

Stephan Schulmeister

## Kleines Organon des Finanzkapitalismus

Dreitellige Serie im „Standard“ vom 24., 26. und 27. Mai 2006

### BAWAG und die Alltagsgeschäfte auf den Finanzmärkten

Wenn eine einzelne Bank wie BAWAG oder Hypo-Alpe-Adria hunderte Millionen Dollar durch Spekulationen verliert, ist die Erregung groß. Schuldige werden benannt und Rettungspläne geschmiedet, damit der „eigene“ Finanzplatz keinen Schaden nimmt. Die alltäglichen Geschäfte auf den Finanzmärkten bleiben ausgeblendet. Sie richten seit 25 Jahren viel größere Schäden an als einzelne „Betriebsunfälle“:

- Finanztransaktionen destabilisieren Wechselkurse, Rohstoffpreise, Aktienkurse und Zinssätze.
- Dies erhöht die Unsicherheit realwirtschaftlicher Aktivitäten und gleichzeitig die Spekulationsprofite.
- Beide Effekte veranlassen die Unternehmen, ihre Realinvestitionen zugunsten von Finanztransaktionen zu reduzieren, das Wirtschaftswachstum sank, Arbeitslosigkeit und Staatsverschuldung stiegen.

Welche Bedeutung haben die Geschäfte auf Finanzmärkten im Vergleich zu realwirtschaftlichen Transaktionen?

Das größte Gewicht hat der Handel mit Derivaten gewonnen, insbesondere mit Futures und Optionen. Dies sind Wetten auf die künftige Entwicklung eines Preises/Kurses, sei es von Anleihen (Zinssätze), Aktien, Rohstoffen oder Devisen (Wechselkurse). Dabei macht der „Wetteinsatz“ einen Bruchteil des (Basis)Werts aus. Für einen DAX Future im Wert von 150.000€ muss ich nur 10.500€ einsetzen. Steigt der DAX um 10% und damit der Wert des Future auf 165.000€, so habe ich 143% Gewinn gemacht (15.000€ bei einem Einsatz von 10.500€). Sinkt der DAX aber um 10%, so sind meine 10.500€ futsch und ich muss noch 4.500€ nachzahlen.

Mit einer Option erwerbe ich das Recht, das zugrunde liegende Asset innerhalb einer Frist zu einem bestimmten (Ausübungs)Preis zu kaufen (Call) oder zu verkaufen (Put). Auch in diesem Fall steigt der Wert der Option viel stärker als jener des zugrunde liegenden Assets (Basiswert). Habe ich mich getäuscht, ist mein Einsatz verloren.

Amateurspekulanten lassen sich davon faszinieren, dass Optionspreise von einem Tag auf den anderen um 30% oder sogar 50% steigen können. Gleichzeitig können Amateure das Risiko von Optionsgeschäften nicht abschätzen. Erstens ist die wahrscheinlichkeitstheoretische

Bestimmung des „fairen“ Optionspreises kompliziert. Zweitens hält sich die Realität häufig nicht an die Wahrscheinlichkeitstheorie. Letzteres verursachte 1998 den Crash des Hedge Fund Long-term Capital Management (Verluste in 4 Monaten: 4,6 Mrd. \$). Im Vorstand von LTCM saßen die Ökonomen Scholes und Merton, welche 1997 den Nobelpreis für die Entwicklung der Optionspreisformel bekommen hatten.....

Im Gegensatz zu den an Börsen gehandelten Futures und Optionen sind Spot- und Termingeschäfte im Devisenhandel sowie Swaps den Profis vorbehalten. Dabei wird mit Einsätzen von mehreren Millionen Dollar operiert. Kaufe ich eine Währung, die in der Folge tatsächlich aufwertet, so habe ich gewonnen, andernfalls verloren. Dies gilt auch für einen Swap. Ich borge für eine bestimmte Zeit (z. B. eine Woche) etwa Eurodevisen und verleihe dafür Dollardevisen. Wertet der Euro auf, so habe ich gewonnen, wertet der Euro hingegen ab, so habe ich verloren.

Diese Art von Wettgeschäften erstreckt sich nicht nur auf Wechselkurse, sondern auch auf Zinssätze, Aktienkurse oder Rohstoffpreise. Swapverluste trugen wesentlich zu den „Betriebsunfällen“ von LTCM, BAWAG oder Hypo-Alpe-Adria bei.

Swaps verdeutlichen eine weitere Eigenschaft des Derivathandels: Er stellt ein Umverteilungsspiel dar, die Summe aller Gewinne entspricht der Summe aller Verluste, wie bei Lotterien oder im Casino.

Ursprünglich sind Terminkontrakte zur Risikoabsicherung entstanden. In den letzten 25 Jahren hat Hedging allerdings im Vergleich zu Spekulation an Bedeutung verloren. Die nahezu unfassbare Expansion der Derivatmärkte verdeutlicht dies.

Laut der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ – die „Zentralbank der Zentralbanken“) betrug die Summe der Basiswerte von Futures und Optionen bezogen auf verzinsliche Wertpapiere, Aktien und Devisen 2005 weltweit 58.520 Mrd. \$, die Terminkontrakte zwischen professionellen Akteuren hatten einen Wert von 270.100 Mrd. \$. Der Gesamtwert von 328.620 Mrd. \$ ist etwa 10 Mal so hoch wie das BIP aller Industrieländer.

Futures und Optionen werden an den Börsen viele Male umgeschlagen. Dementsprechend ist ihr Handelsvolumen viel größer als ihre Basiswerte. Laut BIZ lag der „Turnover“ von Finanzderivaten im Jahr 2005 weltweit bei 1.408.379 Mrd. \$ (5.634 Mrd. \$ pro Handelstag). Berücksichtigt man noch die Tagesumsätze im Handel mit Devisen (1.900 Mrd. \$), Rohstoffderivaten (50 Mrd. \$), mit Anleihen (47 Mrd. \$) sowie Aktien (168 Mrd. \$), so ergibt sich: Pro Tag wurden 2005 auf den Weltfinanzmärkten (Basis)Werte in Höhe von etwa 7.800 Mrd. \$ umgesetzt. Dieser Wert ist 56 Mal so hoch wie das BIP aller Industrieländer.

Das geringe Gewicht des Handels mit „echten“ Aktien und Anleihen im Vergleich zu den Derivaten zeigt die Bedeutung kurzfristig-spekulativer Geschäfte relativ zu längerfristiger Veranlagung. Darauf deutet auch der spektakuläre Zuwachs des Handels mit Finanzderivaten hin: er stieg zwischen 1986 und 2005 weltweit um 20,5% pro Jahr (1986 wurden 161,8 Mrd. \$ pro Handelstag umgesetzt, im Vorjahr 5.634 Mrd. \$).

In den USA, dem Land mit der höchsten Spekulationskultur, ist das Handelsvolumen sogar 60 Mal so hoch wie das BIP, 1986 war es 6 ½ Mal so hoch. Doch Europa holt auf: War der Turnover mit Finanzderivaten 1986 nur halb so hoch wie das BIP gewesen, war er im Vorjahr 38 Mal höher.

Innerhalb Europas wurde Deutschland zum Zentrum dieser Geschäfte: Seit ihrer Gründung im Jahr 1997 expandieren die Umsätze an der Derivatbörse EUREX in Frankfurt um etwa 30% pro Jahr, 2005 waren sie bereits 40 mal höher als das deutsche BIP. EUREX wurde zur größten Finanzderivatbörse der Welt. Wer den Preis für diese Erfolge zahlt, werde ich in der dritten und letzten Folge zeigen.

Morgen: Gewinner, Verlierer und wie beide die wichtigsten Preise der Weltwirtschaft destabilisieren.

## Schafe scheren und Kurse destabilisieren

Welche Spekulationstechniken und Akteure trieben den Handel mit Finanzderivaten auf das 40fache des BIP der Industrieländer?

Erstens: Die Vernetzung von Tradern und Börsen durch das Internet hat den Handel enorm beschleunigt. Gleichzeitig werden immer mehr computergesteuerte Spekulationssysteme verwendet (z. B. vom „Superfund“). Diese verarbeiten auch sehr „schnelle“ Daten (etwa im Minuten-Takt).

Zweitens: Seit den frühen 1980er Jahren haben (große) Unternehmen in wachsendem Ausmaß versucht, ihr Vermögen durch Finanzveranlagung und –spekulation zu vermehren.

Drittens: Diese Entwicklung hat den Aktivitätsfokus der Banken nachhaltig verschoben. Investitionsfinanzierung, aber auch das (Klein)Kundengeschäft verlieren an Bedeutung, zur wichtigsten Profitquelle werden „trading“ und „asset management“.

Viertens: Die Zahl der Hedge Funds und ihr „capital under management“ explodierten förmlich. Die meisten Funds spezialisieren sich auf das computergesteuerte Ausnutzen extrem kurzfristiger Kursschübe („Trend-followers“). Im Vergleich zu diesen Funds ist die Zahl der „Heuschrecken“ gering.

Fünftens: Die Zahl der Amateurspekulanten geht weltweit in die Millionen. Dies lässt sich aus den Auflagen der Spekulationsmagazine sowie der enormen Vielfalt „einschlägiger“ Websites schließen. Auch bieten alle Banken ihren Privatkunden die Durchführung von Derivatgeschäften an und veranstalten Seminare zur Spekulationsweiterbildung.

Was sind die wichtigsten Strategien im Handel mit Finanzderivaten und Devisen?

Professionelle Trader basieren ihre Entscheidungen auf die Interpretation neuer Informationen („news“), auf das „Ausreiten“ von Trends („trend-followers“) oder auf den Wechsel in der Trendrichtung („contrarian trading“). Im ersten Fall geht es darum, in Sekunden abzuschätzen, wie die anderen Marktteilnehmer auf eine Nachricht reagieren werden, die auf den Bildschirmen erscheint.

Wer sind die Gewinner und Verlierer im Derivathandel? Die Banken und Hedge Fonds machen Gewinne, zwar nicht jede(r) einzelne, wohl aber in ihrer Gesamtheit. Die beiden profitabelsten Banken, Goldman Sachs und Deutsche Bank, meldeten für das erste Quartal 2006 Zuwächse der „trading profits“ um etwa 50%. Für das gesamte Jahr 2006 darf Goldman Sachs zumindest 25 Mrd. \$ und die Deutsche Bank 20 Mrd. \$ an Handelsgewinnen erwarten.

Da der Derivathandel ein Nullsummenspiel darstellt und die Profis in ihrer Gesamtheit gewinnen, müssen die Amateurspekulanten in ihrer Gesamtheit die Verlierer sein. Ins Bild

gesetzt: Relativ wenige Hirten führen viele Schafe auf die Weide, dort werden sie geschoren, sei es von Banken oder Hedge Funds. Einzelne Schafe mögen tüchtig sein und andere scheren, als Herde aber müssen sie Federn lassen. So entsprechen den Gewinnen von vielleicht 20.000 Banken und Hedge Fonds die Verluste von Millionen Schafen, pro Schaf sind sie klein und können verkraftet werden. Riesenschafe mit „Spieleinsätzen“ von Profis, aber einem Spielverhalten von Amateuren, kommen selten vor (Barings, BAWAG, Hypo-Alpe-Adria). Zwar sind sie Leckerbissen, aber untypisch für den Betrieb.

Die Umverteilung von den Amateuren zu den Profis zeigt sich indirekt auch an deren Einkommen: Bei Goldman Sachs beträgt die durchschnittliche Lohnsumme aller 24.000 Beschäftigten 520.000\$ pro Jahr. Über diese Zahl sollte man nachdenken.

Wenn die Amateure in ihrer Gesamtheit die Verlierer sind, warum ziehen sich die geschorenen Schafe nicht zurück und dämpfen so das Geschäftsvolumen?

Der wichtigste Grund besteht in der asymmetrischen Information über Gewinne und Verluste. Die Spekulationsmagazine sind voll von Artikeln „How I made a million“, und im Bekanntenkreis berichtet man stolz, wenn man eingecasht hat. Artikel über „How I lost a million“ fehlen, und wer mit Optionsscheinen 5.000€ verspielt hat, behält es für sich. Ein solcher Verlust ließe einen dumm erscheinen, anders als bei Glücksspielverlusten. Denn im Finanzcasino ist die Kugel nicht exakt rund.

Fazit: Die Kunde von den Gewinnen und das Schweigen der Lämmer über ihre Verluste führen den Märkten stetig „frisches Blut“ zu. Einzelne Verlierer lernen zwar das Richtige und ziehen sich zurück, der Zustrom an Eleven ist aber größer.

Viel wichtiger als die Umverteilung von der gehobenen Mittelklasse zu den Spitzenverdienern sind zwei andere Effekte:

- Die Spekulation auf den Derivatmärkten sowie im Devisenhandel destabilisiert Wechselkurse, Rohstoffpreise, Aktienkurse und Zinssätze.
- Dies dämpft die Realinvestitionen der (großen) Unternehmen, das Wirtschaftswachstum sinkt, Arbeitslosigkeit und Staatsverschuldung steigen.

Auf welche Weise destabilisiert der Handel mit Derivaten diese Preise? Unterschiedliche Spieler benützen unterschiedliche Spekulationssysteme, angewendet auf unterschiedlichen Zeitskalen (von 10-Sekunden-Kursen bis zu Tageskursen). Die Konzentration von Kaufsignalen von „news-based traders“ am Beginn eines Aufwärtstrends, gefolgt von Kauforders der „trend-followers“ verstärkt und verlängert den Trend, die Amateure springen mit Verspätung auf. Hat der Trend an Dynamik verloren, so lassen ihn die Verkaufssignale der „contrarians“ kippen. Kurschüben auf Basis von Minuten-, Stunden- und Tagesdaten akkumulieren sich zu mehrjährigen Trends nach oben und unten („bull markets“ und „bear markets“).

Entscheidend für die destabilisierende Wirkung von Spekulation ist folgende Tatsache: Trader bilden auf Grund der „fundamentals“ (die relevanten Faktoren laut ökonomischer Theorie)

lediglich Erwartungen über die Bewegungsrichtung von Kursen, nicht aber über ihr Gleichgewichtsniveau. So wird ein Händler bei einer überraschenden Dollarzinssenkung blitzartig auf eine Euroaufwertung setzen („Richtungserwartung“) statt das neue „Fundamentalgleichgewicht“ des Euro-Dollar-Kurses zu quantifizieren.

Die in der Praxis verwendeten Spekulationssysteme folgen der gleichen Logik. Gleichzeitig trägt die Verwendung dieser Systeme dazu bei, dass Aktienkurse, Rohstoffpreise und Wechselkurse in mehrjährigen „bull markets“ und „bear markets“ ihre theoretischen Gleichgewichtsniveaus nach oben und unten „überschießen“.

Morgen: Warum die Verlagerung des unternehmerischen Gewinnstrebens die Arbeitslosigkeit und Staatsverschuldung steigen lassen musste.

## Unternehmer als „Finanzkapitalisten“, Arbeitslosigkeit und Staatsverschuldung

Die Instabilität von Aktienkursen, Rohstoffpreisen und Wechselkursen erhöht die Unsicherheit realwirtschaftlicher Aktivitäten. Gleichzeitig stieg in den letzten 25 Jahren die Rendite von Finanzveranlagung und –spekulation. Folge: Es wurden nur mehr solche Realinvestitionen getätigt, welche ebenso hohe Renditen versprachen (plus einer Risikoprämie). Die dadurch verursachte Dämpfung der Realkapitalbildung hat Arbeitslosigkeit und Staatsverschuldung langfristig anwachsen lassen.

Nach herrschender Wirtschaftstheorie ist das Beschäftigungsniveau von den Reallöhnen, vom Grad der Deregulierung der Arbeitsmärkte und von den sozialstaatlichen Unterstützungen („Anreize zu Arbeitslosigkeit“) abhängig, nicht aber von der Realkapitalbildung. Dies ist ein verhängnisvoller Irrtum. Neue Arbeitsplätze, welche dem europäischen Produktivitäts- und Einkommensniveau entsprechen, brauchen eine erhebliche Kapitalausstattung. Die Verlagerung des Gewinnstrebens von der Real- zur Finanzkapitalbildung verursachte ein steigendes Defizit an Arbeitsplätzen = Arbeitslosigkeit.

In Europa wurde das Land mit der höchsten „realkapitalistischen Wirtschaftskultur“, Deutschland, vom Finanzkapitalismus am stärksten getroffen (wie Japan Ende der 1980er Jahre). Die (großen) Unternehmen investierten während des Aktienbooms der 1990er Jahre in wachsendem Ausmaß in Finanzvermögen statt in Realkapital. Der Staat senkte die öffentliche Beschäftigung 15 Jahre lang, heute ist ihr Anteil an der Gesamtbeschäftigung um ein Viertel niedriger als in den USA (12,1% gegenüber 16,2%). Die Aufwertung des Euro gegenüber dem Dollar um mehr als 50% seit 2002, die Verteuerung von Erdöl und die „Verlockungen“ der seit 2003 wieder boomenden Aktienkurse (der DAX ist seither um fast 200% gestiegen) haben die Investitionsbereitschaft der deutschen Unternehmen weiter gedämpft.

Die deutschen Eliten schauen die Welt (derzeit) mit neoliberaler Brille an. Das hat Folgen: Erstens, sie können die steigende Arbeitslosigkeit nicht als Mangel an Arbeitsplätzen infolge unzureichender Realkapitalbildung wahr nehmen. Zweitens, sie können die sinkende Realkapitalbildung bei (sehr) guter Gewinnentwicklung nicht als Folge steigender Gewinnchancen auf den Finanzmärkten erkennen. Drittens, sie können die Aktivitäten auf diesen Märkten nicht als die wichtigsten Preise destabilisierende „Umverteilungsspiele“ wahr nehmen. Viertens, die Eliten können die „Abstinenz“ des Staates von einer aktiven Wirtschaftspolitik nicht als zusätzliche Krisenursache erkennen.

Denn all diese Einsichten würden der neoliberalen Weltanschauung widersprechen.

Also hat die Politik auf den Anstieg der Arbeitslosigkeit mit der Reduktion der Arbeitslosenunterstützung und der massiven Förderung prekärer Arbeitsverhältnisse reagiert (Ich-AGs, 1-Euro-Jobs). Die Arbeitslosen wurden dadurch billiger, die Arbeitenden auch, die Zahl sozialversicherter Jobs sank, jene der prekären Jobs stieg. Mit diesen Maßnahmen passte sich das System dem Mangel an (produktiven) Arbeitsplätzen an. Seine systemischen Ursachen bleiben ausgeblendet.

Gleichzeitig stieg die EUREX zur größten Derivatbörse und die Deutsche Bank zur zweitgrößten „Spekulationsbank“ auf, die Verwandlung deutscher Konzerne in Finanzkonglomerate mit nachrangigen Industriebeteiligungen setzte sich fort (siehe Siemens als „pars pro toto“). Zwischen diesen Entwicklungen und der Deklassierung deutscher ArbeitnehmerInnen besteht ein kausaler Zusammenhang.

Die Verlagerung des Gewinnstrebens zur Finanzwirtschaft wurde auch durch den Wechsel im Verhältnis von Zinssatz zu Wachstumsrate verursacht. Bis 1980 hielten die Notenbanken das Zinsniveau unter der Wachstumsrate. Dies förderte die Kredit- und Investitionsbereitschaft der Unternehmen.

Um 1980 haben die Notenbanken die Leitzinsen derart drastisch erhöht, dass das Zinsniveau die Wachstumsrate seither permanent übersteigt. Dies dämpfte die Investitionen der Unternehmen, weil ihre Neuverschuldung nunmehr niedriger gehalten werden musste als der Zinsendienst für die „Altschulden“.

Folgende Kausalkette entwickelte sich unter finanzkapitalistischen Rahmenbedingungen:

- Aktienboom, kurzfristige (Derivat)Spekulation und das die Wachstumsrate übersteigende Zinsniveau dämpfen Realinvestitionen und Wirtschaftswachstum.
- Steigende Arbeitslosigkeit und gedämpfte Steuereinnahmen lassen Budgetdefizit und Staatsverschuldung anwachsen.
- Der Staat reagiert darauf mit einer Sparpolitik: Gekürzt werden die Ausgaben für öffentliche Investitionen und Beschäftigung sowie für die Kernbereiche des Sozialstaats.
- Die Haushalte reagieren auf die damit verbundene Verunsicherung mit einer Stagnation der Konsumnachfrage, welche das Wirtschaftswachstum zusätzlich dämpft.
- Im Bereich der Altersvorsorge wird eine weitere Rückkoppelung wirksam: Die Unsicherheit über die sozialstaatliche Pension und die öffentliche Förderung privater Vorsorge dämpft nicht nur den Konsum, sondern stimuliert zugleich den Aktienboom.

Dargestellt an den sektoralen Finanzierungssalden in Deutschland: Im Jahr 2000 wuchsen die Investitionen der Unternehmen stark, ihr Finanzierungsdefizit betrug etwa 137 Mrd. €, ihm standen Überschüsse der Haushalte (75 Mrd. €), des Auslands und des Staates (je 27 Mrd. €) gegenüber. Bis zum Jahr 2004 ergaben sich dramatische Verschiebungen: Sinkende Investitionen drehten den Saldo der Unternehmen in einen Überschuss von 12 Mrd. € (einmalig in der Nachkriegsgeschichte), die Haushalte steigerten ihren Überschuss auf 131

Mrd. €. Obwohl das Ausland ein Defizit von 73 Mrd. € machte (=Leistungsbilanzüberschuss Deutschlands), „erlitt“ der Staat ein (Budget)Defizit in Höhe von 80 Mrd. €.

Fazit: Die Finanzierungssalden in einer Volkswirtschaft sind „kommunizierende Gefäße“. Die traditionelle „Rolle“ der Unternehmen ist es, die Überschüsse der Haushalte in Form von Investitionskrediten zu übernehmen und so in Realkapital und Arbeitsplätze zu verwandeln. Spielen die Unternehmer diese Rolle nicht mehr, und erhöhen gleichzeitig auch die Haushalte ihr Sparen, so ist eine nachhaltige Budgetkonsolidierung nicht möglich. Sparbemühungen verbessern dann nicht den Budgetsaldo, sondern dämpfen das Wirtschaftswachstum.

Nach dem Scheitern so vieler Symptomkuren an Arbeitslosen und am Staatshaushalt ist es an der Zeit, das finanzkapitalistische System in seiner Gesamtheit zu überdenken. Ein Vergleich mit den realkapitalistischen Rahmenbedingungen in der ersten Hälfte der Nachkriegszeit würde dabei helfen. Diese passen überdies besser zum Europäischen Sozialmodell.

Stephan Schulmeister ist Wirtschaftsforscher in Wien