

Jakob Kapeller, Bernhard Schütz, Benjamin Ferschli

FINANZIALISIERUNG UND GLOBALE UNGLEICHHEIT

EINLEITUNG UND PROBLEMDEFINITION

Globalisierung, Finanzialisierung und steigende Ungleichheit sind drei Entwicklungen, die – zumindest in unserer jüngeren Geschichte – parallel verlaufen: Sie alle haben ihren Anfang in den wirtschafts- und sozialpolitischen Umwälzungen der 1970er und 1980er Jahre, wie dem Ende des Bretton-Woods-Systems oder dem Aufstieg des Monetarismus, und nehmen in den folgenden Dekaden stetig an Stärke und Intensität zu. Obwohl diese Gleichzeitigkeit von zunehmender finanzieller und ökonomischer Integration („Globalisierung“), einer immer dominanteren Rolle der Finanzwirtschaft („Finanzialisierung“) und steigender Vermögens- und Einkommensungleichheit zufällig sein mag, stehen diese drei Phänomene im Ergebnis in einem komplexen, wechselseitigen Wirkungszusammenhang. Dabei wird typischerweise unterstellt, dass Globalisierung in Form größerer ökonomischer Offenheit auch zu steigender nationaler Ungleichheit führt (Bourguignon 2015). Für Finanzialisierung hingegen wird nicht nur ein direkter und positiv-verstärkender Effekt auf die nationale Ungleichheit angenommen (Lin/Tomaskovic-Devey 2013), sondern auch ein indirekter Effekt diagnostiziert, demzufolge Finanzialisierung die Verteilungswirkung ökonomischer Offenheit weiter verstärkt und, insbesondere auf der internationalen Ebene, auch neu akzentuiert (Zucman 2014; Tørsløv et al. 2018). Steigende (nationale) Ungleichheit schließlich trägt ihrerseits zur Dämpfung der

Binnennachfrage bei und erhöht so die Attraktivität von Strategien, die auf Finanzialisierung (zum Beispiel Finanzspekulation) oder Globalisierung (zum Beispiel Steigerung der Exportnachfrage) beruhen.

Vor diesem Hintergrund versucht das vorliegende Kapitel wesentliche Verbindungslinien zwischen Finanzialisierung und steigender globaler wie nationaler Ungleichheit herauszuarbeiten. Eine Schwierigkeit hierbei ist die breite inhaltliche Klammer um den Begriff Finanzialisierung, die auf diverseste Aspekte – von geänderten rechtlichen Rahmenbedingungen der Finanzwirtschaft über neue Praktiken in Unternehmen und Verwaltung bis hin zu Verteilungsfragen oder Fragen der Alltagskultur – verweist (für einen Überblick siehe van der Zwan 2014). Die wohl meist rezipierte Definition des Finanzialisierungsbegriffs stützt sich daher wenig überraschend nicht auf einzelne der hier genannten Phänomene, sondern rückt allgemein die steigende Bedeutung finanzwirtschaftlicher Erwägungen, Aktivitäten und Institutionen ins Zentrum: „Finanzialisierung meint die steigende Wichtigkeit von Finanzmärkten, finanzwirtschaftlichen Motiven, Finanzinstitutionen und Finanzeliten in der Kontrolle von Wirtschaft und staatlichen Institutionen in einem nationalen wie internationalen Rahmen“ (Epstein 2005: 3 [Übersetzung der Autoren]).

Diese Form, die der Finanzialisierung zugrunde liegende Dynamik zu erfassen, zieht ihren Reiz aus einem Fokus auf eine Relevanz-Dimension, die es erlaubt, die diversen Facetten der Finanzialisierung unter einem gemeinsamen Dach zu subsumieren. Ausführlichere Definitionen des Phänomens können die steigende Bedeutung des Finanzsektors dabei entweder mit konkreten und besonders bedeutsamen Anwendungsfällen unterlegen und beispielsweise auf das stetige Wachsen des Finanzsektors (Dore 2008) oder die steigende Bedeutung von Kapitaleinkommen verweisen, oder aber eine Aufzählung relevanter Forschungsbereiche zur Finanzialisierung vornehmen (siehe wiederum van der Zwan 2014).

Eine weitere Möglichkeit, sich das Thema der Finanzialisierung zu erschließen, ist die Zuhilfenahme einer theoretischen Perspektive. Denn die Literatur zu Finanzialisierung schließt implizit – und stellenweise auch explizit (zum Beispiel Arrighi 1994; Stockhammer 2004) – an ein charakteristisches Thema der klassischen Ökonomie an, nämlich an die Frage nach der expansiven Natur des Kapitals (Smith [1776] 1979: 31; Marx [1867] 2013: Bd. I, 792-802). Geht man

von dem theoretischen Bild aus, dass Kapital – insbesondere institutionalisiertes und nach Optimierungskalkülen verwaltetes Finanzkapital – nach immer neuen und höheren Renditen sucht, so ist das Vordringen der Finanzialisierung in unterschiedlichste Sphären individuellen und kollektiven Handelns keine große Überraschung. Dabei muss die Finanzialisierung – gedacht als finanzwirtschaftliche Vermarktlichung – so wie auch andere Vermarktlichungsprozesse (Polanyi 1944) immer erst politisch durchgesetzt werden. Dies geschieht etwa, indem Kapitalverkehrskontrollen aufgegeben, soziale Sicherungssysteme privatisiert oder Finanzmärkte dereguliert werden.

Um sich der Frage nach dem Zusammenhang zwischen Finanzialisierung und globaler wie nationaler Ungleichheit anzunähern, versuchen wir im Folgenden, zuerst das Phänomen der Finanzialisierung thematisch abzugrenzen sowie quantitativ zu illustrieren und mit einer theoretischen Grundierung entlang ausgewählter ökonomischer Verteilungstheorien zu versehen. Im Anschluss weisen wir auf wesentliche Wirkungskanäle zwischen Finanzialisierung und Ungleichheit hin und erläutern die diesen Wirkungszusammenhängen zugrunde liegenden Dynamiken.

WAS IST FINANZIALISIERUNG?

Wie eingangs angemerkt, fungiert der Terminus der Finanzialisierung als Sammelbegriff für eine Reihe parallel ablaufender, inhaltlich lose verbundener und stetig voranschreitender Prozesse. Versuche, das interessierende Phänomen enger zu fassen, verbinden diese unterschiedlichen Phänomene durch den Verweis auf die steigende Bedeutung des Finanzsektors. Aus diesem Versuch ergeben sich extensivere Definitionsversuche zur Finanzialisierung, wie etwa jener von Dore (2002: 116): Finanzialisierung meint „die zunehmende Dominanz der Finanzindustrie in den gesamten ökonomischen Aktivitäten, des Finanzcontrollings im Management von Unternehmen, der Finanzanlagen im Verhältnis zu Anlagen überhaupt, börsenfähiger Wertpapieren und vor allem Aktien, des Aktienmarkts als Markt der Unternehmenskontrolle bei der Festlegung von Unternehmensstrategien[...]“ [Übersetzung der Autoren].

Dabei geht es weniger um ein restloses Verständnis der unterschiedlichen finanzwirtschaftlichen Kennzahlen, sondern vielmehr

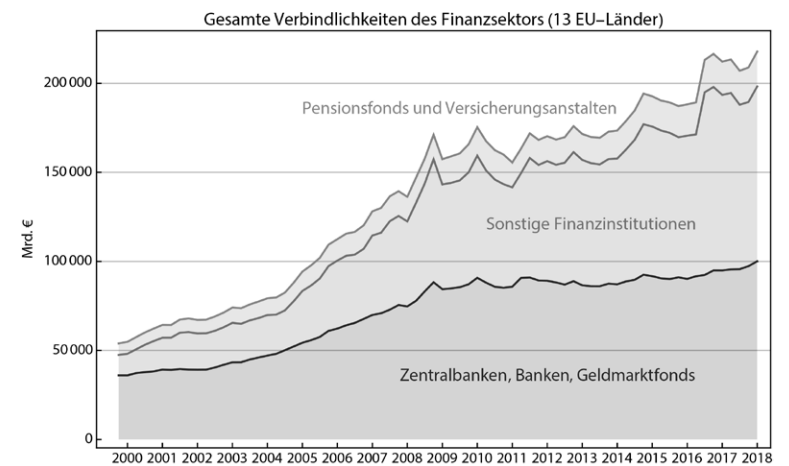
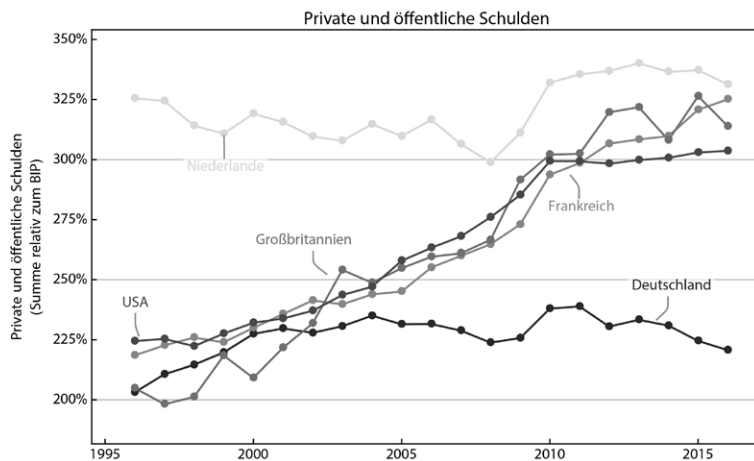
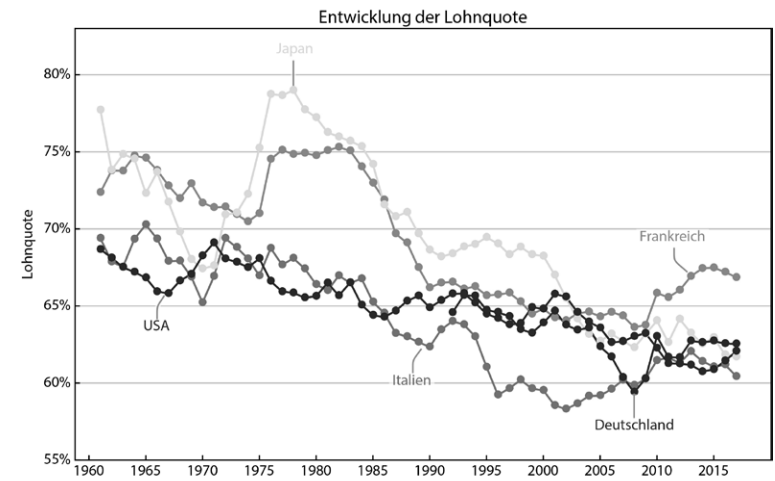
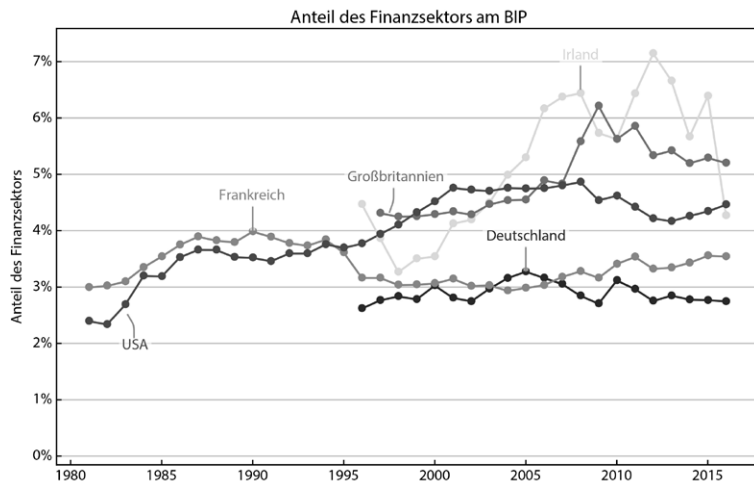
um eine Intuition für die derartigen Definitionsversuchen zugrunde liegende Parallelität. Diese ist vor allem deshalb bedeutend, weil sich zu ihrer Veranschaulichung unterschiedliche Dimensionen und Sphären der Finanzialisierung auch quantitativ mittels ökonomischer Kennzahlen abbilden lassen. Die nachstehende Abbildung bietet hierfür ein Beispiel und zeigt, wie sich Finanzialisierung auch numerisch auf unterschiedliche Dimensionen und Akteure beziehen lässt.

Das linke obere Panel in Abbildung 1 zeigt die Größe des Finanzsektors relativ zur Größe der jeweiligen Volkswirtschaften und weist auf einen globalen Agglomerationseffekt hin – der Finanzsektor konzentriert sich in bestimmten Ländern, die in Folge einen steigenden Anteil ihres BIP in diesem Sektor lukrieren. Das rechte obere Panel zeigt die rückläufige Entwicklung der Lohnquote, also jenes Teils der gesamten Einkommen, der in Löhne und Gehälter fließt, für ausgewählte Länder und weist damit auch auf die Verteilungsdimension der Finanzialisierung hin. Die unteren beiden Panels bieten wiederum Indikatoren für die Bedeutung des Finanzmarkts und stellen die Bestandsgröße der gesamten Schulden (der nichtfinanziellen Sektoren links bzw. des Finanzsektors rechts) dem BIP gegenüber.

FINANZIALISIERUNG: KONZEPTIONELLE PERSPEKTIVEN

Ein wesentliches theoretisches Argument in der Literatur über Finanzialisierung ist, dass die Tendenz zur Finanzialisierung nicht historisch zufällig auftritt, sondern vielmehr Ausdruck eines fundamentalen historischen Wandels des modernen Kapitalismus ist (Krippner 2005), der einem wiederkehrenden Muster entspricht (Hilferding [1910] 1955; Arrighi 1994). Man spricht dabei vom Wandel eines fordistischen Nachkriegssystems (Aglietta 1979), in dem der Binnenmarkt eine zentrale Rolle spielte und hohe Lohnsteigerungen und wohlfahrtsstaatliche Maßnahmen einen Interessensausgleich zwischen Arbeit und Kapital schaffen sollten, hin zu einem finanzdominierten Kapitalismus, in dem Rendite nicht mehr aus vorwiegend national organisierter (Industrie-)Produktion generiert wird, sondern mittels Kapitalmarkt-Portfolios (Boyer 2000; Guttman 2016). Als wesentliche Ursachen dieses Wandels werden typischerweise die Öl- und Stagflationskrise (eine Periode stagnierenden Wirtschaftswachs-

Abbildung 1: Dimensionen der Finanzialisierung



Quelle: EU-KLEMS (Finanzsektor/BIP, www.eu-klems.net), AMECO (Lohnquote, ec.europa.eu/info/business-economy-euro/indicators-statistics/economic-databases/macro-economic-database-ameco_en), OECD (Schulden/BIP, stats.oecd.org), EZB (Verbindlichkeiten des Finanzsektors, sdw.ecb.europa.eu)

tums und gleichzeitiger hoher Inflation) der 1970er Jahre, rückläufige Kapitalertragsraten sowie politische Veränderungen im Sinne des Neoliberalismus gesehen (Stockhammer 2004; Krippner 2012). Die direkten Folgen dieser Neuausrichtung bestehen in geringeren Investitionen, höherer Arbeitslosigkeit und stärkerer außenwirtschaftlicher Orientierung. Finanzialisierung ist in dieser Hinsicht nichts anderes als jener Prozess, in dessen Rahmen sich der Wandel von einem Akkumulationsregime (des Fordismus, u.a. geprägt von starker Sozialpartnerschaft und hohen Reallöhnen) auf das nachfolgende (den finanzdominierten Kapitalismus) vollzieht.

Einer solcherart theoriegebundenen systemischen Sicht auf Finanzialisierung steht dabei ein eher empiristisches Verständnis gegenüber, wie es im vorangegangenen Abschnitt illustriert wurde (siehe auch Sawyer 2014).

Neben diesem grundsätzlichen Gegensatz lässt sich die Finanzialisierungsforschung auch hinsichtlich verschiedener Anwendungsbereiche und Interessensfelder differenzieren. Besonders bedeutsam sind hier institutionell orientierte Forschungsarbeiten, die sich dem Zusammenspiel zwischen sich ändernden regulatorischen Grundlagen (der Finanzwirtschaft, internationaler Kapitalbewegungen oder auch der Buchführung) und zunehmender Finanzialisierung widmen (beispielhaft: Bieling 2013). Dazu kommen Forschungsarbeiten mit spezifischem Fokus auf Änderungen im Firmenverhalten – etwa verstärkte Shareholder-Value-Orientierung (beispielhaft: Stockhammer 2004; Davies 2017), die Zunahme von CEO-Stock-Options oder der Umstand, dass immer mehr traditionelle Firmen gewichtige Finanzportfolios halten – bzw. auf Änderungen in den Strategien des öffentlichen Sektors (Karwowski/Centurion-Vicencio 2018), etwa im Bereich der Darlehensaufnahme (von national zu international), des Bildungssystems (Eaton et al. 2016) oder der Pensionsvorsorge (vom Umlage- zum Kapitaldeckungsverfahren).

INSTITUTIONELLE VORAUSSETZUNGEN DER FINANZIALISIERUNG

Die zunehmende Finanzialisierung ist eng verbunden mit dem Aufkommen des Neoliberalismus. Die Grundidee des Neoliberalismus, die staatliche Einflussphäre auf ein Mindestmaß (Wahrung der öffentlichen Ordnung, Schutz von Eigentum etc.) zu beschränken,

um so das wirtschaftliche Potenzial zur vollen Entfaltung zu bringen, wurde in Großbritannien und den USA Ende der 1970er Jahre zur dominierenden politischen Kraft. In diesem politischen Klima kam es zu einer zunehmenden Deregulierung des Finanzsektors, die eine maßgebliche Grundlage für das Aufkommen von zunehmender Finanzialisierung in den folgenden Jahrzehnten darstellt (Kotz 2008). Die maßgeblichen Gesetzesinitiativen waren in den USA der *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act* (1980) sowie der *Garn-St Germain Depository Institutions Act* (1982), die zahlreiche der bis dahin gültigen Beschränkungen für das Kredit- und Bankenwesen aufhoben (Kotz 2008). Diese Phase der Deregulierung mündete schließlich in die komplette Aufhebung des *Glass-Steagall Act* im Jahr 1999, der jedoch aufgrund der vorangegangenen Reformen schon sehr an Bedeutung verloren hatte. Der *Glass-Steagall Act* war 1933 als Reaktion auf die Finanzkrise am Beginn der Großen Depression verabschiedet worden und sorgte für eine Trennung zwischen Geschäfts- und Investmentbanken: Lediglich Geschäftsbanken war es erlaubt, Einlagen anzunehmen. Gleichzeitig waren diese von spekulativen Finanzinvestitionen ausgeschlossen, die wiederum den Investmentbanken vorbehalten waren.

Als ein weiterer die Finanzialisierung begünstigender Faktor stellte sich die Zinspolitik der USA in den 1980er Jahren heraus. Zinserhöhungen hatten das Ziel, das hohe Inflationsniveau zu senken. Aufgrund der für Anleger attraktiven Zinsen strömte vermehrt ausländisches Kapital ins Land, was zu einer Aufwertung des Dollars führte. Diese Aufwertung machte US-Exporte international teurer und Importe für AmerikanerInnen billiger, was gemeinsam mit der Tatsache, dass Firmen aus Ländern wie Deutschland und Japan technologisch zu US-Unternehmen aufgeschlossen hatten, zu einem Rückgang der Profitabilität von produzierenden US-Unternehmen führte. Die Folgen waren die Auslagerung von Produktion und steigender Macht- und Mitgliederverlust der Gewerkschaften. Reagans Politik der Zurückdrängung des Staates begünstigte diesen Prozess weiter, da sie Anfang der 1980er Jahre von einem starken Anstieg der Arbeitslosigkeit und einem Rückgang der Auslastungsrate der Unternehmen im produzierenden Sektor begleitet war (siehe Van Arnum/Naples 2013). Die sich daraus ergebende niedrige Rentabilität ließ die Attraktivität von Finanzinvestitionen im Vergleich zu Investitionen in Produktionskapital weiter steigen (Brenner 2006).

Mit dem Ende der Bretton-Woods-Ära in den 1970er Jahren begann ebenso eine neue Zeit zunehmend freier internationaler Finanztransaktionen. Die Einigung von Bretton Woods im Jahr 1944 hatte ein System geschaffen, in dem alle beteiligten Länder einen fixen Wechselkurs zum Dollar einführten, während die USA sich ihrerseits verpflichteten, Dollars jederzeit in einem fixen Verhältnis gegen Gold zu handeln. Um diese fixen Wechselkurse aufrechtzuerhalten und spekulative Devisengeschäfte einzudämmen, hatten alle Länder relativ strenge Beschränkungen auf die Ein- und Ausfuhr von Kapital (Kapitalverkehrskontrollen) erlassen. Es entstand ein politisch administriertes internationales Finanzsystem (Guttmann 2016), in dem die Möglichkeit zur internationalen Kapitalanlage stark eingeschränkt und Finanzialisierung auf internationaler Ebene dementsprechend eingedämmt war. Mit dem Niedergang von Bretton Woods Anfang der 1970er Jahre ging die zunehmende Abschaffung dieser Beschränkungen einher. Die Folgen waren ein dramatischer Anstieg des internationalen Kreditangebotes und internationaler finanzieller Verflechtungen, zunehmend begleitet von Spekulationsblasen und Währungskrisen, wie etwa jene der Asien- und Russlandkrise in den 1990er Jahren (Eichengreen 2004).

Europa hinkte diesen internationalen Entwicklungen etwas hinterher. So gab es zwischen 1960 und 1992 in vielen europäischen Ländern die Bemühung, das Kreditmengenwachstum durch nationale Obergrenzen einzudämmen bzw. auch gezielt in bestimmte Regionen, Branchen oder Unternehmen zu dirigieren. Die erwähnten Obergrenzen wurden allerdings selten erreicht bzw. oft durch ausländische Kredite kompensiert. Die Mehrheit der Länder hatte zwischen 1950 und 1992 Kapitalkontrollen, diese beschränkten sich allerdings hauptsächlich auf die Ausfuhr von Kapital (Wyplosz 2001). Die Gründung der Europäischen Union im Jahr 1993 bedeutete schließlich die Schaffung eines gemeinsamen europäischen Kapitalmarkts und damit die Abschaffung jeglicher Kapitalverkehrskontrollen.

FINANZIALISIERUNG UND KAPITALISTISCHE VERTEILUNGSDYNAMIK

Eine leicht zugängliche theoretische Perspektive auf das Phänomen der Finanzialisierung zu bieten, ist ob dessen Vielgestaltigkeit kein simples Unterfangen. Hier wird im Folgenden versucht – unter Rückgriff auf klassische Beiträge zur Rolle von Kapital, Vermögen und Finanzwirtschaft – eine Reihe von Einsichten abzuleiten, die für unsere weitere Auseinandersetzung insofern relevant sind, als sie ein grundlegendes Verständnis für kapitalistische Verteilungsdynamiken vermitteln. Eine solche Vorgangsweise erlaubt es nicht nur, wesentliche Mechanismen und Begriffe zu benennen, sondern auch die typischerweise in diesem Kontext verwendeten Maßgrößen besser verständlich zu machen.

Wir beginnen unsere historisch angelegte Tour d’Horizon mit Karl Marx, der den Widerspruch zwischen Arbeit und Kapital ins Zentrum seiner Auseinandersetzung stellte. Von Marx können wir für unsere Diskussion drei Einsichten mitnehmen: Erstens teilt Marx – im Einklang mit anderen klassischen Ökonomen – die Gesellschaft in unterschiedliche Klassen, die sich im Wesentlichen dadurch unterscheiden, dass sie entweder „Produktionsmittel“, das heißt die Betriebe und Maschinen, besitzen und also „KapitalistInnen“ sind oder eben besitzlose „ArbeiterInnen“. Zweitens spricht Marx von einem Akkumulationszwang des Kapitals (Marx [1867] 2013: Bd. I, Kapitel 24), der aus dem industriellen Wettbewerb hervorgeht, in dem Akkumulation zu Wettbewerbsvorteilen führt. Wer also im industriellen Wettbewerb nicht auf der Strecke bleiben will, ist stets zur Akkumulation gezwungen, ja diese ist dem industriellen Wettbewerb geradezu inhärent. Und drittens liefert Marx eine elegante Metapher zum Verständnis des „Finanzkapitals“ – also jener Derivate, Wertpapiere und Optionen, die auf Finanzmärkten gehandelt werden –, wenn er davon spricht, dass Wertpapiere aller Art bloß „papierne Duplikate des wirklichen Kapitals“ (das heißt des Industriekapitals) wären. Diese „papiernen Duplikate“ stellen „Rechtsansprüche“ auf einen Anteil an künftigen Erlösen dar, können getrennt vom eigentlichen Unternehmensbetrieb gehandelt werden und „fallen und steigen ganz unabhängig von der Wertbewegung des wirklichen Kapitals, auf das sie Titel sind“ (Marx ([1867] 2013: Bd. III, 494). Damit bietet der Finanzkapitalismus eine konstante spekulative Alternative zur Real-

investition, die insbesondere dann relevant ist, wenn aufgrund eines fortgeschrittenen wirtschaftlichen Konzentrationsprozesses weitgehende wirtschaftliche Stagnation eintritt (Hilferding [1910] 1955; Steindl ([1952] 1976).

Bereits durch den grundsätzlichen Gegensatz zwischen „KapitalistInnen“ und „ArbeiterInnen“ ergibt sich eine Reihe von Verteilungsmustern, die in den meisten kapitalistischen Gesellschaften Gültigkeit haben und zwar auch dann, wenn die soziale Verteilungslage von anderen Faktoren, etwa einem gut ausgebauten Sozialstaat oder einem einflussreichen öffentlichen Sektor, stark geprägt ist. Zu diesen vergleichsweise stabilen Verteilungsmustern zählen die folgenden:

- (a) Ein überproportional großer Anteil des privaten Vermögens ist an der Spitze der Vermögensverteilung konzentriert. In Ökonomie und Statistik wird eine solche Verteilung gemäß ihrer funktionalen Form als Potenzverteilung (engl: *power law*, $y=a \cdot x^b$) verstanden, wobei die bekannteste Form einer solchen Verteilung die so genannte „Pareto-Verteilung“ ist, benannt nach dem italienischen Soziologen und Ökonomen Vilfredo Pareto.
- (b) Die Ungleichheit der Kapitaleinkommen ist größer als jene der Arbeitseinkommen: Die allermeisten Haushalte beziehen ein zum Lebensunterhalt ausreichendes Arbeitseinkommen, während die Kapitaleinkommen – ebenso wie die Vermögen – zu einem überproportionalen Teil an der Spitze der Verteilung konzentriert sind. Die unteren 80 Prozent der Bevölkerung haben typischerweise keine nennenswerten Kapitaleinkommen (European Central Bank 2016). In diesem Sachverhalt liegt auch die wesentliche Brücke zwischen der personalen Einkommensverteilung, die danach fragt, welcher Personenanteil welchen Einkommensanteil besitzt, und der sogenannten „funktionalen Einkommensverteilung“, die die gesamten Einkommen auf Arbeits- („Lohnquote“) und Kapitaleinkommen („Profitquote“) aufteilt (siehe auch Abbildung 1). Aufgrund der größeren Ungleichheit der Kapitaleinkommen bedeutet ein Anstieg der Profitquote im Normalfall auch einen Anstieg der personalen Einkommensungleichheit.
- (c) Die Vermögensungleichheit ist größer als die Einkommensungleichheit: Grundsätzlich wird in der Verteilungsforschung zwischen Beständen („Vermögen“) und laufenden Zahlungen („Ein-

kommen“) unterschieden. Dabei gilt, dass die Verteilung der Bestände stets ungleicher ist als jene der Einkommen, da Arbeitseinkommen viel gleichmäßiger verteilt sind als der Vermögensbesitz und die korrespondierenden Kapitaleinkommen. Dennoch folgen auch die laufenden Einkommen sehr häufig der oben erwähnten Potenzfunktion – allerdings weisen die entsprechenden Parameter typischerweise auf eine niedrigere Ungleichheit hin als im Bereich der Vermögen.

- (d) Die Konzentration von Vermögen in Betrieben ist größer als in anderen Bereichen. Im Einklang mit der Marx'schen Intuition zeigt sich in empirischen Studien, dass betriebsbezogene Vermögen (Betriebskapital, Aktien oder Firmenanleihen) sowie Finanzanlagen typischerweise weitaus ungleicher verteilt sind als andere Vermögenskomponenten (European Central Bank 2016).

Aufmerksame LeserInnen stellen fest, dass wir in dieser Diskussion von einem breiten Begriff des privaten Vermögens Gebrauch machen, der eine Reihe von Vermögenskomponenten umfasst – darunter manche, die für Marx zentral waren und die der klassischen Kapitaldefinition entsprechen (zum Beispiel Betriebsvermögen), aber auch andere, die er als bloß „papierne Duplikate“ ansah (Finanzprodukte), sowie darüber hinaus solche, für die Marx selbst nur beschränktes Interesse zeigte (zum Beispiel Immobilienvermögen). Derartige Differenzierungen sind allerdings für die Diskussion der Finanzialisierung von besonderem Interesse, da diese nicht nur Einfluss auf Finanzanlagen nehmen, sondern über Umwege auch auf andere Vermögenskomponenten einwirken, etwa im Bereich der Unternehmens- und Vermögensbesteuerung.

Neben einer grundlegenden Intuition über wesentliche Verteilungscharakteristika kapitalistischer Gesellschaften verweist Marx mit seinem Argument zum Akkumulationszwang nicht nur auf den expansiven Charakter des Kapitalismus und die damit verbundene Tendenz, neue Märkte und Quellen von Renten zu generieren, sondern deutet auch auf die Bedeutung des Kapitalstocks als zentrale Größe zur Beurteilung der wirtschaftlichen Entwicklung hin. In einer einfachen Darstellung ergibt sich der jährliche Zuwachs des Kapitalstocks (K) aus folgendem Zusammenhang (durch den Verbrauch von Gerätschaft und Material in der Produktion verliert der Kapitalstock stetig (*depreciation*) – was in Folge nicht weiter berücksichtigt wird):

$$K(t) = K(t-1) \cdot r \cdot s \quad (1),$$

wobei r die durchschnittliche Kapitalertragsrate darstellt und s die durchschnittliche Sparneigung der BezieherInnen von Kapitaleinkommen. Unterstellen wir nun der Einfachheit halber, dass alle Lohneinkommen mit einer konstanten Rate g wachsen, und nehmen wir an, dass gilt

$$r \cdot s > g \quad (2),$$

so folgt, dass die Kapitaleinkommen schneller als die Lohneinkommen wachsen. Dies folgt, weil $r \cdot s > g$ bedeutet, dass der Kapitalstock schneller wächst als die Summe der Lohneinkommen. Wächst die Grundlage der Kapitaleinkommen schneller als jene der Lohneinkommen, so steigen die Kapitaleinkommen stärker und es ergibt sich ein konstanter Anstieg der Profitquote, solange die Kapitalertragsrate r in etwa konstant bleibt. Damit ergibt sich ein Zustand systemischer Instabilität. Krisen, die hierdurch ausgelöst werden können, sind ein durch die rückläufige Lohnquote ausgelöster Mangel an Konsumnachfrage, der rückläufige Investitionsnachfrage und zunehmende Arbeitslosigkeit zur Folge hat. Aber auch aus sozialer und politischer Sicht können hier aufgrund der steigenden Ungleichheit soziale Konflikte und gesellschaftliche Krisen entstehen.

Die obige Formulierung hat dabei starke Ähnlichkeiten zu zwei zentralen Gleichungen der ökonomischen Verteilungsdiskussion, nämlich zur bekannten „Cambridge Equation“ (Kaldor 1955; Pasinetti 1962)

$$r \cdot s = g \quad (3).$$

Diese Gleichung beschreibt im Wesentlichen denselben Zusammenhang wie die vorangegangene (2); der Unterschied besteht nur darin, dass die Cambridge Equation einen Zustand der Stabilität beschreibt, während bei $r \cdot s > g$ instabile Dynamiken vorliegen. Die Stabilität ergibt sich im Fall von $r \cdot s = g$ dadurch, dass Kapitalstock und Arbeitseinkommen in gleichem Ausmaß wachsen. Somit bleiben Profit- bzw. Lohnquote konstant, während es bei $r \cdot s > g$ zu einem kontinuierlichen Anstieg der Profitquote kommt. Eine weitere art-

verwandte Gleichung wurde von Thomas Piketty in seinem Buch *Das Kapital im 21. Jahrhundert* (Piketty 2014) als „erstes Gesetz des Kapitalismus“ eingeführt und beschreibt eine systemische Instabilität durch die Ungleichheit,

$$r > g \quad (4),$$

wobei der Vorteil dieser Formulierung im Vergleich zu Ungleichung (2) sicherlich in ihrer Eingängigkeit liegt. Dennoch ist die in (2) gegebene Formulierung präziser, da sie die relevante Sparneigung im Rahmen der Kapitalakkumulation explizit berücksichtigt, während sie in (4) gleich eins gesetzt wird. In Summe ergibt sich hier ein einfacher und flexibler analytischer Rahmen zur Veranschaulichung des Zusammenhangs zwischen Kapitalakkumulation und Einkommensungleichheit: Immer wenn die Wachstumsrate des Kapitalstocks ($r \cdot s$) die allgemeine Wachstumsrate der Lohneinkommen übersteigt, kommt es zu einer immanenten Umverteilung von Arbeit zu Kapital, und die Profitquote zeigt einen korrespondierenden Anstieg, der sich in eine steigende personale Einkommensungleichheit übersetzt. Zugleich kann diese immanente Umverteilung zu ökonomischer und sozialer Instabilität führen und soziale Machtgefälle verstärken.

Dieser Zusammenhang ist für Prozesse der Finanzialisierung von besonderer Bedeutung, da diese oftmals auf eine Verstärkung und Intensivierung der hier skizzierten Beziehungen hindeuten: So erhöht die Schaffung privater Pensionsversicherungssysteme die Größe der renditesuchenden Vermögen, neue Anlageformen und -algorithmen verstärken die Höhe und Stabilität der Kapitalertragsraten, spezielle Firmen-, Finanz- und Patentgesetzgebungen erlauben die steuerliche Optimierung korrespondierender Erträge. Finanzialisierung ist dabei ein wesentlicher Baustein zur Kreation mannigfaltiger Verwertungsmöglichkeiten für privates Finanz- und Betriebsvermögen; diesen Umstand fasst Thomas Piketty in seinem Buch wie folgt zusammen (Piketty 2014: 297): „Das ist vielleicht die bislang wichtigste Erkenntnis unserer Untersuchung: [...] die vielfältigen Möglichkeiten des Kapitaleinsatzes bewirken, dass man riesige Kapitalmengen akkumulieren kann, ohne dass die Kapitalrendite völlig einbricht.“

Obleich der hier skizzierte Analyserahmen einige wichtige Faktoren außer Acht lässt – darunter etwa Abschreibungen, ungleiche Ertragsraten entlang der Vermögensverteilung oder Sparguthaben aus

Arbeitseinkommen – bietet er doch eine formale Zusammenfassung einer wesentlichen Intuition kapitalistischer Verteilungsdynamik und illustriert dabei, wie Finanzialisierungsprozesse die allgemeine kapitalistische Tendenz zu steigender Ungleichheit weiter verstärken.

Auf dieser Basis lässt sich nun eine letzte wichtige Differenzierung zwischen dem tatsächlichen Kapital und seinen „papiernen Duplikaten“ vornehmen, um die es im Kontext der Finanzialisierung ja vielerorts geht: Wer in ein Finanzprodukt im weiteren Sinne investiert, hofft typischerweise auf einen Wertanstieg des erworbenen Produkts – es wird also versucht, Gewinne über nominale Preissteigerungen der zugrunde liegenden Anlageobjekte zu erzielen, ohne reale Werte zu schaffen. Wer seine Mittel jedoch in tatsächlichem Kapital anlegen will, muss reale Investitionen tätigen, also Maschinen einkaufen, eine Fabrik aufbauen oder eine Plantage errichten und einen positiven Beitrag zur gesellschaftlichen Wertschöpfung erzielen. Finanzialisierung bedeutet in diesem Kontext eine relative Attraktivierung spekulativer Anlagen gegenüber realen Investitionen und schwächt damit die allgemeine Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen.

FINANZIALISIERUNG UND VERTEILUNG

Wie bereits eingangs dargelegt, können Prozesse zunehmender Finanzialisierung auf vielfache Weise auf Verteilungsprozesse einwirken. Um einen systematischen Überblick über diese mannigfaltigen Einflussfaktoren zu gewährleisten, werden in diesem Kapitel vier allgemeine Wirkungskanäle zwischen Finanzialisierung und Ungleichheit unterschieden. Hierzu zählen zum einen direkte Wirkungskanäle, also solche Fälle, in denen die steigende Bedeutung des Finanzsektors direkt in eine Änderung der Verteilungssituation umschlägt. Zu diesen direkten Wirkungen hinzu treten drei indirekte Wirkungskanäle, die sich mit dem Einfluss der Finanzialisierung auf (a) die Gesamtwirtschaft, (b) deren regulatorische Einbettung und (c) das Firmenverhalten befassen. Hier wird illustriert, wie Finanzialisierung sukzessive zu einer Änderung der allgemeinen „Spielanordnung“ des Kapitalismus beiträgt und wie sich diese Änderungen der Spielanordnung in konkrete Verteilungswirkungen übersetzen.

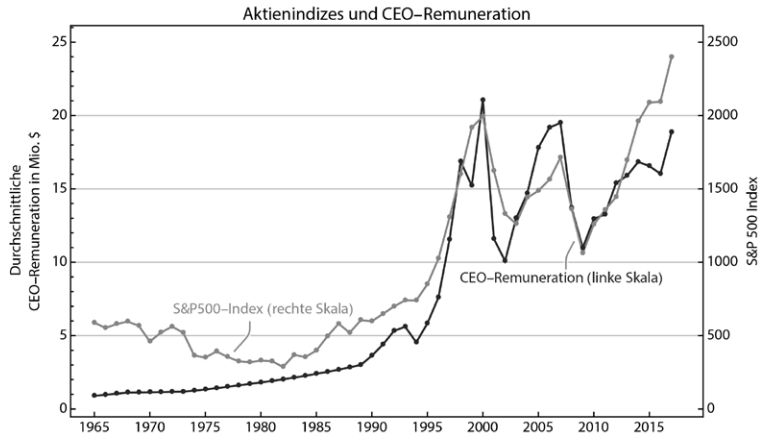
Direkte Verteilungswirkungen

Der offensichtlichste direkte Einfluss von Finanzialisierung auf Fragen der Verteilung ergibt sich als Folge der steigenden Bedeutung des Finanzsektors im gesamtwirtschaftlichen Kontext. Diese steigende Bedeutung finanzwirtschaftlicher Aktivitäten führt zu einer korrespondierenden Steigerung der Kapitaleinkommen im Vergleich zu den Lohneinkommen, und die funktionale Einkommensverteilung verschiebt sich entsprechend: ein größerer Teil des Volkseinkommens wird als Gewinn, Zins oder Dividende ausbezahlt, ein immer kleinerer relativer Anteil verbleibt für die Auszahlung von Löhnen. Diese Sichtweise ist sowohl mit den im Abschnitt „Was ist Finanzialisierung?“ dargestellten Daten als auch mit den im Abschnitt „Finanzialisierung und kapitalistische Verteilungsdynamik“ dargestellten theoretischen Zusammenhängen zur Bestimmung der Profitquote gut vereinbar. Auch präziser angelegte empirische Studien identifizieren konsequent derartige Effekte in den verfügbaren empirischen Daten.

Darüber hinaus hat zunehmende Finanzialisierung auch direkt Implikationen für die personelle Einkommensverteilung. Dies liegt einerseits an dem in Abschnitt „Finanzialisierung und kapitalistische Verteilungsdynamik“ dargelegten Umstand, dass die Konzentration bzw. Ungleichheit von Kapitaleinkommen weitaus höher ist als jene der Lohneinkommen – bei einer Verschiebung von Lohn- zu Kapitaleinkommen steigt daher notwendigerweise auch die Ungleichheit der gesamten Einkommensverteilung. Zum anderen haben Finanzialisierungsprozesse auch einen direkten Einfluss auf die Verteilung der Lohneinkommen, da sie in der Tendenz zu einer weiteren (relativen) Stärkung der Gehälter von ManagerInnen oder anderen Angestellten mit Leitungsfunktion beitragen.

Diese Stärkung der obersten Gehaltsklassen ergibt sich dabei aus zwei Umständen, die beide mit Finanzialisierung in Zusammenhang stehen: Zum einen erfolgt ein immer größerer Teil der Remuneration leitender Angestellter über den Umweg einer Unternehmensbeteiligung – CEOs von Großunternehmen werden also durch entsprechende *stock options* auch zu AnteilseignerInnen der Unternehmen. Somit ist eine Finanzialisierung der Remunerationswege zu beobachten, die auch von massiven Gehaltssprüngen begleitet wird (vgl. Abbildung 2).

Abbildung 2: CEO-Remuneration und der S&P 500-Index in den USA



Quelle: Economic Policy Institute (2018), www.epi.org

Zum anderen geschieht diese zunehmende Finanzialisierung der Einkommen der obersten Gehaltsklassen – verstanden als die Substitution von tatsächlichen Lohnzahlungen durch die Beteiligung an den jeweiligen Unternehmen – nicht zufällig, sondern ist als das praktische Resultat einer verstärkten theoretischen Orientierung an finanzwirtschaftlichen Kriterien zu sehen, das seinen Ursprung im ökonomischen Fachdiskurs der 1970er Jahre findet. Hier wurde argumentiert (siehe vor allem: Jensen/Meckling 1976), dass durch die stetige Trennung von *ownership* (Eigentum am Unternehmen) und *control* (Leitung von Unternehmen) wichtige Leistungsanreize auf der Strecke bleiben, die allerdings durch eine Eigentumsbeteiligung der ManagerInnen und leitenden Angestellten kompensiert werden könnte. Auf Basis dieses ökonomischen Anreizarguments – das die Rolle der AnteilseignerInnen ins Zentrum stellt und vorschlägt, den resultierenden Zielkonflikt zwischen EigentümerInnen und ManagerInnen mittels Finanzinstrumenten aufzulösen – ergibt sich eine Neugestaltung der betrieblichen Remunerationsspolitiken, die dann nicht mehr nur theoretisch (zentrale Rolle der AnteilseignerInnen), sondern auch in ihrer konkreten Umset-

zungsform (Auszahlung von Unternehmensanteilen) einer Logik der Finanzialisierung folgt. Diese Parallelität von Theorie und praktischer Umsetzung weist wiederum auf die Vielgestaltigkeit des Finanzialisierungsphänomens hin, das hier sowohl durch *financial motives* als auch in Form konkreter *financial activities* eine zentrale Rolle spielt.

Die steigende Bedeutung und systematische finanzielle Aufwertung von Management- und Leitungsfunktionen wird komplementiert durch eine steigende Bedeutung des Finanzmanagements, was zu einem weiteren Auseinanderdriften der Entgelte führt.

Indirekte Verteilungswirkungen:

Globale Aspekte

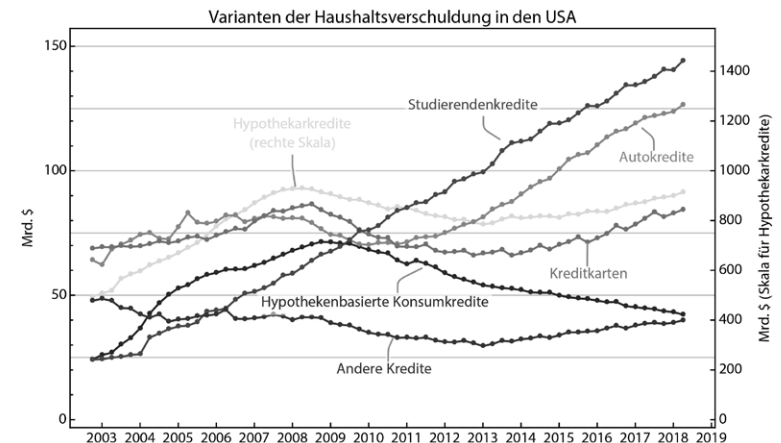
Stark finanzialisierte Ökonomien sind dadurch gekennzeichnet, dass verfügbare Mittel zunehmend in den Finanzmarkt oder andere spekulationstaugliche Anlageformen bzw. „Assets“ (zum Beispiel Immobilien, Rohstoffe, Kunstgegenstände) fließen und nicht in reales Produktionskapital (Maschinen usw.) investiert werden. Der wesentliche Unterschied zwischen Spekulation und Investition bedeutet dreierlei: Aus individueller Sicht hofft der/die InvestorIn bei einer Spekulation nicht auf zukünftige Geschäfte und Transaktionen, die sich aus dem Arbeitseinsatz des Produktionskapitals ergeben, sondern vielmehr auf einen Preisanstieg der zu Grunde liegenden Assets. Aus aggregierter Sicht bedeutet dies zweitens, dass zunehmende Finanzialisierung die gesamtwirtschaftliche Nachfrage dämpft, da spekulativ eingesetztes Kapital zwar zu einer Erhöhung der Asset-Preise beitragen kann, aber an sich weder Endnachfrage noch Wertschöpfung schafft. Wenn also Spekulation im Vergleich zur Investition attraktiver wird, geht auch das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts zurück wie jenes der Industrieproduktion. Hat Letztere gar einen Rückgang zu verzeichnen, lässt sich auch von Deindustrialisierung sprechen, die auf diesem Wege ebenso mit dem Phänomen der Finanzialisierung verknüpft ist. Drittens bedeutet eine stärkere Tendenz zur Spekulation auch höhere Instabilität durch selbstverstärkende Effekte, und zwar dann, wenn durch Spekulation ausgelöste Preissteigerungen neue Spekulationswellen nach sich ziehen, die die Asset-Preise (noch) weiter nach oben treiben (siehe zum Beispiel Botzem/Dobusch 2017). Die konkreten Folgen solcher Entwicklungen variieren stark, je nachdem, welche Anlagegüter

davon betroffen sind (zum Beispiel Immobilien versus Aktien); es scheint aber kein Zufall zu sein, dass die Anzahl spekulativer Krisen seit den 1970er Jahren stark zugenommen hat.

Insgesamt trägt Finanzialisierung somit weiter zur Krisenanfälligkeit des ökonomischen Systems bei, weil sie einerseits spekulative Blasen im finanziellen Sektor fördert und andererseits durch ihre Rückwirkung auf die aggregierte Nachfrage das Wirtschaftswachstum schwächt und die Arbeitslosigkeit erhöht. Auf diesem Wege – höhere Arbeitslosigkeit durch geringere Investitionen – trägt Finanzialisierung indirekt auch zu höherer Ungleichheit bei, da Teilen des Haushaltssektors so die Basis seines Einkommens entzogen wird.

Dabei entsteht aus derartigen (relativen oder absoluten) Einkommensverlusten in Kombination mit steigenden Asset-Preisen und sinkenden regulatorischen Beschränkungen eine zusätzliche Quelle von Instabilität, und zwar jene einer zunehmenden Verschuldung der Haushalte, die auch im Zuge der großen Finanz- und Wirtschaftskrise von 2007ff. eine zentrale Rolle spielte. Diese zusätzliche Haushaltsverschuldung spiegelt dabei – ebenso wie die Zunahme der öffentlichen Verschuldung – den hier schon mehrmals diskutierten Anstieg ökonomischer Ungleichheit auf Ebene der Bestandsgrößen wieder. Schließlich sind die Schulden der einen ja stets die Finanzguthaben der anderen, und ein Anstieg der Finanzvermögen geht daher schon aus rein buchhalterischen Gründen zwangsläufig mit einem Anstieg der gesamten Schuldenlast einher. Dieser Zusammenhang gilt auch international: Während in früheren Zeiten Handelsbilanzdefizite de facto in Edelmetall beglichen wurden, werden diese heute weitgehend über die internationalen Finanzmärkte finanziert und bilden sich in entsprechenden Guthaben- und Schuldenständen ab. So konnte Deutschland seinen Exportaufschwung der letzten beiden Dekaden dazu nutzen, ein Netto-Auslandsvermögen von etwa 1.929 Mrd. € aufzubauen, was immerhin 60 Prozent der deutschen Wirtschaftsleistung entspricht (Deutsche Bundesbank 2018). Steigende Schuldenstände und korrespondierende Finanzguthaben sind also nicht nur Folge zunehmender Ungleichheit, sondern üben – etwa durch Zinseszinsseffekte, höhere Mietpreise oder steigende ökonomische Krisenanfälligkeit – ihrerseits wiederum einen verstärkenden Effekt auf ökonomische Ungleichheit aus.

Abbildung 3: Entwicklung der Haushaltsverschuldung in den USA



Quelle: New York Fed Consumer Credit Panel, www.newyorkfed.org

Ein letzter, zentraler Aspekt der Wirkung von Finanzialisierung auf Ungleichheit aus einer globalen Perspektive ist eng verknüpft mit der ökonomischen Globalisierung der letzten Jahrzehnte und dabei insbesondere mit der Öffnung und Liberalisierung internationaler Kapitalmärkte seit den 1970er Jahren (siehe Abschnitt „Institutionelle Voraussetzungen der Finanzialisierung“). Bedingt durch den massiven Anstieg der Kapitalmobilität sind Vermögenstitel und Investitionskapital heute geografisch weitgehend flexibel. Diese Flexibilität führt in Folge zu einem Wettbewerb der Nationen um bessere Standortbedingungen, um – etwa durch niedrigere Löhne, geringere Regulierung oder attraktivere steuerliche Regelungen – möglichst viel Kapital- und Vermögenstitel anzuziehen (zum Beispiel Rodrik 2011). Dieser Standortwettbewerb trägt dabei auf doppelte Weise zu steigender Ungleichheit bei: Zum einen stärkt dieser die Verhandlungsmacht des vergleichsweise mobileren Produktionsfaktors Kapital durch die Möglichkeit des Outsourcings von Produktivitätsaktivitäten (oder dessen Androhung) und trägt so zu geringeren Löhnen bei – ein Umstand, der insbesondere in entwickelten Ökonomien in höhere Ungleichheit umschlägt. Zum anderen entfaltet sich der

Standortwettbewerb auch auf weiteren Ebenen – etwa im Bereich der Menschenrechte, des Arbeitsrechts, des Umweltschutzes oder des Steuerrechts – und trägt so zu verstärkter Ungleichheit bei – etwa durch schlechtere Umweltbedingungen (Lessenich 2016) oder durch geringere Steuergerechtigkeit. So sind seit den 1980er Jahren weltweit die durchschnittlichen Steuersätze auf Unternehmensgewinne und das Einkommen der Top-Ein-Prozent zurückgegangen, während der durchschnittliche Steuersatz für das Medianeinkommen gestiegen ist (Egger et al. 2019).

Indirekte Verteilungswirkungen: Regulatorische Aspekte

Neben dem schon erwähnten Anstieg der internationalen Kapitalmobilität seit den 1970er Jahren erfolgte auch auf anderen Ebenen eine umfassende Deregulierung der Finanzmärkte (vgl. Abschnitt „Institutionelle Voraussetzungen der Finanzialisierung“). Ein Teil dieser Deregulierung betrifft die von Finanzmarktakteuren angebotene Produktpalette, die sich in den letzten Jahren stetig verbreitert hat (Guttmann 2016). Dabei wurde eine Reihe neuer und teils viel diskutierter Anlagemöglichkeiten eingeführt, wie etwa Leerverkäufe (*short selling*), Kreditausfallversicherung (*credit default swaps*) oder diverse Formen von Kreditverbriefungen (*collateralized debt obligations* bzw. *asset-backed securities*). Gemein ist diesen Innovationen, dass sie erlauben, das Spekulations- und Kreditvolumen weiter zu erhöhen, und dass sie die Verbindlichkeit von Finanzakteuren für einmal getätigte Kreditgeschäfte verringern, da Letztere auch versichert oder verkauft werden können. In Kombination mit der dem Finanzsektor inhärenten Tendenz zu einer höheren Risikoneigung in ruhigen, krisenfreien Zeiten (Minsky 1986) ergibt sich dabei eine Situation, in der Finanzmarktakteure sowohl die erzielten Gewinne als auch die eingegangenen Risiken stetig ausweiten. Folgt dann ein periodischer Zusammenbruch dieser spekulativen Märkte – wie etwa im Zuge der Russland- und Asienkrise der 1990er Jahre, der Dot-com-Blase Anfang der 2000er Jahre oder der großen Finanz- und Wirtschaftskrise 2007ff. – droht die Gefahr, dass manche Finanzinstitute ihre laufenden Verpflichtungen nicht mehr bedienen können. Typischerweise werden solche Institutionen dann mit öffentlichen Mitteln, Krediten und Garantien vor dem Zusammenbruch gerettet, wobei die Anreize, eine solche „Bankenrettung“ vorzunehmen,

größer sind, wenn die betroffenen Institute eine gewichtige, also „systemisch relevante“ Rolle spielen. Derartige Institute sind *too big to fail*, ein Umstand, der wiederum mit Deregulierung in Zusammenhang gebracht wird – etwa mit der Aufgabe des Trennbankensystems in den USA durch die Aufhebung des *Glass-Steagall Acts* (siehe dazu wiederum Abschnitt „Institutionelle Voraussetzungen der Finanzialisierung“).

Finanzialisierung schlägt sich also durch die steuerliche Begünstigung von Gewinnen und Kapitalerträgen nicht bloß auf der Einnahmenseite des öffentlichen Sektors nieder, sondern bedeutet auch, dass im Fall von großen Firmenpleiten die dadurch entstehenden Verluste auf der Ausgabenseite des öffentlichen Sektors aufscheinen und somit sozialisiert werden (Zalewski/Whalen 2010). Der Staatshaushalt ist damit auf unterschiedliche Art von Finanzialisierung betroffen, und zwar in einer Weise, die zu steigender Ungleichheit der Einkommen nach Steuern und Transfers beiträgt.

Eine weitere Schnittstelle zwischen Finanzialisierung, Verteilung und Staatshaushalt hat wiederum ihrerseits mit der Zunahme der Kapitalmobilität und der damit zusammenhängenden Entstehung von Steueroasen und Steueroptimierungsstrategien zu tun. Erstere bezeichnen spezifische Rechtsräume, in denen Vermögenstitel, Kapitalerträge und Firmengewinne möglichst diskret und steuerschonend platziert werden können, wobei als typische Beispiele in Europa die Schweiz, Luxemburg und Liechtenstein gelten (Zucman 2014). Steueroptimierungsstrategien bezeichnen Verfahren multinationaler Konzerne, um ihre globale Steuerlast zu minimieren. Ein Beispiel hierfür ist das sogenannte *transfer pricing*, bei dem die internationalen Verrechnungspreise innerhalb eines Konzerns so gewählt werden, dass ein möglichst großer Anteil der erzielten Gewinne in Ländern mit niedrigen Gewinnsteuern anfällt. Aufgrund des diskreten Charakters der hier zugrunde liegenden Operationen lassen sich die relevanten Größenordnungen oft nur schwer bestimmen – man spricht auch vom *„missing wealth of nations“* bzw. den *„missing profits of nations“* (Tørsløv et al. 2018). Erstere werden von Zucman (2014) mit 8 Prozent des globalen Finanzvermögens und Zweitere mit 40 Prozent der gesamten Profite multinationaler Konzerne beziffert. Für beide Zusammenhänge gilt, dass sie wiederum zur Ungleichheit nach Steuern und Transfers beitragen, da es vor allem große Firmen, kriminelle Organisationen und gut situierte Privathaushalte sind, die zu den

Nutznießern dieser speziellen Jurisdiktionen gehören. Umgekehrt bilden jene Länder und Jurisdiktionen, die sich mittels einer entsprechenden Steuer-, Finanzmarkt- und Unternehmensgesetzgebung als Finanzzentren und Ballungspunkt für Unternehmenszentralen zu spezialisieren versuchen, mehr und mehr strukturelle Unterschiede zu Volkswirtschaften heraus, die dies nicht tun – ein Umstand, der etwa im Kontext sozioökonomisch oder politikwissenschaftlich inspirierter Ländertypologien relevant ist (siehe Gräbner et al. 2018).

Eine letzte, besonders nennenswerte Sphäre der Interaktion zwischen Finanzialisierung und Staatshaushalt betrifft die Frage der Pensionsvorsorge. Dabei wird die Tendenz zur stärkeren Privatisierung der Pensions- und Rentensysteme als Teil des gesamten Finanzialisierungsphänomens begriffen, da es auf finanzwirtschaftlichen Motiven (zusätzliches Anlagekapital) beruht und zugleich zur Vergrößerung des Finanzsektors beiträgt. Zugleich tendiert das Kapitaldeckungsverfahren der privaten Pensionsvorsorge zu größerer Ungleichheit und Instabilität als das vergleichsweise egalitäre Umlageverfahren, bei dem die laufenden Pensionen aus den laufenden Beiträgen gedeckt werden (Ortiz et al. 2018).

Indirekte Verteilungswirkungen: Firmenverhalten

Eine letzte, wesentliche Ausprägung des Finanzialisierungsphänomens betrifft schließlich ihren Einfluss auf die Sphäre der (nichtfinanziellen) Unternehmungen (Davis 2017). Als zentrale Kennzeichen dieses Einflusses gelten die stärkere Berücksichtigung von Eigentümer- bzw. Anlegerinteressen in der betrieblichen Praxis („*shareholder value orientation*“, Van der Zwan 2014, 107) sowie die Tendenz insbesondere großer Konzerne, neben der realwirtschaftlichen Produktionstätigkeit auch breite Aktien- und Finanzportfolios aufzubauen (*financialization of real firms*). Hinzu kommt, dass die hohen Profitraten von Unternehmen im Finanzsektor einen Rentabilitätsdruck auf nichtfinanzielle Unternehmungen ausüben (Crotty 2005) – ein Umstand, der einerseits Druck auf die Lohnkosten ausübt und andererseits die Expansion von ehemals rein realwirtschaftlich orientierten Unternehmen in den Finanzsektor verständlicher macht. Die damit verbundene „Finanzialisierung realer Firmen“ vergrößert allerdings die Unabhängigkeit großer Konzerne von ihrem vormaligen Kerngeschäft und führt so zu einer weiteren Machtverschiebung zuun-

gunsten der Gewerkschaften (Lin/Tomaskovic-Devey 2013). Sinkende Löhne, eine höhere Spekulationsneigung von Unternehmen und ein damit korrespondierender Rückgang der Investitionen sind also als wesentliche Folgen der Finanzialisierung auf Firmenebene anzusehen, wobei diese Faktoren – wie bereits in den vorangegangenen Kapiteln beschrieben – auch mit steigender Ungleichheit in Verbindung gebracht werden.

Wie bereits angemerkt, hat die Logik der internationalen Konkurrenz Produzenten in den OECD-Ländern speziell seit den 1990er Jahren dazu bewogen, ihre Produktion geografisch auszulagern (*outsourcing*). Die dadurch entstandenen Produktivitätsgewinne sind jedoch oftmals nicht als Investitionen zurück in die Unternehmungen geflossen, sondern wurden verwendet, um Finanzprodukte zu erwerben, *share-buybacks* (den Rückkauf eigener Aktien) durchzuführen und kurzfristige Gewinne zu maximieren (Milberg 2008; Crotty 2005). Dieses *rent-seeking* (individuelles Streben nach Reichtum, das insgesamt betrachtet keinen zusätzlichen Reichtum schafft, d.h. zulasten der Allgemeinheit erfolgt) erlaubt es wiederum, die Ausschüttungen an den Finanzsektor sowie die Dividendenzahlungen zu erhöhen. Diese Sichtweise schlägt offensichtlich ebenfalls eine Brücke zwischen Finanzialisierung und Globalisierung, wobei die spezifische Konstellation, dass trotz steigender Profite durch finanzielle Aktivitäten produktive Investitionen ausbleiben, auch als „*neoliberal paradox*“ (Crotty 2005) bezeichnet wird.

RESÜMEE

Im vorliegenden Beitrag wurde versucht, einen Überblick über die verteilungspolitischen Implikationen von Finanzialisierung zu geben. Finanzialisierung führt direkt zu stärkerer Ungleichheit, in dem sie eine Umverteilung der Einkommen von den Lohnneinkommen hin zu den (stärker konzentrierten) Kapitaleinkommen bewirkt. Darüber hinaus führt sie zu Polarisierung innerhalb der Lohnneinkommen, indem sie vor allem die Gehälter von ManagerInnen in hohen Funktionen steigen lässt. Indirekt beeinflusst sie die Verteilungssituation dadurch, dass im Angesicht von Finanzialisierung die Attraktivität von Finanzinvestitionen gegenüber Realinvestitionen zunimmt und dies begleitet ist von einem Anstieg der Privatverschuldung. Die

Folgen reichen von zunehmender wirtschaftlicher Instabilität und Krisenanfälligkeit bis hin zur schleichenden Deindustrialisierung. Darüber hinaus schwächen die zunehmende internationale Mobilität von Kapital und das häufige staatliche Aufkommen für Finanzkrisen die Position der Staaten. Als Gegengewicht braucht es daher nationale und internationale Anstrengungen zur Re-Regulation des Finanzsektors und zur Eindämmung von internationalen Steuerhinterziehungs- und Vermeidungspraktiken.

Basisliteratur

- Epstein, Gerald A. (2005): *Financialization and the World Economy*. Cheltenham/Northampton: Edward Elgar.
- Guttmann, Robert (2016): *Finance-led Capitalism. Shadow Banking, Re-regulation, and the Future of Global Markets*. Basingstoke: Macmillan.
- Zucman, Gabriel (2014): *Steuerparadiese. Wo der Wohlstand der Nationen versteckt wird*. Berlin: Suhrkamp.

Literatur

- Aglietta, Michel (1979): *A Theory of Capitalist Regulation. The US Experience*. London: Verso.
- Arrighi, Giovanni (1994): *The Long Twentieth Century. Money, Power, and the Origins of Our Time*. London/New York: Verso.
- Bieling, Hans-Jürgen (2013): European Financial Capitalism and the Politics of (De-)Financialization. In: *Competition & Change* 17 (3), 1-16.
- Bortzem, Sebastian/Dobusch, Leonhard (2017): Financialization as Strategy. Accounting for Inter-Organizational Value Creation in the European Real Estate Industry. In: *Accounting, Organizations and Society* 59, 31-43.
- Boyer, Robert (2000): Is a Finance-Led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis. In: *Economy and Society* 29 (1), 111-145.

LERNFRAGEN

- Was ist Finanzialisierung? Wie kann sie theoretisch begründet werden?
- Auf welche Weise trägt Finanzialisierung zu steigender globaler und nationaler Ungleichheit bei?

- Bourguignon, François (2015): *The Globalization of Inequality*. Princeton: Princeton University Press.
- Brenner, Robert P. (2006): *The Economics of Global Turbulence. The Advanced Capitalist Economies from Long Boom to Long Downturn, 1945–2005*. New York: Verso.
- Crotty, James R. (2005): The Neoliberal Paradox. The Impact of Destructive Product Market Competition and „Modern“ Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era. In: Epstein, Gerald (Hg.): *Financialization and the World Economy*. Northampton: Edward Elgar, 77-110.
- Davis, Leila E. (2017): Financialization and the Non-Financial Corporation. An Investigation of Firm-Level Investment Behavior in the United States. In: *Metroeconomica* 69 (1), 270-307.
- Deutsche Bundesbank (2018): *Monatsbericht April 2018*. Frankfurt am Main: Deutsche Bundesbank.
- Dore, Ronald (2002): Stock Market Capitalism Versus Welfare Capitalism. In: *New Political Economy* 7 (1), 115-127.
- Dore, Ronald (2008): Financialization of the Global Economy. In: *Industrial and Corporate Change* 17 (6), 1097-1112.
- Eaton, Charlie/Habinek, Jacob/Goldstein, Adam/Dioun, Cyrus/García Santibáñez Godoy, Daniela/Osley-Thomas, Robert (2016): The Financialization of US Higher Education. In: *Socio-Economic Review* 56, 507-535.
- Economic Policy Institute (2018): CEO compensation surged in 2017. URL: <https://www.epi.org/files/pdf/152123.pdf>
- European Central Bank (ECB) (2016): *The Household Finance and Consumption Survey. Results from the second wave*. ECB Statistics Paper Series 18, Frankfurt am Main: European Central Bank.
- Eichengreen, Barry (2004): *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*. NBER Working Paper Series 10497. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- egger, Peter/Nigai, Sergey/Strecker, Nora M. (2019): The Taxing Deed of Globalization. In: *American Economic Review* 109 (2), 353-390.
- Gräbner, Claudius/Heimberger, Philipp/Kapeller, Jakob (2018): Structural Change in Times of Increasing Openness. Assessing Path Dependency in European Economic Integration. ICAE Working Paper Series 76. Linz: Johannes Kepler University Linz, Institute for Comprehensive Analysis of the Economy.

- Jensen, Michael C./Meckling, William H. (1976): Theory of the Firm. Managerial behavior, agency costs and ownership structure. In: *Journal of Financial Economics* 3 (4), 305-360.
- Hilferding, Rudolf ([1910] 1955): *Das Finanzkapital*. Berlin: Dietz.
- Kaldor, Nicholas (1955): Alternative Theories of Distribution. In: *Review of Economic Studies* 23, 83-100.
- Karwowski, Ewa/Centurion-Vicencio, Marcos (2018): Financialising the State. Recent Developments in Fiscal and Monetary Policy. *Financial Geography Working Paper 11*. Oxford: Global Network on Financial Geography.
- Kotz, David M. (2008): *Neoliberalism and Financialization*. Amherst, MA: University of Massachusetts.
- Krippner, Greta R. (2005): The Financialization of the American Economy. In: *Socio-Economic Review* 3 (2), 173-208.
- Krippner, Greta R. (2012): *Capitalizing on Crisis. The Political Origins of the Rise of Finance*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Lessenich, Stephan (2016): *Neben uns die Sintflut. Die Externalisierungsgesellschaft und ihr Preis*. München: Hanser.
- Lin, Ken-Hou/Tomaskovic-Devey, Donald (2013): Financialization and U.S. Income Inequality, 1970–2008. In: *American Journal of Sociology* 118 (5), 1284-1329.
- Ortiz, Isabel/Durán-Valverde, Fabio/Urban, Stefan/Wodsak, Veronika (2018): *Reversing Pension Privatizations. Rebuilding Public Pension Systems in Eastern Europe and Latin America*. Genf: International Labor Organization.
- Pasinetti, Luigi L. (1962): Rate of Profit and Income Distribution in Relation to the Rate of Economic Growth. In: *Review of Economic Studies* 29, 267-279.
- Marx, Karl ([1867] 2013): *Das Kapital*. Band 1-3. Berlin: Dietz.
- Milberg, William (2008): Shifting Sources and Uses of Profits. Sustaining US Financialization with Global Value Chains. In: *Economy and Society* 37 (3), 420-451.
- Minsky, Hyman (1986): *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven/London: Yale University Press.
- Piketty, Thomas (2014): *Das Kapital im 21. Jahrhundert*. München: C.H. Beck.
- Polanyi, Karl (1944): *The Great Transformation. The Political and Economic Origins of Our Time*. New York: Farrar & Rinehart.
- Rodrik, Dani (2011): *The Globalization Paradox. Democracy and the Future of the World Economy*. New York/London: W.W. Norton & Company.
- Sawyer, Malcolm (2014): What Is Financialization? In: *International Journal of Political Economy* 42 (4), 5-18.
- Smith, Adam ([1776] 1979): *On the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. Indianapolis: Liberty Press.
- Steindl, Josef ([1952] 1976): *Maturity and Stagnation in American Capitalism*. New York: Monthly Review.
- Stockhammer, Engelbert (2004): Financialisation and the Slowdown of Accumulation. In: *Cambridge Journal of Economics* 28 (5), 719-741.
- Tørsløv, Thomas R./Wier, Ludvig S./Zucman, Gabriel (2018): *The Missing Profits of Nations*. NBER Working Paper Series 24701. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Van Arnum, Bradford M./Naples, Michele I. (2013): Financialization and Income Inequality in the United States, 1967–2010. In: *American Journal of Economic and Sociology* 72 (5), 1158-1182.
- Van der Zwan, Natascha (2014): Making Sense of Financialization. In: *Socio-Economic Review* 12 (1), 99-129.
- Wyplosz, Charles (2001): Financial Restraints and Liberalization in Postwar Europe. In: Caprio, Gerard/Honohan, Patrick/Stiglitz, Joseph E. (Hg.): *Financial Liberalization. How Far, How Fast?* Cambridge: Cambridge University Press, 125-158.
- Zalewski, David A./Whalen, Charles J. (2010): Financialization and Income Inequality. A Post Keynesian Institutional Analysis. In:

DIE MACHT DER INTERNATIONALEN VERMÖGENSVERWALTER: DAS BEISPIEL BLACKROCK

An der Schnittstelle zwischen Finanzialisierung und globaler Ungleichheit finden sich internationale Großunternehmen. Das größte unter jenen, die ihr Geschäft am Finanzmarkt machen, ist das US-amerikanische Unternehmen „BlackRock“. Der Vermögensverwalter betreut Vermögenswerte mit einem Volumen von 6.290 Milliarden US-Dollar (Gara 2018). Das Unternehmen wird mitunter aber auch als größte „Schattenbank“ der Welt gehandelt (The Economist 2018) und für den politischen Einfluss kritisiert, den es ausübt.

BlackRock wurde 1988 gegründet. Während das verwaltete Vermögen 1992 noch bei 17 Mrd. US-Dollar lag, betrug es zwei Jahre später schon 53 Mrd. und konnte über die Jahre mit 165 Mrd. 1999 und 342 Mrd. US-Dollar 2004 ein kontinuierliches starkes Wachstum verzeichnen. Durch eine Fusion mit Merrill Lynch Investment Managers 2006 und die Übernahme von Barclays Global Investors 2009 verzehnfachte sich innerhalb eines Jahrzehnts beinahe das von BlackRock verwaltete Vermögen und lag 2017 bei 6.288 Mrd. US-Dollar (Statista 2018). Die Expansion von BlackRock erfolgte also analog zu den Tendenzen zunehmender Finanzialisierung. Mittlerweile verfügt das Unternehmen über 78 Zweigstellen in über 30 Ländern. Zu den wichtigsten europäischen Standorten zählen Frankfurt und München (BlackRock 2018a).

Der enorme Erfolg des Unternehmens begann im Anschluss an die Finanzkrise 2008 durch die Betreuung von unverkäuflichen Wertpapieren im Ausmaß von mehreren hundert Milliarden US-

Dollar. Über seine Plattform „Aladdin“ (*Asset Liability and Debt and Derivative Investment Network*), ein Datenanalysesystem für die Bewertung großer Portfolios, gelang es BlackRock, Aufträge von Großbanken und Vermögensverwaltern wie J.P. Morgan und UBS, dem Versicherungskonzern AIG bis hin zur US-Notenbank zu akquirieren. Durch die Zusammenarbeit mit der US-Zentralbank Fed avancierte BlackRock de facto zur operativen Abteilung für das Krisenmanagement der US-amerikanischen Regierung im Zuge der Finanzkrise.

Nach einer Untersuchung von Fichtner et al. (2017) sind BlackRock und seine größten Konkurrenten Vanguard und State Street bei 1.662 von den insgesamt 3.900 börsennotierten Firmen der USA die größten Anteilseigner. Im Fall der 500 führenden US-Konzerne sind die „großen Drei“ sogar zu 88 Prozent die größten Anteilseigner, das entspricht etwa 82 Prozent des gesamten Börsenwertes der Top 500. In den USA sind diese Vermögensverwaltungskonzerne teilweise Eigentümer gesamter Branchen, etwa der Luftfahrt und der Computerindustrie. Das Computersystem des Unternehmens selbst ist mittlerweile ein globales Netz, das von mehr als 200 Finanzinstitutionen verwendet wird (Schumann 2018). Da BlackRock zudem das Vermögen von Hunderten Stiftungen und Pensionsfonds verwaltet, sind auch Millionen SparerInnen indirekte KundInnen des Unternehmens, ohne dass sie etwas davon wissen.

Die Eigentumsstruktur von BlackRock selbst ist nicht leicht aufzuschlüsseln. Zu 86 Prozent handelt es sich um institutionelle Beteiligungen, von denen der größte Eigentümer PNC ist, der etwa 21,3 Prozent der gesamten Aktien besitzt (Nasdaq 2018). Die PNC Financial Services Group ist selbst wiederum börsennotiert, Teile von ihr werden umgekehrt von BlackRock gehalten. Die Kontroll- und Eigentumsstrukturen verlaufen also zirkulär und es bleibt diffus, an welcher Stelle dieses Konstrukts zentrale strategische Entscheidungen fallen.

Eine zentrale Frage, die sich aus der umfassenden Beteiligungsstruktur des BlackRock-Portfolios ergibt, ist, ob der europäische Wettbewerb durch das Unternehmen beeinträchtigt wird. Dieser Frage sind JournalistInnen aus dem Netzwerk „Investigate Europe“ nachgegangen. Das Ergebnis: BlackRock hält Aktien im Wert von 90 Mrd. Euro an den 30 DAX-Konzernen oder 8 Prozent des Gesamtkapitals. Darunter finden sich namhafte deutsche Unternehmen wie

Siemens (6 Prozent der Aktien), Bayer (7 Prozent), SAP (5,8 Prozent), Deutsche Bank (5 Prozent) oder Daimler (5 Prozent). In der Chemie-industrie hält BlackRock Anteile auf allen Seiten des Atlantiks: Bei Bayer und Monsanto, BASF und DowDuPont zählt der Konzern zu den führenden Aktionären. In Österreich hält der Finanzkonzern bedeutende Anteile an Andritz, Erste Bank, Voestalpine und anderen. Darüber hinaus hält das Unternehmen auch Anteile bei Apple, Exxon Mobil, Microsoft, General Electric, Chevron, Royal Dutch Shell und Nestlé und ist zweitgrößter Aktionär bei Google (Schumann 2018).

Ein weiterer Diskussionspunkt ist die Rolle, die BlackRock in der Führung der Unternehmen spielt, von denen es Anteile besitzt. BlackRock-VertreterInnen dementieren offiziell Interventionen und betonen stattdessen, ausschließlich als Treuhänder im Sinne der KundInnen zu fungieren: „aktiv, aber nicht aktivistisch“, wie es ein Manager des Unternehmens ausdrückte (Obertreis 2018). Dass BlackRock in seiner Rolle als Investor und Aktionär sehr wohl eingreift, ist allerdings weitgehend bekannt, oft mit Folgen hinsichtlich der Bestellung von Vorstandsräten, feindlicher Übernahmen oder der Gehaltsstruktur von Unternehmen. Das zentrale Ziel ist stets die Verbesserung der Position der AktionärInnen (Obertreis 2018).

Das Unternehmen übt auch politischen Einfluss aus. So hat BlackRock nicht nur die griechische und irische Zentralbank beraten, sondern auch die Federal Reserve Bank of New York und das britische Finanzministerium. Es steht in Kontakt mit der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Deutschen Bank. Von Letzterer ist das Unternehmen auch Großaktionär (BlackRock 2018b). Verwundern muss auch die Konstellation, dass BlackRock Beratungsmandate für die EZB während der Griechenland-Krise 2012 innehatte. Auch bei der Durchführung des jüngsten Stresstests der Bankenaufseher in Europa ist BlackRock beteiligt, was dazu führt, dass das Unternehmen damit beauftragt ist, Banken zu prüfen, an denen es selbst Anteile besitzt (Obertreis 2018). Laut dem EU-Lobbyregister ist BlackRock das Unternehmen mit den meisten Treffen mit EU-Vertretungen. Die Ausgaben für Lobbying bei europäischen Institutionen, etwa dem Europäischen Parlament, sollen sich im Jahr 2017 auf rund 1,5 Millionen Euro belaufen haben (Lobbyfacts.eu 2018).

Die wissenschaftliche Erforschung der globalen Vernetzung von Großunternehmen und deren Einflussnahme auf die Politik ist noch nicht weit fortgeschritten. Die erste Quantifizierung eines „Global Network of Corporate Control“ stammt von Vitali et al. (2011). Rudolf Hilferding allerdings hielt schon im frühen 20. Jahrhundert fest, dass das Finanzkapital die höchste Stufe der Konzentration von ökonomischer und politischer Macht in den Händen einer kapitalistischen Oligarchie darstellt (Hilferding 1910: Kapitel 25).

Literatur

- BlackRock (2018a): Global directory. <https://www.blackrock.com/international/individual/en-zz/about-us?switchLocale=y&siteEntryPassthrough=true>, 12.12.2018.
- BlackRock (2018b): Global Impact. <https://www.blackrock.com/corporate/about-us/global-impact>, 12.12.2018.
- Fichtner, Jan/Heemskerk, Eelke M./Garcia-Bernardo, Javier (2017): Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Re-Concentration of Corporate Ownership, and New Financial Risk. In: *Business and Politics* 19 (2), 298-326.
- Gara, Antoine (2018): Booming Markets Help BlackRock Cross \$6 Trillion Mark, Strong Economy Bolsters JPMorgan Profits. <https://www.forbes.com/sites/antoinegara/2018/01/12/blackrock-6-trillion-jpmorgan-143-million-loss/#23905f4f884c>, 12.12.2018.
- Hilferding, Rudolf (1910): *Das Finanzkapital. Eine Studie über die jüngste Entwicklung des Kapitalismus*. Wien: Brand.
- Lobbyfacts.eu (2018): BlackRock (BLK). <https://lobbyfacts.eu/representative/bcoobbboe3cb4fd7a03231d84a0of7a5/blackrock>, 12.12.2018.
- Nasdaq (2018): BlackRock, Inc. Übersicht über die Aktionärsstruktur. <https://www.nasdaq.com/de/symbol/blk/ownership-summary>, 12.12.2018.
- Obertreis, Rolf (2018): Was hinter dem Unternehmen steckt, in dem Friedrich Merz Aufsichtsrat ist. <https://www.tagesspiegel.de/wirtschaft/blackrock-was-hinter-dem-unternehmen-steckt-in-dem-friedrich-merz-aufsichtsrat/23257108.html>, 12.12.2018.
- Schumann, Harald (2018): Das schwarze Phantom. https://www.falter.at/archiv/FALTER_20180509A4752B86E3/das-schwarze-phantom, 15.12.2018.