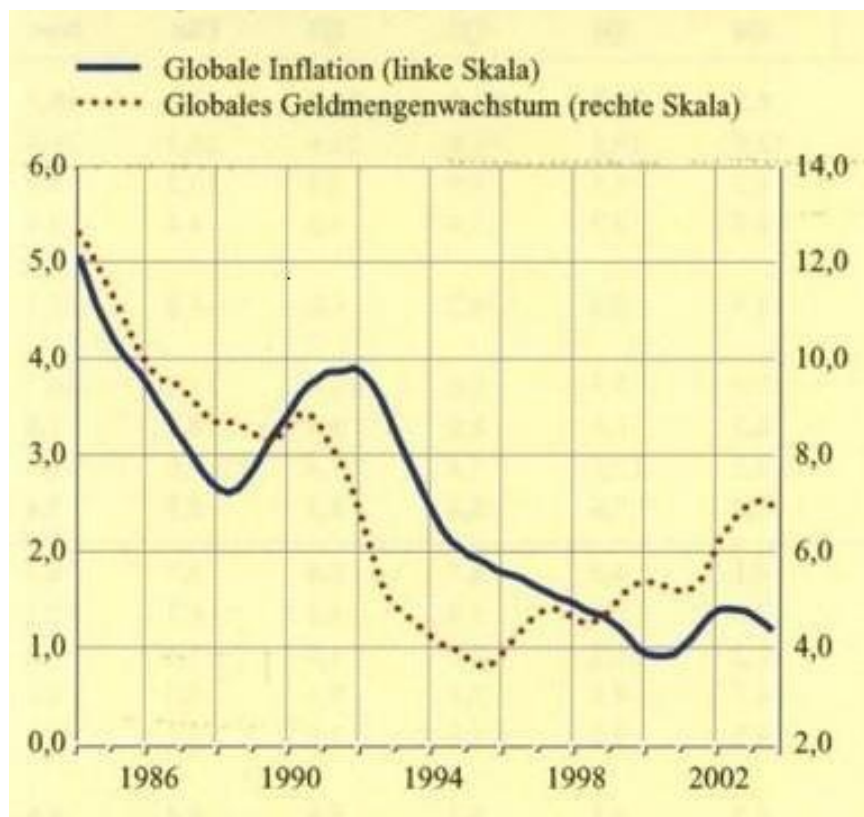
Die EZB hat nun zunächst die Entwicklung der Weltgeldmenge und der Weltinflation miteinander verglichen.

Sie weist darauf hin, dass beide Kurven zwar in der Vergangenheit bisweilen nur begrenzt zusammenzuhängen scheinen, dass sich aber insgesamt „eine positive Korrelation zwischen der globalen Inflation und dem weltweiten Geldmengenwachstum zeigt“.



Grafik

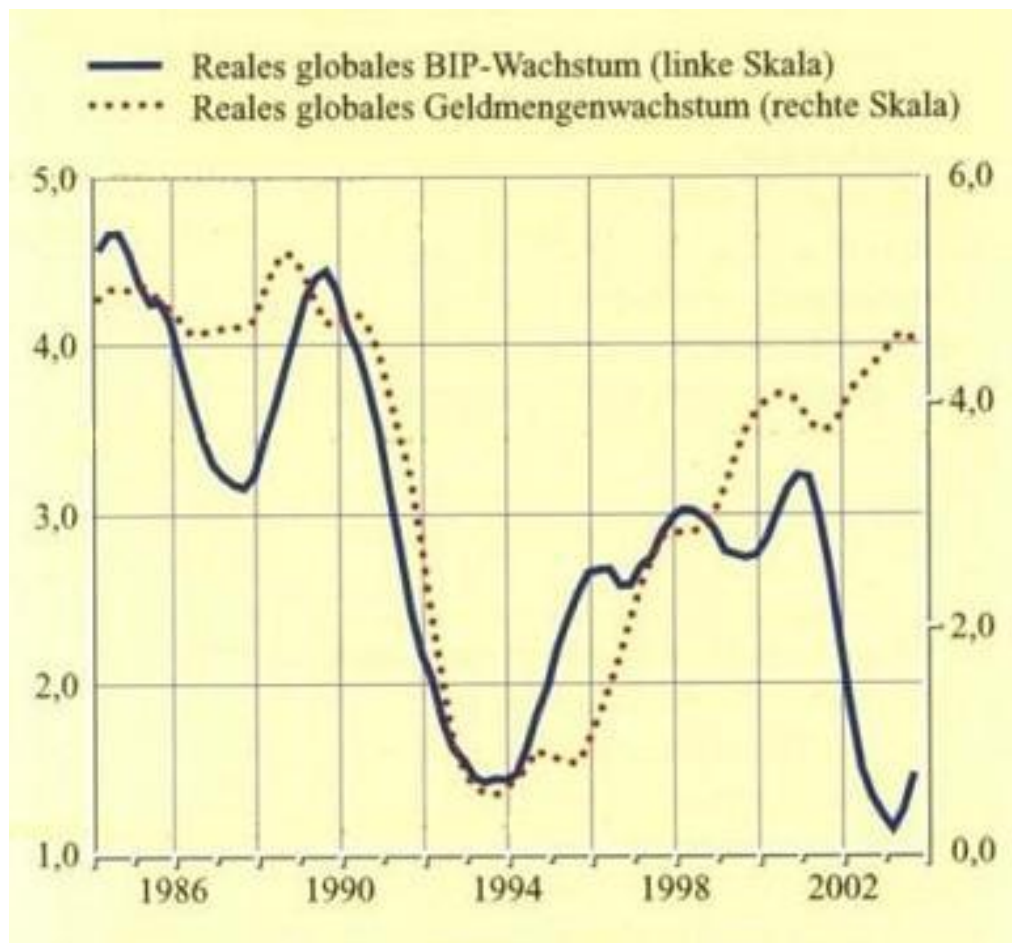
### Globales Geldmengenwachstum und globale Inflation



Die Grafik belegt, dass die Weltgeldmenge schon seit 1995/96 wieder ansteigt. Da beide Kurven positiv verknüpft sind, ist dies ein *erstes Indiz* dafür, dass die Inflation wieder zunehmen könnte.

Ein *zweites Indiz* hat die EZB in einer weiteren Grafik offen gelegt. Es ergibt sich aus dem Vergleich des Wachstums der Geldmenge mit dem der globalen Produktion. Auch für diese beiden Kurven erkennt die EZB eine "positive Korrelation".

## Globales Geldmengenwachstum und globale Produktion



Die EZB betont also zwar die positive Korrelation zwischen der realen globalen Geldmenge und dem realen globalen BIP-Wachstum, weist aber auf die größte Ausnahme im Zeitraum ab Mitte 2001 hin. Beiden Kurven klaffen von da ab auseinander wie eine weit geöffnete Schere.

Ab diesem Zeitpunkt nämlich habe die Geldmenge merklich zugenommen, während das BIP-Wachstum deutlich zurückgegangen sei. Die wirtschaftlich, finanziell und geopolitisch bedingten Turbulenzen an den Finanzmärkten hätten zu einer "stärkeren Präferenz der Wirtschaftsteilnehmer für liquide und sichere Anlageformen" geführt.

## Beleg 2:

Dies ist aber nicht die eigentliche Ursache für diese Schere. Diese liegt vielmehr darin begründet, dass die Wirtschaftspolitik auf den Börsencrash der New Economy damit reagierte, dass sie die Fiskal- und vor allem die Geldpolitik reaktivierte.

Zwei Fronten fallen hier vor allem ins Auge:

### Front 1:

Die US Zentralbank öffnete die Geldschleusen und senkte massiv die Leitzinsen von einem Niveau von 6,5 % auf 1 % ab.

### Federal Reserve Bank öffnet die Geldschleusen - Zinssenkungen nach dem Crash der New Economy



Noch 2003 fühlte sich die amerikanische Wirtschaft am Rande einer Deflation. Aus Furcht davor wurden sogar "unkonventionelle Methoden" ins Spiel gebracht. Die Diskussion ging nämlich so weit, dass gar Offenmarktkäufe von langlaufenden Staatsanleihen durch die Fed ins Spiel gebracht wurden. Dies wäre dem Anwerfen der Notenpresse gleichgekommen. Die Fed hätte dann Staatsschuldenpapiere aufgekauft. "Dies wäre dasselbe, als druckte die Fed Banknoten und verteilte sie direkt an die amerikanischen Steuerzahler", so der Chefvolkswirt von Barclays Capital.

### Front 2:

Auf dem gleichen expansiven Kurs wie die US-Zentralbank liegen *Japan und China*. Die japanische Zentralbank (Bank of Japan, BoJ) hält seit Jahren die Leitzinsen (kurzfristigen Zinsen) nahe null Prozent. Diese „ultraexpansive“ Geldpolitik hat anti-deflatorischen Charakter.

Die Liquidisierung des japanischen Geldmarktes hat jedoch über Jahre auf dem Binnenmarkt kaum gegriffen, was sich erst jetzt zu ändern beginnt. Die deflatorischen Kräfte waren zu stark.

Die Liquidisierung hat gleichwohl eine expansive Spur in der Weltgeldmenge hinterlassen, nämlich über den Außenwirtschaftsverkehr.

Das japanische Finanzministerium - zuständig für die Wechselkurspolitik, während die rein technische Abwicklung über die BoJ läuft - kauft seit Jahren an den internationalen Devisenmärkten Dollar gegen Yen.

In 2003 erfolgte eine Rekordinterventionen in Höhe von 20 Billionen Yen; das Dreifache des bisherigen Rekords von 1999. Dafür wurden hauptsächlich Dollar angekauft.

Deswegen stiegen im letzten Jahr die Devisenreserven um 200 Mrd. \$ auf einen Jahresendbestand von 673,5 Mrd. Dollar. (Stand Okt./04 = 830 Mrd. Dollar).

Auch 2004 lässt das Finanzministerium weiter kräftig intervenieren.

Mit diesen Operationen wird der Yen-Kurs unterhalb seines Gleichgewichtskurses gehalten, der Dollar darüber.

China setzt zwar eine andere Technik ein, indem es den Yuan seit 1995 fest an den Dollar bindet (1 Dollar = 8,3 Yuan). Das Ziel ist jedoch das gleiche. Durch diese Unterbewertung der chinesischen Währung sollen die riesigen Exportüberschüsse im Handel mit den USA nicht gefährdet werden. Die Bank of China argumentiert ganz offen, dass eine Aufwertung des RMB das Exportwachstum gefährden würde (Wang Yuanlong vom Forschungsinstitut der Bank; Xinhuanet, 6. 8. 2003).

Die japanische wie die chinesische Politik stützen die Überbewertung des Dollars. Nur wegen deren Ankauf von Dollar kann das dramatisch wachsende Handelsdefizit der USA überhaupt finanziert werden (vgl. dazu die ausführliche Analyse in „Folge-1: Unterminierung der Basis operativen Wachstums“ weiter oben).

M. a. W. die amerikanischen Bürger können nur deswegen ihren übermäßigen Konsum finanzieren, weil die daraus entstehenden Handelsbilanz- und Leistungsbilanzdefizite im wesentlichen von Japan und China gegenfinanziert werden.

Wiederum anders gesehen: Nur wegen der übermäßigen Aufblähung der Weltgeldmenge unterbleibt die Bereinigung des gefährlichsten strukturellen Ungleichgewichts in der Weltwirtschaft - der immer weiter wachsenden Kluft zwischen den Handelsbilanzdefiziten der USA einerseits und den Handelsbilanzüberschüssen Japans und Chinas andererseits. (inzwischen wird das US-Handelsbilanzdefizit für 2004 auf weit über 500, möglicherweise sogar über 600 Mrd. Dollar hochgerechnet; Schätzung August 2004).

Dies ist der Mechanismus, über den die Geldflutung der US-Notenbank mit einer Geldflutung der asiatischen Notenbanken beantwortet wird. Diese Liquiditäts-Schaukel überträgt sich auf die Weltgeldmenge.

Das schlägt auch auf den Euroraum durch. Hier hat zwar die Geldpolitik einen sehr viel restriktiveren Kurs eingeschlagen. Die Bundesbank kommt aber trotzdem zu der Feststellung, im Euroraum habe sich in den letzten beiden Jahren eine "überaus

hohe Überschussliquidität aufgebaut" (Monatsbericht, Oktober 2003, S. 10). Die einzelnen Segmente der Weltgeldmenge können nicht mehr voneinander getrennt werden. Es kommt zum "over spill".

## **II. Die Inflation der Vermögenspreise - asset price inflation**

Die historische Analyse hat gezeigt, dass die Geldmenge langfristig gesehen eine wichtige Rolle für die Entstehung von Inflationen spielt. Deswegen wirft die wachsende globale Überschuss-Liquidität natürlich die Frage auf, ob sich daraus ein neuer Inflationszyklus entwickeln könnte.

„Die Notenbanken haben seit Mitte der 90er Jahre für den größten Geldmengenüberschuß in den letzten 20 Jahren gesorgt. Inflation ist die logische Folge“ (Thorsten Polleit, Barclays Capital).

Inflation ist nun keineswegs die einzige Folge. Um diese Zusammenhänge durchleuchten zu können, muss abgeschätzt werden, zu welchen Zwecken diese Überschussliquidität verwendet werden kann, m. a. W. in welche Kanäle sich die aufgestaute Flut ergießen könnte?

Hier sind zwei prinzipielle Möglichkeiten auszumachen.

### **1. Erste Möglichkeit: Die Überschussliquidität wird vernichtet**

Die erste Option wird von der Finanzwelt zwar an-, aber nicht ausdiskutiert - öffentlich jedenfalls. Weil der Aufbau der Überschussliquidität auf das Engste mit dem Aufbau der Dollar-Bubble verknüpft ist, ist die Erörterung der Problematik zu sensibel.

Der normale Anleger jedoch muss dieses Risiko kennen und im Auge behalten.

*MacroAnalyst* stellt das Szenario deswegen vollständig vor:

Die schwerwiegendste Verwerfung im gegenwärtigen globalen System ist die existierende Dollar-Blase. Gemessen an der Entwicklung des realen Gefüges ist der Dollarkurs weit überhöht. *MacroAnalyst* hatte bereits oben darauf hingewiesen, dass dies ganz wesentlich mit den Interessen und der Durchsetzungsmacht des amerikanischen Finanzsektors zusammenhängt (Policy of a Strong Dollar). Hinzu kommt, dass umgekehrt die beiden großen asiatischen Akteure ihre politischen Prioritäten zugunsten der Entwicklung ihrer realen Wirtschaft setzen (auf beiden Seiten des Pazifiks werden kurz- und langfristige Nutzenkalküle - wegen der unterschiedlichen Machtstellung der jeweiligen Finanzsektoren - völlig anders gewichtet).

Dieses Gefüge hängt am seidenen Faden. Der Fluss des Welthandels ist nur solange aufrechtzuerhalten, solange ausländische Investoren bereit sind, die Defizite in der US Handels- und Leistungsbilanz durch Dollarankäufe zu kompensieren. Nur diese Schuldenfinanzierung hält den hohen amerikanischen Verbrauch aufrecht, nur diese Schuldenfinanzierung hilft der japanische Wirtschaft, aus der Deflationsfalle heraus zu kommen und gibt der chinesischen Wirtschaft wesentliche Expansionsimpulse.

Natürlich ist diese Finanzierung der US Defizite auch für Japan und China voller Risiken. Wenn der Zeitpunkt kommt, an dem die ausländischen Investoren zu dem Schluss kommen werden, die Kreditwürdigkeit der amerikanischen Volkswirtschaft ist erschöpft, werden sie ihre Defizitfinanzierung einstellen.

Dann platzt die Dollar-Blase. Es kommt zu einer drastischen Abwertung des Dollars an den internationalen Devisenmärkten. Dies bedeutet zunächst eine fühlbare Bewertungskorrektur für alle US Vermögensbestände.

Dann werden aber auch die asiatischen Volkswirtschaften ihren Preis für ihre jahrelangen Interventionen an den Währungsmärkten bezahlen müssen, in dem sie entsprechende Abwertungsverluste auf ihren Rekorddevisenbestände hinnehmen müssen.

Dann können in den USA, wie in Asien Kettenreaktionen in Gang gesetzt werden, die sich zwischen Finanzsektoren und operativer Wirtschaft gegenseitig aufschaukeln.

Der amerikanische Konsum, wesentliche Komponente des Weltwirtschaftsmotors, bricht ein. Ihr Spiegelbild, die asiatischen und europäischen Exporte in die USA sinken drastisch. Die Investitionen in allen Wirtschaftsräumen folgen mit akzelerierender Geschwindigkeit.

Die daraus resultierende Weltwirtschaftskrise II führt zu Börsen- und Bankencrashes. Kredit- und Geldketten falten sich zusammen.

Geldvernichtung führt zur Beseitigung der Überschussliquidität. Damit ist allerdings keineswegs gesagt, dass dies das Ende der säkularen Inflation oder gar das der asset price inflation wäre. Dies wäre nur ein Zwischenstop, allerdings ein gravierender. An den langfristig fundamentalen Einflussfaktoren würde sich dadurch nichts ändern. (Weiter unten kommen wir darauf zurück).

## **2. Zweite Möglichkeit: Die Überschussliquidität setzt sich in Bewegung**

Nun muss man in Betracht ziehen, dass alle Länder, die Leistungsbilanzüberschüsse mit den USA erzielen, ihre Dollarzuflüsse zu einem erheblichen Teil zu Käufen amerikanischer Vermögensbestände nutzen, darunter ein hoher Satz an US-Staatsanleihen. Per Saldo erfolgt also die Bezahlung der Exportüberschüsse dieser Länder mit Vermögensbeständen der USA.

Diese Art von Austauschverhältnis funktioniert bereits seit 1986 (= erstes Defizit in der US Außenposition ‚investment position‘) und – warum sollte es nicht noch eine weitere Zeit lang aufrecht erhalten werden? Der Dollarblase müsste durchaus noch nicht die Luft ausgehen.

Für diesen Fall jedoch stellt sich dann die Frage, für welche Verwendungszwecke die jetzt existierende Überschussliquidität aktiviert werden könnte.

Die Beantwortung dieser Frage hängt ganz entscheidend damit zusammen, auf welchen Konten die Überschussliquidität geparkt ist - ein Umstand, der in den vorliegenden Analysen aus der Finanzwelt zu kurz kommt oder überhaupt nicht erörtert wird.

(a) Inflationstyp „Preissteigerungen für Güter und Dienstleistungen“

In der Vergangenheit wurde das Phänomen der Inflation überwiegend aus den Spannungen zwischen der Finanz- und der operativen Wirtschaft abgeleitet.

Wenn die Quantitätstheorie des Geldes sich mit dem Zusammenhang zwischen Überschussliquidität und Inflation beschäftigt hat, dann waren damit traditionellerweise die Preise von Gütern und Dienstleistungen ganz allgemein gemeint.

Ob es nun Inflationsursachen im Angebotsbereich waren (Marktmacht der Unternehmen, Lohnkostendruck usw.) oder aber im Nachfragebereich (überhöhte Massennachfrage nach Gütern und Dienstleistungen), stets führte eine übermäßige Steigerung der Geldmenge zu einer Überlastung der realen Produktionskapazität und somit zur Inflation. Der Nachfrageüberhang trieb die Preise von Konsum- und Investitionsgütern in die Höhe.

Die Wahrscheinlichkeit, dass die heute existierende Überschussliquidität in diese Art von Inflation münden könnte, ist jedoch eher gering:

- o Für die USA hatten wir bereits herausgearbeitet, dass dort die Nachfrage der Konsumenten auf ein sehr elastisches Angebot stößt. Japan, China und Europa sind vorläufig bereit, jede Nachfrage, die über die nationalen Produktionskapazitäten hinausgeht, zu bedienen;
- o Für Japan selbst gilt, dass dort die Binnennachfrage eher unter Deflationsängsten leidet, von inflationärem Druck jedenfalls keine Rede sein kann;
- o Die europäischen Konsumenten sind ebenfalls reichlich reserviert. Die Nachfrage der Konsumenten ist vor allem in der Kernwirtschaft Deutschland sehr zurückhaltend.

Wesentliches gemeinsames Kriterium für die *gegenwärtige* restriktive Konsumneigung eines gewichtigen Teils der Weltbürger liegt darin begründet, dass die beschriebene Abschöpfung von Vermögensbeständen ihre Vermögensplanung empfindlich gestört hat. Die Reparatur zwingt zu einer höheren Sparneigung.

Soweit die Überschussliquidität überhaupt auf Konten der Massenhaushalte geparkt sind, sind diese kaum auf die Entfaltung zusätzlicher Massenkauftkraft ausgerichtet.

Der aus den Kreisläufen der operativen Welt stammende Inflationstyp, „Preissteigerungen für Güter und Dienstleistungen“, ist daher eine eher unwahrscheinliche Alternative.

(b) Inflationstyp "Preissteigerungen für Vermögensbestände"

Welches also ist die wahrscheinlichere Alternative?

*Bisherige Diskussion übersieht das Wesentliche:*

Wenn der allgemein benutzte Inflationsmaßstab sich in der Vergangenheit aus den Spannungen der realen Welt abgeleitet hat, so ist zu erwarten, dass sich dieser Typ parallel mit der überproportional expandierenden Finanzwelt ändern wird.

Die aus dem Finanzsektor selbst vorgelegten Analysen dieses neuen Inflationsphänomens bleiben bisher unvollständig.

Im Kern wird darauf verwiesen, dass die Angebotskurve für Finanzaktiva sehr viel steiler verlaufe als für Güter und Dienstleistungen. Die Märkte für hoch entwickelte Finanzprodukte lägen nun einmal in den Industrieländern und insofern könne eine Marktengung nicht – wie bei Konsumgütern möglich – durch Importe überwunden werden.

Soweit sich also die vorhandene Überschussliquidität in Bewegung setze und sich auf die Nachfrage nach Vermögensbeständen (z.B. Aktien, Immobilien, Anleihen) konzentriere, müssten die Preise für solche Finanzaktiva stark ansteigen. Das Entstehen neuer "global asset price bubbles" sei daher durchaus denkbar.

Diese Art von Preissteigerungen werden aber von der konventionellen Inflationsmessung gar nicht erfasst. Diese konzentriert sich auf die Dimension der Wirtschaftströme (z.B. auf Preissteigerungen von Gütern der Lebenshaltung).

Diese Art von Preissteigerungen führen vielmehr zu dem neuen Typ der „Inflation der Vermögenspreise“. Dabei handelt es sich um Preissteigerungen im Bereich der Bestände.

Im Prinzip werden aber nur die denkbaren Alternativen für die Verwendung der Überschussliquidität geprüft. Die Gründe dafür, dass und warum sich die Alternativen überhaupt geändert haben, bleiben reichlich unterbelichtet. Das zeigt sowohl die Studie der Bundesbank (Monatsbericht Okt. 2003) als auch die von Deutsche Bank Research (Inflation is dead! Long live inflation!; April 2004)

#### *Gründe für eine Änderung der Bewegung der Überschussliquidität:*

Es geht ja nicht nur um die Schwierigkeiten bei der Identifizierung der Gestalt der Angebotskurve für Vermögensbestände (DB-Research: „It is difficult to identify the supply curve for goods and assets however, and consequently it is difficult to prove that increased liquidity should impact more strongly on asset prices“).

Für die Wahrscheinlichkeit des Eintritts einer asset price inflation ist die entscheidende Frage, hat sich etwas Wesentliches im globalen Gefüge geändert? Sind fundamentale Strukturänderungen eingetreten, die den Typ der vorherrschenden Inflation verändern?

Und die Antwort darauf ist klar. In unserem Beitrag ist ja gerade der tief greifende Strukturbruch vorgeführt worden, der die Grundlagen für die Beantwortung dieser Frage verändert hat.

Die entscheidenden Fragen können wir jetzt beantworten:  
Wie ist die Überschussliquidität entstanden?



Von welchen Konten kommt sie?  
Auf welchen Konten wird sie heute gehalten?

Wir haben gesehen:

Operatives und monetäres Wachstum haben zu einer überproportionalen Expansion des Finanzsektors geführt.

Das gewachsene Gewicht hat – im Zusammenhang mit der Konzentration innerhalb des Sektors – dazu geführt, dass nun ein mächtiger Akteur die Führung des Sektors übernommen hat – Investment Banking.

Investment Banking ist nicht nur in der Lage, eine quantitativ gewichtige Umverteilung von Vermögensbeständen der Weltbürger an die Finanzwelt und insbesondere an die Investment Banken selbst vorzunehmen.

Investment Banking verfügt auch über ausreichenden Einfluss, die Bereitstellung von Überschussliquidität durch die Zentralbanken insgesamt zu veranlassen.

Wenn somit im langfristigen Trend in Verbindung mit den geldpolitischen Aktivitäten der letzten vier Jahre ein überproportionaler Anteil der gewachsenen Weltgeldmenge und der gewachsenen Vermögensbestände auf den Konten der Investmentbanken und der Finanzwelt gelandet ist, dann ist dies der Ausgangspunkt für die Beantwortung unserer Frage.

Natürlich wird die Überschussliquidität anders verwendet werden als wenn sie auf den Konten der Bürger verblieben wäre.

Zwei Änderungen fallen ins Auge:

*Erstens* ist die strukturelle Konsumneigung der Bürger wesentlich höher als die der Finanzakteure.

Ihr Einkommen wird zu einem hohen Anteil für Konsum verausgabt; das gilt nicht nur für das Arbeitseinkommen, sondern auch für die Vermögenserträge.

Selbst ihr Vermögen weist eine größere Konsumnähe auf: Langfristig gesehen nämlich werden Teile des Vermögens verflüssigt, z.B. für Konsumzwecke im Alter, bzw. von den Erben danach.

*Zweitens* hat der Umfang der von der Finanzwelt gehaltenen Vermögensbestände eine Größenordnung erreicht, bei der eine Verbindung zu Fragen des Konsums immer schwieriger herzustellen ist.

Immer mehr Akteure in diesem Sektor verdienen Einkommen in einer Höhe, in der ihre Konsumquote nur noch in wenigen Prozentpunkten ausgedrückt werden kann. Der Vermögensbesitz selbst spielt für den Konsum überhaupt keine Rolle mehr, selbst in den folgenden Generationen nicht.

Daraus folgt, dass sich die gesamte Überschussliquidität im Besitz der Finanzwelt sich allein auf Aktiva, also auf Vermögensbestände, richten wird. Es werden Geldanlagen, d.h. reale oder Finanzanlagen gekauft, um Zinsgewinne zu erzielen. Diese zusätzliche Nachfrage nach solchen Anlagen verursacht deren Preissteigerungen.

Die Umschichtungen in der Weltvermögensbilanz müssen gerade hier ihre Wirkung entfalten.

Generell gilt:

Je höher der Anteil der Weltüberschussliquidität, der im Besitz des Finanzsektors und insbesondere der Investment Banken ist, um so höher die Bewegung der überschüssigen Geldmenge in Richtung einer Vermögenspreisinflation.

Je geringer der Anteil der Weltüberschussliquidität, der im Besitz des Bürgertums ist, um so geringer die Bewegung der überschüssigen Geldmenge in Richtung einer allgemeinen Inflation von Gütern und Dienstleistungen.

Wenn wir diese Zusammenhänge am Beispiel der jetzt vorhandenen Überschussliquidität erörtert haben, war dies aber nur aktueller Anknüpfungspunkt.

Die Analyse hat nämlich gezeigt, dass es sich um einen säkularen Trend handelt. Da nicht zu sehen ist, dass sich dieser Trend ändern sollte, folgt daraus, dass eine generelle Tendenz - weg von der allgemeinen Inflation, hin zur asset price inflation - zu erwarten ist.

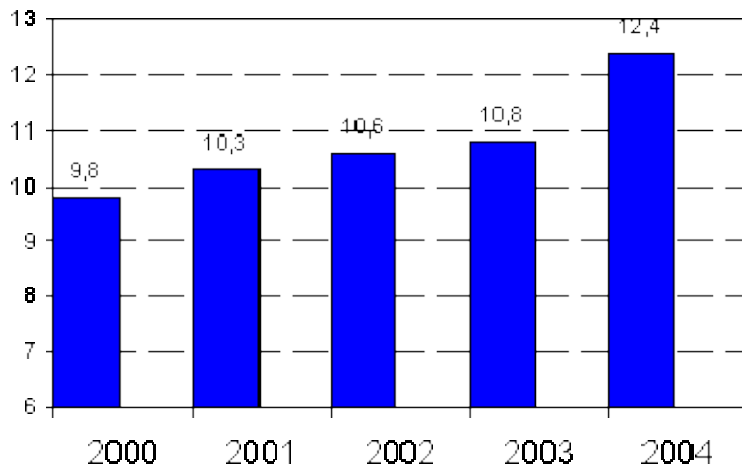
Das Beispiel der eingeebelten Super-Volatilität „New Economy“ hat bereits gezeigt und wird noch auf Jahre deutlicher werden lassen, wie die damit ausgelösten Umverteilungsvorgänge auf die reale Wirtschaft durchschlagen.

Die den Massenhaushalten entstandenen Vermögensverluste haben die lebenszeitlichen Vermögensaufbaupläne der Bürger empfindlich gestört. Wurden sie durch den Hype der Analysten zur Illusion veranlasst, bloße Buchwerte für bereits realisierte zu halten und deswegen den ein oder anderen größeren Konsumvorgang vorzuziehen, so brachte der Kursabsturz Ernüchterung. Am Ende des Booms waren sie mit einem fühlbar niedrigeren Nettovermögen konfrontiert.

Um Anschluss an ihren ursprünglich geplanten Vermögenswachstumspfad zu finden, werden die Bürger ihre Sparneigung erhöhen müssen. Gerade der Aufbau eines Zusatzvermögens für die Rentenphase übt hier unerbittlichen Zwang aus.

Die Statistik zeigt, dass damit bereits begonnen worden ist. Die Sparquote ist nach dem Crash von 2000 deutlich angehoben worden. Lag sie 1999 und 2000 noch bei 9,8 %, so ist sie bis 2003 auf fast 10,8 % angestiegen und wird 2004 noch höher liegen (1. Halbjahr 2004 = 12,4 %).

**Grafik: Wachsende Sparneigung in Deutschland nach 2000**



Natürlich existieren auch andere Kausalfaktoren für die Erklärung dieses Anstiegs der Sparquote. Aber diese Kette beginnt mit der Restaurierung der gestörten Vermögensbildungspläne .

Damit nämlich wird der Binnennachfrage die Kaufkraft entzogen, die für ein auskömmliches Wirtschaftswachstum erforderlich gewesen wäre. Dieses führt zu weiterer Arbeitslosigkeit, die ihrerseits verstärktes Vorsorgespahren für schlechtere Zeiten auslöst.

Folgt man dieser Weichenstellung in die Zukunft, so ergibt die Verallgemeinerung der Vorgänge um die „New Economy“ eine weitere Profilierung des Trends zum Eigenleben der Finanzwelt.

#### *Empirische Belege für eine Inflation der Vermögenspreise?*

Wenn die Frage gestellt wird, ob sich ein neuer Inflationstyp entwickelt, kann es nur um langfristige Trends gehen.

Aus dem mittelfristigen Anstieg der Aktienkurse in den 90er Jahren heraus lässt sich ja kein Beleg gewinnen. Dabei handelte es sich um Ausschläge nach oben, denen scharfe Ausschläge nach unten folgten. Bei diesem Auf und Ab ist nur interessant, inwiefern es einen langfristigen Trend stützt.

Drei Vermögenskategorien stehen im Vordergrund der Analyse:  
Die Preise für Aktien, Anleihen und Immobilien.

o Im Bereich der *Immobilien* fehlen die Untersuchungen, die aus unserem Aspekt heraus gesehen, aussagekräftig wären. Allgemeine Preissteigerungen für Immobilien sind kein Beleg für unsere Aussagen. Für die Finanzwelt im allgemeinen, die Investment-Banken im besonderen, sind diese Finanzaktiva unter Anlagegesichtspunkten von sekundärem Interesse. Bei Immobilien ist der Konsum- und der Anlagegesichtspunkt vermischt. Wenn Millionen von Bürgern die niedrige Zinsphase genutzt haben, um

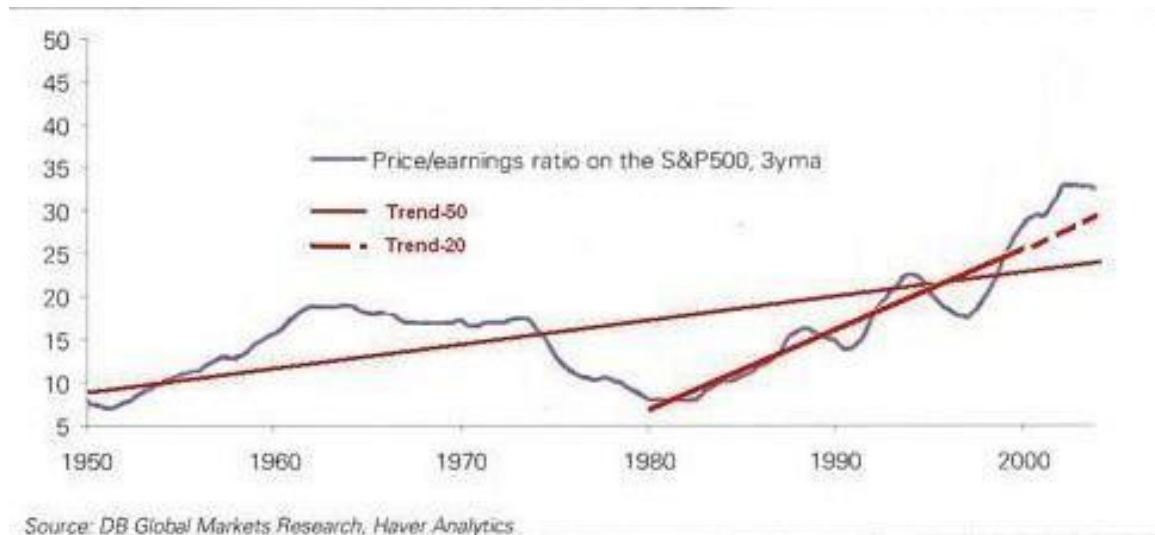
Wohneigentum zu erwerben, gehört der daraus resultierende Inflationseffekt eher in die Kategorie "Preise für Güter und Dienstleistungen". In der Tat wachsen die Sorgen, dass sich in diesem Marktsegment eine neue spekulative Preisblase entwickelt hat.

Wollte man aber den Konsumentenaspekt der Finanzwelt prüfen, müsste man die Preisentwicklung für das globale Luxussegment im Unterschied zur Entwicklung von Immobilienpreisen an den mittleren Massenmärkten (Eigentumswohnungen, Eigenheime) kennen. Eine statistisch schwer lösbare Aufgabe.

- o Im Bereich der *Aktien* ist die originäre Kursentwicklung der Aktien selbst von geringem Interesse für die Messung einer asset price inflation. Die Aktie stellt einen Eigentumstitel an einem Unternehmen dar. Wenn dessen Preis steigt, weil sich die Gewinnaussichten dieses Unternehmens verbessern, fällt dies nicht unter die Kategorie „Inflation“. Es handelt sich dann um eine erklärbare Preissteigerung für eine operative Wertsteigerung. Aus diesem Grund wird eine Vermögenspreisinflation bei Aktien anhand des Verhältnisses der Kurse zu den Gewinnen (KGV; price earnings ratio) gemessen. Das KGV beantwortet, welchen Preis ein Investor für einen zukünftigen Einkommensstrom zu zahlen bereit ist. Wenn der Einkommensstrom im Nenner als reales Einkommen ausgewiesen wird, ist das KGV ein präzises Maß für asset inflation.

Die nachfolgende Grafik belegt einen langfristigen Anstieg des KGV.

#### Inflation der Vermögenspreise seit über 50 Jahren (KursGewinnVerhältnis)



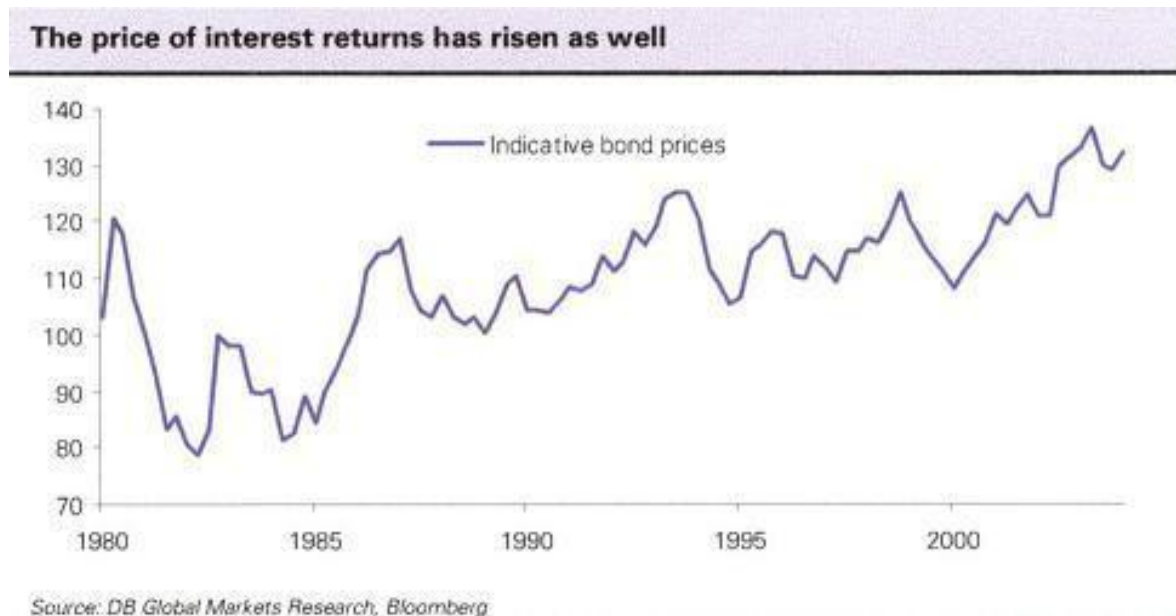
Quelle: Deutsche Bank Research; Trends nach *MacroAnalyst*

Tendenziell haben sich Aktien verteuert. Die Investoren mussten einen immer höheren Preis zahlen, um einen bestimmten Strom von Gewinnen sicherzustellen - asset price inflation.

Dies gilt für über 50 Jahre hinweg. Dies gilt beschleunigt über die letzten 20 Jahre hinweg (Trend-20 in der Grafik weist eine starke Steigung auf).

- o Für die dritte Vermögenskategorie, *Anleihen*, gilt ähnliches. Auch hier zeigt Deutsche Bank Research eine Grafik mit stetigen Preissteigerungen seit Beginn der 80er Jahre. Dies verstärkt das Bild.

**>>Grafik "Price of interest returns has risen as well"**



### III. Kreuzformation der beiden Inflationstypen

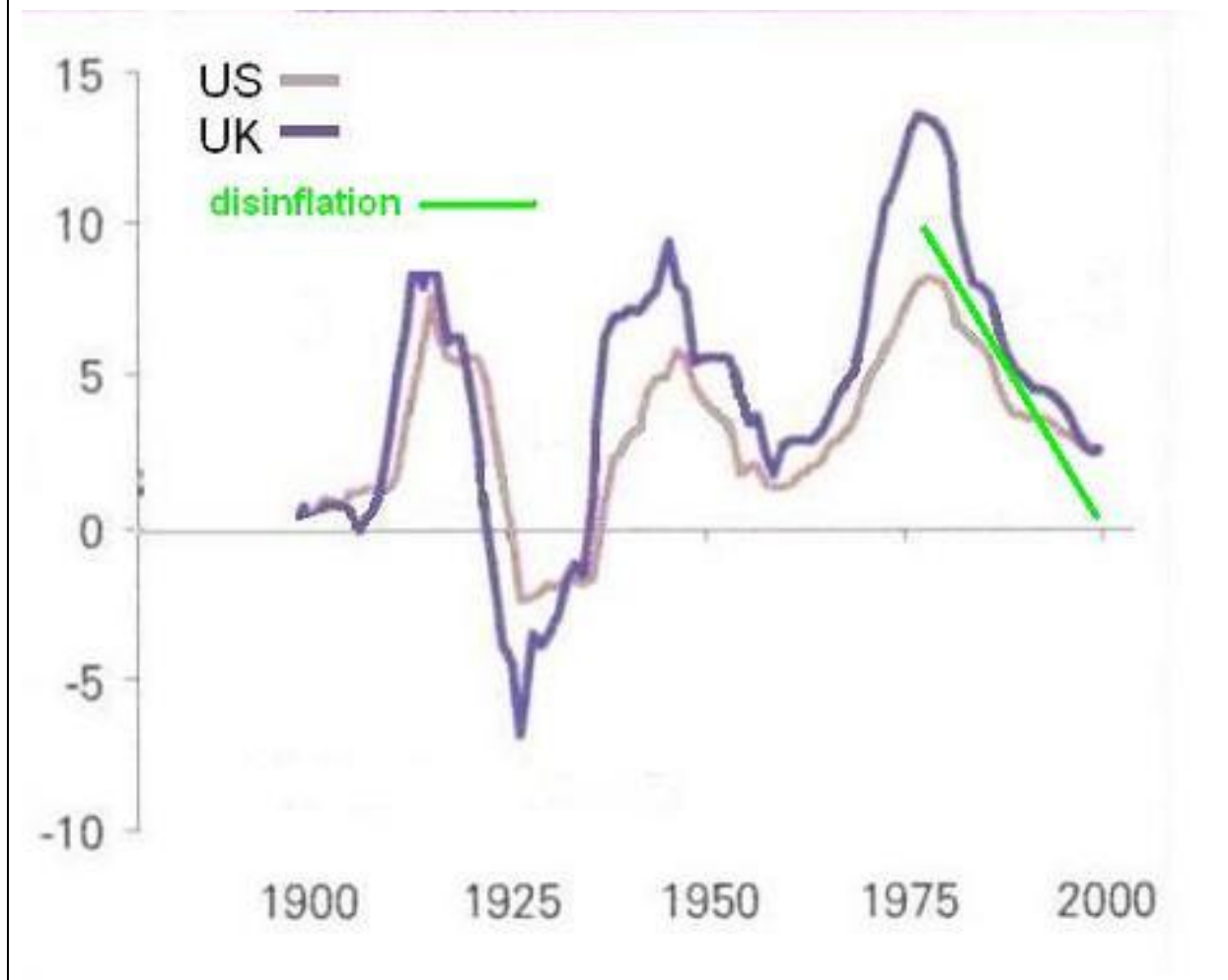
An dieser Stelle gerät aber nun ein vielsagender Befund in den Blick:

Im Wachstumsfaktor-2 „Inflation begünstigt Finanzsektor“ war die *allgemeine Inflation* (Preise für Konsumgüter) ausgewiesen worden.

Die nächste Grafik „Inflation bei Konsumgütern“ zeigt noch einmal, dass es seit 1979, dem Antritt von Paul Volcker als Präsident der Federal Reserve Bank, m.a.W. dem Durchbruch des Monetarismus in der Praxis, eine spürbare Disinflation gegeben hat.

## Inflation bei Konsumgütern

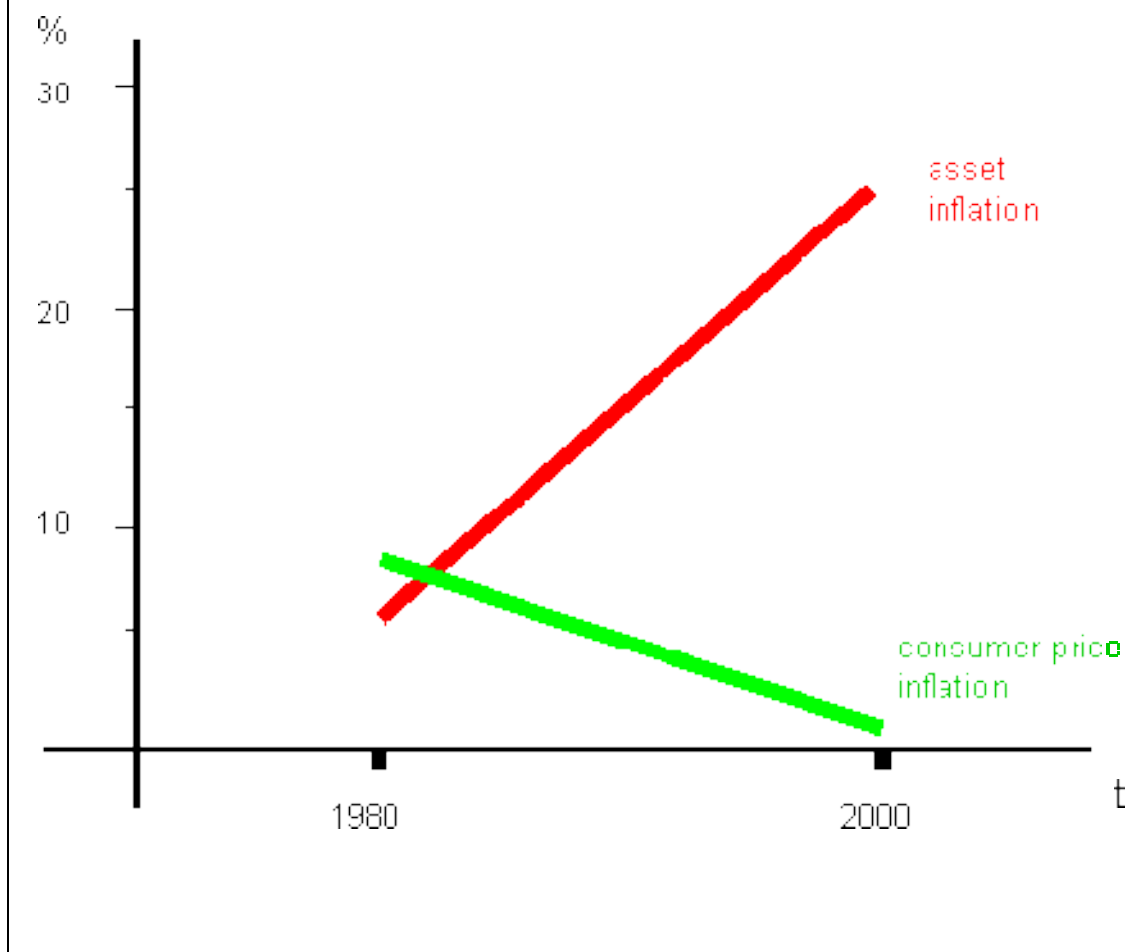
in den letzten 20 Jahren stark zurückgegangen



Der Trend (grün) für diese Phase zeigt erfolgreich nach unten.

Setzen wir nun den Trend-20 (rot) aus der Grafik „Inflation der Vermögenspreise“ dagegen, so ergeben beide Trends eine Kreuzformation.

## Kreuzformation der beiden Inflationstypen



Diese Kreuz-Formation wirft ein krasses Bild auf die Ergebnisse des Monetarismus. Leistet er zwar eine sichtbare Disinflation der Preise von Konsumgütern, so versagt er ganz offensichtlich in Bezug auf die Kontrolle der Inflation der Preise von Vermögensbeständen.

Schon aus wirtschaftlichen Gründen gilt der Monetarismus als gescheitert, wie wir im Kapitel „Wachstumsfaktor-2: Inflation begünstigt der Finanzsektor“ gesehen hatten. Aber selbst sein ureigenstes Anliegen, die Kontrolle der Inflation, ist ihm nicht gelungen.

### FAZIT

Wir sind seit 100 Jahren mit einem Trend steigender Inflation konfrontiert. Die Inflation der Konsumgüterpreise hat dabei immer die Diskussion beherrscht.

Ab 1980 schiebt sich jedoch ein anderer Typ von Inflation in den Vordergrund: Die Inflation der Preise für Vermögensbestände.

Seitdem nämlich ist eine Kreuz-Formation der Inflation zu registrieren: Rückführung der Inflation der Konsumgüterpreise bei parallelen deutlichen Anstieg der Vermögenspreise.

Die wesentliche Ursache dafür ist das Vordringen der Finanzwelt im allgemeinen und des Investment Banking im besonderen. Investment Banking hat seine ganze Macht zunächst in der "New Economy" und danach mit der Vorgabe an die Politik, Überschuss-Liquidität bereitzustellen, demonstriert.

## **Das Ergebnis: Die Investment Banken an der Spitze der Finanzarchitektur und von Global Governance**

Was ist nun das Ergebnis der vorstehenden Analyse? MacroAnalyst versucht eine erste Annäherung an eine Basis für politische Schlussfolgerungen.

### **I. Aus dem System von Nationalstaaten wächst ein globales Machtsystem**

Aus langer Gewohnheit heraus wird politische Macht nach wie vor am Nationalstaat festgemacht.

Es sind dann die USA, die die mächtigste Nation bilden.

Es ist der Präsident dieser Nation, der der mächtigste Akteur der Welt ist.

*Hier wird die äußere Form mit der tatsächliche Machtverteilung gleichgesetzt.*

Das war schon immer nur teilweise richtig.

Das ist in einer global zusammenwachsenden Welt überholt.

Gestern, das war bereits das Thema des Machtzuwachses der trans- und multinationalen Konzerne.

Heute, das ist nun das Thema, wie weit Investment Banking und die Finanzwelt diese Machtkonfiguration bereits hinter sich gelassen haben.

In der global vernetzten Welt verlieren die Staaten an politischer Macht. Andere Strukturen treten an ihre Stelle.

Das heißt, wir müssen uns freimachen vom immer noch vorherrschenden Bild, die USA seien Weltmacht Nr. 1.

Sie sind zwar noch immer die mächtigste Nation, aber nicht mehr die mächtigste Macht. Das lässt sich zwiefach belegen:

*Erstens* aus dem ökonomischen Blickwinkel heraus:

Mächtigste Nation sind die USA immer noch, aus militärischen wie politischen Gründen. Wirtschaftlich sind sie aber auch dies schon nicht mehr.

"Nach dem Zweiten Weltkrieg übernahmen die USA aus eigenem Interesse die Verantwortung für das Wohlergehen des kapitalistischen Weltsystems" (Gerald Haines). Diese Rolle brachte ihnen gigantisches Wachstum, führte zum Status der erfolgreichsten Wirtschaftsnation.

Dieses Erfolgsbild hat inzwischen schwere Risse:



Vor über 30 Jahren haben die USA bereits ihre außenwirtschaftliche Wettbewerbsfähigkeit eingebüßt. Das seitdem stetig ansteigende Defizit in der Handels- und Leistungsbilanz unterminiert schleichend die ökonomische Position der Weltmacht USA.

Eine permanent negative Leistungsbilanz geht mit einem Verlust ökonomischer Macht einher. Ausländer erwerben immer größere Anteile des US-Vermögens. Der Nettoverlust an Auslandsvermögen spiegelt die Einbußen an wirtschaftlicher Führungskraft. Wir sehen die Erosion globaler Wirtschaftsmacht.

Dieser Verlust an *ökonomischer* Macht zieht langfristig unweigerlich einen Verlust *politischer* Macht nach sich. Die Erosion zeigt sich zuerst in den operativen Einheiten, den Unternehmen. Da diese die Basis der USA sind, wird der schleichende Machtverlust Schritt für Schritt den Überbau der Weltmacht USA unterminieren.

Dies ist der Preis, den die Nation „USA“ für ihr hohes Wachstum zahlen muss.

*Zweitens* lässt sich dies aus dem machtpolitischen Blickwinkel heraus begründen.

Unserer Beitrag hat versucht, genau diesen Aspekt herauszuarbeiten. Parallel zur Kapitalliberalisierung seit 1973 lief eine Welle nationaler Deregulierungen.

Hatte das System von Bretton Woods noch einen substantiellen Einfluss der Regierungen auf den Kapitalverkehr sichergestellt, so kehrte sich dies in den folgenden Jahrzehnten um.

Die Finanzakteure konnten nunmehr eine Dynamik entfalten, die ihnen einen beispiellosen Machtzuwachs bescherte.

Diesen Machtzuwachs nutzten sie in doppelter Hinsicht:

*Erstens* schufen sie eine neue globale Finanzarchitektur, an deren Spitze die dynamischsten Akteure, die Investment Banken selbst, stehen.

*Zweitens* resultierte aus ihren Aktivitäten ein neues Weltmachtssystem, „Global Governance“, an dessen Spitze nicht mehr die USA, sondern die Finanzwelt positioniert ist.

Zwar sitzen die mächtigsten Investment Banken in den USA.

Zwar haben die mächtigsten Institutionen der Finanzwelt ihren Sitz in den USA, in Washington D.C. und in Wall Street.

Zwar werden die Investment Banken in den Wirtschaftsrechnungen der USA erfasst, im Sozialprodukt, in der Leistungsbilanz.

Insofern sind sie durchaus amerikanisch.

Trotzdem sind die Investment Banken nicht gleich USA .

Sie unterliegen nicht mehr der Führung durch die Repräsentanten des Nationalstaates.

Der langfristige Machtzuwachs schlägt in eine neue Qualität um. Sie beginnen, ein Eigenleben zu entfalten.

Weiter noch:

Wenn sie in der Lage sind, eine neue Weltmachtpyramide zu schaffen und sich selbst an die Spitze dieser Pyramide zu katapultieren, dann geht ihr globaler Einfluss weit über die Führung der mächtigsten Nation hinaus.

Das belegen die folgenden ausgewählten Fallbeispiele.

## II. Fallbeispiele

### ***Fallbeispiel 1:***

#### **Die hierarchische Positionierung nationaler Führungspersonen**

Im November 2003 bestellt der Chef der größten Investment Bank der Welt den Chef der drittgrößten Volkswirtschaft der Welt zu einem Gespräch - *an seinen Dienstsitz*.

Bundeskanzler Gerhard Schröder fliegt nach New York, um mit Sandy Weill ein Gespräch darüber zu führen, wie die deutsche Politik sich dazu stellen würde, wenn die Citygroup die größte deutsche Bank (aus der Frühstückskasse) aufkaufte. (Dass er gleichzeitig an einer Konferenz teilnimmt, dient eher der Staffage).

Zehn Finanzvorstände großer DAX-Unternehmen müssen anschließend dem Bundeskanzler klarmachen, welche Katastrophe der Verkauf der größten deutschen Bank für die Exportfinanzierung deutscher Unternehmen darstellte.

### ***Fallbeispiel 2:***

#### **Die Ressourcen eines ganzen Landes – der Fall Yukos**

Unter dem Einfluss von scharenweise als Regierungsberater eingereisten „Harvard Boys“ beschloss Boris Jelzin Ende 1992 die Privatisierung der Staatsindustrie. Die Privatisierungsverfahren sprachen jedem rechtsstaatlichen Verständnis Hohn. Im Ergebnis befand sich bald ein Großteil des lukrativen Volksvermögens im Privatbesitz der einzelnen Mitglieder der alten Nomenklatura.

An diesem Punkt setzte eine kleine Riege junger Frühkapitalisten mit internationalem Überblick und eingespeisten Erstaussstattungen in Dollar-Kapitalien an. Sie gründeten Banken. Diese wickelten den gesamten Zahlungsverkehr des Staates ab, inklusive der Rentenzahlungen. Die Banken finanzierten mit dem deponierten Geld aber keine operativen wirtschaftlichen Vorgänge, „sondern spekulierten damit auf abenteuerliche Weise an den Devisen- und Anleihemärkten“.

Bald gab eine Klasse von nicht einmal einem Dutzend von Talenten den Ton an, „deren führende Mitglieder als Finanzjongleure steinreich geworden waren“. Dazu gehörten Wladimir Gussinskij, Wladimir Potanin, Roman Abramowitsch, und als Führungsfigur Boris Beresowskij, enger Berater von Jelzin.

Mitte der 90 Jahre schob sich Michail Chodorkowskij ebenfalls in den Vordergrund. „Auch sein Aufstieg ging vom überaus einträglichen Bankenwesen in Rußland aus“.

Er wandelte ein Unternehmen der kommunistischen Jugendorganisation Komsomol in eine Bank um, Menatep, und wurde ihr Generaldirektor.

Der große Sprung gelang ihm, als er es Ende 1995 schaffte, bei einer höchst umstrittenen Auktion für 309 Millionen Dollar 78 Prozent der Anteile an Yukos, dem zweitgrößten Ölkonzern des Landes, zu erwerben. Sieben Jahre später ist Yukos mehr als 30 Milliarden Dollar Wert. Das Privatvermögen von Chodorkowskij wird 1992 von der Zeitschrift „Forbes“ auf 8 Mrd. Dollar geschätzt.

Ab 1990 beginnt eine weiter verdichtete Phase der Zusammenarbeit mit amerikanischen Öl- und Finanzkreisen. Chodorkowskij holt ausländische Manager, macht einen Amerikaner zum Finanzdirektor (heute Bruce Misamore), CEO wird ab 2003 Steven Theede, vorher Vice President von ConocoPhillips, ein US oil major. Er lässt westliche Buchführung implementieren, installiert einen Kodex für „good governance“.

In Amerika macht er Henry Kissinger zu seinem Berater, in England Jacob Rothschild. Er setzt sich für den Bau einer Ölleitung nach Murmansk ein, um Öl in Tankern nach Amerika zu schiffen.

Zusammen mit dem Vorstandsvorsitzenden von Sibneft, Jewgenij Schwidler, treibt er die Fusion mit seinem kleineren Ölkonzern voran, um den ersten russischen Ölmulti zu schaffen.

Zuerst Beresowskij und Gussinskij, später aber auch Chodorkowskij wollten sich jedoch mit dem unerhörten Reichtum nicht begnügen. Sie versuchten, direkt nach der politischen Macht im Kreml zu greifen. Die vom Kreml gezogene rote Linie wird überschritten.

Auslöser für den Gegenschlag des Kreml sind letztlich Verhandlungen von Chodorkowskij mit Exxon Mobil und Texaco Chevron über deren Beteiligung am neuen Unternehmen. Der Kreml versteht, dass die staatliche Souveränität bedroht wird.

Präsident Putin setzt seine Machtmaschinerie in Gang. Steuerfahndung und das Wissen der Geheimdienste werden aktiviert.

Boris Beresowskij ist schon an den anglo-amerikanischen Finanzplatz London geflohen.

Platon Lebedjew, ein weiterer Hauptaktionär von Yukos, wird im Sommer 2003 verhaftet.

Michail Chodorkowkij folgt ihm am 25. Oktober 2003 ins Gefängnis.

Leonid Newslin, der zweitgrößte Aktionär von Yukos, und zwei weitere Hauptaktionäre, Wladimir Dubow und Michail Brudno, entgehen der strafrechtlichen Verfolgung durch Flucht nach Israel.

Die Fusion Yukos mit Sibneft wird gestoppt.

Eine Begebenheit am Rande enthüllt die verschlungenen Beziehungen dieser Akteure zur amerikanischen Finanzwelt. Dem russischen Innenminister, Gryslow, entfährt nach der Verhaftung Chodorkowskij der eher nostalgische Ausruf, die Ressourcen gehörten dem russischen Volk. Mit Bezug darauf meldet sich Otto Graf Lambsdorff mit der Forderung an die Öffentlichkeit, Russland für diese Auffassung zu bestrafen. Ihm sei der Zugang zum Weltwirtschaftsgipfel der G8-Länder zu verwehren!

Bei dieser Gelegenheit erfährt die deutsche Öffentlichkeit, dass Lambsdorff im Advisory Board der Bankgruppe Menatep sitzt, deren größter Teilhaber Chodorkowskij ist, und die 44 Prozent an Yukos hält.

In den Beirat der russischen Bank ist der Deutsche Lambsdorff auf den Vorschlag des Amerikaners, Stuart Eizenstat, gekommen.

Eizenstat, im Range eines Staatssekretärs im US Finanzministerium, war Chefunterhändler für die Entschädigungen der Zwangsarbeiter im Nationalsozialismus. Lambsdorff war der deutsche Chefunterhändler, der einen Betrag von schließlich (hauptsächlich vom deutschen Steuerzahler aufzubringenden) 10 Milliarden unterschrieb.

Quellen:

Werner Adam, Geld allein genügt ihnen nicht. FAZ, 3. November 2003

Markus Wehner, Lambsdorff: Deutsche Interessen in Gefahr. FAZ, 4. November 2003

Markus Wehner, Setzt der Kreml nun auf Abramowitsch? FAZ, 2. Dez. 2003

Markus Wehner, Yukos' Hauptaktionäre wollen Chodorkowskij freikaufen, FAZ, 17. Februar 2004

Markus Wehner, Der Sauluspaulus, FAZ, 20. Juni 2004

diverse Internetseiten

### **Fallbeispiel 3:**

#### **Ganze Währungen: Soros gegen die Zentralbank von London**

Ein kleinerer Fall, aber trotzdem die Währung eines ganzen Landes:

Der malaysische Ministerpräsident, Mahathir bin Mohamad, beschuldigte 1997 George Soros, das Malaysische Ringgit zu Fall gebracht zu haben.

Der bedeutendste Fall einer erfolgreichen Spekulation gegen eine Währung ist der Angriff von George Soros auf das britische Pfund. Wir haben diesen Fall oben schon angesprochen.

1992 löste er durch enorme Verkäufe seines Quantum Funds eine solch hohe Abwertung des Pfundes Sterling aus, dass die Zentralbank von England gezwungen wurde, das Pfund aus dem Europäischen Wechselkursverbund (Vorläufer des EWS) zu nehmen.

Soros wurde bekannt als "*the man who broke the Bank of England*".

Regelmäßig herausgestellt wird in diesem Fall der Spekulationserfolg dieser Operation (1,4 Mrd. \$ in einer einzigen Nacht (Financial Times)).

Regelmäßig unter geht die politische Funktion dieser Operation. Das macht das nächste Fallbeispiel deutlich.

### **Fallbeispiel 4:**

#### **Eines ganzer Kontinent - US Finanzwelt will handlungsfähige EU verhindern**

Europa hat einen sehr erfolgreichen Prozess des Zusammenwachsens hinter sich. Historisch gesehen war es ein großer Schritt von den Römischen Verträgen bis heute. Immerhin haben wir im Euro-Raum eine gemeinsame Währung.

Innerhalb Europas gibt es unterschiedliche Auffassungen darüber, wie es weiter gehen soll. Sie reichen von einer einfachen Freihandelszone bis hin zu einer politisch

handlungsfähigen Einheit (Staatenbund oder gar Bundesstaat).

In Deutschland waren die Grundvorstellungen bis 2000 klar. Außenminister Joschka Fischer setzte in seiner großen außenpolitischen Rede in der Humboldt-Universität im Frühjahr dieses Jahres das Ziel so: Volle Integration hin zu einer EU Föderation mit Parlament, Regierung und Verfassung.

Dagegen hat es europäische Opposition gegeben. Das ist normal. Das ist, wie zäh auch immer, schließlich überwindbar – wie die letzten 50 Jahre zeigen.

Dagegen hat es aber vor allem einen entschiedenen Kampf der amerikanischen Finanzwelt gegeben. Die Position liegt ebenfalls offen zu Tage: Auf keinen Fall darf die weltweite Vormachtstellung von Wall Street durch Konkurrenzprojekte gefährdet werden.

Dieser Kampf wurde über die US Außenpolitik in die Weltpolitik und vor allem direkt in die europäische Politik getragen.

Schon zur bisherigen Entwicklung Europas hat es eine eindeutige amerikanische Haltung gegeben:

Ja zur Auflösung der europäischen Nationalstaaten und zur Formierung eines großen Marktes für Kapital, Waren, Dienstleistungen, Arbeit.

Nein zu jeglicher Neuformierung von staatlicher Macht auf einer höheren, europäischen Ebene.

So auch wird die verbissene Opposition gegen die Einführung des EURO erklärbar, die in den 90er Jahren von der US Presse täglich entfaltet wurde.

US-Opposition ist seither gegen jeden weiteren Vertiefungsschritt in Europa entfaltet worden. Inzwischen ist eine raffinierte Konfiguration erreicht worden.

*Drei Schritte* zur Verhinderung eines handlungsfähigen Machtblocks in Europa lassen sich skizzieren. Die ersten beiden sind bereits vollzogen:

#### *1. Schritt: Großbritannien wird aus der europäischen Vereinigung herausgebrochen*

Die Stellung der US Finanzwelt am Finanzplatz London ist schon lange so stark, dass sich als erster Schritt anbot, dieses Land aus einer verdichteten EU-Lösung herauszunehmen und, soweit schon erfolgt, wieder herauszubringen.

An diesem Punkt ist noch einmal auf den Fall Soros zurückzukommen. „The man who broke the Bank of England“ tat dies nicht nur aus spekulativen Gründen. Die politische Dimension dieser Finanzspekulation ist in einem frühen Kampf gegen die Formierung einer europäischen Währung zu sehen. Als ihm gelang, das Pfund aus dem Europäischen Wechselkursverbund zu vertreiben, legte er den Grundstein für das spätere Herausbleiben Großbritanniens aus dem EURO. (Aus diesem Blickwinkel heraus gesehen wäre auch nicht verwunderlich, wenn er diesen Coup nicht ohne Unterstützung organisiert hätte).

Großbritannien hat folglich die Rolle gewählt, in der EU zu bleiben und von innen heraus Daueropposition zu treiben. Premierminister Blair kommt dann von Verfassungsverhandlungen nach London zurück und erläutert der Öffentlichkeit

seinen politischen Erfolg daran, welche Integrationsschritte er wieder verhindern konnte.

Die Presse trägt entscheidend zur Absicherung dieser Obstruktion bei. Ein Australier, der mächtige internationaler Pressezar Murdoch, sagt den Engländern, welche Interessen sie zu haben haben. Über die Mittel zur Beherrschung der politischen Willensbildung wie zur Beeinflussung der öffentlichen Meinung verfügt er (Meinungsmacher The Times, Massenblatt Sun u. a.).

## *2. Schritt: Überdehnung verhindert Vertiefung*

Inzwischen ist der US Politik gelungen, diese Entwicklung auf eine breitere Grundlage zu stellen. Nun wächst bereits eine kleine Herde trojanischer Pferde heran. Keine Frage, dass Osteuropa in die EU gehört. Aber darunter sind Staaten, die ganz offensichtlich die Verhinderungsrolle Großbritanniens weiter stärken sollen. Dazu gehört Polen, aber z. B. auch Tschechien.

Peter Glotz gibt das folgende Beispiel, das das Muster aufdeckt:

„Der heutige tschechische Staatspräsident Vaclav Klaus hat mir gegenüber vor vielen Jahren gesagt: „Wir wollen so schnell wie möglich hinein, aber dann wollen wir Thatcher spielen“. Glotz schlussfolgert daraus: „Wir sind verrückt, immer mehr ‚Britten‘ in die EU zu holen. Wir integrieren Staaten, die gar nicht integriert werden wollen“ (Die EU ist schon jetzt zu groß; Die Tageszeitung, 23. Juni 2004).

Das Bündnis ist soweit überdehnt worden, dass es keinen Machtblock mehr darstellen kann (durch Druck von außen implementiertes '*Empirical overstretching*').

## *3. Schritt: Europa soll zahnlose Freihandelszone werden*

Nun steht der letzte dieser drei Schritte auf der Tagesordnung - die endgültige Absicherung der Überdehnung: Die Aufnahme der Türkei in die Europäische Union. Die Türkei ist Amerikas treuer Vasall und hat die Aufgabe, jegliche weitere Vertiefung der EU endgültig zunichte zu machen. Mit ihrem Gewicht und in Zusammenarbeit mit den bereits ansässigen trojanischen Pferden wird der Europäische Vereinigungsprozess einen neuen Charakter bekommen.

In dieser Abgrenzung ist ein Staatenbund oder Bundesstaat endgültig nicht mehr herzustellen. Und nur darum geht es. Es geht nicht um ein Pro oder Contra zur Türkei.

Wo es danach weitergehen soll hat Avi Primor (ehemals israelischer Botschafter) in einem Interview mit dem Hessischen Rundfunk bereits offen gelegt.

Danach müsse Israel in die EU.

Frage: Geht das denn? Antwort: Natürlich, jetzt ist Zypern in der EU, das ist gerade einmal 300 km von Israel entfernt.

Die US Politik hat eine europäische Teilschlacht verloren - ihren Kampf gegen den Euro. Im Kampf gegen den Ausbau der EU zu einem weltpolitischen Faktor könnte sie, das wird nach heutigem Stand immer wahrscheinlicher, erfolgreich sein.

Das könnte die Erklärung für die resignierende Äußerung des deutschen Außenministers in 2004 sein, er würde die Humboldt-Rede heute „in allen Teilen anders“ halten.

### **Fallbeispiel 5:**

#### **LTCM - ein Fonds unterminiert das globale Finanzsystem**

Der Fall Long Term Capital Management geriet 1998 in die Schlagzeilen der Weltmedien. Der Hedge-Fonds, gegründet von dem New Yorker Finanzier John Meriwether, geriet in schweres Schlagwetter.

Unter anderem von zwei Professoren gemanagt, Robert Merton und Myron Scholes (Nobelpreisträger für mathematische Spekulationsmodelle), verlor der Fonds innerhalb eines Jahres 4,6 Mrd. Dollar.

Die amerikanische Zentralbank musste 1998 eine konzertierte Rettungsaktion von weltweit 14 Banken organisieren, da sie bei Außenständen von 200 Mrd. \$ eine Destabilisierung des Weltfinanzsystems befürchtete (Thomas Matyssek, Financial Times Deutschland, 21. 6. 2004).

Der Unterschied zu Fall-Beispiel Nr. 3: Durch Spekulation brachte Soros eine Währung zu Fall - Meriwether, Merton und Scholes beinahe das Finanzsystem der ganzen Welt.

### **Fallbeispiel 6:**

#### **Rentensystem - die Weltbank gibt globale Systeme vor**

Global Governance greift inzwischen tief in die Politik der Einzelstaaten der Welt ein. Ein ganz gewichtiger Fall ist der Umbau der Rentensicherungssysteme.

Auf der ständigen Suche nach höherrentierlichen Anlagemöglichkeiten wurde die Finanzwelt in der ersten Hälfte der 90er Jahre erneut fündig. Von der Weltbank aus wurde zu dieser Zeit die Umstellung der Rentenversicherung vom Umlage- auf das Kapitaldeckungsverfahren propagiert. (Vgl. Averting the Old-Age Crisis, The World Bank, New York, 1994, Oxford University Press).

Es geht um folgendes.

Das *Umlageverfahren* dominiert heute in Europa und in den USA . Die Grundprinzipien dieses, in beiden Großräumen auf Bismarck zurückgehenden Systems sind die folgenden:

- Die Rentenzahlungen basieren auf dem Prinzip der Umverteilung.
- In jedem Jahr werden von den Aktiven soviel Rentenbeiträge erhoben, wie für die Finanzierung der Rentenauszahlungen benötigt werden.
- Es wird kein Kapital für Rentenzahlungen angespart.
- Die Umverteilung dieser Geldströme läuft über einen Fonds der Sozialversicherung.

Bei der Suche nach großen Feldern, auf denen die Renditen der Zukunft gesichert werden können, stießen die Investmentbanken auf dieses System. Als

außerordentliche Renditequelle mit großem Potential bot sich die Umorganisation nach dem *Kapitaldeckungsverfahren* an. Dieses fußt auf den folgenden Grundprinzipien:

- Die Rentenzahlungen basieren auf dem Prinzip der Eigenvorsorge.
- Jeder spart seine Rente während seines Arbeitslebens selbst an.
- Aufaddiert, entstehen im Laufe der Jahre riesige Geldvermögen, die zur Finanzierung der jährlichen Rentenzahlungen dienen.
- Der Aufbau dieses Geldvermögens während des Arbeitslebens und der Abbau während der Ruhestandsphase wird von der Finanzwelt privat gemanagt.

Die Investmentbanken und die Finanzwelt würden von einem solchen Kapitaldeckungsverfahren in *dreifacher* Hinsicht profitieren:

*Erstens* würden sie Provisionen von jeder Ansparleistung und von jeder Rentenauszahlung einnehmen.

*Zweitens* würden sie von jeder Fehlspekulation bei der Anlage der Ansparleistungen an den Finanzmärkten profitieren. Beim Kapitaldeckungsverfahren stehen den professionellen Finanzakteuren zum Großteil Akteure gegenüber, deren ökonomischen Kenntnisse gegen Null tendieren. Hier würde die Umverteilung noch leichter gelingen als im Fall 'New Economy'.

Natürlich wird beim ersten Schritt hin zum Kapitaldeckungsverfahren versucht, diesen Risiken entgegenzuwirken. Bei der Riesterrente beispielsweise wurde auf vielfache Weise versucht, Verlustrisiken auszuschalten. Verdeutlicht man sich jedoch das Gesamtmuster des Vorgehens der Finanzwelt in den letzten drei Jahrzehnten, so wird es bei diesem ersten Schritt nicht bleiben. Die Riesterrente wird nur Einstiegshebel bleiben.

Es geht ja schließlich nicht um eine neue Sozialpolitik; es geht um Interessen der Finanzwelt.

*Drittens* hat DB Research auf ein weiteres Risiko aufmerksam gemacht.

Fiskalpolitische Anreizsysteme für private Vorkehrungen für die Rentenphase ziehen einen Anstieg der Sparneigung nach sich. Ein weitere Hype für das Kapitaldeckungsverfahren könnte diesen Prozess beschleunigen. "This would lead to an increased demand for savings products, placing upward pressure on asset prices" (DB Research: Inflation is dead! Long live inflation!", April 2004). Auch von einer beschleunigten asset price inflation würden diejenigen am meisten profitieren, die bereits jetzt über den Großteil der Vermögensbestände verfügen.

Wie sind die aufgeführten Risiken einzuschätzen?

Arthur Levitt, während der Clinton Administration Vorsitzender der US Securities and Exchange Commission (SEC), hat 1998 einen Überblick gegeben:

Grundsätzlich, hieß es, werfe die Privatisierung der Rentenversicherung Probleme von "fundamentaler Bedeutung" auf. Aufgabe der SEC sei, die Anleger zu schützen. Jede Form des Investments von Rentenbeiträgen in den privaten Markt werfe aber Probleme auf, die ins Mark dieser Aufgabe gingen. Es würde dann ein nie gekanntes Maß politischer Maßnahmen gegenüber den Aktienmärkten notwendig werden.



Andernfalls nämlich seien Betrug und missbräuchliche Marktpraktiken gegenüber den schwächsten Anlegern zu befürchten.

Man brauche sich nur das englische Beispiel anzuschauen. Hier habe es das "mis-selling" gegeben, bei dem "high-pressure sales tactics" benutzt wurden, um Bürger aus dem öffentlichen Rentensystem heraus- und in unzureichende private Vorsorgekonten hineinzureden. Diese hätten dann Verluste in Milliardenhöhe erlitten.

Die Risiken der Ansparung individueller Rentenvermögen bestünden in zweierlei:

Erstens in den unzureichenden Fähigkeiten der Anleger: Eine Umstellung des Systems erfordere eine zusätzliche Qualifizierung der Geldanleger. Dafür jedoch hätten viele nicht das Potential. die Risiken falscher Investmententscheidungen bestünden in Unwissen, betrügerischen Ratschlägen und in die Irre führenden Verkaufspraktiken.

Diese Lücke zwischen Finanzkenntnissen und Finanzverantwortung sei nicht zu akzeptieren. Mehr als die Hälfte der Amerikaner kenne z.B. noch nicht einmal den Unterschied zwischen Aktien und festverzinslichen Papieren. Ginge man zu individuellen Rentenkonto über, müssten mehr als 140 Millionen Amerikaner Wertpapiere erwerben. Zu viele Anleger könnten das Verhältnis von Risiko und Ertrag und den Nutzen diversifizierter Portfolios nicht einschätzen.

Zweitens in hohen Transaktionskosten: Viele Menschen seien sich auch nicht der Kosten dieser Systemumstellung bewusst. Sämtliche Transaktionskosten könnten die Erträge der Anlagen - "sometimes dramatically" - reduzieren. Levitt verwies auf eine Studie aus Chile, wo die Privatisierung des Rentensystems erfolgte, der zufolge dieser Aufwand die jährlichen Erträge um fast ein Drittel während der ersten zehn Jahre vermindert habe.

Deshalb sei die Nation mit der historischen Frage konfrontiert, ob man den Schutz der Rentenversicherung mit der Vitalität der Märkte verknüpfen solle. Soweit Levitt.

Dieses Projekt hat hohes Gewicht für die Finanzwelt:

Die Organisation eines Kapitaldeckungsverfahrens der Rentenzahlungen weltweit ist ein Projekt von ganz anderen finanziellen Größenordnungen als etwa die Durchführung der Privatisierung des Staatsvermögens. Im Gegensatz zur Privatisierung, die ein Einmalprojekt darstellt (das Staatsvermögen kann nur einmal privatisiert werden), sind die Rentenzahlungen ein Dauerprojekt, bei dem die Erträge immer fließen.

Die Finanzwelt versucht daher mit aller Macht, weltweit die Rentenversicherungssysteme auf das profitable Kapitaldeckungsverfahren umzustellen.

### III. Die neue Weltmacht

Die Finanzwelt, mit den Investment Banken an der Spitze, haben eine nie gekannte Machtstellung erreicht. Das zeigen die ausgewählten Fallbeispiele.

- Sie haben ihre Führungspersonen oberhalb der nationalen Führungskräfte positioniert – auch in den USA.
- Sie eignen sich die Ressourcen ganzer Länder an.
- Sie unterminieren die Grundlagen der operativen globalen Wirtschaft.
- Sie bringen ganze Währungen zu Fall und gefährden das globale Finanzsystem.
- Sie hintertreiben die Vereinigung eines Kontinents.
- Sie geben einheitliche Vorlagen zum Umbau der Einzelstaaten.

Und sie bauen Global Governance weiter aus.

Schon 1989 prägte der US-Ökonom, John Williamson, den Begriff des "Washington Consensus". Gemeint waren die Politikentwürfe, die vom Internationalen Währungsfonds und von der Weltbank (beide in Washington D. C. ansässig), und vor allem von der US-Regierung unterstützt, den Einzelstaaten empfohlen wurden.

Heute, nach 15 Jahren, ist dieser Begriff überholt, weil die neue Finanzarchitektur die Herrschaftsstrukturen klarer offen legt.

Heute geht es um mehr als um einen ‚Washington consensus‘.

Heute geht es um die Willensbildung, die an der Spitze jeder Machtpyramide ausdiskutiert werden muss, und es geht um die Weitergabe der Entwürfe an die untergeordneten Einzelpyramiden.

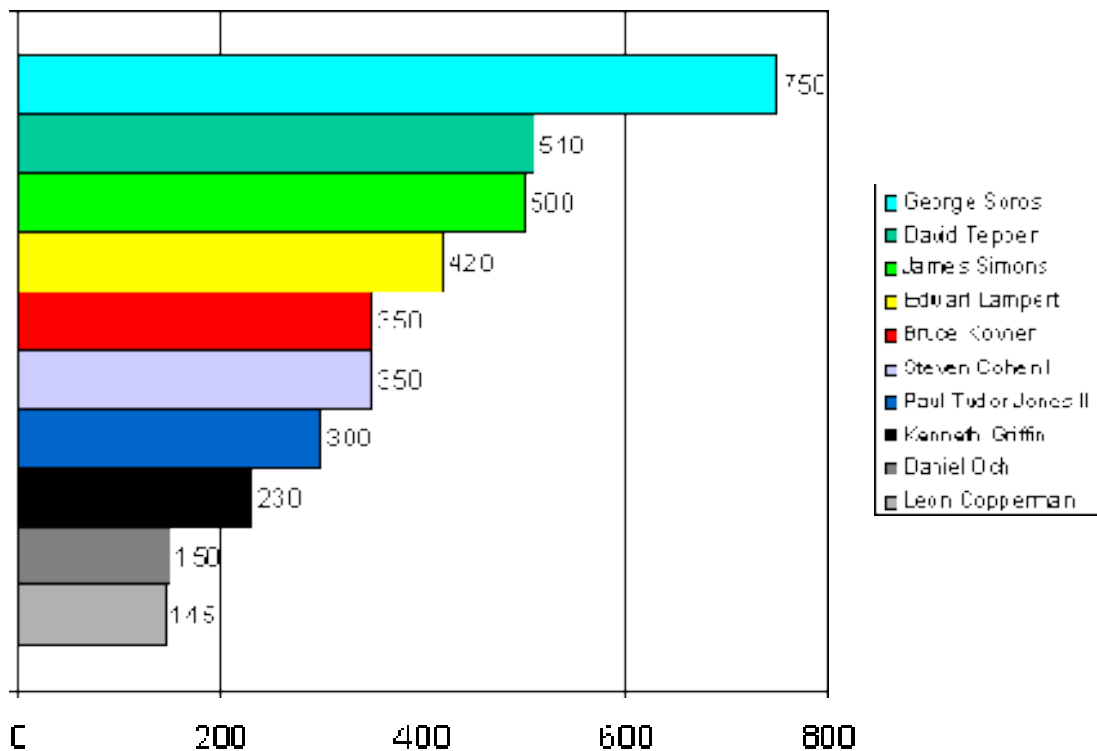
Heute ist auch diese Abgrenzung zu sehr an formalen Strukturen orientiert: "Die Verflechtung der Finanzmärkte macht eine engere Zusammenarbeit unumgänglich. "Global Governance" hat sich als kooperative Problemlösung auf der Basis allgemein anerkannter Spielregeln entwickelt - für die nationale wie auch für die internationale Wirtschaftsordnung. Im Rahmen dieses global orientierten Regierungshandelns ist ein Netzwerk transgouvernementaler Zusammenarbeit entstanden" (Jürgen Stark, Vizepräsident der Bundesbank: Spielregeln für die Stabilität; in FAZ, 24. Juli 2004).

Ganz sicher sind es nicht die Präsidenten von IWF und Weltbank, die den Ton angeben. Ganz sicher spielen diejenigen Akteure, bei denen das Geld *primär aufläuft*, die ausschlaggebende Rolle. Sie investieren einen Teil dieses Geldes in politische Macht, in Mediendienstleistungen, in wissenschaftliche und kulturelle Meinungen. Insofern haben wir nun, statt eines Consensus, eher "Advanced Financial Capital Instructions".

Weltweit werden nach diesen Vorgaben die Strukturen von Staaten umgebaut. Global Governance greift inzwischen tief in die Politik der Einzelstaaten der Welt ein. In der abstrakten Sprache der Bundesbank: "Für den Einzelstaat führt dies zu einer Disaggregation der Aufgabenwahrnehmung in funktionalen Bereichen ..." (Jürgen Stark).

Ein anschaulicher Indikator zur Messung der Machtposition der Akteure der Finanzwelt sind auch die Einkommen, die dort gezahlt werden:

## Einkommen an der Spitze in Mio. \$



Methode: Jahreseinkommen in Millionen Dollar

Quelle: Frankfurter Allgemeine Zeitung

Anfang der 90er Jahre galt noch als Faustformel für die Einkommensverteilung:

Durchschnittliches Einkommen zwischen Management und Arbeitnehmer

in Japan 7 : 1

in Deutschland 25 : 1

in USA 220 : 1

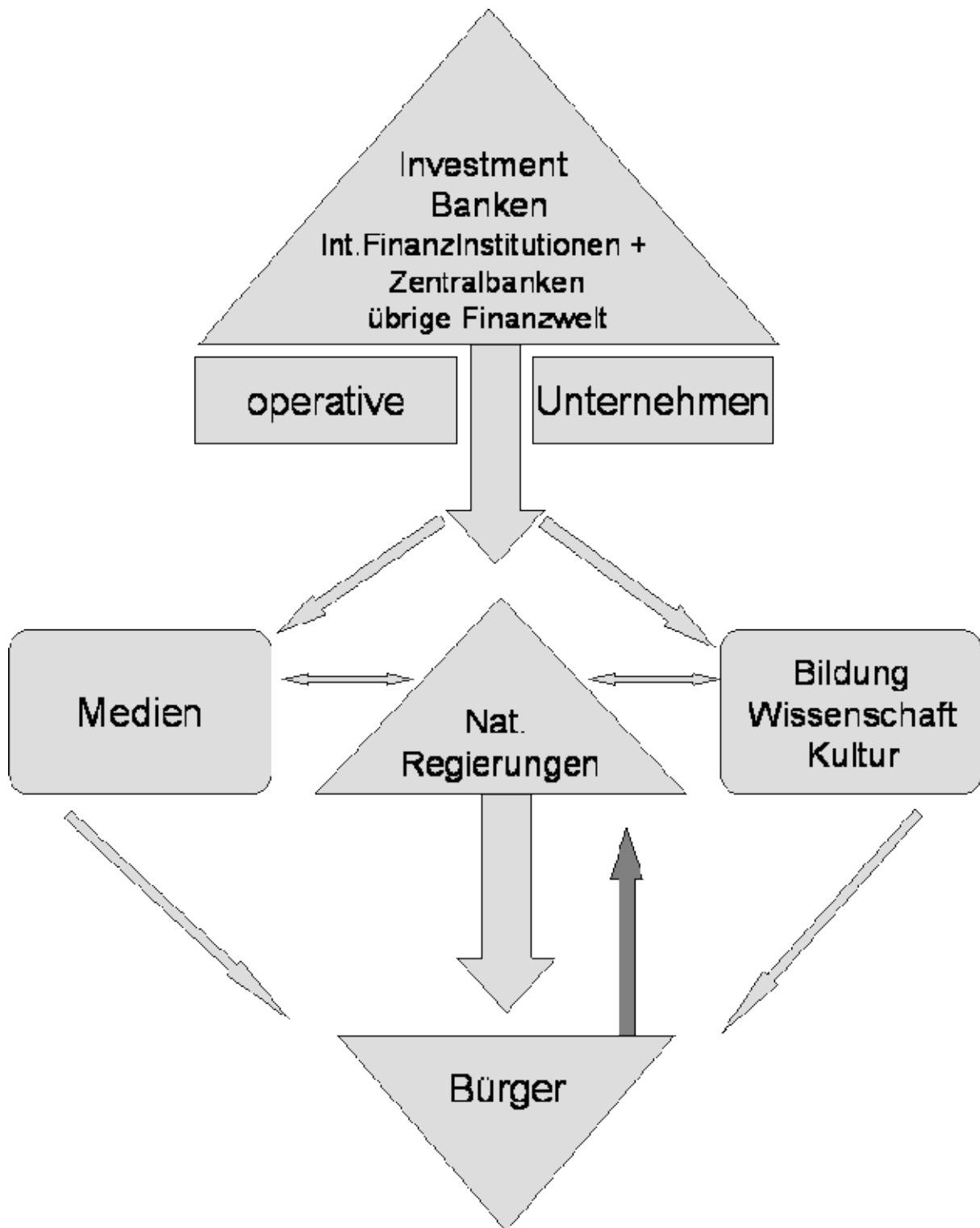
Die Umrechnung des Einkommens von George Soros oder des Managements von Investment Banking nach diesem Muster ist müßig. Sie ergibt keinen Sinn mehr. Zwischen dem Zähler und dem Nenner ist jeder sachlogische Zusammenhang abhanden gekommen.

Heiko Thieme, langjähriger Finanzkolumnist (Brief aus Wall Street), erklärt offen: "Die Bereicherung auf Vorstandsebene hat eine Größenordnung angenommen, die mit den Freiheitsgraden einer freien Marktwirtschaft nicht mehr zu rechtfertigen ist. Ein Feudalismus größten Ausmaßes kommt zum Vorschein".

Auch an diesem Indikator zeigt sich, die Finanzwelt beginnt ein Eigenleben.

Zusammenfassend lässt sich, stark zugespitzt, die Gesamtanalyse als Modell abbilden:

#### IV. Ein Weltmachtmodell



Quelle: *MacroAnalyst.de*

Das Modell skizziert den Stand des dynamischen Wandels.

Der Finanzsektor ist an die Spitze der Machtpyramide gewachsen. Innerhalb der Finanzarchitektur haben die *Investment Banken* die Führung übernommen. Es folgen die *Internationalen Finanzinstitutionen*, wie Internationaler Währungsfonds, Weltbank, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Forum für Finanzstabilität.

Auf gleicher Stufe die *Zentralbanken*, vor allem Federal Reserve Bank, Europäische Zentral Bank, Bank of Japan, Bank of China.

Schließlich folgt die *übrige Finanzwelt*.

Das *operative Kapital* hat seine einstige Machtposition verloren. Es ist nicht ohne politischen Einfluss, ist aber weitgehend vom Finanzkapital abhängig geworden. Sein Einfluss sinkt tendenziell. Erhellend dazu auch die folgende aktuelle Angabe: „Wir müssen die Unternehmensgewinne genauer betrachten. Sie sind zwar hoch, doch mehr als 40 Prozent aller branchenweiten Profite macht allein das Finanzgewerbe“ (Ryoji Musha, Chefstrategie der Deutschen Bank in Tokio. FAZ 30. Sept. 2004).

Die *nationalen Regierungen* bilden ebenfalls eine Pyramide, an deren Spitze die USA – und mit einigem Abstand die G8-Staaten - residieren. Sie haben die Position, die ihnen noch immer in den Schulbüchern zugewiesen wird, lange eingebüßt – auch die US-Administration. Maßgebliche Politik-Vorlagen, nämlich solche von globaler Bedeutung, erhalten sie heute von oben und exekutieren sie.

Beim gesamten Machtfluss von oben nach unten kommt *Medien, Wissenschaft, Bildung* und *Kultur* eine wesentliche unterstützende Funktion zu.

*Demokratischer Einfluss* (dunkler Pfeil), ein Machtkorrektiv der Bürger, existiert noch. Je komplexer die globale Politikarchitektur, um so schwerer, den Pfeil wieder zu verbreitern.

Wenn sich Investment Banking an der Spitze der Pyramide positioniert hat, bedeutet das natürlich nicht Alleinherrschaft. Nach wie vor müssen auch sie Niederlagen einstecken (z. B. Einführung Euro).

Aber ihre Macht nimmt tendenziell zu. Das System bewegt sich in die Richtung des weiteren Ausbaus ihrer Position.

Einerseits wird die Brisanz dieser Architektur breiter anerkannt, als auf den ersten Blick vermutet werden könnte.

Selbst George Soros, der hier stellvertretend zitiert wird, sieht die folgenden Perspektiven:

Die bestehenden Rahmenbedingungen für Spekulationsgeschäft würden die gesunde wirtschaftliche Entwicklung in vielen unterentwickelten Ländern gefährden. Deshalb warnt er heute vor einem Marktfundamentalismus, dessen Kräfte letztlich sogar den Sturz des demokratischen kapitalistischen Weltsystems herbeiführen könnten.

Andererseits divergieren aber bei den zu ziehenden Schlussfolgerungen, bei der Frage nach der Reformfähigkeit des Systems, die Auffassungen stark:

*Von unten nach oben* wird die folgende Botschaft transportiert:

„Die vordringlichen Aufgaben einer mittelfristigen Reform der Finanzmärkte bestehen darin, durch ihre vorbeugende Stabilisierung den Ausbruch weiterer Finanzkrisen zu verhindern und darüber hinaus die Unterwerfung der Gesellschaft unter die ‚Herrschaft der Finanzmärkte‘ zu beenden...

Diese Reform soll den Finanzsektor wieder auf seine wesentliche Aufgabe der externen Finanzierung von Investitionen und Produktion sowie langfristiger privater Vermögensbildung zurückführen, für die er unentbehrlich ist“.

(Jörg Huffschmid, Politische Ökonomie der Finanzmärkte, Hamburg 2002).

*Von oben nach unten* wird umgekehrt vor allem die Botschaft transportiert: „There is no alternative“ (TINA).

Jeder Staat befinde sich im weltweiten, globalen Wettbewerb, den er nur bestehen könne, wenn er die Liberalisierung im eigenen Land weiter vorantreibe und auf internationaler Ebene unterstütze.

So sieht es auch die Bundesbank

Immer wieder würde der Ruf nach erneuter Regulierung (Kapitalverkehrskontrollen, Tobin-Steuer usw.) laut, weil ein freier Kapitalverkehr als zu gefährlich angesehen werde. "Dies dürfte weder angezeigt, noch praktikabel sein"

(Bundesbank: Geld und Geldpolitik, Frankfurt 2003/2004).

Natürlich könne mit der Integration in die internationalen Finanzmärkte "ein wirtschaftspolitischer Autonomieverlust verbunden sein. Internationale Kapitalströme reagieren relativ sensibel auf wirtschaftspolitisches Fehlverhalten"

(Deutsche Bundesbank: Grenzüberschreitender Verkehr und die Rolle des IWF, Monatsbericht Juli 2001).

Es gebe zu der internationalen Entwicklung aber keine Alternative.

Wenn also einerseits die Anfälligkeit des Systems durch den weiteren Machtausbau der Finanzwelt zunimmt, andererseits jede Reform zum Rückbau der Finanzarchitektur verhindert wird, stellt sich die Frage, ob eine II. Weltwirtschaftskrise (wegen der Unumkehrbarkeit der Handelsbilanz- und Leistungsbilanzungleichgewichte vor allem zwischen den USA einerseits und Japan sowie China andererseits sowie der damit zusammenhängenden Überbewertung des Dollar und Unterbewertung von Yuan und Yen) unabwendbar wird.

Wird sich das Muster wiederholen, das wir oben im zweiten Kapitel herausgearbeitet hatten: I. Weltwirtschaftskrise führt zur Neuordnung der Finanzmärkte?

Damals hieß es: Proletarier aller Länder vereinigt Euch!

Wird es morgen heißen: Ärzte und Anwälte, Handwerker und Diplomaten - ja, und auch Manager der operativen Unternehmen, vereinigt Euch?