

Stefan Hinsch

# Finanzmärkte

9

# Politik und Zeitgeschehen



**Politik und Zeitgeschehen 9**

# Finanzmärkte



Stefan Hinsch

# Finanzmärkte

**VOGB**



**ÖSTERREICH**

Dieses Skriptum ist für die Verwendung im Rahmen der Bildungsarbeit des Österreichischen Gewerkschaftsbundes, der Gewerkschaften und der Kammern für Arbeiter und Angestellte bestimmt.

## Zeichenerklärung



Hinweise



Beispiele



Zitate

Diese Broschüre basiert in weiten Teilen auf dem Skriptum „Finanzmärkte“ von Jörg Huffschmid und Christian Rammer. Dieses wurde im Jahr 2002 vom ÖGB veröffentlicht.

Stand: August 2017

Impressum:

Layout/Grafik: Dietmar Kreutzberger

Umschlaggestaltung: Thomas Jarmer

Medieninhaber: Verlag des ÖGB GmbH, Wien

© 2017 by Verlag des Österreichischen Gewerkschaftsbundes GmbH, Wien

Herstellung: Verlag des ÖGB GmbH, Wien

Verlags- und Herstellungsort: Wien

Printed in Austria

|  |    |
|--|----|
| Einleitung: Und vergib uns unsere Schulden   | 6  |
| <hr/>  |    |
| Teil I   |    |
| <hr/>  |    |
| Das „Sparefroh-Modell“: Finanzmärkte vermitteln zwischen<br>Finanzierungsüberschüssen und steuern die Wirtschaft | 10 |
| Finanzmärkte finanzieren Unternehmen, Staaten und seit neuestem<br>vor allem – Immobilien in aller Welt          | 12 |
| Arten von Finanzmärkten  | 14 |
| Jenseits des Sparefroh: Finanzmärkte schaffen Geld   | 20 |
| Finanzmärkte handeln Einkommensströme in der Zukunft   | 26 |
| Der Preis der Zukunft ...  | 28 |
| Märkte müssen gemacht und organisiert werden, sie sind Orte<br>von Macht und Reichtum                            | 30 |
| Der Triumph des Marktes ...  | 36 |
| ... und der Cocktail der Marktideologie  | 39 |
| <hr/>  |    |
| Teil II  |    |
| <hr/>  |    |
| Vermögensblasen  | 44 |
| Massenvernichtungswaffe Immobiliensektor   | 50 |
| Bank Run   | 53 |
| Finanzkrise und Realwirtschaft   | 58 |
| Zahlungsbilanzkrisen   | 59 |
| Sicherheitsnetze und Regulierung   | 61 |
| Besser informiert: Von der übermäßigen Bedeutung der<br>FinanzmarktvermittlerInnen                               | 65 |
| Finanzialisierung, die Kultur der kurzen Frist und niedrige Investitionen  | 68 |
| Ein finanzmarktgetriebenes Wachstumsmodell – zum Schaden für alle  | 70 |
| <hr/>  |    |
| Teil III   |    |
| <hr/>  |    |
| Mehr Sicherheit im Bankensystem  | 78 |
| Echte Investitionen statt Vermögensblasen und Spekulation  | 84 |
| Glossar  | 90 |
| Zum Autor  | 95 |
| <hr/>  |    |

# 1 Einleitung: Und vergib uns unsere Schulden

„Und vergib uns unsere Schuld, wie auch wir vergeben unseren Schuldigern“, heißt es im Vaterunser. Klingt unauffällig, aber in der lateinischen Version finden wir „debita nostra“ und „debitoribus nostribus“, und in Großbritannien wurde im 19. Jahrhundert „debt“ und „debtors“ gebetet. Schulden und Schuldner. Das ist natürlich symbolisch zu verstehen, aber nicht nur – auch die Verwendung von Symbolen ist nicht zufällig: In der Antike wurden säumige Schuldner manchmal hingerichtet und zumeist mit ihrer gesamten Familie versklavt. Noch im 19. Jahrhundert gab es den Schuldturm für Personen, die ihren Zahlungsverpflichtungen nicht nachkamen.

Schulden und Geld verleihen, Geld, mit dem man seine Steuerschulden beim Staat begleichen kann und Schulden, die als Geld verwendet werden: Das sind Teilaspekte der Finanzmärkte. Sie begleiten die Menschheitsgeschichte ebenso, wie auch die Versuche, Finanzmarktexzesse zu regulieren und zu bekämpfen. So finden sich Zinsverbote in Judentum, Christentum und Islam.

Die Beschäftigung mit Finanzmärkten hat damit eine lange Geschichte und tief verwurzelte kulturelle und ethische Aspekte. Und in den letzten Jahrzehnten hat sich dies nur verstärkt. Bis in das Jahr 2007 wurde der **Finanzmarkt** häufig als eine **Quelle wunderbarer Geldvermehrung** und einfachen Reichtums gesehen – augenscheinlich an österreichischen Haushalten und Kommunen, die von ihren Banken und FinanzberaterInnen in riskante **Fremdwährungskredite** hineingetheert wurden. Seit der Krise des Jahres 2008 überwiegt Skepsis aber auch Ohnmacht. ArgentinierInnen oder KoreanerInnen bekamen die Probleme von schweren **Finanzmarktkrisen** schon früher zu spüren.

Der Finanzmarkt scheint unkontrollierbare Maschinerie geworden zu sein, vom Menschen geschaffen, aber nicht mehr zu bändigen: Schon Anfang der 1990er-Jahre wollte Clinton-Berater James Carville als Anleihenmarkt wiedergeboren werden, weil er dann „alle einschüchtern“ könne. „Die Märkte“ strafen durch Vertrauensverlust, sie wollen durch „Reformen“ beruhigt werden, gleichzeitig wird immer noch die „Disziplin der Märkte“ als Garant guter Wirtschaftspolitik verkauft.

In der jüngeren Geschichte beginnt die Bedeutungszunahme von Finanzmärkten in den 1970er- und 1980er-Jahren. Das betrifft die Menge der dort investierten Finanzvermögen und gleichzeitig die Menge der dort aufgenommenen Finanzie-

rung (wir werden später sehen, dass das zwei Seiten derselben Medaille sind). Es betrifft den Bedeutungsgewinn des Finanzsektors der Wirtschaft, der Banken, Schattenbanken und Fonds.

Die Tabelle zeigt die **Zunahme des auf Finanzmärkten investierten Finanzvermögens**. Sie ist aus unterschiedlichen Quellen zusammengestellt und mit etwas Vorsicht zu genießen – dennoch ist der Trend zur Zunahme der Finanzvermögen offensichtlich. Diese Erkenntnis wird auch durch die (besser abgesicherten) Daten zur Zunahme von Schulden gestützt, die im Laufe der Broschüre präsentiert werden.



|   | 1980 | 1990 | 2000 | 2010 |
|---|------|------|------|------|
| Globales Finanzvermögen in Billionen US-\$          | 12   | 51   | 108  | 261  |
| Globales Finanzvermögen in Prozent des globalen BIP | 107% | 224% | 328% | 398% |

Quellen: McKinsey, Federal Reserve of Saint Louis, Deutsche Bank

Gleichzeitig fand eine Veränderung des Verhaltens von Unternehmen und Haushalten statt, die man als Finanzialisierung bezeichnen kann und die von zahlreichen AutorInnen für zunehmende Ungleichheit und schwächeres Wirtschaftswachstum verantwortlich gemacht wird.

Zentral ist aber auch die **zunehmende Häufigkeit schwerer Finanzmarktkrisen**. Jene von 2008 hat in den Industriestaaten zu einem verlorenen Jahrzehnt beigetragen. Zwischen 2008 und 2011 hat die EU Staatshilfen für das Bankensystem im Ausmaß von 4,5 Billionen Euro oder 37 Prozent des BIP der Union gebilligt, in Österreich wurde die Hypo Alpe Adria vom Staat gerettet, Irland oder Island wurden vom kollabierenden Bankensystem in den Staatsbankrott getrieben. Aber die direkten Kosten der Bankenrettung (die für die OECD-Staaten auf etwa drei Prozent des BIP geschätzt werden) sind nicht das größte Problem, sondern die zahlreichen Menschen, die Arbeit und Perspektive verloren haben. Der wirtschaftliche Einbruch war gewaltig und die Erholung danach verlief und verläuft äußerst schleppend. In zahlreichen Ländern liegt 2017 das Einkommen eines durchschnittlichen Haushalts (Medianeinkommen) unter dem



# 1 Einleitung: Und vergib uns unsere Schulden

Wert von 2007, und eine ganze Generation südeuropäischer Jugendlicher ist ihrer Zukunftschancen beraubt worden. Andrew Haldane, Chefökonom der Bank of England, schätzt die insgesamt durch die Finanzkrise verlorene Wirtschaftsleistung weltweit auf zwischen 60 und 200 Billionen Dollar. Vielleicht am schlimmsten: Vieles deutet darauf hin, dass die Ursachen dieser Finanzkrise nicht behoben wurden und eine Wiederholung dadurch möglich ist.

Die Dramatik dieser Probleme zeigt, dass eine Debatte über den Sinn und die Probleme der Finanzmärkte jenseits von Mythen und angeblichen Sachzwängen notwendig ist. Diese kann nicht sogenannten ExpertInnen überlassen werden. Die **Finanzmärkte** sind im **Zentrum der Steuerung unserer Wirtschaft**. Ihre Ausgestaltung und Regelung ist daher ein zutiefst politisches Problem. Es geht um technische Details – ohne ExpertInnen lässt sich der Finanzmarkt nicht verstehen –, aber es geht auch und vor allem um grundsätzliche Fragen der Entwicklung unserer Gesellschaft. Das erfordert ethische und politische Entscheidungen, die nicht von TechnokratInnen allein getroffen werden können. Dieses Skriptum soll zu einer solchen Debatte beitragen und die LeserInnen wenigstens ein Stück weit befähigen.

Der Text ist in drei Teile gegliedert: Der erste Teil versucht das Funktionieren von Finanzmärkten zu erklären. Der zweite Teil widmet sich verstärkt den problematischen Entwicklungen der letzten Jahrzehnte. Und im dritten Teil werden mögliche Alternative diskutiert.



XINHUA / Action Press / picturedesk.com

Frankfurter Börse: Der DAX im Aufwind



JUSTIN LANE / EPA / picturedesk.com

Protest gegen die Auswüchse der Finanzmärkte

### Das „Sparefroh-Modell“: Finanzmärkte vermitteln zwischen Finanzierungsüberschüssen und Finanzierungsdefiziten und steuern die Wirtschaft

Wer in den 1980er-Jahren die Schule besucht hat, kennt das: Am Weltspartag kommt der Sparefroh und es gibt Spargeschenke für die fleißigen SparerInnen. Und es folgte auch eine Erklärung für die Nützlichkeit des Sparens: Man bringt Geld auf die Bank und diese kann das Geld dann weiterreichen. An jemanden, der einen Kredit braucht. Das „Geld arbeitet“.

In einem gewissen Sinn fasst das **„Sparefroh-Modell“** die erste und fundamentalste Funktion der Finanzmärkte zusammen. Auf Finanzmärkten treffen Angebot und Nachfrage von Kapital und Geld aufeinander – wobei unter Kapital in diesem Fall längerfristig gehandeltes Geld verstanden wird.

Sie vermitteln zwischen WirtschaftsteilnehmerInnen mit Finanzierungsüberschüssen und WirtschaftsteilnehmerInnen mit Finanzierungsdefiziten. WirtschaftsteilnehmerInnen können dabei Haushalte, Unternehmen oder der Staat sein (im In- und Ausland). **Finanzierungsüberschuss** bedeutet, dass Geld keine sofortige Verwendung für den Konsum oder Investitionen findet: Zum Beispiel hat Herr Müller am Ende des Monats von seinem Gehalt noch etwas über, oder ein Kleinbetrieb hat hohe laufende Überschüsse (einen positiven Cashflow), möchte aber in der nächsten Zeit keine Investitionen tätigen.

Bei einem **Finanzierungsdefizit** wird mehr Geld benötigt, als aktuell verfügbar ist: Die Republik Österreich muss etwa Geld aufnehmen, um das laufende Budgetdefizit finanzieren zu können. Oder Frau Özdemir braucht einen Kredit, um eine Wohnung zu kaufen.

Finanzierungsüberschüsse und Finanzierungsdefizite müssen sich dabei per Definition ausgleichen, zumindest weltweit. Ein Finanzierungsdefizit kann es nur geben, wenn das Geld von irgendwo herkommt, man spricht von Bilanzidentität (balance-sheet-identity in der stark Englisch geprägten Literatur). Das Ganze ist auch keine Äsop'sche Fabel, wo Herr Müller die fleißige und sparsame Ameise ist und Frau Özdemir die faule Grille. Denn der Kauf einer Eigentumswohnung kann grundsätzlich eine vernünftige wirtschaftliche Entscheidung sein.

Aus dem „Sparefroh-Modell“ lässt sich eine weitere wichtige Erkenntnis gewinnen: **Das Zurverfügungstellen von Finanzierungsüberschüssen ist immer mit Risiko verbunden.** Unternehmen können Kapital aufnehmen, um zu wachsen, aber es gibt keine Garantie, dass die Geschäftspläne aufgehen. Dann gibt es eine Pleite, und die investierten Mittel sind ganz oder teilweise weg. Staatsschulden können mit einer steigenden Wirtschaftsleistung mitwachsen, aber natürlich gibt es auch Staatspleiten.

Herr Müller aus unserem Beispiel kann darauf reagieren, indem er versucht, Anlagen gemäß seiner persönlichen Risikobereitschaft zu treffen. Größere Akteure können das Risiko auch weiterhandeln, gegen eine Gebühr reduzieren oder zusätzliches Risiko übernehmen. Auch das findet auf Finanzmärkten statt.

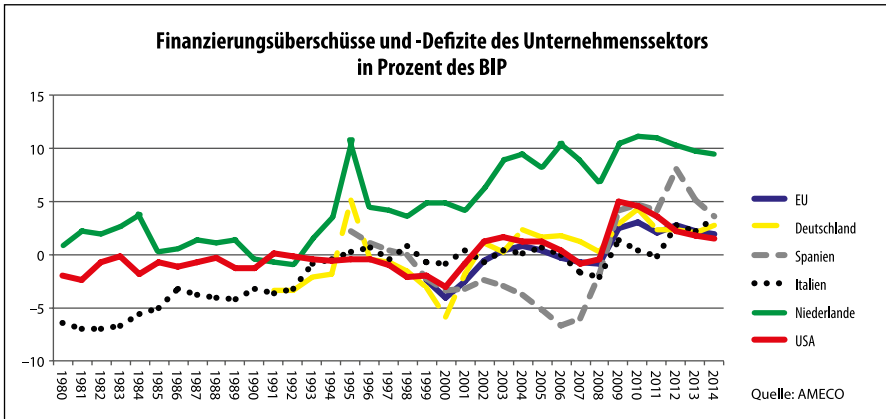
Das Handeln mit Kapital und Risiko, die **Vermittlung zwischen Finanzierungsüberschüssen und -defiziten hat dabei auch eine Bedeutung für die gesamte Volkswirtschaft.** Denn durch die Frage, welche WirtschaftsteilnehmerInnen Kapital erhalten (und zu welchen Bedingungen), wird eine Volkswirtschaft gesteuert. So ist es in Wien Anfang 2017 ausgesprochen einfach, einen Immobilienkredit zu erhalten und kleine US-amerikanische Erdölexplorationsunternehmen haben trotz stark gefallenem Ölpreis keine Schwierigkeit, Kapital aufzunehmen. Italienische Klein- und Mittelbetriebe erhalten gleichzeitig nur äußerst schwer Kredit. Diese **Finanzierungsbedingungen** haben Auswirkungen auf die Aufteilung finanzieller Ressourcen und folgende wirtschaftliche Aktivitäten: In Wien steigen Immobilienpreise; in den USA wird weiter Öl aus schwer zugänglichen Lagerstätten gefördert; italienische Klein- und Mittelbetriebe entlassen MitarbeiterInnen.

(Finanz-)Märkte steuern eine Wirtschaft dabei niemals allein, der Staat investiert und steuert ebenfalls nach anderen Gesichtspunkten. Dennoch ist die Allokations-(Zuteilungs-)funktion von Kapital ein wesentlicher Teil für das Verständnis von Finanzmärkten. Im Guten wie im Schlechten. Dann, wenn die Effizienz freier Märkte gepriesen wird und dann, wenn Finanzmärkte kritisiert werden. Letztlich war es wohl kein optimales Marktergebnis Anfang des Jahrtausends, Hunderte Milliarden Euro in spanische Wohnungen zu investieren, in denen niemand wohnt.

### **Finanzmärkte finanzieren Unternehmen, Staaten und seit neuestem vor allem Immobilien – in aller Welt**

Blickt man in Lehrbücher, dann laufen Finanzierungsströme von den Haushalten zu den Unternehmen. Für ein paar Jahrzehnte nach dem Zweiten Weltkrieg war das auch so: Wenn man die Volkswirtschaft zu Sektoren zusammenfasst, den Staat, alle Unternehmen und alle Haushalte, dann hat der Sektor der Haushalte traditionell Finanzierungsüberschüsse aufgewiesen, der Staat ein Finanzierungsdefizit und die Unternehmen ein höheres Finanzierungsdefizit. Das macht grundsätzlich Sinn: Haushalte sparen für die Altersvorsorge, die Ausbildung der Kinder oder größere Anschaffungen. Unternehmen können Geld und Kapital (längerfristig investiertes Geld) aufnehmen und in neue Maschinen, Forschung oder die Qualifizierung von MitarbeiterInnen stecken, sodass diese Investitionen Wachstum ermöglichen und die vorgestreckten Mittel zurückgezahlt werden können. Bei einer wachsenden Wirtschaft, und damit auch wachsenden Steuereinnahmen, kann ein Staat grundsätzlich jedes Jahr neue Schulden machen, ohne dass diese jemals zu hoch werden würden.

Spätestens seit der Jahrtausendwende sieht das völlig anders aus: Im Unternehmenssektor wird insgesamt weniger investiert und zur Finanzierung der Investitionen wird zunehmend der Cashflow der Unternehmen benutzt – man spricht von Eigenfinanzierung. Insgesamt weist der Unternehmenssektor oft hartnäckige Finanzierungsüberschüsse auf. Dort wo Verschuldung stattfindet, werden damit häufig nicht Investitionen getätigt, sondern andere Unternehmen übernommen oder Geld an EigentümerInnen ausgeschüttet.



Die Sektorenrechnung bedeutet dabei nicht, dass Banken und Kapitalmarkt für Unternehmen uninteressant geworden sind, denn natürlich weist nicht jedes Einzelunternehmen Finanzierungsüberschüsse auf. Gerade für die für den Arbeitsmarkt so wichtigen Unternehmensgründungen sowie kleinere und mittlere Betriebe ist Zugang zu Fremdkapital (ausgeliehenem Geld) nach wie vor entscheidend. Und natürlich gibt es auch Bereiche übermäßiger Unternehmensverschuldung als Problem. In Österreich sind 14 Prozent der kleinen und mittleren Unternehmen überschuldet, in Südeuropa ist die Situation weitaus schlimmer. Insgesamt ist die Eigenkapitalquote österreichischer Unternehmen seit dem Ende der 1990er-Jahre aber um zehn Prozentpunkte gestiegen (Quelle: KMU Forschung Austria).

Es ist wichtig festzuhalten, dass heute ein wesentlicher Teil der **Finanzierungsströme** nicht in **Richtung** der Investitionen von Unternehmen fließt, sondern von den HalterInnen **großer Geldvermögen und dem Unternehmenssektor zur immobilienkaufenden Ober- und Mittelschicht und zur Finanzierung von Staatsschulden**. Der Immobiliensektor spielt dabei eine immer wichtigere Rolle. Weltweit macht er etwa 50 Prozent der Gesamtvermögen aus, in reicheren Volkswirtschaften tendenziell mehr. In einer 2009 von der Oesterreichischen Nationalbank durchgeführten Studie wurde das Immobilienvermögen auf 55 Prozent der Gesamtvermögen als Untergrenze bewertet. Auf Basis dieser Studie und einer (strenggenommen unzulässigen) Verkettung mit dem Immobilien-

## 2 Teil 1

preisindex der OeNB würden wir für 2017 ein durchschnittliches Immobilienvermögen von mindestens 380.000 Euro pro Haushalt schätzen.

Gleichzeitig werden grenzüberschreitende Kapitalflüsse immer wichtiger. Deutsche oder österreichische Finanzierungsüberschüsse finanzieren nicht nur deutsche oder österreichische Immobilienkäufe, sondern auch britische, US-amerikanische oder spanische. In den 1960er-Jahren wurden Kapitalexporte oder -importe von ein bis zwei Prozent der Wirtschaftsleistung bereits als sehr hoch angesehen. 2016 aber wiesen deutsche WirtschaftsteilnehmerInnen (Haushalte, Unternehmen ...) einen gemeinsamen **Finanzierungsüberschuss** von 8,7 Prozent des BIP aus. Die riesige **Eurozone** erreichte **3,6 Prozent** und Österreich weniger auffällige 2,4 Prozent. Für Deutschland macht das 272 Mrd. Euro (nur 2016), die sich außerhalb der Landesgrenzen nach Anlagemöglichkeiten umsehen. Und weil sich Finanzierungsüberschüsse und -defizite immer ausgleichen müssen, tun sie das auch international. Die Überschüsse der Eurozone müssen in Defizitländern aufgenommen werden, etwa den USA oder Großbritannien. (Zahlen: AMECO-Datenbank der Europäischen Kommission)

Auf diese Entwicklungen wird noch näher eingegangen, wenn das grundlegende Funktionieren von Finanzmärkten geklärt ist.

### Arten von Finanzmärkten

Grundsätzlich gibt es unterschiedliche Arten, wie Geld und Kapital ausgetauscht werden beziehungsweise Risiko gehandelt wird. Daher können unterschiedliche Finanzmärkte unterschieden werden. Wir versuchen eine sehr vereinfachte Zusammenfassung.

#### Schulden

Die wichtigsten Teilmärkte der Finanzmärkte sind die Kredit- und Anleihenmärkte, auf denen Geld gegen das Versprechen von Zins- und Rückzahlung verliehen wird. Wer hier Geld aufnimmt, macht Schulden.

Der **Kreditmarkt** ist wohl am besten bekannt. Der Kreditgeber ist meist eine Bank, es können aber auch andere FinanzmarktakteurInnen sein. Etwa sogenannte „Schattenbanken“, wie spezielle Fonds oder Versicherungen. Haushalte

verborgen Geld über „peer-to-peer“. Finanzierungsplattformen im Internet. Am Kreditmarkt wird der Kreditvertrag zwischen einem/einer GläubigerIn und einem/einer SchuldnerIn abgeschlossen, wobei der/die GläubigerIn üblicherweise Ressourcen in die Prüfung der Kreditwürdigkeit des Schuldners/der Schuldnerin investieren. So prüft die Kreditabteilung einer Geschäftsbank etwa Kontoauszüge und Gehaltszettel eines kreditnehmenden Haushalts, um das Risiko eines Kreditausfalls beurteilen zu können. Haushalte und kleinere Unternehmen sind für Finanzierungen auf den **Bankkreditmarkt** angewiesen.

Auf dem **Anleihenmarkt** verkaufen Staaten und größere Unternehmen Schuldscheine mit fixer Laufzeit und meist fixen Zinsen. Anleihen kann kaufen, wer möchte. Häufig lassen sich die ausgebenden Unternehmen oder Staaten von einer Ratingagentur bewerten (die Kosten dafür tragen sie selbst), damit die AnleihenkäuferInnen das eingegangene Risiko besser einschätzen können. Bekanntere Unternehmen, deren Bilanzen und Geschäftsabschlüsse ja auch öffentlich zugänglich sind, können auf dieses Rating grundsätzlich auch verzichten. Im April 2017 etwa hat der französische Käsehersteller hinter Babybel und La Vache qui rit für 500 Millionen Euro siebenjährige Anleihen mit einer Verzinsung von 1,59 Prozent verkauft (jedes Jahr werden 1,59 Prozent fällig und im April 2024 wird das Geld zurückbezahlt), ohne ein Rating einzuholen. Das ist allerdings eine Ausnahme.

Bei Anleihen handelt es sich weiters um handelbare Wertpapiere: Die Schuldscheine lassen sich nach der Ausgabe auf Sekundärmärkten weiterverkaufen. Diese Möglichkeit macht aus einer zehnjährigen Anleihe ein liquides Finanzinstrument, das investierte Geld ist nicht dauerhaft gebunden. Allerdings können sich auf diesen Sekundärmärkten gegenüber dem ursprünglichen Ausgabepreis Gewinne oder Verluste ergeben, je nach Angebot und Nachfrage. Beim Kauf einer Unternehmens- oder Staatsanleihe auf Sekundärmärkten erhält der/die AusgeberIn kein frisches Geld – der Kaufpreis geht an den/die vorherigen/vorherige HalterIn. Allerdings führt eine hohe Nachfrage auf Sekundärmärkten dazu, dass sich die Finanzierungsbedingungen für eine erneute Ausgabe verbessern – oder umgekehrt. In der Folge kann der Zinssatz für die nächste Anleihe niedriger sein (hohe Nachfrage) oder steigen (niedrige Nachfrage).



## 2 Teil 1

In der Eurozone ist für die Unternehmensfinanzierung der traditionelle Bankkredit mit einem Anteil von 88 Prozent an den Unternehmensschulden (Fremdkapital) wichtiger als der Anleihenmarkt. In den USA ist das Verhältnis umgekehrt – Unternehmensanleihen stellen 87 Prozent des Fremdkapitals (Quelle: Institut der Deutschen Wirtschaft Köln). **Staatsschulden werden aber praktisch ausschließlich über Anleihen finanziert** und auch das Bankensystem verkauft Anleihen, um durch die längere Fristigkeit (verglichen mit Konto- oder Spareinlagen) die Finanzierungsstruktur zu stabilisieren.

Der **Übergang zwischen Kredit und Anleihenmarkt ist dabei fließend**: So können Kredite in Bündel zusammengefasst werden und ebenfalls in handelbare Wertpapiere verwandelt werden. Man spricht von Verbriefung oder Securitisation. In erster Linie funktioniert das mit Immobilienkrediten, weil hypothekarisch verpfändete Wohnungen als halbwegs objektive Sicherheit gelten können. Solche Sicherheiten haben in diesem Fall eine besondere Bedeutung, weil die KäuferInnen der Wertpapiere die Kreditvergabe nicht selbst geprüft haben. Sie wissen also um die Bonität der SchuldnerInnen weniger gut Bescheid, als die verkaufende Bank und misstrauen dieser grundsätzlich. Vor allem in den USA werden aber auch Kreditkartenschulden, Kredite zum Autokauf, oder Schulden für die Bezahlung von Studiengebühren, verbrieft. Damit werden Bankkredite übrigens international handelbar. So hätte die deutsche Hypo Real Estate logistische Schwierigkeiten gehabt, in den Jahren vor der Finanzkrise direkt Immobilienkredite in den USA zu vergeben. Es war aber problemlos möglich, ausreichend verbrieft Forderungen aufzukaufen, um mit dem Zusammenbruch des US-Marktes Pleite zu gehen (und vom deutschen Staat gerettet zu werden).

### **Eigenkapital**

Finanzmärkte vermitteln nicht nur Schulden, sondern auch Eigenkapital. Eigenkapital ist nicht ausgeliehen und muss nicht verzinst werden. Es gehört dem Unternehmen selbst. Wenn InvestorInnen Eigenkapital zur Verfügung stellen, übernehmen sie einen Teil am Eigentum des Unternehmens. Das können spezialisierte Fonds für Risikokapital sein oder andere Beteiligungsfonds wie Private-Equity-Gesellschaften. Es können GmbH-Anteile (meist von vermögenden Haushalten) erworben werden und über Crowdfunding-Plattformen unternehmen-

rische Ideen finanziert werden. Aber der wichtigste Markt für Eigenkapital ist der Aktienmarkt. Eine **Aktie** ist ein Anteil an einem Unternehmen – genauer: an einer Aktiengesellschaft.

Die AktienbesitzerInnen sind die EigentümerInnen. Der Besitz einer Aktie bringt **Stimmrechte** auf der AktionärInnenversammlung („Hauptversammlung“), die letzten Endes das Management des Unternehmens bestimmt. Der Besitz einer Aktie bringt auch das Recht auf einen Anteil an einer eventuellen Gewinnausschüttung, der **Dividende**. Diese kann übrigens auch bezahlt werden, wenn es gar keinen Gewinn gibt – im Jahr 2016 haben die Ölmultis trotz großer Verluste weiterhin Dividenden ausgeschüttet. Dabei gilt, je mehr Aktien, desto mehr Stimmrechte und desto mehr Dividende. Durch einen erstmaligen Börsengang oder durch die Ausgabe neuer Aktien (einer Kapitalerhöhung) kann eine Aktiengesellschaft neues Eigenkapital erhalten und die EigentümerInnenstruktur verbreitern. Für die vorherigen EigentümerInnen des Unternehmens verringert sich dadurch der Anteil des Unternehmens, der ihnen gehört – er wird „verwässert“. Die Aktien selbst sind wieder handelbare Wertpapiere, die auf Sekundärmärkten gekauft und verkauft werden können. Die „Börsenkurse“ aus den Nachrichten sind die ständig schwankenden Preise auf diesen Sekundärmärkten. Häufig sind das Aktienbörsen, mittlerweile hat aber auch der außerbörsliche Handel über elektronische Plattformen zugenommen.

2016 wurden über **Börsengänge** 99 Mrd. Dollar Kapital aufgenommen, durch Kapitalerhöhungen weitere 610 Mrd. Dollar. Allerdings lag die gesamte globale Marktkapitalisierung (der Wert aller Aktien) 2016 bei etwa 67.000 Mrd. Dollar (zum Vergleich: weltweite Wirtschaftsleistung 2016: 75.000 Mrd. Dollar), die zur Unternehmensfinanzierung aufgenommen Summen sind also vergleichsweise gering (Quelle: World Federation of Exchanges).

Außerdem gehen die meisten Geldflüsse in die andere Richtung: Nicht der Aktienmarkt finanziert Unternehmen, sondern Unternehmen schütten Geld an InvestorInnen aus, entweder durch Dividenden oder durch Aktienrückkäufe. Allein in den USA wurden 2015 520 Mrd. Dollar für Aktienrückkäufe verwendet und 365 Mrd. Dollar Dividende bezahlt – das liegt über dem Wert der gesamten Unternehmensgewinne börsennotierter US-Unternehmen dieses Jahres (847 Mrd. Dollar) (Quelle: Bloomberg).

### Risiko

Der neueste und esoterischste Teil der Finanzmärkte sind **Märkte für Derivate**, mit denen Risiko gehandelt werden kann. Derivate sind Ableitungen eines Basisgeschäfts oder Basiswerts. Ein Derivat kann zum Kauf oder Verkauf einer Aktie zu einem bestimmten Preis, zu einem bestimmten Datum berechtigen (eine Aktienoption). Oder zum Kauf- oder Verkauf von 10.000 Fass Rohöl. Derivate können einen bestimmten Währungskurs absichern („currency swap“) oder einen bestimmten Zinssatz („interest rate swap“). Durch einen CDS (Credit Default Swap) lassen sich Schulden (zum Beispiel italienische Staatsanleihen) gegen den Ausfall des Gläubigers versichern. Der Basiswert (notional amount) ist der Wert des zugrunde liegenden Geschäfts. Etwa die Gesamtsumme des Kredites, für den die Zinsen abgesichert werden, d. h. der Preis der 10.000 Fass Rohöl oder die Summe der versicherten italienischen Staatsanleihen. Die Derivate haben darüber hinaus einen Marktwert, zu dem sie gehandelt werden und der im Prinzip dem erwarteten Einkommensstrom entspricht.

Prinzipiell kann damit Risiko reduziert werden. Ein/Eine ErdölproduzentIn kann sich einen bestimmten Mindestpreis sichern, eine Fluggesellschaft einen maximalen Spritpreis – damit werden Cashflow und Investitionen längerfristig kalkulierbar. In den meisten europäischen Ländern (Österreich ist eine Ausnahme) vergeben Banken Immobilienkredite mit auf zehn Jahren fixierten Zinsen, finanzieren diese aber mit kurzfristigen Schulden, deren Zinsen durch ein allgemein steigendes Zinsniveau nach oben gehen können. Dieses Risiko wird üblicherweise abgeladen, indem in London Zins-Swaps gekauft werden, die für die Bank den Zinssatz fixieren. Diese Beispiele zeigen, dass gut strukturierte Derivatgeschäfte wirtschaftliche Entwicklung berechenbarer machen und daher durchaus nützlich sind.

Aber natürlich lässt sich damit auch eine **Finanzmarktette** gestalten: Man kann auf steigende (oder fallende) Ölpreise setzen, ohne deswegen Rohöl kaufen zu müssen – für jedes Fass Rohöl, das tatsächlich geliefert wird, werden 27 Fass über Optionen gehandelt. Damit wird aus dem Ölmarkt (aber grundsätzlich aus jedem Rohstoffmarkt) im Prinzip eine Unterabteilung der Finanzmärkte, auf der sich Hedgefonds, Pensionsfonds und Handelsabteilungen von Investmentbanken tummeln. Der Preis des Öls wird damit tendenziell weniger von phy-

sischem Angebot und physischer Nachfrage bestimmt und schwankt mit Finanzmarktstimmungen.

Man kann sich auch gegen den Ausfall eines Schuldners/einer Schuldnerin versichern, dem/der man gar kein Geld geliehen hat (und dann von einer Pleite profitieren). Oder man kann alle möglichen anderen Leute (für eine Gebühr) gegen den Ausfall von SchuldnerInnen absichern, hoffen das nichts passiert und eventuell zusammenbrechen, falls es wirklich zu größeren Pleiten kommt. Letzteres war das Geschäftsmodell von AIG, einer großen US-amerikanischen Versicherung, die vor der Finanzkrise große Mengen an Credit Default Swaps verkauft hat und während der Finanzkrise durch den US-amerikanischen Staat gerettet wurde.

Überwiegt nun die nützliche Absicherung oder die überschießende Finanzspekulation? Interessant ist die **massive Zunahme an Derivaten**. Laut der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich waren im ersten Halbjahr 1998 nicht börsengehandelte Derivate (OTC = over the counter, die überwiegende Mehrheit dieser Finanzprodukte) über einen notional amount von 82.000 Mrd. Dollar ausständig – im ersten Halbjahr 2016 lag dieser Wert bei 544.000 Mrd. Dollar. Mit 710.000 Mrd. Dollar wurde der Höhepunkt allerdings schon 2013 erreicht (Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich).

Tatsächlich gibt es einige realwirtschaftliche Entwicklungen, die ein größeres Interesse an Absicherung auslösen können. So sichert die englische Premier League die Erträge für die internationale Austragung von Fußballspielen (die in Fremdwährung anfallen) über currency swaps ab, um bei ungünstiger Wechselkursentwicklung nicht zu viel zu verlieren. 1998 war Fußball noch nicht in der gleichen Form internationales Geschäft, aber die explosive Zunahme des Derivatemarktes kann mit realwirtschaftlichen Veränderungen nicht ausreichend erklärt werden.

Derivate und Verbriefung (das Zusammenfassen von Krediten zu handelbaren Wertpapieren) bildete das Zentrum der Finanzinnovationen der Dekade vor der Krise von 2008. Die besten Mathematiker der Welt haben sich in Investmentbanken damit beschäftigt, aus Credit Default Swaps und Tranchen von Kreditpaketen synthetische Wertpapiere herzustellen, die Risiken scheinbar verschwinden ließen. Das lieferte Kreditvergabe auf Steroiden, weil weniger

Risiko mehr Schulden erlaubt. Mit Kriseneinbruch musste man feststellen, dass das Risiko doch nicht verschwunden war und gleichzeitig niemand die hochkomplexen Finanzprodukte überhaupt verstand. In der Folge wurden sie als Giftmüll bezeichnet und handelten teilweise mit Abschlägen von 70 Prozent.

### Jenseits des Sparefroh: Finanzmärkte schaffen Geld

Sparefroh hat uns gezeigt, dass Finanzmärkte Geld und Kapital verteilen. Aber die Sache ist etwas komplizierter: Finanzmärkte schaffen Geld.

Es ist allgemein bekannt, dass Geld durch die Notenbanken ausgegeben wird – im Fall Österreichs durch die Europäische Zentralbank. Die EZB kann Geld drucken oder einfach in einen Computer hineinschreiben. Bis in die 1930er-Jahre, in abgeschwächter Form bis 1971, war das ausgegebene Geld durch Goldreserven gedeckt. Seither ist das aber nicht mehr der Fall. Die EZB kann so viele Euro machen, wie sie will.

**Das meiste Geld wird allerdings nicht von Notenbanken erzeugt, sondern entsteht auf Finanzmärkten.** Analysiert wird noch einmal das Beispiel aus dem vorherigen Abschnitt über Finanzierungsüberschüsse und -defizite: Herr Müller hatte Geld auf die Bank gebracht und diese verwendete die Einlage, um Frau Özdemir einen Immobilienkredit zu gewähren.

Eigentlich sollte Herr Müller jetzt einen Brief von seiner Bank erhalten: „Wir freuen uns Ihnen mitteilen zu dürfen, dass Ihre Kontoeinlage einen Immobilienkredit in 3370 Ybbs finanziert. Für die nächsten 20 Jahre ist ihr Konto daher gesperrt. Für Fragen wenden sie sich ...“. Aber das geschieht natürlich nicht. Tatsächlich leiht Herr Müller das Geld auch nicht Frau Özdemir, sondern seiner Bank. Diese leiht es dann auf eigenes Risiko weiter. Sollte Frau Özdemir nicht bezahlen können, muss die Bank den Kredit (ganz oder teilweise) abschreiben. Herr Müller käme erst in Schwierigkeiten, wenn die Bank zusammenbrechen würde.

Richtig betrachtet sind Herrn Müllers Kontoeinlagen Bankschulden, da ein Konto ein elektronischer Schuldschein der kontoführenden Bank ist. Interessanterweise kann er in den Supermarkt gehen und an der Kassa mit Karte (mit seinen

# Jenseits des Sparefroh: Finanzmärkte schaffen Geld

## 2.4

Bankeinlagen) bezahlen. Offensichtlich sind Bankschulden Geld – wenn man damit bezahlen kann, dann ist es Geld.

Das ermöglicht einen Perspektivenwechsel: Wenn elektronische Bankschuldenscheine Geld sind, muss das Bankensystem gar nicht auf Herrn Müllers Sparbarkeit warten. Wenn Frau Özdemir 200.000 Euro für den Kauf einer Wohnung aufnehmen möchte, dann kann die Bank einfach einen elektronischen Schuldschein (= eine Kontoeinlage) ausstellen. Die Einlage kann dann an den/die VerkäuferIn der Wohnung oder den/die MaklerIn weitergereicht werden.

Das „Sparefroh-Modell“, wonach zuerst Geld auf die Bank gebracht wird, um es in weiterer Folge als Kredit weiterzureichen, ist nicht falsch, aber man kann es genauso gut umdrehen: Die Kreditvergabe schafft das Geld (= die Bankschulden), die dann der/die MaklerIn und der/die vorherige WohnungseigentümerIn als Kontoeinlage besitzen und die ihrerseits in der Bilanz der Bank den Kredit finanzieren. Der Kredit erzeugt eine Kontoeinlage und die Kontoeinlage finanziert den Kredit. Es ergibt sich ein doppelter Buchungsvorgang: Die Bank eröffnet ein Kreditkonto für Frau Özdemir – „Frau Özdemir schuldet uns 200.000 Euro“ – und gleichzeitig schafft sie ein Bankguthaben – „Dem/Der HalterIn dieser Kontoeinlage schulden wir 200.000 Euro“. Für die Bank ist dieser Buchungsvorgang deshalb interessant, weil Kontoeinlagen gering (oder praktisch gar nicht) verzinst sind, längerfristige Kredite aber höher. Sie verdient an der Zinsdifferenz.

Das Ganze nennt sich **„Geld- oder Kreditschöpfung durch die Geschäftsbanken“** und beruht darauf, dass Bankschulden als allgemeines Zahlungsmittel anerkannt werden.

Tatsächlich ist die Geldschöpfung durch Schuldenmachen aber nicht ausschließlich auf das Bankensystem beschränkt. Wenn jemand der Republik Österreich für ein Jahr Geld leiht, dann erhält man dafür eine Staatsanleihe, einen Schuldschein mit fixer Laufzeit und üblicherweise fixen Zinsen. An der Kassa des Supermarktes kann man mit Staatsanleihen nicht bezahlen, sie sind also ein bisschen weniger „Geld“, als das für einen 20-Euro-Schein oder ein Kontoguthaben gilt. Andere Dinge kann man mit einjährigen Staatsanleihen aber durchaus erwerben, etwa eine Eigentumswohnung, falls der/die VerkäuferIn einverstanden ist. Und man kann einen solchen Schuldschein jederzeit gegen Geld tauschen – die

## 2 Teil 1

Banken sprechen vom Repo-Markt. In bestimmten Ausnahmesituationen, wenn der Markt zum Tausch von Geld und Anleihen unter Stress steht, sind kurzfristige Staatsanleihen sogar liquider („geldnäher“) als Geld. Anleihen lassen sich auch als Sicherheit für die Gewährung von Bankkrediten verwenden.

Herr Müller hat seiner Hausbank Geld geliehen und dafür einen elektronischen Schuldschein erhalten – diesen konnte er wieder als Geld verwenden. In der neuen Operation wurde der Republik Österreich Geld geliehen und der ausgefolgte Schuldschein war wieder Geld, wenn auch ein bisschen weniger als die Kontoeinlage.

Das sind keine abstrakten Beispiele: Beim sogenannten **„Carry Trade“** leihen sich große FinanzmarktakteurInnen Geld in einer Währung mit sehr niedrigen Zinsen (beliebt war lange Zeit der japanische Yen), konvertieren (tauschen) das in eine andere Währung mit einem allgemein höheren Zinsniveau und kaufen dann höher rentierende Anleihen. Diese Anleihen dienen als Sicherheit für die ursprünglichen Kredite. Verdient wird an der Zinsdifferenz, an einer erhofften Wechselkursentwicklung (die Finanzierungswährung möge an Wert verlieren) und an der erhofften Wertentwicklung der gekauften Anleihen. Das kann natürlich auch schief gehen, aber an dieser Stelle ist es wichtig festzustellen, dass Schulden (Bankkredit) den Kauf von Schuldscheinen (Anleihen) finanzieren, die ihrerseits aber dem Geld so ähnlich sind („geldnahe“), dass sie als Sicherheit für die Kredite verwendet werden können. Die finanzierenden Banken erlauben bei diesen Operationen deshalb Kredithebel von 100–300 zu eins (für einen Euro eignes Kapital, werden bis zu 300 Euro ausgeliehen). Der „Carry Trade“ bei dem Kredite in Euro, Dollar oder Yen aufgenommen wurden und in Anleihen von Schwellenländern investiert wurden, umfasste im Jahr 2014 2.000 Milliarden Dollar (Quelle: Forbes).

In der Folge dieser Überlegungen kann man unterschiedliche Geldmengen abgrenzen und nach ihrer Liquidität unterscheiden. So definiert die EZB die Geldmenge M1 als im Umlauf befindliches Bargeld (das von der EZB selbst gedruckt wurde) plus jederzeit fällige Bankeinlagen (die von Geschäftsbanken geschaffen wurden), bei der Geldmenge M3 kommen dann unter anderem längerfristige Bankeinlagen, Anteile an Geldmarktfonds (die ihrerseits kurzfristige Anleihen kaufen) und handelbare Schuldscheine mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren

dazu. Im Februar 2017 betrug die Geldmenge M1 7.294 Mrd. Euro, die Geldmenge M3 11.471 Mrd. Euro (Quelle: EZB). Die Definitionen sind dabei letztlich zufällig und in unterschiedlichen Ländern auch nicht einheitlich.

Viel allgemeiner kann man sagen: Wenn eine Finanzanlage getätigt wird, Geld verliehen oder Kapital direkt zur Verfügung gestellt wird (etwa über den Aktienmarkt), erhält der/die InvestorIn dafür einen finanziellen Vermögenswert. Und dieser finanzielle Vermögenswert ist seinerseits wieder mehr oder weniger „geldnahe“ – mehr oder weniger Geld. Wenn Schulden steigen, dann steigen die Finanzvermögen mit.

### **... das Geld geht aus, wenn die Finanzmärkte keines mehr schaffen wollen**

Wenn Bankschulden neues Geld sind, Anleihen ebenfalls mehr oder weniger Geld sind und praktisch jede Art von Finanzinvestition mehr oder weniger „geldnahes“ Finanzvermögen schafft, dann können Finanzmärkte Geld schaffen. Damit hängt eine wichtige Frage zusammen: Ist dieser Vorgang irgendwie begrenzt?

In Lehrbüchern findet sich die Theorie, dass die Kreditschöpfung durch die Geschäftsbanken dadurch eingeschränkt wird, dass die Banken eine bestimmte Menge Notenbankgeld als Liquiditätsreserve halten müssen. Entweder aus eigenen Sicherheitserwägungen heraus oder weil ihnen das per Gesetz vorgeschrieben wird (das sind dann die gesetzlichen Mindestreserven). Extrem vereinfacht: Wenn plötzlich eine größere Anzahl an Kunden kommt, um ihre Kontoeinlagen in bar zu beheben, dann muss sich Geld in der Kassa befinden. Die Bank kann also nicht die gesamten Einlagen als Kredit weiterreichen – ein paar Prozent jeder Kontoeinlage müssen zurückgehalten werden. Damit wird bei jedem Umlauf die geschaffene Geldmenge ein bisschen geringer. Ein Kredit schafft eine neue Einlage, diese Einlage ermöglicht einen neuen Kredit, aber dieser ist eben ein bisschen kleiner als der erste. Das ergibt wieder eine neue Einlage und ermöglicht einen noch kleineren Kredit usw.

Daran ist zutreffend, dass das Bedürfnis nach Liquidität, sozusagen nach sehr „geldnahe Geld“, eine unendliche Geldschöpfung durch neue Schulden verhindert. Und man erkennt auch, dass die Notenbank mitspielen muss, wenn Geld geschaffen wird. Allerdings: Die wichtigste Aufgabe der Notenbank ist es, einen problemlosen Zahlungsfluss zu ermöglichen. Im Normalfall wird daher jede be-



## 2 Teil 1

nötige Menge Notenbankgeld zur Verfügung gestellt (die Notenbank „akkommodiert“ die Geldschöpfung) und im Notfall darf es auch ein bisschen mehr sein. Das kann man sich durchaus recht handgreiflich vorstellen: Als im Zuge der BAWAG-Affäre 2006 Kundenschlangen ihre Konten und Sparbücher in bar ausbezahlt haben wollten, fuhren die Geldtransporter eben häufiger.

Staatliche **Vorschriften** spielen bei der Geldschöpfung eine wichtige Rolle. So werden Banken gezwungen, vergebene **Kredite mit Eigenkapital** zu „**unterlegen**“ – wenn sie einen Kredit vergeben, dürfen sie diesen nicht nur durch geliehenes Geld finanzieren, sondern müssen auch eigenes verwenden.

Aber **entscheidend für die Menge des geschaffenen Geldes** sind in erster Linie die **Risikoeignung und die Risikoabschätzung der Finanzmärkte** sowie die Nachfrage nach Krediten und Schulden.

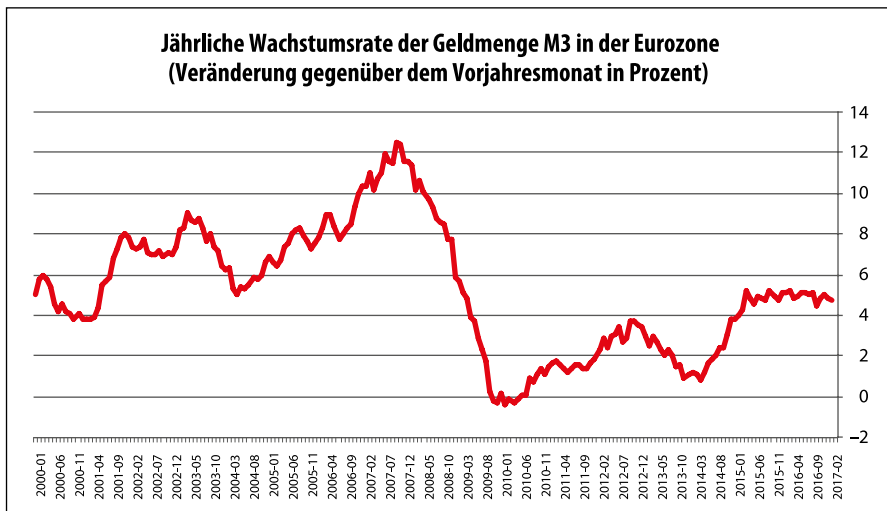
In bestimmten Situationen können Finanzmärkte eine gewaltige Risikoeignung aufweisen und eingegangene Risiken gleichzeitig als relativ moderat einschätzen: Im Jahr 2006 machte die Raiffeisenbank Fernsehwerbung in Ungarn, in der ein Verzicht auf einen Einkommensnachweis bei einem Immobilienkredit angepriesen wird – Geld bekommt jeder, unabhängig vom Einkommen, solange der Wert der gekauften Wohnung hoch genug ist. Hohes Risiko, um Marktanteile zu steigern, und der gleichzeitige Glaube, dass Immobilienpreise nicht sinken könnten. In den USA wurden zur selben Zeit ebenfalls eine gewaltige Menge Hauskredite vergeben, die Kredite dann in strukturierte Finanzprodukte verwandelt und einzelnen Tranchen dann durch Ratingagenturen der Stempel der Bestnote verliehen: Hohe Risikoeignung, das Gefühl der ManagerInnen der Finanzunternehmen, die Hauspreisbonanza nicht auslassen zu können („As long as the music is playing, you've got to get up and dance“ – Charles Prince, Citigroup, 2007) sowie der falsche Glaube, wonach Immobilienpreise regional, aber nicht national sinken könnten. In solchen Situationen finden sich die Finanzmärkte in einem Meer aus Liquidität, die aufgenommenen Schulden machen neues Geld.

Wenn aber die Situation umschlägt, Unternehmen und Haushalte keine Kredite nachfragen und niemand Geld und Kapital zur Verfügung stellen möchte, dann verflüchtigt sich diese Liquidität plötzlich. Aus dieser Perspektive lässt sich das „Sparefroh-Modell“ praktisch umdrehen: Es ist die allgemeine Sparsamkeit, der Unwille, Schulden aufzunehmen oder Geld zu verleihen, der die Geldmenge

# Jenseits des Sparefroh: Finanzmärkte schaffen Geld

2.4

kontrahieren lassen kann. Erhellend ist dabei Grafik 2 über die Entwicklung der Geldmenge M3 in der Eurozone. Während am Höhepunkt der Immobilienblasen in den Jahren 2006 und 2007 die Geldmenge mit Werten zwischen acht und zwölf Prozent pro Jahr zunahm, kam es in den folgenden Jahren durch die Finanzkrise und die Eurokrise zum Absturz. 2009 und 2010 gab es Monate mit einer absoluten Kontraktion der Geldmenge. Mit der Menge des durch die Notenbank (EZB) geschaffenen Geldes hat dies nur bedingt zu tun. Im Jahr 2000 betrug die Notenbankgeldmenge 836 Mrd. Euro und stieg bis 2006 auf 1.150 Mrd. Euro. Die Notenbank hatte die Ausweitung der Geldmenge M3 also durch Notenbankgeld unterstützt. Aber dem folgenden langsameren Wachstum der Geldmenge hat sie sich durch die Ausgabe von Notenbankgeld entgegengesetzt – sie war nicht gewollt. Bis Ende 2016 wurde die Notenbankgeldmenge mehr als verdreifacht, auf 3.663 Mrd. Euro (Quelle: EZB).



Quelle: Europäische Zentralbank

Schlussfolgerung: Notenbanken machen Geld. Aber in allererster Linie entsteht es durch Schulden auf Finanzmärkten.

## 2 Teil 1

Schulden machen neues Geld, dennoch kommt auf einen/eine WirtschaftsteilnehmerIn, der/die Kapital aufnimmt, immer ein/eine anderer/andere, der/die Kapital zur Verfügung stellt oder verleiht. Beide Seiten dieser finanziellen Transaktion sind im Allgemeinen freiwillig. Davon gibt es bedeutende Ausnahmen, etwa indische Bauern, die sich verschulden müssen, um Saatgut zu kaufen oder spanische Pensionsfonds, die in der Eurokrise von der Regierung gezwungen wurden, spanische Staatsschulden zu kaufen. **Zwang und Gewalt sind mit den Finanzmärkten seit jeher verbunden**, aber im Normalfall wird niemand gezwungen, Schulden zu machen oder Geld zu verleihen.

Finanzielle Transaktionen geschehen, weil davon Einkommensströme in der Zukunft erwartet werden, die höher sind, als die Finanzierungskosten – das Ganze muss mit dem wahrgenommenen eingegangenen Risiko gewichtet werden. Herr Müller bringt Geld auf die Bank und legt dieses auf ein täglich fälliges Konto, weil er sich Sicherheit und Zinsen (auch wenn diese minimal sind) verspricht. Eine Bargeldhaltung zu Hause bringt keine Zinsen, aber das Risiko eines Diebstahls. Die Bank vergibt einen Immobilienkredit, weil ihre Finanzierungskosten niedriger sind und ein Hypothekarkredit (durch die Besicherung mit dem gekauften Haus) als geringes Risiko eingestuft wird. Frau Özdemir kauft eine Wohnung, weil sie dann keine Miete zahlen muss und Eigentumswohnungen als risikoarme Vermögensbildung erscheinen. Ein Unternehmen investiert mit ausgeliehenem Kapital, weil der erwartete Cashflow aus der Investition die Finanzierungskosten (die Zinsen) übersteigt.

Aktivitäten auf Finanzmärkten verteilen Einkommensströme neu, wünschenswerterweise ermöglichen sie auch Investitionen in die Realwirtschaft, die sonst nicht getätigt werden würden. Funktionierende Finanzmärkte (das ist natürlich nicht selbstverständlich) können damit eine Wirtschaft dynamisieren.

Was Finanzmärkte nicht können, ist, die Realwirtschaft zu ersetzen. In der Realwirtschaft stellen Menschen Konsum- (Fruchtjoghurt, eine Nacht im Hotel) und Investitionsgüter (Lokomotive, Werkzeugmaschine) her. Finanzmärkte können Geld machen, aber nicht die Güter und Dienstleistungen, die man mit diesem Geld kaufen kann.

Auf Finanzmärkten werden daher real erwirtschaftete Einkommensströme neu verteilt: Die Kreditgeber eines Betriebes erhalten einen Teil der Einnahmen aus dem Verkauf der Produkte, die Bank von Frau Özdemir erhält einen Teil ihres sonstigen Einkommens. Erträge aus Zinsen oder Gewinnbeteiligungen, die an die HalterInnen von Aktien fließen, sind Einkommen aus Kapitalbesitz. In der volkswirtschaftlichen Einkommensverteilung stehen sie jenem Teil der Einkommen gegenüber, der durch selbstständige und unselbstständige Arbeit erwirtschaftet wird. Das ermöglicht ein paar wichtige **Schlussfolgerungen**: Zum einen können Finanzmärkte nicht in den Himmel wachsen. Ein Einzelner kann unbeschreiblich reich werden, aber eine ganze Volkswirtschaft kann nicht durch Aktienbesitz und Kreditaufnahme Einkommen aus der Luft zaubern. Die Gesamteinkommen, die durch das Zurverfügungstellen von Kapital erzielt werden können, sind logisch begrenzt mit dem BIP (der gesamten Wirtschaftsleistung). Auch das nur unter der Voraussetzung, dass den Menschen als Ertrag für ihre (selbstständige oder unselbstständige) Arbeit gar nichts übrigbleibt – eine hoffentlich unrealistische Annahme. Zwar hat in den letzten Jahrzehnten der Anteil der Einkommen aus Kapitalbesitz am Volkseinkommen beständig zugenommen, während der Anteil der Löhne und Gehälter gesunken ist, aber irgendwann wird dieser problematische Trend auch sein Ende finden. **Langfristig können die Einkommen aus Finanzvermögen, aber auch jene aus dem eng verwandten Immobilienbesitz nicht schneller wachsen als das BIP.**

Das erhellt auch Fragen, wie jene nach der Möglichkeit von Privatpensionen in Bezug auf die Alterung unserer Gesellschaft. Sollte es tatsächlich ein demographisches Problem geben (zu viele PensionistInnen in Bezug auf die Zahl der Erwerbstätigen), dann lässt sich dieses gesellschaftlich nicht durch Privatpensionen auf Finanzmärkten lösen. Zusätzliches Sparen in Pensionsfonds erhöht für die Einzelnen den Anteil am Einkommenskuchen, aber es vergrößert die Wirtschaftsleistung selbst a priori nicht. Pensionen sind vor allem ein Kuchenproblem – wie groß ist er und wer bekommt wieviel – und kein Sparproblem.

**Eine weitere wichtige Schlussfolgerung: Von allgemeinem Interesse ist es, Finanzmärkte so zu organisieren, dass sie nicht der Bereicherung Einzelner dienen, sondern sinnvolles Wirtschaftswachstum ermöglichen.**

Das ist natürlich leichter gesagt und bedarf weiterer Vertiefung. Ein großer Teil des Skriptums wird diese Frage genauer behandeln.

Wir finden hier aber noch ein weiteres Problem. Finanz- und Immobilienmärkte interessieren sich für Einkommensströme, gehandelt werden aber meist zugrundeliegende Vermögenswerte und Schuldtitel, die diese Einkommensströme vermitteln. Klingt komplizierter, als es ist: Frau Özdemir unterschreibt einen Kaufvertrag für eine Wohnung – nicht über 50 Jahre Mietersparnis. Und wenn jemand eine Aktie erwirbt, kauft er Eigentum an einem Teil eines Unternehmens, nicht die davon vermittelte Gewinnausschüttung (Dividende). Allerdings ist der Preis des Vermögenswertes oder Schuldtitels von dem erwarteten zukünftigen Einkommensstrom abhängig. Eine Immobilie ohne potenzielle Mieteinnahmen (oder Mietersparnis) ist uninteressant. Der Preis einer Anleihe richtet sich nach den vereinbarten Zinsen und der Höhe der Rückzahlung nach dem Ende der Laufzeit, der Preis einer Aktie berücksichtigt zukünftige Dividenden.

### Der Preis der Zukunft ...

Nun ist die Welt weder unveränderlich, noch lässt sich die Zukunft vorhersehen. Wenn sich die Umgebung ändert, dann ändert sich auch der Preis eines Vermögenswertes. Wenn jemand eine 10-jährige Anleihe hält, die mit sieben Prozent verzinst ist, aber am nächsten Tag das Zinsniveau für vergleichbare Anleihen auf fünf Prozent sinkt, dann wird die höher verzinsten Anleihe plötzlich mehr wert sein.

Und für den Preis einer Aktie ist nicht der aktuelle Unternehmensgewinn allein verantwortlich, sondern vor allem die in weiterer Zukunft erwarteten Gewinne. Ein **Extrembeispiel**: Der Elektroautohersteller Tesla, der noch nie Gewinn gemacht hat und 2016 80.000 Autos verkauft hat, war im Frühjahr 2017 – nach Marktkapitalisierung (Aktienkurs multipliziert mit der Zahl der Aktien) – der wertvollste US-Autokonzern. Teurer als Ford und GM. Entscheidend dafür sind die Zukunftserwartungen der AnlegerInnen. Diese setzen offensichtlich auf gewaltige Chancen der Elektromobilität und eine zukünftige marktbeherrschende Stellung der Firma aus Kalifornien, während aus dem Vorstandsvorsitzenden Elon Musk so etwas wie ein Techno-Messias wurde.

Noch ein **Beispiel**: Der Preis einer Eigentumswohnung richtet sich in erster Linie nach der erzielbaren Mietrendite (ob durch Vermietung der Wohnung oder weil sich der/die neue EigentümerIn selbst die Miete spart) und nach dem Zinsniveau. Das Zinsniveau bestimmt die Finanzierungskosten (bei niedrigen Zinsen sind Kredite billiger) und die erzielbare Rendite für andere Anlagemöglichkeiten. Auf dem Wiener Wohnungsmarkt ist nach den gewaltigen Preissteigerungen nach der Jahrtausendwende die erzielbare Rendite auf vielleicht 2,5 Prozent gesunken (eigene Schätzung). Während dieser Wert vor zehn Jahren als viel zu gering beurteilt worden wäre, scheint er im Jahr 2017 angesichts einer durchschnittlichen Rendite europäischer zehnjähriger Staatsanleihen von 0,25 Prozent (23.04.2017) offensichtlich vielen als akzeptabel – ansonsten wären die Preise niedriger. Und wenn ein Prozent Mietrendite auch noch akzeptabel wäre, dann würden Wiener Eigentumswohnungen das Doppelte kosten.

Wichtig ist dabei, dass sich solche Bewertungen mit den Umgebungsbedingungen ändern. Sollte die Verzinsung einer deutschen Staatsanleihe auf vier Prozent steigen, dann werden die Wohnungspreise massiv fallen. Sollte es sich herausstellen, dass die Elektromobilität tatsächlich Zukunftschancen bietet, die marktbeherrschende Stellung von Tesla aber eine allzu heroische Annahme war, dann wird der Tesla-Aktienkurs wieder fallen. Für die Kursentwicklung sind dabei nicht allein tatsächliche Entwicklungen wichtig, sondern veränderte Annahmen über zukünftige Entwicklungen. Der Genuss des deutschen Nachrichtensenders NTV lässt bemerken, dass sich die neurotisch durch den unteren Bildrand laufenden Aktienkurse ununterbrochen verändern. Nun können wir das auch erklären: Annahmen über eine unsichere Zukunft verändern sich permanent und werden sofort eingepreist.

### **Woher kommt die Finanzmarktrendite?**

Wie entstehen Gewinne auf den Finanzmärkten und den verbundenen Immobilienmärkten? Wir haben gesehen, dass die Finanzmärkte realwirtschaftliche Einkommensströme verteilen. Finanzmarktrendite entsteht, wenn solche Ströme realisiert werden. Finanzmarktrendite entsteht aber auch (oder verschwindet), wenn sich die Bewertung von zugrundeliegenden Vermögenswerten (Aktien, Immobilien, Anleihen usw.) erhöht (oder sinkt). Dafür reicht eine Veränderung

## 2 Teil 1

von Zukunftserwartungen. Diese Erwartungen können sich aber nicht dauerhaft von der Realität abkoppeln, somit ist langfristig auch die Bewertung von Vermögen an realwirtschaftliche Einkommensflüsse gebunden. Die Finanzmarktrendite wird von uns allen in der Realwirtschaft verdient.

Nun gibt es InvestorInnen (AnlegerInnen oder SpekulantInnen), die die Entwicklung von Zukunftserwartungen besser vorhersehen als andere, einfach mehr Glück haben, über bessere Informationen verfügen oder Preise beeinflussen können. Diese werden „den Markt schlagen“ oder eine über dem Durchschnitt liegende Rendite erreichen. Per Definition verdienen andere dadurch weniger.

Der/Die AnlegerIn, der/die durch den Erwerb von Fonds für die Pension sparen möchte und das erfolgreichste Management ausfindig machen möchte, muss übrigens genau suchen: Umfangreiche Studien haben in den letzten Jahren gezeigt, dass aktiv gemanagte Fonds (mit ExpertInnen, die eine Auswahl der gekauften Aktien oder Anleihen treffen) im Mittel die Durchschnittsrendite auf Kapitalmärkten nicht verdienen können.

### **Märkte müssen gemacht und organisiert werden, sie sind Orte von Macht und Reichtum**

Wir haben Finanzmärkte als ein Aufeinandertreffen von Angebot und Nachfrage nach Geld und Kapital definiert. Das Aufeinandertreffen von Angebot und Nachfrage ist dabei ein reichlich abstraktes Konzept. Raumlos, zeitlos, ohne wirkliche AkteurInnen, als würden Finanzierungsüberschüsse nur durch Preissignale gelenkt – dorthin, wo sich bei geringstem Risiko der meiste Gewinn machen lässt. Echte Finanzmärkte scheinen sich aber durchaus auf der Welt verorten zu lassen, sie besetzen Räume und werden dort von Menschen organisiert. **In den Finanzzentren der Welt werden Macht und Reichtum verdichtet.** Die US-amerikanische Soziologin Saskia Sassen analysiert ein Netzwerk aus durch den Finanzsektor geprägten „Global Cities“, in denen selbst die obere Mittelschicht keinen Platz mehr findet. So kostet ein Quadratmeter Wohnfläche in guter Lage Anfang 2017 in Hongkong 50.000 Dollar, in New York 39.000, in London 34.000, in Shanghai 21.000 und in Paris 18.000 (Quelle: Knight Frank Wealth Report). Für knapp 200.000 Euro kann man in Hongkong also genug Wohnung erwerben, um

ein Doppelbett aufzustellen. Top-Büros in Frankfurter Bankenlage erzielten 2016 Quadratmetermieten von 37 Euro pro Monat (Quelle: statista.de), Büroflächen in der City of London kosten bis zu 156 Euro pro Monat und Quadratmeter (Quelle: findalondonoffice.co.uk, eigene Berechnung).

Die Menschen in den Wohnungen und Büros verdienen auch nicht schlecht. 2016 waren es für die 25 bestbezahltesten Hedgefonds-Manager (darunter allerdings einige, die nur mehr ihr eigenes Geld verwalten) 10,9 Mrd. Dollar – eine Milliarde weniger als 2015 (Quelle: Forbes). Der durchschnittliche Bonus (dieser ergänzt das Gehalt) eines Investmentbankers/einer Investmentbankerin in New York betrug 2016 138.000 Dollar, zu seinem/ihrem Leidwesen liegt das doch deutlich unter dem 191.000-Dollar-Rekord des Jahres 2006, vor dem Beginn der Finanzkrise (Quelle: Financial Times).

In **Österreich** waren es 2016 laut WKO **115.000 Personen, die im Finanz- und Versicherungswesen beschäftigt** waren, etwa 3,3 Prozent der Gesamtbeschäftigung. Diese erwirtschafteten etwa 4,6 Prozent des BIP. Das ist im internationalen Vergleich eher unauffällig, dafür ist die Bilanzsumme der österreichischen Banken bei etwa 1.000 Mrd. Euro, etwa 300 Prozent des BIP. Ein hoher Wert, der durch die Osteuropageschäfte entsteht (die bereits der Hypo Alpe Adria zum Verhängnis wurden).

Die Bedeutung des Finanzsektors für die österreichische Wirtschaft kann auch nicht ausschließlich durch den Anteil am BIP gemessen werden, denn gerade höhere Finanzdienstleistungen werden in relativ wenigen internationalen Standorten konzentriert, die dann auch für Österreich Bedeutung haben. So erwirtschafteten in der Schweiz 2016 5,8 Prozent der Beschäftigten 9,6 Prozent des BIP (der Höhepunkt war allerdings 2007 mit 13,4 Prozent des BIP). Und in Großbritannien erreicht der Anteil des Finanzsektors an der Wirtschaftsleistung 2009 zehn Prozent. Das ist der höchste Wert aller großen Volkswirtschaften (G7) und eine Verdoppelung seit dem Beginn der 1980er-Jahre. In den Jahren nach der Krise ist dieser Wert allerdings ein wenig gesunken.

Für die USA hat Thomas Philippon lange Zeitreihen für den Anteil von Finanzen und Versicherungen an der Wirtschaftsleistung errechnet: 1860 betrug dieser Anteil zwei Prozent und stieg bis zur Weltwirtschaftskrise auf sechs Prozent des BIP. Bis 1950 fällt der Anteil wieder auf unter vier Prozent, wo er längere Zeit



## 2 Teil 1

mehr oder weniger konstant bleibt (Anfang der 1980er-Jahre: fünf Prozent). Dann folgt eine Explosion des US-Finanzsektors, der seinen Anteil an der Wertschöpfung bis in die 2000er-Jahre fast verdoppelt.

Betrachtet man nicht die Wertschöpfung, sondern die Unternehmensgewinne, dann liegt der Anteil des Finanzsektors zwischen 15 und 20 Prozent in der Zeit von 1960 bis 1984. Danach folgt wieder die Verdopplung – 2002 wird als vorläufiger Höhepunkt 44 Prozent erreicht (laut Sameer Khatiwada in einer Studie für die International Labour Organization). Eigene Berechnungen weisen für das Jahr 2016 einen Anteil von 28 Prozent an den US-amerikanischen Unternehmensprofiten aus (Quelle: BEA).

Tatsächlich scheinen aber auch diese Angaben die Bedeutung des Finanzsektors nicht vollständig zu erfassen. Einmal weil nicht-finanzielle Firmen mittlerweile Tätigkeiten des Finanzsektors übernommen haben – so erzielt der Ölmulti BP etwa 20 Prozent seines Einkommens durch den Handel mit Finanzinstrumenten (Quelle: Bloomberg). Ebenso nicht erfasst bleibt das Netzwerk an Hilfstätigkeiten, etwa spezialisierte AnwältInnen, BuchhalterInnen und WirtschaftsprüferInnen.

**Was sind die Leistungen des Finanzsektors?** Wofür wird so viel Geld ausgegeben? Der Finanzsektor stellt wesentliche Dienstleistungen zur Verfügung, etwa das Führen von Girokonten und die Abwicklung von internationalem Zahlungsverkehr. **Die entscheidende Aufgabe ist aber das „Markt machen“, denn Finanzierungsdefizite und Überschüsse finden sich nicht von allein.** In der Ökonomie wird deswegen von FinanzmarktvermittlerInnen gesprochen. Dazu gehören das Betreiben von Börsen oder anderen Handelsplattformen sowie das Prüfen von Kreditwürdigkeit bei der Kreditvergabe. Oder die Tätigkeit des Investmentbanking; so sitzen die Investmentbanken im Zentrum des gewaltigen Derivatemarktes.

Auch ohne Kreditvergabe werden Banken für die Unternehmensfinanzierung benötigt: Wenn ein Unternehmen Anleihen verkaufen will oder einen Börsengang vorbereitet, dann braucht es eine Investmentbank, die das ganze organisiert, Kontakte zu InvestorInnen herstellt, Kapital vorschießt („underwriting“) und dafür auch bezahlt wird. Im Frühjahr 2017 saßen Hunderte Investmentbanker in Luxushotels in Riad herum, um den Börsengang des saudischen staatli-

chen Ölkonzerns Aramco vorzubereiten. Möglicher Gesamtwert: 2.000 Milliarden Dollar. Fünf Prozent sollen verkauft werden, was ein Geschäft von 100 Milliarden Dollar ergibt. Bei „underwriting fees“, sprich Investmentbankgebühren, von ein bis zwei Prozent bleibt genug für die Hotelrechnung.

**Von zunehmender Bedeutung** sind die **Tätigkeiten der Vermögensverwaltung**, auch wenn die Abgrenzung von anderen Aktivitäten der FinanzmarktvermittlerInnen nicht immer leicht ist. Das Zentrum des Geschäfts sind eine Unzahl von Fonds, von denen üblicherweise vermögende Haushalte Geld verwalten und anlegen lassen. Das Management des Fonds (und die ausgebende Fondsgesellschaft) erhält dafür einen Teil der verwalteten Summen – ein Extremfall ist die „5 and 20“-Gebühr, die Hedgefonds durchsetzen wollen: Jedes Jahr fünf Prozent des verwalteten Vermögens und zusätzlich 20 Prozent der Gewinne.

Es gibt Fonds, die Aktien oder Anleihen kaufen, Immobilienfonds, Fonds die Unternehmen aufkaufen und die Unternehmensführung übernehmen (Private Equity) sowie Fonds die Kredite vergeben. Riesige Player sind die Pensionsfonds (mit einem globalen Volumen von etwa 35.000 Milliarden Dollar [Quelle: Willis Towers Watson Research]), die Kapital für Pensionsansprüche verwalten.

Dabei müssen nicht immer KundInneneinlagen verwaltet werden. So ist etwa der norwegische Staatsfonds 2016 903 Mrd. Dollar schwer (die alle dem norwegischen Staat gehören), Hedgefonds verwalten das Geld ihrer GründerInnen mit und Versicherungen investieren die Prämieineinahmen.

Zusammengefasst: Banken und andere FinanzmarktvermittlerInnen liefern eine Reihe von Dienstleistungen. Die Sinnhaftigkeit einiger dieser Tätigkeiten lässt sich hinterfragen, aber insgesamt gibt es ohne Finanzmarktvermittlung auch keinen Finanzmarkt. Es bleiben allerdings zahlreiche Probleme: Woher kommen die teilweise sehr hohen Einkommen? Und warum wird der Finanzsektor gemessen an der Wirtschaftsleistung tendenziell wichtiger? Auf diese Fragen wird im zweiten Teil der Broschüre eingegangen.

### Ohne Staat kein Markt

Die Organisation von Finanzmärkten verläuft durch FinanzmarktvermittlerInnen. Aber ohne staatliche Rahmenbedingungen und Regulierung kann kein Finanzmarkt funktionieren. Staaten garantieren Eigentumsrechte und Staaten liefern gesetzliche Buchhaltungs- und Berichtsvorschriften. Wenn jedes Unternehmen seine Bücher und Bilanzen irgendwie erstellen oder fälschen könnte, dann könnte es auch keine Kredite aufnehmen oder Aktien verkaufen, weil die notwendige Transparenz für die GeldgeberInnen nicht gegeben wäre. Die **Bankenaufsicht** versucht Banken von übermäßigen Risikopositionen abzuhalten, die Finanzmarktaufsicht soll Insidergeschäfte verhindern, etwa dass der Vorstand einer Aktiengesellschaft nicht im Vorfeld der Vorlage des Geschäftsbericht FreundInnen und Familie informiert (die dann rechtzeitig kaufen oder verkaufen können).

**Tatsächlich ist der gesamte Finanzmarkt voll mit übermäßigen Risikopositionen und Insidergeschäften.** Einige AkteurInnen auf Finanzmärkten sind besser informiert als andere und werden diese Informationen natürlich verwenden, um zusätzliche Gewinne zu machen. Einiges davon ist illegal, aber die Grenze von Legalität und Illegalität ist fließend und wird politisch ausgehandelt. Welche Aktivitäten werden staatlich reguliert, welche nicht – und was darf versteckt werden? Tausende Lobbyisten der Finanzindustrie versuchen, auf die Bestimmungen Einfluss zu nehmen. Eines ist dabei gewiss: Ganz ohne staatliche Aufsicht wären die Probleme so groß, dass innerhalb von ein paar Wochen alles auseinanderfällt.

Auch auf die Krisenanfälligkeit von Finanzmärkten wird noch intensiver eingegangen, wobei Fakt ist, dass die Märkte und die Geldvermögen von Zeit zu Zeit durch den Staat gerettet werden. Als Beispiel: In Österreich sind Bankeinlagen bis 100.000 Euro durch den Staat garantiert. Das gilt übrigens pro Kunde und Bank. Bei einer Zahl von 723 Banken (Q2 2016, Quelle: OeNB) kann man sich Geldvermögen von 70 Millionen Euro durch die Eröffnung vieler Konten bei vielen Banken von der Republik garantieren lassen. Das ist keine graue Theorie. Eigene Firmen nehmen einem das lästige Beantragen eines Kontos und Verteilen des Geldes für eine Gebühr ab. Als weiteres Beispiel mag die Rettung des gesamten Bankensystems im Jahr 2008 dienen, die bereits in der Einleitung beschrieben wurde.

# Märkte als Orte von Macht und Reichtum

2.7



XINHUA / Action Press / picturedesk.com

Frankfurter Börse: Der DAX im Aufwind



Carof Caro / picturedesk.com

Derivatehandel in Singapur

Was die Weltwirtschaft seit den 1970er-Jahren erlebt, lässt sich als Finanzialisierung bezeichnen. Es ist der Aufstieg des Finanzsektors in das absolute Zentrum der Wirtschaft. **Der Finanzsektor selbst ist bedeutender geworden und das Verhalten von Haushalten und Unternehmen hat sich verändert** – gerade dieser Aspekt wird noch weiter analysiert. In dieser Zeit ist die Weltwirtschaft ungleicher und instabiler geworden, Wachstum hat sich verlangsamt und Krisenmomente haben sich verdichtet. Es gilt dabei, der Versuchung zu widerstehen, alles über die unzweifelhaft stattgefundene Finanzialisierung zu erklären, eine Tendenz, die sich gerade in der kritischen Finanzmarktliteratur gerne findet. Unterschiedliche Einflüsse sind am Werk, nicht immer ist klar, was drückt und was zieht, was Ursache und was Auswirkung ist. Eines ist aber eindeutig: Wenn in den letzten Jahrzehnten größere Probleme in der Wirtschaft aufgetaucht sind – die Finanzmärkte waren immer dabei.

Der zweite Teil des Skriptums diskutiert die Probleme der Finanzmärkte auch und vor allem vor dem Panorama der Veränderungen der letzten Jahrzehnte und besonders der Krisenentwicklung der Dekade nach 2008.

### Der Triumph des Marktes ...

Ende des 18. und im 19. Jahrhundert entstand eine Ideologie des freien Marktes. Als Produkt des politischen Liberalismus sieht diese eine Koordinierung der Wirtschaft durch Märkte vor. Und es setzte sich langsam eine spezielle Auffassung des Marktes durch: Im Marktliberalismus funktioniert die Wirtschaft nicht dann am besten, wenn auf die Bedürfnisse des Anderen Rücksicht genommen wird, sondern indem der eigene Nutzen immer vorangestellt wird. Gier und Egoismus seien gut, weil die Suche nach höchsten Gewinnen Produktivität und Effizienz steigern würden. Wer Nutzen maximieren möchte, greift die Preissignale auf, die durch Angebot und Nachfrage entstehen. In der Folge wird produziert, was die relativ höchsten Preise erzielt und den höchsten Gewinn verspricht. Im Marktliberalismus wird aus solch einem Verhalten auch der größte gesellschaftliche Nutzen abgeleitet.

Als ganz grundsätzlicher Kritikpunkt: **Der Marktliberalismus ignoriert die geschichtliche und gesellschaftliche Einbettung von Märkten und er**



John Maynard Keynes

**spielt die massiven Momente des Marktversagens herunter**, mit denen wir uns noch beschäftigen werden. Historisch stehen diese Ideen auch den beiden wichtigen politischen Bewegungen entgegen, die in Kontinentaleuropa die Demokratie geformt haben: Sowohl die sozialistische ArbeiterInnenbewegung, als auch der katholisch geprägte Konservatismus hielten wenig von der Idee des reinen Nutzenmaximierens.

Der Marktliberalismus war bis in die 1930er-Jahre dennoch sehr einflussreich, die Erfahrungen von Weltwirtschaftskrise und Krieg brachten nach dem Zweiten Weltkrieg aber eine stärker staatlich geregelte Wirtschaftsordnung.

Die Reformkonstellation der Nachkriegszeit bedeutete für die Unternehmen erhebliche wirtschaftliche (in vielen Ländern lagen Lohnerhöhungen über dem Produktivitätsanstieg) und politische Zugeständnisse (betriebliche Mitbestimmung, Optimierung der Gewinnsituation nicht erstes wirtschaftspolitisches Ziel), die für die kapitalistische Entwicklung in den letzten Jahrhunderten einmalig waren. In der Folge wurden Einkommen deutlich gleichmäßiger in der Gesellschaft verteilt, die Superreichen wurden ein bisschen ärmer und die Armen deutlich reicher.

Auf der Ebene der Volkswirtschaftslehre war die Nachkriegszeit mit dem Einfluss des Briten **John Maynard Keynes** verbunden. Besonders für die Beschäftigung mit den Finanzmärkten spielte auch **Stanley Fisher** eine wichtige Rolle, weil dieser besonders auf die Problematik größerer Schuldenpositionen verwies.

Die Finanzmärkte der Nachkriegszeit des Zweiten Weltkrieges waren das Gegenteil der aufregenden Zeiten der 1920er-Jahre oder der Finanzmarktbonanza ab den 1980er-Jahren. In den USA wurden Geschäftsbanken vom riskanteren Investmentbanking getrennt (in Europa nicht), Zinssätze wurden teilweise durch den Staat festgelegt (nicht nur die Leitzinsen der Notenbank, sondern auch direkt jene für Sparbücher). Die deutsche Bundesbank teilte den Geschäftsbanken Kreditkontingente zu, die französische Regierung legte strategische Wirtschaftssektoren fest, die bei der Kreditvergabe zu bevorzugen seien. Der Kapitalverkehr von einem Land in das andere war stark eingeschränkt.

In den USA nannte man das System, nach dem Banken betrieben wurden, 3-6-3: Wir leihen uns Geld um drei Prozent Zinsen, verleihen diese Summen um sechs Prozent, und gehen ab drei Uhr nachmittags auf den Golfplatz. Für die Banke-

## 3 Teil 2

rInnen war das weniger aufregend als das moderne Investmentbanking und schlechter bezahlt. Dafür haben sich auch keine PraktikantInnen zu Tode gearbeitet (2013: Moritz Erhardt, 21 Jahre, Bank of America in London, Tod nach 72 Stunden ohne Pause).

Schrecklich ineffizient kann dieses System nicht gewesen sein, schließlich hinderte es die Weltwirtschaft nicht daran, ein goldenes Zeitalter zu erleben. **Systemische Finanzkrisen gab es bis in die 1980er-Jahre auch kaum.** Das Wachstum des weltweiten BIP pro Kopf lag im stärker regulierten Kapitalismus der Nachkriegszeit zwischen 1960 und 1980 bei drei Prozent. Nach der liberalen Gegenreform lag das weltweite Wachstum des BIP pro Kopf zwischen 1980 und dem Jahr 2000 bei 2,3 Prozent und im ersten Jahrzehnt des neuen Jahrtausends bei 2,5 Prozent. Würde man die gewaltige wirtschaftliche Entwicklung in China seit den 1980er-Jahren herausrechnen (das eine starke Staatskontrolle beibehalten hat), wäre der Wachstumsunterschied zusätzlich zugunsten der 1960er- und 1970er-Jahre verschoben.

Mit den späten 1970er- und besonders den frühen **1980er-Jahren** erfolgte in jedem Fall eine **Wende zu einem radikalen Marktliberalismus**. Für die Finanzmärkte bedeutete das eine Welle der Deregulierung (Rücknahme staatlicher Vorschriften) bis in die 1990er-Jahre. **Die Kapitalverkehrskontrollen verschwanden.** Begonnen hatte dies bereits mit der Entwicklung des Euromarktes in den 1960er-Jahren, wo in London Besitzer von US-Dollar mit US-Dollar Geschäfte machen konnten (Vergabe von Dollarkrediten, Führung von Dollarkonten) und damit den US-amerikanischen Zinsverboten und -höchstgrenzen entgingen.

In den USA wurden ab den 1980er-Jahren diese Regulierungen ganz aufgehoben und auch in Japan, Großbritannien und Frankreich verschwanden die meisten Zinsvorschriften. In Deutschland wurde der ohnedies wenig regulierte Finanzsektor durch drei Finanzmarktförderungsgesetze in den 1990er-Jahren weiter dereguliert.

Wenn auch die Regulierung des Sektors der Geschäftsbanken nicht völlig aufgegeben wurde, so ignorierten die Aufsichtsbehörden doch das Auftreten eines Sektors von Schattenbanken aus Investmentbanken, Versicherungen, besonderen Hedgefonds und speziellen Investmentvehikeln der Geschäftsbanken, die



Kenneth Arrow © Linda A. Cicero / Stanford News Service (v. l.)  
Gerard Debreu © Konrad Jacobs, Erlangen, Copyright is with MFO (v. r.)

einfach Aktivitäten aus ihren Bilanzen herausverlagerten. Schattenbanken verhalten sich in vielen Bereichen wie Banken, heißen aber anders und entziehen sich damit staatlichen Vorschriften. **Der Sektor der Schattenbanken wurde zum Zentrum der Finanzkrise** (auch wenn es auf den ersten Blick nicht so aussieht, denn beim Auftreten von Schwierigkeiten mussten die Investmentvehikel wieder in die Bankbilanzen integriert werden.) Auch die Ausweitung des Derivatgeschäfts wurde kaum beachtet, ernsthafte Regulierungsversuche erfolgten erst nach der Finanzkrise.

### ... und der Cocktail der Marktideologie

Die akademische Absicherung des stärker regulierten Nachkriegssystems war dabei immer schwach. Der Keynesianismus war in den 1950er-Jahren, zum Zeitpunkt seines politischen Triumphes, wissenschaftlich schon weitgehend ausgehöhlt und gerade die Bearbeitung von Finanzmarktkrisen und -regulierungen war unzureichend oder in Nischen zurückgedrängt. **Die Hauptströmung der Volkswirtschaftslehre baute sich ein Modell der Wirtschaft zusammen, in dem Staat und Gesellschaft wieder nicht vorkamen**, Nutzenmaximierern ein stabiles Gleichgewicht erzeugten, Geld keine besondere Bedeutung hatte und echte Zeit nicht existierte, weil jede mögliche Zukunft mit einer eindeutigen Wahrscheinlichkeit belegt werden konnte. Finanzmarktprobleme lassen sich damit kaum fassen.

Zusätzlich erfolgte in den 1950er-Jahren durch Arrow und Debreu eine **Mathematisierung dieses Modells**. Die beiden waren sich der beschränkten Reichweite ihrer Aussagen durchaus bewusst, leisteten aber dennoch der Umwandlung der Volkswirtschaftslehre in eine logische Wissenschaft (statt einer Gesellschaftswissenschaft) Vorschub. Wenn schon nicht immer im Anspruch, so wenigstens in der Praxis. Bis heute muss der/die ÖkonomIn (um ihr Studium zu bestehen) rechnen können wie ein Schachcomputer, eine Beschäftigung mit Geschichte, Politik oder Philosophie ist kaum vorgesehen. Die Spuren dessen sind ganz unmittelbar: Vor 2007 verwendeten die Banken mathematisch anspruchsvolle Risikobewertungsmodelle, deren verarbeitetes Datenmaterial aber nur wenige Jahre zurückreichte. Zeiten, in denen Immobilienpreise nicht nur in



einer bestimmten Region, sondern allgemein fallen würden, waren leider nicht dabei. Schon eine kurze Beschäftigung mit Wirtschaftsgeschichte hätte gereicht, um die Unzulänglichkeit aufzuzeigen.

**Analog zu den Entwicklungen in der Volkswirtschaftslehre änderte sich auch die Betriebswirtschaft:** Dort trennte die im Anschluss an den Arbeitsmediziner Frederik Taylor entstandene Schule die Produktion vom Management. An die Stelle der Konzentration auf das Produkt und die Beschäftigten eines Betriebes tritt die **Mathematisierung von Entscheidungen der Unternehmensleitung an Hand von Kostenzielen**. Ende der 1960er- und in den 1970er-Jahren werden intellektuell die letzten Weichen gestellt: Milton Friedman und Anna Schwartz entwickeln die Schwartz-Hypothese, nach der Finanzmarktstabilität die Folge von stabilen und niedrigen Inflationsraten sei. Und Eugene Fama schafft die **Effizienzmarkthypothese**, nach der Finanzmärkte alle vorhandenen Informationen einpreisen würden. Daraus ergibt sich ein Cocktail, der zur wissenschaftlichen Absicherung des Marktradikalismus diente und bis heute Wirtschaftspolitik und Finanzmarktregulierung begleitet.

### **Zutat Nummer 1: der Shareholder-Value**

Die ausschließliche Geltung von Profitinteressen war im Lauf der Entwicklung des Kapitalismus in Europa durch die ArbeiterInnenbewegung und eine demokratische und soziale Gesetzgebung teilweise eingeschränkt worden. Dadurch konnte eine Unternehmenskonzeption einen gewissen Einfluss gewinnen, in der Unternehmen – zumindest ab einer bestimmten Größenordnung – als gesellschaftliche Organisation aufgefasst wurden, die gesellschaftliche Verantwortung tragen und in deren Führung ein Mindestmaß an Demokratie und Berücksichtigung verschiedener Interessen gelten sollte.

Die Ideologie des Shareholder-Value steht dem radikal entgegen. **Sie betont die EigentümerInneninteressen gegenüber allen anderen Beteiligten** (wie KundInnen oder MitarbeiterInnen) und rechtfertigt das mit der Wirkung der NutzenmaximiererInnen im Marktsystem – denn der möglichst große Gewinn der KapitaleignerInnen ist auch im Interesse der Gesellschaft. 2009 sagte Lloyd C. Blankfein (Vorstandsvorsitzender von Goldman Sachs), die Banker täten „Gottes Werk“ auf Erden, indem sie versuchten, möglichst viel Geld zu verdienen.



Milton Friedmann © Meiselman, Ellen (v. l.)  
Anna Schwartz © David Shankbone (v. r.)

Das Interesse an hohen Profiten ist natürlich nichts Neues für kapitalistische Unternehmen, die heutige Entwicklung stellt aber eine Verschiebung im Kräfteverhältnis zwischen den Interessensgruppen in der Unternehmensführung dar. Weg von den Belegschaften, hin zu den EigentümerInneninteressen an maximalem Profit. Es geht aber auch weg von langfristigen KundInnenbeziehungen, die auf einer Konzentration auf Produkte und Vertrauen aufbauen, hin zu kurzfristigen Gewinnen.

### **Zutat Nummer 2: Freie Finanzmärkte sind effizient**

Freie Finanzmärkte würden für eine optimale Verteilung gesellschaftlicher Ressourcen sorgen, weil sie vorhandene Informationen mit maximaler Effizienz verarbeiten würden. Nur ein allwissender Planer/eine allwissende Planerin wäre effizienter, aber einen/eine solche gibt es nicht. In der Folge sollte staatliche Regulierung möglichst zurückgefahren werden.

Wir halten das für eine **unzulässige Verallgemeinerung** aus einer mathematischen Modellwelt und letztendlich für **reine Ideologie**. In den weiteren Abschnitten werden zahlreiche Gründe angeführt, welche die Risiken und Probleme von Finanzmärkten aufzeigen. Im Gegenzug gibt es natürlich zahlreiche Beispiele wenig effizienter Planung (von der sowjetischen Planwirtschaft über das indische System von Staatseingriffen bis in die 1990er-Jahre). Aber natürlich gibt es auch Beispiele funktionierender Planung: Etwa die asiatische Industriepolitik, wo Investitionsentscheidungen eben nicht in erster Linie durch Finanzmärkte getroffen wurden. Oder den israelischen Technologiesektor, der von staatlichen „Inkubatoren“ (RisikokapitalgeberInnen) angesprochen wurde.

### **Zutat Nummer 3: Hauptsache die Inflation ist stabil**

Freie Kapitalmärkte seien effizient, weil alle vorhandenen Informationen optimal eingepreist werden. Das Ganze sei stabil, solange nicht eine Störung von außen (durch den Staat) auftritt. Der Staat könne durch Regulierung, durch zu viele Schulden oder durch zu viel (oder zu wenig) Geld stören. Letzteres würde Inflation (oder Deflation) erzeugen und Preissignale durcheinanderbringen. Instabilität würde folgen.

## 3 Teil 2

Das ist nicht völlig unsinnig, weil Inflation oder Deflation tatsächlich Instabilität auslösen können. Aber es kommt zu einer völligen Einschränkung der Perspektive: Geld entsteht durch die Notenbank oder durch Schulden. Dieses Geld kann für Konsumgüter ausgeben werden, für Investitionen verwendet werden und Arbeitsplätze schaffen oder in bereits existierenden Vermögenswerten (Eigentumswohnungen, Aktien usw.) angelegt werden. Die Inflationsrate (die üblicherweise durch die Preise von Konsumgütern gemessen wird) reagiert auf diese Aktivitäten aber unterschiedlich.

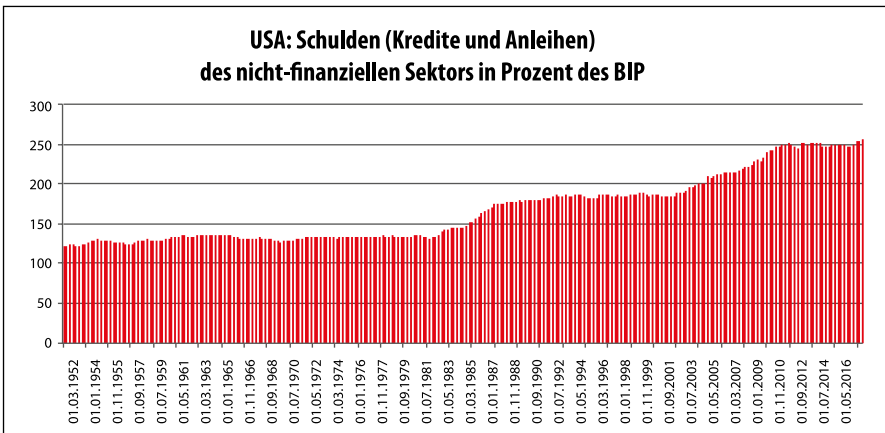
Wenn Geld und Schulden Konsum finanzieren, dann steigt die Nachfrage nach Konsumgütern, Preiserhöhungen sind leichter durchzusetzen und die Inflationsrate ist tendenziell höher. Geld, das bereits existierende Aktien kauft, wird in erster Linie deren Preise erhöhen. Eine Steigerung der Kredit- und Geldmenge muss also nicht automatisch Verbraucherpreise in die Höhe treiben.

Eine Ausweitung der Geld und Kreditmenge wurde vor 2007 aber nur dann als problematisch betrachtet, wenn sie auch mit höherer Inflation verbunden war oder wenn die Schulden durch den Staat gemacht wurden. Steigende Privatschulden wurden als „financial deepening“ sogar begrüßt und als für die wirtschaftliche Stabilität förderlich angesehen, die Aufblähung der Finanzmärkte wurde als völlig unproblematisch betrachtet.

**Bis heute ist es so, dass von den Schulden des nicht-finanziellen Sektors nur die Staatsschulden breiter diskutiert und referiert werden, während die Schulden des Privatsektors wenig beachtet werden.** Denn Staatsschulden würden per Definition auf nicht effizienten politischen Entscheidungen beruhen. Privatschulden wären dagegen effizient, weil Marktentscheidungen alle vorhandenen Informationen optimal einpreisen und berücksichtigen würden. Eine kolossale Fehleinschätzung.

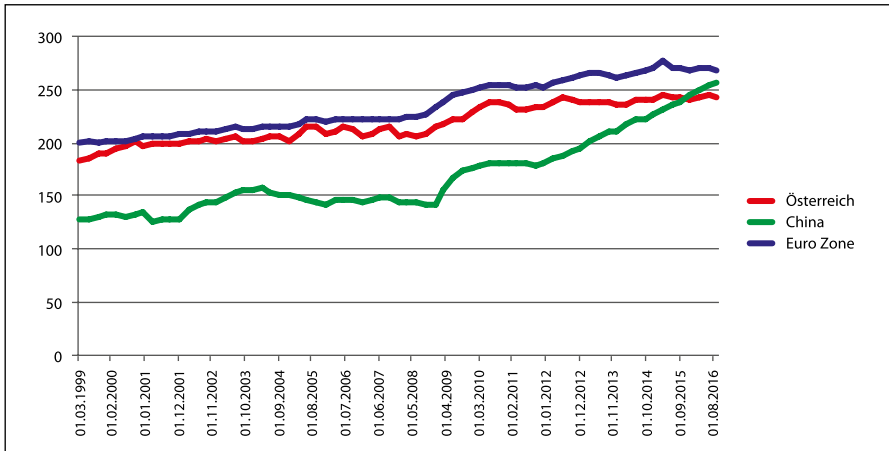
Tatsächlich haben seit den 1980er-Jahren relativ geringe Lohnsteigerungen und sinkende Lohnquoten (Anteile der Löhne und Gehälter am Volkseinkommen) dazu geführt, dass die Inflationsraten im historischen Vergleich niedrig waren – teilweise sehr niedrig. Gleichzeitig kam es aber zum Auflaufen ausgesprochen hoher Schulden.

Grafik 3 zeigt die Entwicklung der Schulden in Prozent der Wirtschaftsleistung des nicht-finanziellen Sektors in den USA (Staat, Haushalte, Unternehmen) über eine lange Zeitreihe seit 1952. Bis 1982 liegen diese mehr oder weniger konstant bei 120 bis 130 Prozent des BIP, dann erfolgt eine Verdopplung bis 2010. Da der Finanzsektor (Banken usw.) ausgeliehenes Geld meist weiterleiht, werden diese Schulden nicht berücksichtigt, um Doppelzählungen zu vermeiden. Für Österreich, die Eurozone und China zeigt Grafik 4 die Entwicklung seit 1999. Besonders markant ist China, das die Gesamtschulden des nicht-finanziellen Sektors in Prozent des BIP seit 2009 knapp verdoppelt hat. Aber auch für die Eurozone und Österreich sind gewaltige Sprünge von etwa 70 beziehungsweise 60 Prozent des BIP abzulesen (Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich).



Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich

# 3 Teil 2



Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich

## Vermögenspreisblasen

Die im letzten Kapitel angesprochenen Probleme – eine mangelnde Effizienz unterregulierter Kapitalmärkte und der Aufbau von Schuldenpositionen – werden in der Folge systematisiert. Der erste Ansatz dazu ist die Beschäftigung mit Vermögenspreisblasen.

Jede Investition beruht auf Annahmen über eine unsichere Zukunft. Wer heute in ein neues Hochspannungsnetz investiert, benötigt Annahmen über den erwarteten Cashflow über Jahrzehnte. Es gibt keinerlei Garantie dafür, dass diese Annahmen zutreffen: Der Stromverbrauch kann sich unterschiedlich entwickeln. Neue Technologien könnten lokale Energiespeicherung möglich machen – damit wird ein Hochleistungsnetz überflüssig. Wer ein neues Stahlwerk baut, benötigt unter anderem Annahmen über die Entwicklung der Weltkonjunktur (davon ist die Nachfrage abhängig). Wer wissen will, ob eine Eigentumswohnung nicht zu teuer ist, benötigt Annahmen über das künftige Zinsniveau (niedrige Zinsen rechtfertigen höhere Preise) oder die Bevölkerungsentwicklung. Die Liste ließe sich endlos fortsetzen.

Solche **Annahmen über die Zukunft** haben oft das Problem, sich im Gleichklang zu entwickeln, weil sich WirtschaftsteilnehmerInnen ihre Erwartungen

gegenseitig erzählen und darüber diskutieren. Ein mehr oder weniger starkes Herdenverhalten ist zu beobachten, in dem bestimmte wirtschaftliche Sektoren und Aktivitäten als besonders gewinnbringend und zukunftssträftig angesehen werden. Unter solchen Voraussetzungen fließen hohe Investitionen in diese Richtung. Grundsätzlich können diese nicht nur hoch, sondern auch zu hoch werden. Und da die Ausreifungszeit bestimmter Investitionen Jahre benötigt (ein Automontagewerk braucht etwa eineinhalb Jahre bis es fertig wird, ein neues Ölfeld fünf bis zehn), muss dieses „zu hoch“ auch nicht sofort bemerkt werden. Ein paar Jahre später gibt es Überkapazitäten und Preisverfall.

Nicht jede Überinvestition muss von Vermögenspreisblasen begleitet sein, aber die optimistischen **Zukunftserwartungen spiegeln sich auf Finanzmärkten** wider, die dann auch einen großen Teil der Finanzierung zur Verfügung stellen. Finanzmärkte entscheiden, welche Aktivität zu welchen Bedingungen finanziert wird, sie teilen Kapital zu. Ein Beispiel der letzten Jahren ist der New-Economy-Boom der 1990er-Jahre. Aber es gibt auch ältere Beispiele: In den 1860er-Jahren wurde der Ausbau des US-amerikanischen Eisenbahnnetzes über „railway bonds“ (Eisenbahnanleihen) finanziert, aufgekauft oft von europäischen Investoren. Solch ein Boom geht dann üblicherweise schief, die Börsenkurse der Technologieunternehmen begannen nach der Jahrtausendwende zu verfallen, die „**railway bonds**“ wurden nicht mehr zurückbezahlt, was zur Auslösung der „Gründerkrise“ 1873 beitrug.

Was genau ist eine **Vermögenspreisblase**? Davon spricht man bei einer übertriebenen Steigerung der Preise für Vermögenswerte wie Aktien oder Immobilien (oder Gold oder impressionistische Malerei usw.). Es ist dabei grundsätzlich schwer möglich, einem Vermögensgegenstand einen richtigen, d. h. „rationalen“ Preis zuzuordnen – dafür bräuchte man keine Annahmen über die Zukunft, sondern absolute Gewissheit. Letzten Endes kann eine Vermögenspreisblase nur im Nachhinein mit Sicherheit bestimmt werden, zu dem Zeitpunkt nämlich, zu dem sie schließlich platzt und sich die angesprochenen kollektiven „Annahmen über eine unsichere Zukunft“ als falsch herausstellen.

**Preisübertreibungen** sind aber schon zuvor auffällig: Am breiten US-amerikanischen Aktienindex S&P 500 erreichte Anfang 2000 die Bewertung der Unter-

## 3 Teil 2

nehmen ein Niveau, das dem 44-fachen jährlichen Gewinn entsprach (im langjährigen Schnitt liegt dieses bei dem 15-fachen). In der Euphorie des Börsenhöhenfluges haben die AnlegerInnen aber an eine gänzlich neue Wirtschaft geglaubt, in der das Internet für gewaltig steigende Produktivität und unglaubliche Gewinne in der Zukunft sorgen würde. Diese Annahmen waren nicht vollständig schwachsinnig (das Internet ist tatsächlich praktisch und Google verdient wirklich Geld), wurden aber völlig übertrieben.

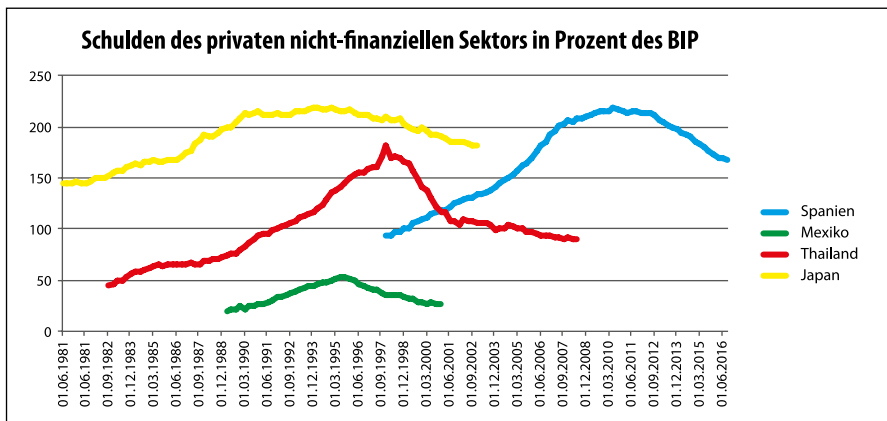
Die Herausbildung von Vermögenspreisblasen (zu teure Aktien) und realwirtschaftlichen Überinvestitionen (zu viele Glasfaserleitungen durch den Atlantik) kennzeichnet kapitalistische Entwicklung. Sie sind Teil der Krisenanfälligkeit des Kapitalismus, aber auch Teil seiner Dynamik. Problematisch werden Vermögenspreisblasen, wenn sie eine ganze Wirtschaft erfassen oder einen sehr bedeutenden Sektor einer Wirtschaft. Nach dem Platzen der **New-Economy-Blase** im Jahr 2000 folgte 2001 eine Rezession. Noch problematischer wird das Ganze, wenn die Investitionen über Kredit finanziert werden und nach Platzen der Blase das Bankensystem unter Druck kommt – etwa die **Gründerkrise** des Jahres 1873. Aber auch bei der Gründerkrise hat der vorhergegangene Eisenbahnboom immerhin für Infrastruktur gesorgt (die Eisenbahnlinien), die nach der Pleite der Eisenbahngesellschaften nicht verschwunden ist. Wirtschaftsliberale können auch hier Wettbewerb und Dynamik des Kapitalismus am Werk sehen. Auch wenn die hungernden Arbeitslosen der 1870er-Jahre ihren Enthusiasmus möglicherweise nicht teilten.

Es gibt auch Vermögenspreisblasen, wo reine Spekulation mit Vermögenswerten viel wichtiger ist als die daraus abgeleiteten Investitionen in die Realwirtschaft. Der **Börsenboom der 1990er-Jahre** hat Billionen Dollar an Marktkapitalisierung geschaffen, nur kleinste Teile davon wurden tatsächlich in den Ausbau von Internetfirmen gesteckt. Wenn dann der Kauf von Vermögenswerten über Kredite angekurbelt wird, kommt eine gefährliche Melange heraus: Ein Bankensystem, das zu viele Kredite vergeben hat und diese Kredite mit überbewerteten Vermögenswerten besichert hat.

Einer ganzen Reihe von schweren Finanz- und Wirtschaftskrisen der letzten Jahrzehnte ist eine massive Ausweitung privater Verschuldung vorangegangen. Grafik 5 zeigt die Entwicklung der Schulden des Privatsektors in ausgewählten

Ländern, die jeweils eine Blase der Vermögenswerte erlebt haben und in der Folge in Schwierigkeiten gerieten.

Der Krisenausbruch fällt mehr oder weniger mit dem Schuldenhöchststand zusammen: 1990 in Japan, im Dezember 1994 in Mexiko, im Juli 1997 in Thailand (Asienkrise) und 2008 in Spanien. Das gleiche Muster lässt sich in anderen Ländern bei größeren oder auch weniger dramatischen Krisen beobachten: in den USA, Irland, Großbritannien, Estland 2008 (große Finanzkrise) oder auch bei der Rezession in den Niederlanden 2013. Wichtig ist dabei der Gesamtbestand an Schulden des nicht-finanziellen Privatsektors, wobei entwickelte Industriestaaten mehr Schulden (auch in Prozent des BIP) vertragen als ärmere Staaten. Genauso auffällig bei krisenhaften Entwicklungen ist auch die rasche Ausweitung der Schuldenpositionen. Das ergibt Sinn: Zu einem bestimmten Zeitpunkt gibt es in der Realwirtschaft keine unbegrenzten Investitionsmöglichkeiten, eine Ausweitung der Kreditmenge wird daher eher den Kauf bereits existierender Vermögenswerte finanzieren und damit Vermögenspreisblasen antreiben.



Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich

Bei den in der Grafik erfassten Krisen wird die Verschuldung häufig durch ausländisches Geld finanziert (vor allem in Mexiko, Thailand und Spanien). Das bringt zusätzliche Gefahren und wird noch extra behandelt. Grundsätzlich ist



## 3 Teil 2

das aber nicht notwendig, da sich eine Volkswirtschaft durchaus exzessiv bei sich selbst verschulden kann. Die Schulden des Unternehmenssektors können von anderen Unternehmen finanziert werden, die Schulden des Haushaltssektors von anderen Haushalten, die Schulden der Einen sind das Finanzvermögen der Anderen. Wir haben bereits festgestellt: Finanzmärkte verteilen nicht nur Geld, sie machen Geld und sie können das grundsätzlich in beliebiger Höhe – **Schulden und Finanzvermögen wachsen gleichzeitig**. Hohe Schulden von Unternehmen oder Privathaushalten heißt auch nicht Armut, denn wirklich einkommensschwache Haushalte bekommen keine Kredite für den Wohnungskauf. Die Ratenzahlung für den Fernseher und die nicht bezahlte Handyrechnung spielen volkswirtschaftlich eine geringe Rolle, weil die Beträge vergleichsweise klein sind.

Gerechnet über alle WirtschaftsteilnehmerInnen, bringt eine höhere Verschuldung üblicherweise positive Effekte für das Nettovermögen (Vermögenswerte minus Schulden). So waren niederländische Haushalte 2010 mit durchschnittlich 294 Prozent ihrer verfügbaren Jahreseinkommen verschuldet, 1995 war es mit 148 Prozent der verfügbaren Einkommen lediglich halb so viel. Aber den Schulden standen sehr teure Häuser und Wohnungen gegenüber, die mit diesen Schulden gekauft wurden, denn die Immobilienpreise haben sich im selben Zeitraum fast verdreifacht. Und die Schulden haben ihrerseits Finanzvermögen erzeugt (Kontoeinlagen, Anleihen...), die den HalterInnen großer Geldvermögen gehören.

Die Achillesferse dieser Konstruktion sind immer kompliziertere Bilanzstrukturen, insgesamt mehr Vermögen und mehr Schulden. Die Haushalte im Ganzen halten ein hohes Nettovermögen, aber einige (oder viele) sind überschuldet, während andere in der Blasenwirtschaft reich geworden sind. **Hohe Schulden bedeuten** damit **hohe Risiken in den Bilanzstrukturen**. Weil die HalterInnen der Schulden oft andere sind als die HalterInnen der Finanzvermögen und weil Schulden nicht geringer werden, nur weil der Preis von Vermögenswerten (Häusern, Aktien) wieder fällt.

Irgendwann tauchen bei einigen FinanzmarktakteurInnen Zweifel an der langfristigen Leistbarkeit der Schuldenpositionen zum Beispiel bei einer Gruppe von Haushalten, Unternehmen oder besonders riskant finanzierten Banken auf. Für

diese wird die Finanzierung der Schulden schwieriger, auf den Finanzmärkten wird mit Pleiten spekuliert – es droht eine **Finanzmarktpanik**, ein Bank Run (mehr dazu im nächsten Abschnitt). Die zuvor erhöhten Vermögenspreise beginnen zu fallen, was wiederum die Bilanzen verschlechtert, weil den erhöhten Schulden plötzlich fallende Vermögenswerte gegenüberstehen. Panikverkäufe können einsetzen, was die Preise der Vermögenswerte zusätzlich drückt. Von Spekulation verschärft, wächst die Panik weiter an, eine Spirale nach unten kann die Folge sein.

Bei den Überschuldeten gibt es Probleme mit der Rückzahlung. Vielleicht gehen viele pleite. Das kann das Bankensystem zusammenbrechen lassen oder ihm wenigstens so zusetzen, dass in der gesamten Wirtschaft keine neue Finanzierung mehr möglich ist. Oder sie beginnen zu sparen. Das ist leichter gesagt als getan. Tatsächlich ist es außergewöhnlich schwierig, einmal aufgelaufene Schuldenpositionen wieder abzubauen, weil plötzliche Sparsamkeit die Nachfrage reduziert, die Konjunktur einbrechen lässt und damit Einkommen und Beschäftigung leiden. Wenn alle gemeinsam sparen, werden nicht alle gemeinsam reich, sondern alle gemeinsam arbeitslos, weil auch nichts mehr verkauft werden kann und ohne Endnachfrage auch die Unternehmensinvestitionen unterbleiben.

Wie groß die erwähnten Effekte sind, hängt mit der Größe der zuvor aufgebauten Vermögenspreisblasen und den vorhandenen Überinvestitionen zusammen. Nicht jede Vermögenspreisblase hat das Potenzial, eine Volkswirtschaft zu versenken, aber Vermögenspreisblasen und hohe Verschuldung sind in jedem Fall gefährlich.

Über die Ursachen solcher Verwerfungen wird gestritten. Der US-amerikanische Ökonom Hyman P. Minsky hat in den 1970er-Jahren das Finanzsystem untersucht und herausgearbeitet, welche von dessen Mechanismen zu mehr Instabilität führen. Seiner Meinung nach sind es gerade die stabilen Phasen wirtschaftlicher Entwicklung, die den Ausgangspunkt für künftige Instabilität darstellen. Da Menschen dazu neigen, die Erfahrungen der letzten paar Jahre linear in die Zukunft fortzuschreiben, wecken Jahre der Stabilität die Erwartung weiterer Stabilität in den folgenden Jahren. Unter solchen Voraussetzungen wird gerade auf dem Finanzmarkt das Risikoprofil vieler AkteurInnen immer höher. Fremdkapitalhebel steigen und die Verschuldung wird immer kurzfristiger. Verhaltens-

## 3 Teil 2

ökonomische Ansätze betonen in diesem Zusammenhang das Herdenverhalten von FinanzmarktakteurInnen, finden psychologische Erklärungen und sehen Phasen der Euphorie (gefolgt von einer Depression). Die Vermögenspreisblase wird dadurch Folge eines irrationalen Marktes. Marktliberale Ansätze betonen eher die Rationalität der Märkte, müssen aber eingestehen, dass auch rational eingepreiste Zukunftserwartungen sich als falsch herausstellen können, weil die Zukunft eben unbekannt ist. Grundsätzlich kann man damit auch behaupten, dass es gar keine Blasen gäbe, nur falsche Zukunftseinschätzungen.

Angesichts dessen, dass das Platzen von Blasen (oder der plötzliche Fall von Vermögensbewertungen) üblicherweise just dann erfolgt, wenn der Optimismus am größten ist, scheinen die an Minsky orientierten und verhaltensökonomischen Ansätze etwas logischer, aber zu unterschiedlichen Zeitpunkten mögen unterschiedliche Erklärungen zutreffen. An der Sache ändert das angesichts der gigantischen wirtschaftlichen Verwerfungen wenig: „Wähle die Form des Zerstörers“, sagt das Riesenmonster den Ghostbusters und der finanzmarktgetriebenen Wirtschaft geht es nicht anders: Entweder neigen Märkte zu Irrationalität, Panik und Euphorie oder sie sind sehr schlecht im Umgang mit einer unsicheren Zukunft. Hochgefährlich ist es in jedem Fall.

### Massenvernichtungswaffe Immobiliensektor

Der US-amerikanische Starinvestor Warren Buffet hat den Derivativmarkt einmal als Massenvernichtungswaffe bezeichnet. Aber nichts ist so gefährlich wie eine Eigentumswohnung.

Die **Gefahr von Immobilienblasen** lässt sich historisch zeigen: Eine spekulative Preisblase bei Immobilienmärkten (und Aktien) ist der Weltwirtschaftskrise der 1930er-Jahre in den USA vorangegangen; die grotesksten Auswüchse fanden sich vielleicht im Japan der 1980er-Jahre. 1989 kostete in Tokios Finanzdistrikt ein einziger Quadratmeter Bürofläche eine Million Dollar. Eigentlich zum Schmunzeln, aber wir haben bereits gesehen, wie diese Immobilienblase die Privatverschuldung nach oben getrieben hat. Das Platzen der Preisblase hat dann den gesamten Finanzsektor mitgerissen und dieser die Realwirtschaft. Zweieinhalb Jahrzehnte später ist der Einbruch immer noch nicht überwunden

und die zur Stabilisierung der Wirtschaft aufgenommenen Staatsschulden betragen mittlerweile etwa 250 Prozent des BIP. Aus Problemen der Banken wurden Probleme der Steuerzahler.

Weitere **Beispiele** gibt es zur Genüge: US-Hauspreise haben zwischen 2000 und 2006 90 Prozent zugelegt. In Dänemark haben sich die Preise von Eigentumswohnungen pro Quadratmeter von 1995 bis 2006 fast verfünffacht, in Estland in nur vier Jahren (2003–2007) fast verdreifacht. Gemeinsam mit vielen anderen sind diese Immobilienblasen in der Finanzkrise geplatzt und haben teilweise großen Schaden im Bankensektor angerichtet und die Realwirtschaft in eine tiefe Rezession gestürzt.

Die besondere Gefährlichkeit von Immobilienpreisblasen liegt vor allem an der schieren Größe und Bedeutung des Immobiliensektors. In Deutschland waren 2008 55 Prozent aller Kredite mit Immobilien besichert. Immobilienblasen erfassen dadurch die gesamte Wirtschaft: während ein Aktienkauf auf Pump für die meisten Haushalte nicht infrage kommt, sind Kredite für den Wohnungskauf üblich (und bei den aktuellen Preisen auch notwendig.) Steigende Immobilienpreise sind dadurch der entscheidende Faktor für den international am dynamischsten ansteigenden Teil der Gesamtverschuldung: die Verschuldung von Haushalten.

**Immobilienblasen** haben eine **doppelte Wirkung**: Einmal **erhöhen** sie **den Preis bereits existierender Wohnungen** und besonders **die innerstädtischen Bodenpreise**. Auf der ganzen Welt werden Großstädte schneller teurer als der nationale Durchschnitt, weil begehrter innerstädtischer Wohnraum eben nicht beliebig vermehrt werden kann. Die steigende Beliebtheit innerstädtischer Immobilien hat Gründe jenseits des Finanzmarktes. Es ist vor allem der seit den 1980er-Jahren herrschende Trend weg von der vor- und mittelstädtischen Industrie hin zu höheren Dienstleistungen, die sich im Zentrum von Großstädten finden. Außerdem führt die Zunahme von Singlehaushalten und Paaren ohne Kinder auch zu einem neuen Interesse an großstädtischen Lebensstilen: Wer drei Kinder hat, möchte einen Garten. Wer keine hat, interessiert sich beispielsweise für in der Wochenendbeilage empfohlene thailändische Restaurants.

Die überproportionale Zunahme großstädtischer Immobilienpreise ist also eine Folge größerer Verschiebungen. Aber wenn in eine solche Nachfragestruktur

gewaltige Mittel aus den Finanzmärkten geschüttet werden, sind dramatische Preissteigerungen unvermeidlich – denn während man in Gerasdorf bei Wien einen Acker umwidmen kann, um neue Wohnungen zu bauen, geht das im Zentrum von Salzburg oder Paris eben nur bedingt. Dann bekommt man nicht mehr, sondern vor allem teurere Wohnungen.

Auch wenn die Zahl der Wohnungen steigen kann, gibt es eine Verzögerung von Nachfrage und Angebot (weil zwischen der Planung von zusätzlichem Angebot und der Fertigstellung Zeit vergeht). Kredite für den Immobilienkauf und zusätzliche Nachfrage führen daher zuerst zu Preissteigerungen und erst mit zeitlicher Verschiebung zu zusätzlichem Angebot. Damit kommen wir zur zweiten Wirkung der Immobilienblase: den unmittelbaren Folgen für die Realwirtschaft. Denn wenn der ursprüngliche Preisimpuls stark genug ist, dann führt er zu einer **Verzerrung der Wirtschaft in Richtung Immobiliensektor**.

Am **Beispiel Spanien**: Mit dem Ende der 1990er-Jahre beginnt eine Immobilienbonanza, die ihren Höhepunkt in den Jahren 2006 und 2007 findet. Damals arbeiteten 13 Prozent der spanischen Arbeitskräfte im Immobiliensektor (normal wären vielleicht fünf Prozent). 2007 gab es in Spanien mehr Baubewilligungen als in Italien, Frankreich, Großbritannien und Deutschland zusammen. Familienunternehmen wurden aufgegeben, um sich der Häuserspekulation zu widmen, Jugendliche brachen ihre Ausbildung ab, um an das „dinero fácil“, das schnelle Geld, heranzukommen. Die Mitglieder der Regionalregierungen wurden von den Verlockungen des Geldes ebenso überwältigt. Seit 2011 wurden etwa in Valencia Dutzende von der Staatsanwaltschaft angeklagt, einige verbüßen langjährige Haftstrafen wegen Betrug oder Korruption.

Die Mittel für die Kreditvergabe kamen häufig aus dem Ausland. Auch wurden in Spanien haufenweise ausländische Güter verbraucht – das Defizit des Außenhandels (die Leistungsbilanz) erreicht bis zu zehn Prozent des BIP. Aber die mit ausländischen Mitteln errichteten Immobilien können keine Produkte herstellen, die im Ausland zu verkaufen wären und können daher nicht für die Begleichung der Schulden verwendet werden (Im Gegensatz etwa zu Investitionen der Industrie, oder Infrastruktur, die die Produktivität steigern). In Spanien selbst könnte man die Häuser schon verwenden – allein, es gibt deren zu viele. **Geisterstädte waren das Symbol der geplatzten Blase**. Am Höhepunkt der Leerstände waren

2012 wohl etwa eine Million Wohnungen nicht genützt. 2017 ist das Platzen der Blase immer noch nicht überwunden.

Die Wirtschaftsleistung entspricht zwar in etwa dem BIP von 2007, aber das bedeutet immerhin ein verlorenes Jahrzehnt. Die Arbeitslosigkeit liegt bei 18 Prozent, die Beschäftigung immer noch etwa eine Million Stellen unter dem Wert von 2007 und die Reallöhne haben auch noch nicht ganz aufgeholt. Die Einkommensverteilung ist ungleicher als zuvor und der Anteil der Löhne und Gehälter am Volkseinkommen ist etwa zehn Prozentpunkte gesunken (während die Gewinne gestiegen sind). Gleichzeitig ist die Staatsverschuldung von 40 auf 100 Prozent des BIP gestiegen. Teilweise durch den Ausfall von Steuerzahlungen, aber auch durch wiederkehrende und umfangreiche Bankenrettungen.

## Bank Run

Wir haben die Auswirkungen überzogener Zukunftserwartungen, einer Vermögenspreisinflation und einem Auflaufen großer Schuldenpositionen betrachtet. Solche Dinge machen immer Probleme, aber diese Probleme werden verstärkt, weil sie auf ein fragiles Finanzsystem treffen. So wie Finanzmärkte überzogene Verschuldung ermöglichen, kann auf ihnen auch Panik stattfinden und damit eine Krise verschlimmern und vertiefen. Wenn wir kurz bei dem spanischen Beispiel bleiben: Ohne Krise war die Blase auf dem Immobilienmarkt nicht zu bewältigen. Wenn eine Million Wohnungen leer stehen, ergibt es keinen Sinn, weiter 13 Prozent der Erwerbstätigen in der Bauwirtschaft zu beschäftigen, die dann noch eine weitere Million Wohnungen bauen, die niemand braucht.

Aber im Jahr 2011 konnten in Spanien auch Exportbetriebe keinen Kredit mehr bekommen. Hier ist eine **zerstörerische Eigendynamik** am Werk, ein **Bank Run**. Um das zu verstehen, betrachten wir noch einmal die Funktionsweise einer Bank.

Das Zentrum des Bankgeschäfts nennt sich Fristen und Risikotransformation. Die Bank nimmt kurzfristige Schulden auf (Sparbücher, Kontoeinlagen, kurzfristige Geldmarktpapiere usw.) und reicht diese als langfristige Finanzierungen weiter. Sie verwandelt (transformiert) Fristen. Und sie transformiert Risiko: Denn während für die vergebenen Kredite und getätigten Finanzanlagen ein teilweise

## 3 Teil 2

erhebliches Ausfallrisiko besteht, gilt die Bank selbst als praktisch risikolose Schuldnerin. Im Endeffekt werden damit riskantere und langfristige Kredite durch Schuldinstrumente finanziert (etwa Kontoeinlagen), die ihren HalterInnen als ebenso sicher und liquide wie Bargeld erscheinen. Die Bank verdient dann (unter anderem) an der „Zinsmarge“, d. h. sie leiht sich Geld zu niedrigen Zinsen und reicht dieses zu höheren Zinsen weiter. Mervyn Allister King, ehemaliger Vorsitzender der Bank of England, spricht deshalb von „Alchemie“. Wie bei der Alchemie üblich, kann diese nicht vollständig funktionieren. Hin und wieder bricht sich das scheinbar verschwundene Risiko wieder Bahn.

Denn die Risiko- und Fristentransformation gründet auf zwei Überlegungen.

**Nummer eins:** Weil eine Bank nicht nur einen Kredit vergibt, sondern Hunderttausende in unterschiedlichen Regionen und für unterschiedliche Zwecke und auch noch weitere Finanzmarktanlagen zeichnet, geht man davon aus, dass nur ein bestimmter Teil des verliehenen Geldes ausfallen wird. Niemals das ganze und auch nicht das meiste. Und die Erträge der funktionierenden Geschäfte gleichen dann die Verluste eines ausgefallenen Kredits aus. Während also eine einzelne Kreditvergabe mit höherem Risiko bewertet wird, sinkt das Risiko des gesamten Kreditpakets, da die Möglichkeit der Risikostreuung das Gesamtrisiko senkt.

**Nummer zwei:** Damit die Fristentransformation gelingt, müssen die kurzfristigen Schulden beständig neu ausgeliehen (refinanziert) werden. Im Normalfall macht die Refinanzierung auch kein Problem. Wenn eine größere Gruppe von SparerInnen ihr Geld abheben oder an eine andere Bank überweisen will, greift die Bank auf ihre Liquiditätsreserven zurück – das sind zum Beispiel leicht verkäufliche, kurzfristige Staatsanleihen oder Einlagen bei der Notenbank. Wenn diese Liquidität abnimmt, holt sie sich frisches Geld. Dafür benützt sie den Geldmarkt, der sich vom restlichen Kapitalmarkt durch seine geringere Fristigkeit (maximal ein Jahr) unterscheidet.

Wenn Geld von einer Bank an eine andere Bank überwiesen wird, dann hat diese Bank möglicherweise genau jene Liquidität zu viel, die der anderen fehlt. Es kann nämlich auch „zu viel“ Liquidität geben. Was man nicht braucht, kann verliehen werden und bringt so Zinsen. Auf dem Geldmarkt leihen sich Banken (aber auch Unternehmen oder Geldmarktfonds) untereinander Geld, für eine Nacht, einen Monat, drei Monate usw. Für den Euro gilt dabei der EURIBOR (European Inter-

bank Offered Rates) als Referenzzinssatz. Diesen gibt es in unterschiedlichen Varianten, je nach Laufzeit. KreditnehmerInnen mit variablen Zinsen, die sich quartalsweise einem Marktzinssatz anpassen, kennen vielleicht den „EURIBOR 3M“, den Dreimonats-Interbankzinssatz, weil sich daran ihre Kreditzinsen orientieren.

Kann also nichts passieren? Doch. **Fristen- und Risikotransformation hängen zusammen, sollte ein Teil gestört werden, funktioniert auch der andere nicht mehr:** Denn die Refinanzierung kurzfristiger Schulden wird schwierig, wenn sich die getätigten Investitionen (etwa die vergebenen Kredite) als riskanter erweisen als angenommen und eine drohende Bankenpleite Sorgen entstehen lässt. In der spanischen Immobilienblase vergaben Banken Kredite über 120 Prozent des Immobilienwertes, aber es erschien nicht besonders riskant, weil allgemein von weiteren Preissteigerungen ausgegangen wurde (und ein höherer Immobilienwert hätte die Kredite wieder besser besichert). Mit dem Platzen der Blase erweisen sich diese Annahmen als falsch, die eingegangenen Risiken als höher und plötzlich waren die Schulden der Bank nicht mehr genauso sicher wie Bargeld.

Dann wird die Bank vom Geldmarkt abgeschnitten oder kann sich nur noch zu sehr hohen Zinsen refinanzieren. Wenn Einlagen abfließen und die Positionen nicht refinanziert werden können, wird die Bank zahlungsunfähig. Die kurzfristigen Schulden wurden ja verwendet, um langfristige Kredite zu vergeben.

Theoretisch kann man Kredite fällig stellen (falls es im Kreditvertrag solche Klauseln gibt), aber das führt oft zum Zusammenbruch des Kreditnehmers/der Kreditnehmerin. Etwas sinnvoller ist der Verkauf von Kreditpaketen an eine andere Bank, aber auch das macht Probleme. Der/Die KäuferIn müsste jeden einzelnen Kredit erneut überprüfen und das kostet Zeit und Geld. Außerdem wird man immer befürchten, dass die notleidende Bank zuerst jene Kredite abstoßen möchte, von denen sie befürchtet, dass sie möglicherweise ausfallen könnten. Kreditpakete kann man verkaufen und auch in handelbare Wertpapiere verwandeln, wobei das in einer Krisensituation, wenn es schnell gehen muss, nur mit gewaltigen Abschlägen möglich ist.

Das gilt nicht nur für vergebene Kredite, sondern auch für andere Vermögenswerte der Bank: Ein Verkauf unter Druck wird Verluste auslösen und andere



## 3 Teil 2

Dinge sind auf die Schnelle gar nicht liquidierbar (etwa das Bürohochhaus, in dem sich der Unternehmenssitz befindet). Die Gefahr einer Insolvenz wird immer größer. Denn wenn zu hohe Verluste auflaufen, schwindet das Eigenkapital. Ein plötzlicher und praktisch unbegründeter Vertrauensverlust aus heiterem Himmel ist theoretisch möglich. Berühmt geworden ist die Szene aus dem Disney Musical Mary Poppins, wo ein Missverständnis eine KundInnenpanik auslöst und die Bank gezwungen wird, ihre Türen zu schließen. In der Praxis ist ein Bank Run nicht zufällig oder ein Missgeschick, aber er bringt eine zerstörerische Eigendynamik mit sich und verstärkt die Probleme.

In einer Finanzmarktpanik, in der niemand mehr die Bankschulden refinanzieren möchte, wird aus einer möglichen sicheren Pleite. Aus einem großen Problem wird ein gigantisches, weil eine langsame Abwicklung nicht mehr möglich ist. Und die **Folgen des Bank Run treffen nicht nur die Bank selbst**. Als 2008 Lehman Brothers zusammenbrach, wies sie 619 Milliarden Dollar Schulden auf. Diesen standen natürlich auch Vermögenswerte gegenüber (die Bank hatte viel verloren, aber nicht alles), aber wer von den GläubigerInnen muss auf wieviel verzichten? Um diese Frage werden lange Prozesse geführt. Und weil sich Banken in den letzten Jahrzehnten verstärkt gegenseitig Geld leihen, kann die Pleite einer Bank andere mitreißen. **Ein Bank Run kann grundsätzlich das gesamte Finanzsystem zerlegen**.

Dabei können nicht nur Banken betroffen sein. Gefährdet ist jeder/jede AkteurIn, der/die kurzfristige Verbindlichkeiten aufnimmt, um diese längerfristig und weniger liquide wieder anzulegen. Geschäftsbanken, Investmentbanken und viele Fonds (etwa Hedgefonds), einige Versicherungen. Die akuteste Phase der Finanzkrise des Jahres 2008 war ein Run auf die Schattenbanken, vor allem auf besondere Investmentvehikel, die von Banken betrieben wurden, um regulatorische Vorschriften zu umgehen. Der Vertrauensverlust in das gesamte Finanzsystem hätte 2008 eine Pleite des gesamten Finanzsektors auslösen können (der dann durch die Staaten gerettet wurde).

Bei genauerem Hinsehen ist das Problem des Bank Run noch größer und betrifft noch weitere AkteurInnen, wie etwa Staaten. Die durchschnittliche Laufzeit der Staatsschulden Österreichs (Ende 2016 insgesamt 295 Mrd. Euro) liegt bei etwa acht Jahren. Das ist eher hoch, denn Belgien oder die USA haben etwa vier Jahre

durchschnittliche Laufzeit, Frankreich ist mit etwa neun Jahren europäischer Spitzenreiter (Quelle: statista.de). Mehrmals im Jahr müssen größere Schuldenpositionen zurückbezahlt werden. 2016 verwendete die Republik Österreich für die Tilgung von Bundesschulden (ohne andere öffentliche Schulden) 32 Mrd. Euro. Bei jährlichen Einnahmen des Bundes von 73 Mrd. Euro (Voranschlag Budget 2017) ist diese Schuldentilgung aus dem laufenden Budget unmöglich zu bezahlen, selbst wenn man alle LehrerInnen und PolizistInnen entlassen würde. Aber eine solche Schuldentilgung ist nicht vorgesehen: Wenn Staatsschulden fällig werden, müssen sie eben refinanziert, sprich neu geliehen, werden.

Das ist kein grundsätzliches Problem, denn bisher ist in der Zweiten Republik diese Refinanzierung ohne Schwierigkeiten verlaufen. Aber es öffnet dennoch die Tür für die Möglichkeit eines Bank Run. Etwas langsamer als bei Mary Poppins, aber doch: **Wenn die Refinanzierung scheitert, kann auch ein Staat nicht mehr bezahlen.** Im Sommer 2012 hätte dieses Schicksal fast Spanien und Italien ereilt. Es war der Höhepunkt der Eurokrise. Wie schon beim Zusammenbruch des Finanzsektors 2008 musste eine staatliche Institution (die Europäische Zentralbank) einspringen, um die Panik unter Kontrolle zu bringen. Portugal und Irland (und teilweise Spanien) wurden durch einen Rettungsfonds der EU aufgefangen.

Aber auch Unternehmen können einen Bank Run erleiden. Während sich Staaten in der Variante einer 30-jährigen Anleihe verschulden können (in Ausnahmefällen sind auch noch längere Fristen möglich), ist das für Unternehmen ausgeschlossen. Unternehmensverschuldung ist heute kaum mit einer Fristigkeit jenseits von zehn Jahren zu haben. Das liegt unter der Ausreifungszeit langfristiger Investitionen und öffnet damit wieder die Möglichkeit für ein Refinanzierungsproblem, sollten diese Investitionen nicht mit Eigenkapital finanziert sein (Eigenkapital gehört dem Unternehmen selbst und hat keine Fristigkeit). Häufig versuchen Unternehmen auch freiwillig die Schuldenlaufzeit zu verkürzen, weil kurzfristige Schulden billiger sind. Vor der Finanzkrise war etwa General Electric berühmt dafür, einen großen Teil des Finanzierungsbedarfes ultrakurzfristig auf dem Geldmarkt abzuwickeln.

Banken, Schattenbanken, Staaten und Unternehmen müssen Schulden refinanzieren. Wer kein Geld mehr verleihen kann, geht pleite. Und weil sich auf Finanz-

## 3 Teil 2

märkten alle gegenseitig Geld leihen, kann eine Pleite andere mitreißen und die Panik weiter verstärken. Plötzlich fällt die Risiko- und Liquiditätstransformation auseinander: Was zuvor als Geld gesehen wurde (ein Kontoguthaben, eine Anleihe), wird plötzlich ein riskanter Schuldschein mit zweifelhafter Liquidität. Denn die Liquidität eines Wertpapiers oder einer Schuldverpflichtung (Kontoguthaben) beruht auf der Möglichkeit, diese jederzeit an jemand anderen weitergeben oder weiterverkaufen zu können. Ist das Vertrauen in die Zahlungsfähigkeit wichtiger AkteurlInnen verschwunden, fehlt der Pyramide der Zahlungsverprechen die Grundlage. Hätte der Staat nicht rettend eingegriffen, wäre das gesamte Finanzsystem 2008 zusammengebrochen.

### Finanzkrise und Realwirtschaft

Eine systemische Finanzkrise ist dabei ein gewaltiges Problem, den Finanz- und Realwirtschaft sind miteinander verwachsen. Ein Zusammenbruch der Banken entwertet alle Spareinlagen (falls der Staat nicht eingreift). Kein Unternehmen kann Kredit erhalten, was nicht nur für Investitionen ein Problem ist. So schrumpfte während der Finanzkrise der Welthandel, weil Zahlungen zwischen unterschiedlichen Unternehmen problematisch wurden, da das Bankensystem für internationale Geschäfte kein Geld mehr vorstrecken wollte.

Umgekehrt zieht eine wirtschaftliche Krise auch das Finanzsystem mit nach unten. Die Depression der italienischen Wirtschaft brachte den italienischen Banken im Jahr 2015 einen Höhepunkt von 17,2 Prozent aller vergebenen Kredite, die nicht mehr fristgerecht bedient wurden. Mit einem leichten Wirtschaftsaufschwung ist diese Quote gefallen, wobei aber im September 2016 immer noch 329 Mrd. Euro Kreditvolumen im Zahlungsverzug waren. Davon werden etwa ein Drittel als tatsächliche Kreditausfälle eingestuft, die wohl gar nicht mehr bezahlt werden (Quelle: economic research BNP Paribas, Financial Times). 2016 brach mit Monte dei Paschi di Siena die viertgrößte Bank des Landes zusammen, im Frühjahr 2017 wurden die Regionalbanken Banca Popolare di Vicenza und Veneto Banca gerettet.

Tatsächlich ist der italienischen Bankenkrise keine große Vermögenspreisblase vorangegangen (die italienische Wirtschaftskrise hängt zu großen Teilen am Ver-

lust internationaler Konkurrenzfähigkeit), aber diese Vorgänge machen dennoch deutlich, welche Gefahren von einem fragilen Finanzsystem ausgehen können.

### Zahlungsbilanzkrisen

Bevor wir uns mit den staatlichen Strukturen zur Stabilisierung und Rettung des Finanzsystems befassen, ein kleiner Einschub, der das Phänomen von Vermögenspreisblasen und Bank Run auf eine internationale Ebene hebt: Krisen der Zahlungsbilanz. Zahlungsbilanzkrisen hängen mit den Außenbeziehungen einer Volkswirtschaft zusammen. Zahlungsbilanzkrisen gibt es dabei schon ziemlich lange, wobei man früher darunter in erster Linie die Unfähigkeit eines Landes, seine Importe zu bezahlen oder einen fixen Wechselkurs zu halten, verstand.

Etwas breiter kann man eine Zahlungsbilanzkrise als plötzlichen **Mittelabfluss aus dem Finanzmarkt eines Landes** definieren. In der Regel erzwingt dieser dann eine drastische Abwertung der Währung. Jüngste Beispiele waren etwa die spekulative Attacke auf das europäische Währungssystem Anfang der 1990er-Jahre (die unter anderem das britische Pfund aus einem fixen Wechselkurs gezwungen hat), weit dramatischer die Asienkrise 1997 oder die Finanzkrisen in der Türkei und Argentinien. Auch in der großen Finanzkrise von 2008 hatten einige (vor allem osteuropäische) Länder mit Zahlungsbilanzkrisen zu kämpfen. Trotz einheitlicher Währung kann man auch die Höhepunkte der Eurokrise in Südeuropa als Zahlungsbilanzkrisen fassen.

Dabei muss nicht jede plötzliche Abwertung schlecht sein. Ein niedrigerer Wechselkurs stärkt die Konkurrenzfähigkeit der Industrie (relativ zur ausländischen Konkurrenz kann sie jetzt billiger produzieren). Als das britische Pfund und die italienische Lira Anfang der 1990er-Jahre den zu hohen fixen Wechselkurs nicht halten konnten und unter dem Druck der WährungsspekulantInnen einbrachen, hat sich diese Episode schon relativ bald als günstig für beide Volkswirtschaften erwiesen.

Gefährlich wird die Sache, wenn **Probleme der Zahlungsbilanz** auf ein **fragiles Finanzwesen** treffen. Warum? Ein Mittelabfluss aus dem thailändischen Bath bedeutet, dass Bath in eine andere Währung getauscht werden müssen (meist in Dollar). Wenn viele Bath verkaufen und Dollar kaufen wollen, aber wenige Bath

kaufen wollen, dann sinkt der thailändische Währungskurs – eine Abwertung. Aber das ist nicht alles: Damit ein reicher thailändischer Geschäftsmann oder die Managerin eines Schweizer Pensionsfonds ihre Bath in sicherere Dollar tauschen können, müssen sie erst einmal von einem Konto abgehoben werden. Und wenn sehr viele auf einmal tauschen wollen, dann werden auch sehr viele Einlagen aufgelöst – eine Variation des Themas Bank Run. Natürlich gilt, dass je widerstandsfähiger ein Bankensystem ist und je höher die Liquiditäts- und Eigenkapitalreserven sind, desto eher es so etwas überleben kann. Je fragiler, desto schneller folgt der Zusammenbruch.

Schulden in Fremdwährung bringen noch ein zusätzliches Problem: Einen Bank Run auf Bath-Einlagen könnte die thailändische Notenbank durch die Ausgabe von frischem Notenbankgeld kontern, denn solches kann sie theoretisch in beliebiger Menge schaffen. Für die Refinanzierung von kurzfristigen Dollar-Verbindlichkeiten werden Devisenreserven benötigt. Das ist übrigens ein Grund, warum die Devisenreserven der Schwellen- und Entwicklungsländer in den letzten Jahren förmlich explodiert sind.

Als Vorgeschichte von Zahlungsbilanzkrisen gibt es dabei häufig eine **Liberalisierung des Finanzmarktes** und eine **Abschaffung von Kapitalverkehrskontrollen**. In Mexiko geschah das Anfang der 1980er-Jahre (Zahlungsbilanzkrise 1994), in Osteuropa mit dem Ende des Realsozialismus (Russlandkrise 1998, einige Probleme während der Finanzkrise 2008, etwa in Rumänien oder der Ukraine.) In Asien wurden die Finanzmärkte Anfang der 1990er-Jahre liberalisiert, die Krise folgte 1997. Nur die chinesische Volkswirtschaft segelte relativ unbeschadet durch die Verwerfungen. Aber China hat seine Finanzmärkte bis heute nicht vollständig geöffnet und der Renminbi ist nicht frei handelbar.

Die geöffneten Finanzmärkte führen zu einem **Zustrom von Kapital** (nicht immer, aber dort, wo hohe Profite erwartet werden). Das bringt dann eine Überversorgung mit Kapital, den Einstieg in immer riskantere Projekte und das Aufblähen von Aktien- und Immobilienblasen. Wie die Motte zum Licht, fließt zu viel Geld in den Kauf bereits existierender Vermögenswerte.

Der Kapitalzustrom führt aber auch zu einer **Aufwertung der Währung** (entweder durch steigende Wechselkurse oder weil das viele Geld Inflation auslöst). Das bedeutet dann Verlust an Wettbewerbsfähigkeit für die Industrie.

Langsam erscheint den InvestorInnen die Lage immer riskanter: Hohe Importe und wenig Exporte, heroisch bewertete Aktienkurse und Immobilien, eine wirtschaftliche Struktur, die sich von der Produktion in Richtung Immobilien und Konsum verschiebt, ein fragiles Finanzwesen. Ein **beliebiges Ereignis löst eine Panik aus**, es folgt der Kapitalabfluss (dieser betrug in Asien 1997 rund 84 Mrd. Dollar, davon 73 Mrd. Dollar an kurzfristigen Krediten), danach der Bank Run, die Krise des Bankensystems und der Wirtschaft. Die Ärmsten trifft das dann am härtesten: Die Armut nahm als Folge der Krise in Indonesien um 100 Prozent zu, in Thailand und Südkorea um mehr als 75 Prozent. In absoluten Zahlen sind das allein in diesen drei Ländern 22 Mio. Menschen, die zusätzlich in die Armut geworfen wurden.

### Sicherheitsnetze und Regulierung

Vermögenspreisblasen, Bank Run und Zahlungsbilanzkrisen – Euphorie und Panik. Die große Weltwirtschaftskrise der 1930er-Jahre erlebte all das im Übermaß. Nach dem Zweiten Weltkrieg entstand vor diesem Hintergrund ein hoch reguliertes Finanzsystem (wir haben das bereits skizziert), aber auch ein Sicherheitsnetz aus staatlichen Garantien. Die Regulierung des Finanzsystems wurde ab den 1970er-Jahren wieder aufgegeben, aber die Sicherheitsnetze sind geblieben. Trotz aller Ideologie vom freien Markt gilt dieser für das Finanzsystem nur bedingt. Im Gegenteil: Die staatliche Absicherung unter dem Finanzsektor wurde immer engmaschiger und vor allem seit der Krise von 2008 sind zusätzliche Instrumente hinzugekommen. Mit der Häufigkeit schwerer Finanzkrisen hat gleichzeitig auch die Energie zugenommen, mit der der Finanzsektor umhert, garantiert und gerettet wird.

Ein wichtiges Instrument ist nach wie vor die staatliche Einlagensicherung, die nach der Weltwirtschaftskrise geschaffen wurde. In allen Industriestaaten garantiert heute der Staat (beziehungsweise ein Einlagensicherungsfonds, in den Banken einzahlen müssen) die Einlagen der kleineren und größeren Sparer – während der Finanzkrise wurde in Österreich die Garantie auf 100.000 Euro pro Kunde/Kundin und Bank ausgeweitet. Mit der Eröffnung vieler Konten bei vielen Banken kann man damit sehr hohe Geldvermögen gratis durch den Staat ver-

## 3 Teil 2

sichern lassen. Das verhindert einen Bank Run relativ erfolgreich: In der Krise von 2008 gab es mit wenigen Ausnahmen keine langen Schlangen vor den Bankschaltern, weil SparerInnen in Panik ihre Guthaben auflösen wollten.

Der Nachteil dieser (bis zu einem gewissen Grad unverzichtbaren) Maßnahme liegt darin, dass der Staat automatisch für einen Teil der Schulden des Bankensystems haftet. In einem gewissen Sinn ermöglicht der Staat damit die Liquiditätstransformation: Bankschulden sind auch deswegen Geld, weil der Staat sie im Notfall übernimmt.

Die Einlagensicherung beruhigte dabei nur PrivatkundInnen mit Sparguthaben. Geldmarktfonds und andere, die auf dem Geldmarkt kurzfristige Liquidität zur Verfügung stellen, werden davon nicht geschützt, ebenso wenig die AnleihegläubigerInnen der Banken. Ein Bank Run bleibt also möglich und das Sicherheitsnetz wird daher weiter ausgedehnt.

Zuerst einmal um die **Notenbank**: In einer allgemeinen Panik agiert die Notenbank als **Kreditgeberin letzter Instanz**. Sie stellt Geld zur Verfügung, wenn sonst niemand verleihen will. In der Finanzkrise wurde dem Bankensystem durch die Notenbanken etwa Geld in beliebiger Menge zur Verfügung gestellt – die Notenbank kann Notenbankgeld grundsätzlich ohne Einschränkung schaffen. Im Normalfall verleiht sie Geld nur, wenn entsprechende Sicherheiten verpfändet werden (üblicherweise kurzlaufende Staatsanleihen). Aber wenn deren nicht genug vorhanden sind, werden diese Auflagen eben gelockert. Die Federal Reserve der USA hat in der Finanzkrise ab 2007 ganz außergewöhnliche Maßnahmen ergriffen: Nicht nur Banken bekamen Zentralbankgeld, die Liquiditätshilfen umfassten auch Hedgefonds und nicht-finanzielle Unternehmen (etwa General Motors). Bis 2017 ist die Federal Reserve der größte Spieler am US-amerikanischen Hypothekenmarkt (am 24. Mai 2017 wurden etwa verbriefte Immobilienkredite im Wert von 1.780 Mrd. Dollar gehalten).

Für die EZB spielt der Kauf von Unternehmensanleihen und verbrieften Hypothekarkrediten nicht die gleiche Rolle, obwohl sie 2012 einen Bank Run auf süd-europäische Staatsanleihen erstickt hat, indem das grundlegende Versprechen gegeben wurde, Italien oder Frankreich Notenbankgeld zur Verfügung zu stellen. Die Eurozone ist dabei ein gewisser Sonderfall: Im Normalfall wird davon ausgegangen, dass die Notenbank Staatsschulden in eigener Währung immer garan-

tiert. Für Spanien und Italien steht die Zentralbank aber in Frankfurt, sodass eine Notenbankgarantie also nicht als gesichert galt. Entscheidend ist dabei, dass seit der Finanzkrise Notenbanken mehr als nur Liquiditätshilfe leisten, denn riesige Märkte für Schuldverschreibungen werden von den Zentralbanken massiv beeinflusst.

Viele befürchten bei einem solchen Verhalten der Notenbank eine steigende Inflation, weil das viele Notenbankgeld die Geldmenge steigern würde. Seit 2008 geistern Warnungen vor einer bevorstehenden Hyperinflation herum, tatsächlich sind die Inflationsraten aber ausgesprochen gering. Denn eine Verbindung zwischen Geldmenge und Inflation ist zwar vorhanden, diese läuft aber über die steigende Nachfrage. Wenn die Gesamtnachfrage ohnehin schwach ist, führt auch mehr Notenbankgeld nicht zur totalen Preissteigerung. Und wenn das Bankensystem und andere Unternehmen auf großen Geldpolstern sitzen möchten, kaum Kredite vergeben und nicht investieren, befriedigt mehr Notenbankgeld einfach dieses Liquiditätsbedürfnis. Geld entsteht in erster Linie durch Schulden und nicht durch die Notenbank (Siehe Grafik Seite 43). Bei einem dauerhaften Aufschwung gibt es auch keine unüberwindlichen Schwierigkeiten, überschüssiges Notenbankgeld wieder vom Markt zu nehmen.

Aber eine stärkere Rolle der Notenbank ist explizit politisch. Sie bedient bestimmte Interessen, andere nicht. Denn es ist nicht naturgegeben, welche Art von Anleihen, zu welchen Konditionen gekauft werden. Frisch geschaffenes Geld muss nicht unbedingt Banken stützen oder den Immobilienmarkt antreiben. Man könnte es auch einfach Haushalten zur Verfügung stellen. Die Notenbank unterstützt also einen Teil der Wirtschaft, während andere leer ausgehen. Tatsächlich sind es vor allem die großen Geldvermögen, die von der Notenbankpolitik seit 2008 unmittelbar profitiert haben.

Ohnehin wird aber auch die Rettungspolitik der Notenbanken von offenen Staatsgarantien ergänzt. In Österreich beispielsweise wurde 2008 dem Bankensystem eine Staatsgarantie über 100 Mrd. Euro ausgestellt und im Dezember 2009 begann die Verstaatlichung der Hypo Alpe Adria, deren Gesamtkosten im Oktober 2016 auf knapp 10 Mrd. Euro geschätzt wurden.

Einige Staaten haben sich bei der Bankenrettung sogar übernommen: In Spanien oder Irland führte die Bankenrettung zu Problemen der Staatsverschuldung (Ir-



## 3 Teil 2

land erhielt 2010 umfangreiche Kredite von der EU, um einer Pleite zu entgehen und auch für die spanische Bankenrettung wurden EU-Mittel bereitgestellt. Beide Länder waren vor der Finanzkrise jene mit den geringsten Staatsschulden der Eurozone sowie laufenden Budgetüberschüssen.

Für Österreich wurden aufgrund des riskanten Osteuropa-Engagements der Banken während der Finanzkrise Bedenken zu einer möglichen Staatspleite geäußert (weil eine Rettung die Finanzkraft der Republik übersteigen hätte können). Selbst Deutschland begann 2016 zu zittern, als auf den internationalen Finanzmärkten Gerüchte über einen Zusammenbruch der Deutschen Bank umhergingen. Mit einer Bilanzsumme von mehr als 1.590 Mrd. Euro (Geschäftsbericht 2016), die zu großen Teilen aus völlig undurchschaubaren Derivativpositionen besteht, ist das Institut an der Grenze dessen, was überhaupt auffangbar ist. Glücklicherweise sind weder die Deutsche Bank, noch die großen österreichischen Banken zusammengebrochen. Es ist auch nicht möglich, den tatsächlichen Gehalt von Finanzmarktgerüchten zu überprüfen.

Aber die Geschichte erhellt einen wesentlichen Zusammenhang: **Staaten garantieren zumindest große systemwichtige Finanzinstitutionen. Manchmal explizit, zumeist aber unausgesprochen.** Teilweise werden dabei die großen GläubigerInnen zur Kassa gebeten, oft aber auch nicht.

Erklären lässt sich das mit der Notwendigkeit, einen Bank Run zu verhindern. Aber es bleiben große Fragen: **Zahlt das Finanzsystem genug für solche Garantieverprechen?** Und was bezahlen die großen Geldvermögen für ihre Rettung – etwa wenn eine Person die Einlagensicherung bei unterschiedlichen Instituten insgesamt Hunderte Male in Anspruch nehmen kann? Wenn Bankschulden plötzlich Staatsschulden werden können – wie sieht es mit der Kontrolle aus? Üblicherweise entstehen Staatsschulden durch demokratisch legitimierte Entscheidungen, aber es hat keine parlamentarische Debatte darüber gegeben, wie freihändig österreichische Banken in Osteuropa Kredite verteilen sollen. Tatsächlich sind die modernen Industriestaaten zu Rettungsstaaten der Finanzvermögen geworden. Mit dem zusätzlichen Problem, dass die daraus resultierenden Risiken nur schlecht zu kalkulieren sind.

Und letzten Endes hat die staatliche Übernahme von Garantien den Finanzsektor auch zu riskanterem Verhalten ermutigt: Je besser das Sicherheitsnetz, desto ge-

wagtere Kunststücke werden auf dem Hochseil vollbracht. Während Anfang des 20. Jahrhunderts Banken mit 25 Prozent echtem Eigenkapital gearbeitet haben, sank dieser Wert vor der Finanzkrise auf teilweise unter drei Prozent. Seither sind die Eigenkapitalquoten etwas gestiegen. Aber wenn man sich die bereits erwähnte Deutsche Bank ansieht: Bei einer Bilanzsumme von 1.590 Mrd. Euro (Geschäftsbericht 2016) gehören der Bank selbst etwa 60 Mrd. Euro. Der Rest ist ausgeliehen. Das entspricht einer Eigenkapitalquote von 3,77 Prozent. Dabei errechnen die Banken „risikogewichtete“ Eigenkapitalquoten, die deutlich höher liegen – die Deutsche Bank spricht Anfang 2017 von einer „harten Kernkapitalquote“ von 11,9 Prozent. Im Wesentlichen werden bei diesen Berechnungen einige Positionen als nicht oder wenig riskant bezeichnet und müssen daher nicht (oder nur wenig) mit Eigenkapital unterlegt werden. Ob das glaubwürdig ist, hängt mit der Verlässlichkeit dieser Risikobewertungen zusammen. Auch wenn man den Banken grundsätzlich Ehrlichkeit unterstellen möchte, hat gerade die Finanzkrise gezeigt, dass sich Risikobewertungen als trügerisch herausstellen können.

### **Besser informiert: Von der übermäßigen Bedeutung der FinanzmarktvermittlerInnen**

Wir sind bereits darauf eingegangen: Finanzmärkte brauchen FinanzmarktvermittlerInnen. Und es wurde festgestellt, dass die Bedeutung dieser FinanzmarktvermittlerInnen (Banken, Pensionsfonds usw.) gemessen etwa an der gesamten Wirtschaftsleistung, in den letzten Jahrzehnten massiv zugenommen hat. Tatsächlich ist in den Jahren nach der Krise von 2008 einiges an Dynamik verloren gegangen, aber keinesfalls wurde der Finanzsektor wieder auf das Niveau der 1970er-Jahre zurückgeführt.

Noch immer werden die größten Talente, etwa im mathematischen Bereich, von den großen Verdienstmöglichkeiten des Finanzsektors angezogen. Eine Entwicklung, die in den 1970er-Jahren begonnen hat, als die US-Investmentbanken begannen, eine größere Anzahl von PhysikerInnen einzustellen, um den Wert von Derivaten zu berechnen und später komplexe Finanzprodukte zu erstellen. Betrachtet man die technologische Entwicklung, sollte eigentlich ein Rückgang der Beschäftigten des Finanzsektors erwartet werden. Im Gegensatz zu vielen

## 3 Teil 2

anderen Dienstleistungen (Unterricht, Handel, Polizei, Gastgewerbe, Gesundheitswesen usw.) scheint im Finanzbereich das Potenzial für die Automatisierung ähnlich hoch zu sein wie in Industrie oder Landwirtschaft: Computersysteme können etwa Konten führen oder Zahlungsverkehr abwickeln, beim Börsenhandel müssen BrokerInnen nicht mehr mit Zetteln in der Hand durch die Gegend schreien, in Großbritannien experimentieren Pensionsfonds mit „robo-advisers“ (Computerprogramme zur Kundenbetreuung) usw. Im Gegensatz zu Industrie oder Landwirtschaft ist das aber nicht passiert und in bestimmten Bereichen werden fantastische Einkommen erzielt. Wenn für eine Vermittlungstätigkeit in Extremfällen bis zu zehn Prozent der Wirtschaftsleistung und bis zu 40 Prozent der Profite des Privatsektors anfallen, dann ist die Frage nach den Gründen angebracht. Die Bedeutungszunahme des Finanzsektors ist mit der Zunahme von Vermögenspreisen, Finanzvermögen und Schuldenpositionen zu erklären. Mehr Geld braucht auch mehr Betreuung. Die Zunahme von Finanzmarktvermittlung und der dort erzielten Einkommen hängt aber darüber hinaus auch an dem **Informationsvorsprung dieser AkteurInnen, der umso wichtiger wird, je weniger der Markt reguliert ist.** FinanzmarktvermittlerInnen (nicht alle, aber gerade die besonders gut bezahlten) sitzen an einer zentralen Position unserer Wirtschaft. Sie sind das Nadelöhr, durch das bei der Suche nach Anlagemöglichkeiten Geld und Informationen fließen.

Im Mainstream der Volkswirtschaftslehre können Märkte nicht wirklich effizient sein, wenn Informationen nicht gleichmäßig verteilt werden. Jene AkteurInnen mit den besseren Informationen verfügen über Marktmacht, sie können das Marktergebnis zu ihren Gunsten beeinflussen. Auf Finanzmärkten ist es ausgesprochen selten, dass die Handelsabteilungen der großen Investmentbanken (wo auf eigene Rechnung Finanzprodukte wie Aktien, Anleihen oder Derivate auf den Rohölpreis gehandelt werden) jemals Verluste machen. Vielleicht sind sie besser als andere, aber vielleicht sitzen auch die AnalystInnen, die Kauf- oder Verkaufsempfehlungen aussprechen, im selben Haus und es finden (eigentlich verbotene) Informationsflüsse statt.

In bestimmten Bereichen automatisierter Handelssysteme (Hochfrequenzhandel) geht es heute darum, Büros möglichst nahe an einer großen Börse zu haben und möglichst gerade Glasfaserleitungen zwischen New York und Chicago zu

legen, damit man gegenüber seinen KonkurrentInnen einen kleinen Zeitvorsprung beim Erfassen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen hat. Dann wird vollautomatisch zuerst gekauft oder verkauft und beim Weiterverkauf ein meist kleiner Betrag verdient – das aber den ganzen Tag.

Die mittlerweile grundsätzlich privatisierten Börsen spielen dabei mit, indem sie Informationen über ihre KundInnen an die spezialisierten Handelsfirmen verkaufen (gut für den eigenen Gewinn). Und indem sie Handelspraktiken zulassen, wo Kauf- und Verkaufsaufträge innerhalb von Mikrosekunden abgeschickt und wieder storniert werden (damit möchte man andere Kauf- und Verkaufsaufträge samt ihren Preislimits erkennen).

Der **Hochfrequenzhandel** kann hin und wieder kleinere Börsenturbulenzen erzeugen, denn manchmal drehen die Algorithmen durch. Am 7. Oktober 2016 fiel etwa das britische Pfund innerhalb kürzester Zeit um neun Prozent und eine offizielle Kommission hat den automatisierten Handel mitverantwortlich gemacht. Aber das zentrale Problem ist ein anderes: Denn niemand kann behaupten, dass es gesellschaftlich sinnvoll ist, in einem Waffenrennen der größten Computer und besten MathematikerInnen Ressourcen dafür zu verwenden, alle anderen MarktteilnehmerInnen um ein bisschen Geld zu prellen.

Der **Übergang zwischen Informationsvorsprung und offenem Betrug** ist dabei eher Interpretationssache. Bereits 1929 haben Banken Finanzmarktpositionen gegen ihre eigenen KundInnen eingenommen („short“). Im Jahr 2013 vermutete die New York Times, dass Goldman Sachs seit dem Jahr 2010 den Aluminiumpreis nach oben manipulierte, indem Aluminium in Lagerhäusern gehortet wurde – Untersuchungen bestätigten die Manipulation, gerichtlich verurteilt wurde aber niemand. 2011 wurde der Libor-Skandal aufgedeckt, bei dem der Londoner Interbankenzinssatz manipuliert wurde. 2015 wiederholte sich das Spiel mit den Währungsmärkten. Nach einer US-amerikanischen Studie aus dem Frühjahr 2017 (Boston Consulting Group) summierten sich die von den großen Banken seit der Finanzkrise bezahlten Strafen auf 321 Mrd. Dollar. Man könnte vermuten, dass die systematische Rechtsbeugung und die einkalkulierte Strafzahlung ein Teil des Geschäftsmodells ist.

Illegale Aktivitäten und die Deregulierung von Finanzmärkten gehören dabei zusammen. Als 1998 der Hedgefonds LCTM unter großem Getöse zusammen-

brach, hatte er über die Cayman Islands mit Rohstoffderivaten spekuliert. Auch die BAWAG stürzte über die „Karibikgeschäfte“ und das Hypo-Desaster begann mit Spekulationsverlusten, die über die Steueroase Jersey abgewickelt und in der Bilanz versteckt wurden.

### Finanzialisierung, die Kultur der kurzen Frist und niedrige Investitionen

Über die Finanzialisierung der Wirtschaft hat sich die Kultur des Finanzsektors auf andere Teile der Wirtschaft ausgebreitet. Besonders ist das der Shareholder-Value, sprich die Ausrichtung auf die EigentümerInneninteressen und dabei besonders auf den Aktienkurs. Börsennotierte Unternehmen bezahlen auch ihr Management zu großen Teilen in Aktienoptionen. Der Theorie nach sollten sich damit die Interessen der EigentümerInnen und des Managements angleichen. Tatsächlich verschiebt der Shareholder-Value das Augenmerk weg von den langfristigen Perspektiven des Unternehmens, seiner Innovationskraft, den MitarbeiterInnen oder langfristigen KundInnenbeziehungen. Wichtig ist nun vor allem der kurzfristige Aktienkurs.

Damit hat sich eine **Kultur der Kurzfristigkeit** etabliert, in der die nächsten Quartalszahlen wichtiger sind als ein Cashflow in zehn oder 15 Jahren. Projekte, die mit sehr großer Unsicherheit und langen Zeithorizonten verbunden sind, werden unter solchen Bedingungen vernachlässigt. Die italienisch-US-amerikanische Ökonomin Mariana Mazzucato weist nach, dass gerade echte Unsicherheit ein Problem darstellt: Die Erfolgswahrscheinlichkeit von Forschung in tiefgreifende Innovationen lässt sich in der Regel nicht mathematisch festlegen, es handelt sich nicht um ein einschätzbare Risiko (wie etwa die Möglichkeit von

Zusammengefasst: FinanzmarktvermittlerInnen üben eine notwendige Tätigkeit aus. Aber Teile der Aktivitäten des Finanzsektors sind nicht darauf ausgerichtet, dauerhaften gesellschaftlichen Nutzen zu bringen, sondern die Position im Zentrum der Informationsflüsse auszunutzen, um auf Kosten der restlichen Gesellschaft ein zusätzliches Einkommen zu schaffen.

Hagelschlag auf einem Weizenfeld), sondern um radikale Unsicherheit. Und während die Versicherung eines Weizenfeldes problemlos möglich ist, unterbleiben unter heutigen Bedingungen private Forschungen, deren unmittelbare Kommerzialisierung nicht abschätzbar ist.

Als **Beispiel** kann man etwa die **Pharmaindustrie** betrachten, bei der sich die großen Konzerne zunehmend weniger mit der Entwicklung von Medikamenten beschäftigen, sondern eher Spinn-offs universitärer Forschung aufkaufen oder bekannte Wirkstoffe solange verändern, bis man sie neu patentieren kann (ohne die Wirkung zu verändern). Das ganze unter dem Applaus der Finanzmärkte: 2010 fordert die Investmentbank Morgan Stanley von der Pharmaindustrie die Forschung zu verlassen und „Werte“ zu schaffen, indem die Dividende erhöht wird oder andere Firmen gekauft werden, über die man sofortige Einkommensströme erschließen könnte (Morgan Stanley Research Europe: Pharmaceuticals: Exit Research and Create Value).

In dieser Broschüre wurde bisher eine moralische Argumentation vermieden, aber hier ist man tatsächlich ein wenig schockiert: Der Kampf gegen Krankheiten ist kein Wert und uninteressant, Finanztricks und höhere Dividende sind gewünscht. „Value“ hat nur der „Shareholder“.

Noch eine rein anekdotenhafte Überlegung: Wie ist es möglich, dass VW offensichtlich jahrelang und systematisch die Abgasmessung seiner Dieselmotoren manipuliert hat? Dachte man wirklich, dass das nicht entdeckt wird? Oder ging es eher darum, die in die Dieseltechnologie vorgenommenen Investitionen noch ein, zwei oder drei Jahre zu schützen, um damit den Jahresabschluss gut aussehen zu lassen und das Problem nach hinten zu schieben? Diese Frage ist nicht so leicht zu beantworten, aber es ist ein ausgezeichnetes Beispiel für die Kultur der Kurzfristigkeit, wenn an einer offensichtlich untauglichen Technologie wider besseres Wissen festgehalten wird.

Für die USA hat beispielsweise eine Studie aus dem Jahr 2011 (John Asker und Alexander Ljungqvist) festgestellt, dass nicht börsennotierte Unternehmen gemessen an Umsatz und Vermögen etwa doppelt so viel investieren wie börsengehandelte Konzerne.

Auch für die deutsche Wirtschaft lässt sich feststellen, dass der dynamischste Teil nicht bei den großen börsengehandelten Unternehmen liegt, sondern

## 3 Teil 2

bei mittelständischen Betrieben, die sich um Quartalszahlen nicht zu sorgen brauchen.

Effiziente Finanzmärkte sollten letzten Endes eigentlich Ressourcen so verteilen, dass diese Wachstum und Wohlstand erzeugen. Aber während die Finanzvermögen und die sie begleitenden Schulden gewachsen sind (und auch die Unternehmensgewinne massiv gestiegen sind), hat die Investitionstätigkeit der Unternehmen abgenommen. In Österreich von etwa 25 Prozent des BIP Mitte der 1990er-Jahre, auf etwa 23 Prozent des BIP vor der Finanzkrise und noch etwas niedrigere Werte danach.

Interessanterweise sind in den letzten Jahren massive Zukunftssorgen entstanden, weil zahlreiche Jobs durch Automatisierung, selbstfahrende Autos, Robotertechnik und Digitalisierung bedroht wären. Ob dieses Bedrohungsbild langfristig realistisch ist, soll hier nicht beurteilt werden. Aber das aktuelle Problem der Weltwirtschaft ist eher das genaue Gegenteil: Nicht massiv steigende Produktivität (Produktion pro Beschäftigter/Beschäftigte) durch den Einsatz von Robotern, sondern eine sehr niedrige Steigerung der Produktivität durch eine Schwäche der Investitionen.

### Ein finanzmarktgetriebenes Wachstumsmodell – zum Schaden für alle

Mit dem Ende der 1970er-Jahre kommt es zu einem Umbau der Weltwirtschaft. Nach 30 Jahren der Sozialreform und Nachfragesteuerung (die auch nicht ohne Probleme blieben) begann eine liberale Gegenreform. Der **Einfluss der Gewerkschaften** wurde **zurückgedrängt**, **Teile der Sozialstaaten abgebaut**, der Welthandel weiter liberalisiert sowie die Kapitalmärkte von staatlicher Regulierung befreit und global geöffnet.

In dieser neuen Welt funktionierte die Nachfragesteuerung der Nachkriegszeit nur mehr schlecht: Wer Löhne erhöhte oder Sozialleistungen ausbaute, wurde mit dem Verlust von Konkurrenzfähigkeit, Inflation und Außenhandelsdefiziten bestraft. Anfang der 1980er-Jahre scheiterte das Nachkriegssystem in Gestalt der französischen Linksregierung endgültig und Präsident Mitterrand schlug einen wirtschaftsliberalen Kurs ein.

# Ein finanzmarktgetriebenes Wachstumsmodell – zum Schaden für alle 3.11

Das neue System ist eines der Standortkonkurrenz, des verschärften Wettbewerbs und des Shareholder-Value. Für die Löhne und Gehälter bedeutet das eine längere Zeit der Stagnation oder des nur geringen Wachstums, zwar nicht in China oder Thailand, wohl aber für die entwickelten Industriestaaten. Am dramatischsten ist dabei das Beispiel der USA, wo das Einkommen des durchschnittlichen Haushalts (Medianeinkommen) seit den 1980er-Jahren nur in der Hochkonjunktur Ende der 1990er-Jahre stärker gewachsen ist. Aber auch in Deutschland kommt es bereits in der Phase zwischen 2000 und 2007 zu sinkenden Reallöhnen. Auf der ganzen Welt (mit wenigen Ausnahmen) ist der Anteil der Löhne und Gehälter an der Einkommensverteilung zugunsten von Gewinnen und Kapitaleinkommen gesunken.

Die Veränderungen des politisch-wirtschaftlichen Systems sind dabei von unterschiedlichen Faktoren abhängig und nicht nur finanzmarktgetrieben. Letzten Endes handelte es sich um eine politische Entscheidung und nicht einen wie auch immer gearteten wirtschaftlichen Sachzwang. Aber die Liberalisierung der Finanzmärkte war dabei ein unerlässlicher Teil der Entwicklung. Der Shareholder-Value bedeutet eine Ausrichtung von Unternehmen auf den Finanzmarkt und die vielgepriesene „Disziplin der Märkte“ wurde verwendet, um staatliche Politik den Erfordernissen der liberalen Gegenreform anzupassen. Schließlich ist es auch die Ausweitung des Finanzsektors selbst, die Ungleichheit weiter vorantreibt.

Aber die Finanzmärkte schieben nicht nur, sie werden auch gezogen. Die zunehmende Ungleichverteilung von Einkommen und Vermögen ist auch **Quelle für einen gehörigen Zustrom an Mitteln in die Finanzmärkte**. Wer viel hat, ist in der Lage, einen größeren Teil anzulegen und legt auch riskanter an. So steigt etwa die Bereitschaft, Aktien zu halten, mit der Höhe des Einkommens.

Aber die steigende Ungleichheit hat noch weitere Folgen: Mit der politisch gewollten schwindenden Marktmacht der Gewerkschaften und den stagnierenden Löhnen gehören die erhöhten Inflationsraten der 1970er-Jahre der Vergangenheit an. Denn die zurückbleibenden Arbeitseinkommen verringern einerseits den Kostendruck (die Möglichkeiten der Produktion in Niedriglohnländern unterstützen den Trend), bedeuten aber gleichzeitig eine ebenfalls zurückbleibende Nachfrage. Wer wenig verdient, kauft auch wenig.



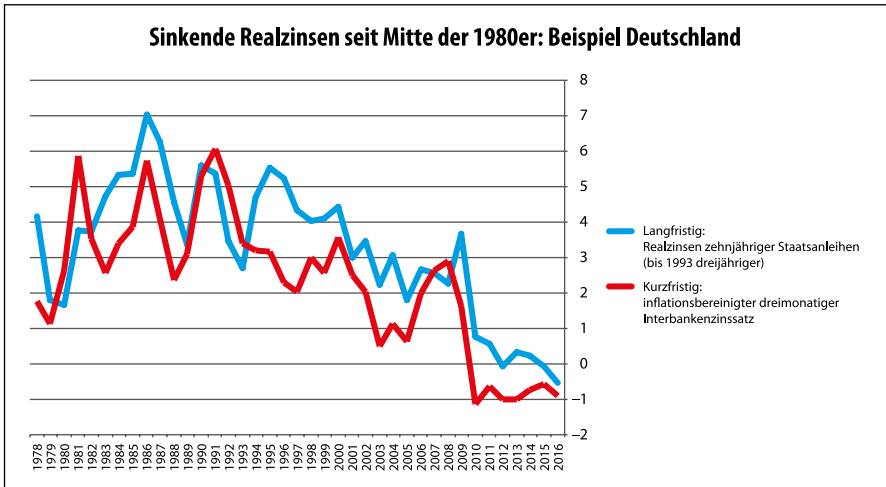
## 3 Teil 2

Unter diesen Bedingungen wurden die steigenden Profite nur zum Teil in die Realwirtschaft investiert, spätestens seit den 2000er-Jahren ist überall ein Trend der Finanzierungsüberschüsse des Unternehmenssektors festzustellen (siehe dazu auch Grafik 1 Seite 13). In Ländern wie den USA oder Großbritannien hat der Unternehmenssektor seit der Jahrtausendwende praktisch ununterbrochene Finanzierungsüberschüsse, in den Niederlanden seit Anfang der 1990er-Jahre. Die Einnahmen liegen höher als die Summe aus Investitionen und Gewinnausschüttungen – die Differenz fließt auf die Finanzmärkte. Dies mit einigen extremen Beispielen, wie dem Autobauer als Hedgefonds: Im Jahr 2008 hatte Porsche einen Umsatz aus dem Verkauf von Autos von 8,6 Mrd. Euro und einen Gewinn aus Optionsgeschäften von 11 Mrd. Euro (Der Vollständigkeit halber: Die Optionsgeschäfte sind im nächsten Jahr gefloppt und das Unternehmen wäre beinahe zusammengebrochen).

**Fallende Inflation und ständige Überliquidität der Finanzmärkte** ergeben **eine explosive Mischung**: So fielen nicht nur die Nominalzinsen (die Zinsen, die auf eine Schuldverschreibung, einen Kredit oder eine Spareinlage fällig werden), sondern darüber hinaus auch die Realzinsen (Nominalzinsen minus Inflation). Bereits vor der Finanzkrise hat der damalige Chef der US-amerikanischen Notenbank vom „savings glut“ gesprochen, einem Übermaß an Finanzierungsüberschüssen.

Für stabile Finanzmärkte der Industriestaaten, etwa Deutschland oder die USA, wird dieser Trend seit Mitte der 1980er-Jahre deutlich. Die Zinsen schwanken mit der Konjunktur (in schlechter Wirtschaftslage sind sie niedriger, in den Phasen höheren Wachstums höher), aber im Wesentlichen fallen sowohl lang- als auch kurzfristige Zinsen. Gerade innerhalb der Eurozone, aber auch in der Schweiz oder in Japan befanden sich im Jahrzehnt nach der Finanzkrise nicht nur kurzfristige Zinsen, sondern auch die Zinsen längerfristiger deutscher oder auch österreichischer Staatsanleihen immer wieder im negativen Bereich. Die Realzinsen häufiger, aber immer wieder kommen auch negative Nominalzinsätze vor.

# Ein finanzmarktgetriebenes Wachstumsmodell – zum Schaden für alle 3.11



Dauerhaft **niedrige Zinsen** bewirken zweierlei. Zum einen ist bei niedrigen Zinsen eine deutlich **höhere Verschuldung möglich**. Das gilt für Haushalte, Unternehmen, aber auch Staaten.

Zum anderen bedeuten niedrige Zinsen eine **Aufwertung bereits bestehender Vermögenswerte**. Wir haben das bereits kurz besprochen: Wer eine längerfristige Staatsanleihe hält, die mit fünf Prozent rentiert und ein Jahr später sinken die Zinsen auf nur mehr zwei Prozent, dann kann die höher rentierende Anleihe auf Sekundärmärkten teurer verkauft werden. Einen dramatischen Einfluss hat das auf den Immobilienmarkt. Während etwa in Österreich Anfang des Jahrtausends Mietrenditen bei etwa sechs Prozent lagen, werden 2017 in Wien Eigentumswohnungen gehandelt, die Renditen von vielleicht zwei Prozent bringen. Die Mietrendite ist dabei die „Verzinsung“ des Kaufpreises einer Wohnung für den Fall einer Vermietung. Wenn eine niedrigere Mietrendite akzeptiert wird, rechtfertigt das bei gleicher Miete einen höheren Kaufpreis – und wenn (wie tatsächlich geschehen) die Mieten auch noch deutlich steigen, dann ergibt das eine Preisexplosion auf dem Wohnungsmarkt.

Besonders in Staaten mit fortgeschrittener Finanzialisierung (USA, Irland, Teile Südeuropas, Großbritannien usw.) ermöglichten die einfache Verschuldung und die steigenden Vermögenswerte eine wiederkehrende Bildung von Vermögen-

## 3 Teil 2

preisblasen, denn jede Vermögenspreisblase braucht einen ersten Anstoß, eine Initialzündung, die dann fortgeschrieben wird. Die Überliquidität der Finanzmärkte macht eine Blasenbildung fast unvermeidlich.

Aber noch viel allgemeiner lässt sich das Wachstumsmodell als eines beschreiben, bei dem steigende Löhne durch steigende Haushaltsschulden und steigende Vermögenspreise ersetzt werden. Nach 2015 beginnt sich die Wirtschaft der Industriestaaten langsam von dem Desaster der Finanz- und Eurokrise zu erholen, aber der Aufschwung kann sich wieder nicht von dem alten Muster lösen.

In den **USA** stieg Anfang 2017 der Schuldenstand der Haushalte über das Niveau bei Ausbruch der Finanzkrise (allerdings nur in absoluten Zahlen und ohne Herausrechnung der Preissteigerung). Besonders rasch expandieren dabei Schulden für den Autokauf in der „Subprime“-Kategorie, also bei SchuldnerInnen mit schlechter Kreditwürdigkeit. In Großbritannien sind im Frühjahr 2017 die Hauspreise in London höher denn je und die Kreditkartenschulden im Vergleich zum Vorjahr um fast zehn Prozent gestiegen. Die Schweiz und Schweden, zwei Volkswirtschaften die von der Krise nur wenig betroffen waren und allgemein wegen ihrer Prosperität beneidet werden, weisen ungebrochen steigende Haushaltsschulden auf. Diese liegen bei 212 Prozent (Schweiz im Jahr 2015), respektive 182 Prozent (Schweden 2016) der verfügbaren Einkommen – atemberaubende Werte (Quelle: OECD).

**China**, das Mitte der 2010er-Jahre die zentrale Stütze des weltweiten Wirtschaftswachstums darstellt (China ist für ein knappes Drittel der Ausweitung der weltweiten Wirtschaftsleistung verantwortlich), kämpft mit einem unkontrollierten Zuwachs von Schulden der Regionalregierungen und Unternehmen. Bis 2007 folgt die Volksrepublik einem exportorientierten Wachstumsmodell, das von außergewöhnlichen Außenhandelsüberschüssen begleitet war – am Höhepunkt 2007 zehn Prozent der Wirtschaftsleistung. Mit dem Beginn der Weltwirtschaftskrise wurde der Absatz im Ausland schwierig. Die Versuche, auf ein Wachstumsmodell mit höheren Löhnen und höherem inländischen Privatkonsum umzusteigen, verliefen wiederholt im Sand, wobei stattdessen unter Duldung des Staates gigantische Investitionen auf Pump ermöglicht wurden. Bis 2017 haben diese Investitionen das chinesische Wachstum hoch gehalten, aber

# Ein finanzmarktgetriebenes Wachstumsmodell – zum Schaden für alle 3.11

große Teile sind wohl Fehlinvestitionen: Wolkenkratzerhotels im Nirgendwo, Geisterstädte und sinnlose Stahlkapazitäten (die die Weltmarktpreise zusammenbrechen lassen). Immer wieder versuchen die chinesische Regierung und Notenbank, die Kreditvergabe einzuschränken – und immer wieder brechen sie diese Versuche ab, weil das Wachstum zu rasch abnimmt. Je länger das so weitergeht, umso größer wird das Problem von Fehlinvestitionen und begleitender Überschuldung.

Andere Staaten, wie **Deutschland**, mit Abstrichen auch **Österreich** und nach 2012 die gesamte Eurozone, folgen dem Modell Chinas von vor 2007. **Große Vermögenspreisblasen und die ausufernde Verschuldung des Privatsektors werden vermieden, aber die Löhne steigen unzureichend und der Privatkonsum bleibt auch schwach.** Wo das halbwegs funktioniert (Deutschland), kommt es zu gigantischen Außenhandelsüberschüssen, wo es schlecht funktioniert (Frankreich, Italien), zu fortgesetzter wirtschaftlicher Stagnation.

Aber Außenhandelsüberschüsse, zumal die großen, sind nicht unproblematisch. Sie bedeuten, dass eine Volkswirtschaft mehr Geld aus dem Ausland verdient, als sie dorthin bezahlt. Oder mehr produziert als konsumiert. Sie sind somit ein gesamtwirtschaftlicher Finanzierungsüberschuss. Nur muss einem Finanzierungsüberschuss immer ein Finanzierungsdefizit gegenüberstehen: Irgendwo im Ausland müssen sich WirtschaftsteilnehmerInnen verschulden (oder sonst Geld aufnehmen). 2016 wies die Eurozone einen Überschuss der Leistungsbilanz von 364 Mrd. Euro auf, 2011 waren es erst 60 Mrd. Euro. Diese Hunderten Milliarden werden in Defizitländern verliehen oder angelegt. Wieder ein schuldenbasiertes Wachstum, wobei diesmal diese Schulden allerdings im Ausland entstehen.

Wie erwähnt: In diesem Wachstumsmodell schieben die Finanzmärkte nicht nur, sie werden auch gezogen: Eine schwedische Bank vermittelt den Kredit zum Hauskauf. Eine deutsche Exportfirma sitzt auf Finanzierungsüberschüssen, hält dafür Kontoeinlagen bei einer Landesbank, die dann selbst in Liquidität schwimmt. Eine Londoner Investmentbank verpackt US-amerikanische Autokredite und kann diese dann der deutschen Landesbank verkaufen. Ein/Eine FondsmanagerIn, dessen/deren Fonds aus Steuergründen in Luxemburg registriert ist, hält die Aktien der deutschen Exportfirma usw. Je mehr „Schulden-Geld“ herumläuft, je höher die Vermögenswerte sind, umso mehr Finanzmarkt braucht es.

## 3 Teil 2

Im Endeffekt ergibt sich ein Wachstumsmodell, das durch steigende Ungleichheit, strukturellem Unterkonsum, zurückbleibenden Investitionen (außer in China, dort gibt es statt dessen Überkapazitäten), steigenden Vermögenspreisen und steigenden Schulden gekennzeichnet ist. Einige gewinnen dabei, viele verlieren. Instabil ist es in jedem Fall.

# SKRIPTEN ÜBERSICHT



| WIRTSCHAFT   |   |
|--------------|---|
| <b>WI-1</b>  | Einführung in die Volkswirtschaftslehre und Wirtschaftswissenschaften |
| <b>WI-2</b>  | Konjunktur  |
| <b>WI-3</b>  | Wachstum  |
| <b>WI-4</b>  | Einführung in die Betriebswirtschaftslehre                            |
| <b>WI-5</b>  | Beschäftigung und Arbeitsmarkt  |
| <b>WI-6</b>  | Lohnpolitik und Einkommensverteilung                                  |
| <b>WI-7</b>  | Der öffentliche Sektor (Teil 1) – in Vorbereitung                     |
| <b>WI-8</b>  | Der öffentliche Sektor (Teil 2) – in Vorbereitung                     |
| <b>WI-9</b>  | Investition   |
| <b>WI-10</b> | Internationaler Handel und Handelspolitik                             |
| <b>WI-12</b> | Steuerpolitik   |
| <b>WI-13</b> | Bilanzanalyse   |
| <b>WI-14</b> | Der Jahresabschluss   |
| <b>WI-16</b> | Standort-, Technologie- und Industriepolitik                          |

Die einzelnen Skripten werden laufend aktualisiert.

| POLITIK UND ZEITGESCHICHTE |   |
|----------------------------|---|
| <b>PZG-1A</b>              | Sozialdemokratie und andere politische Strömungen der ArbeiterInnenbewegung bis 1945          |
| <b>PZG-1B</b>              | Sozialdemokratie seit 1945 (in Vorbereitung)  |
| <b>PZG-2</b>               | Christliche Soziallehre   |
| <b>PZG-3</b>               | Die Unabhängigen im ÖGB   |
| <b>PZG-4</b>               | Liberalismus/Neoliberalismus  |
| <b>PZG-6</b>               | Rechtsextremismus   |
| <b>PZG-7</b>               | Faschismus  |
| <b>PZG-8</b>               | Staat und Verfassung  |
| <b>PZG-10</b>              | Politik, Ökonomie, Recht und Gewerkschaften   |
| <b>PZG-11</b>              | Gesellschaft, Staat und Verfassung im neuzeitlichen Europa, insbesondere am Beispiel Englands |

| SOZIALE KOMPETENZ |                          |             |                                     |
|-------------------|--------------------------|-------------|-------------------------------------|
| <b>SK-1</b>       | Sprechen – frei sprechen | <b>SK-5</b> | Moderation                          |
| <b>SK-2</b>       | Teamarbeit               | <b>SK-6</b> | Kommunizieren und Werben mit System |
| <b>SK-3</b>       | NLP                      | <b>SK-8</b> | Führen im Betriebsrat               |
| <b>SK-4</b>       | Konfliktmanagement       |             |                                     |

**Die VÖGB-Skripten online lesen oder als Gewerkschaftsmitglied gratis bestellen:  
[www.voegb.at/skripten](http://www.voegb.at/skripten)**

## 4 Teil III

Im dritten Teil des Skriptums werden **Möglichkeiten der Reform des Finanzsektors** diskutiert. Allgemein kann festgehalten werden, dass es nach der Krise von 2008 vorsichtige Ansätze zu einer erneut stärkeren Regulierung des Finanzwesens gegeben hat, die allerdings niemals besonders weit gingen. 2017 hat in den USA der Wind bereits wieder gedreht, neuerliche Deregulierung wird gefordert. Mit dem alten Argument, dass von staatlichen Vorschriften befreite Finanzmärkte höheres Wachstum ermöglichen würden.

In der EU gehen die Anstrengungen der Finanzmarktreform eher in Richtung Zentralisierung als Regulierung. Kleine Fortschritte gibt es beim Kampf gegen internationale Steueroasen, die immer auch unterregulierte Finanzplätze sind.

Vielleicht am wichtigsten ist eine Änderung der öffentlichen Debatte: Ungleichheit und der Aufbau von gigantischen privaten Schuldenpositionen, die beide Triebkräfte der Finanzialisierung sind, werden endlich als Problem erkannt.

In der Folge soll versucht werden, die wichtigsten Vorschläge der internationalen Debatte kurz zu beleuchten.

### Mehr Sicherheit im Bankensystem

#### Eigenkapital

Banken dürfen nicht nur mit ausgeliehenem Geld arbeiten, sondern müssen auch Eigenkapital besitzen. Das wird durch die Bankenaufsicht erzwungen und soll verhindern, dass enorme Summen ausgeliehen werden und dann praktisch ohne eigenes Risiko riskant veranlagt werden. Ein Geschäftsmodell wie im Kasino, wobei aber nicht mit dem eigenen Geld gespielt wird. Rot – Wir machen gewaltige Gewinne. Schwarz – Wir sind pleite und die GläubigerInnen (oder der Staat) sind ihr Geld los.

**Eigenkapitalvorschriften sind also notwendig** und auch vorhanden, **nur** waren und sind die geforderten Eigenmittel **äußerst dürftig** und obendrein in der Form einer risikogewichteten Eigenkapitalquote. Das wurde im Abschnitt „Sicherheitsnetze und Regulierung“ besprochen. Auf dieser Grundlage betrieb etwa die 2008 zusammengebrochene Lehman Brothers ihr Casino. Mit einer Eigenkapitalquote von etwa zwei Prozent wurden Eigenkapitalrenditen (die Verzinsung des eingesetzten Eigenkapitals) von bis zu 40 Prozent erreicht – bis

es eben schief ging. Ob das Eigenkapital reicht oder nicht, wird außerdem durch sogenannte Stresstests der mittlerweile zentralisierten Europäischen Bankenaufsicht ermittelt. Bei diesen werden die Bankbilanzen auf ihre Anfälligkeit etwa bei einem Konjunkturabschwung getestet und bei einem Durchfallen eine Erhöhung des Eigenkapitals gefordert. Das ist besser als nichts, aber auch hier kann die Treffsicherheit angezweifelt werden. Die 2017 zusammengebrochene Banco Popular bestand 2016 noch alle Bankenstresstests (wenn auch nur knapp).

Eine allgemeine Erhöhung des Eigenkapitals wäre daher ein wesentlicher Schritt zur Stabilisierung des Bankensystems. Im 2010 vereinbarten **Basel-III-Regelwerk** wird das erste Mal auf internationaler Ebene vorgeschrieben, wobei eine Mindesteigenkapitalquote von drei Prozent ab 2018 angedacht ist.

Problematischer Weise sind drei Prozent immer noch lächerlich gering. Bevor sich Banken auf eine Rettung durch den Staat verlassen konnten, Anfang des 20. Jahrhunderts, waren Eigenkapitalquoten von 20 Prozent üblich. Grundsätzlich gibt es kein unüberwindliches Hindernis dorthin zurückzukehren. Eine höhere Eigenkapitalquote schränkt nicht die Möglichkeiten der Kreditvergabe ein, denn Eigenkapital kann genauso verliehen werden wie ausgeliehenes Geld. Höheres Eigenkapital verändert lediglich die Finanzierung dieser Kreditvergabe, weg von KundInneneinlagen und Anleihen.

Allerdings leistet das Bankensystem gegen solche Vorschläge erbitterten Widerstand. Bereits die aktuell vorliegenden Vorschriften für die Eigenkapitalausstattung werden durch unermüdliche Lobbyingaktivitäten des Finanzsektors wieder angegriffen und je weitreichender die Maßnahmen, umso härter wird der Widerstand. Die Argumente, die gebracht werden, sind ein möglicher Rückgang der Kreditvergabe oder der Schutz von Eigentumsrechten. **Aber letzten Endes ist ein Geschäftsmodell mit extrem geringem Eigenkapital und dem Abwälzen von Risiko auf den Staat einfach profitabler.**

Eine Erhöhung der Eigenkapitalquoten muss daher auf jeden Fall durch den Gesetzgeber erzwungen werden. Banken können sich über die Ausgabe von Aktien mit Eigenmitteln versorgen oder die Zahlung von Dividenden kann verboten werden, bis die neuen Vorschriften erfüllt werden. Theoretisch kann man auch die HalterInnen nachrangiger Anleihen in AktionärInnen umwandeln (ein „debt for equity swap“) oder unterkapitalisierte Banken durch den Staat zwangsweise



## 4 Teil III

mit höheren Kapitalpolstern ausstatten (wodurch die bisherigen EigentümerInnen einen Teil der Kontrolle über die Bank verlieren).

Turbulenzen können bei einer staatlich verordneten deutlich höheren Kapitalisierung nicht ausgeschlossen werden. Aber die Alternative eines unterkapitalisiertes Bankensystems ist hochgradig gefährlich. Island wurde 2008 von einem Bankensektor versenkt, dessen Bilanzsumme dem sechsfachen BIP der Insel entsprochen hatte. Aber auch in Österreich gibt es Bankengruppen, wo ein Unfall zu ernststen Schwierigkeiten führen könnte, weil sie durch ihre Größe schwierig zu retten wären. Aufgrund der Osteuropa-Aktivitäten lag die Bilanzsumme der Erste Bank 2016 bei 205 Mrd. Euro, die der Raiffeisen Zentralbank brachte es auf 143 Mrd. Euro. Das BIP Österreichs betrug 2016 345 Mrd. Euro.

Zusätzlich ist das grundlegende Versprechen eines staatlichen Rettungsnetzes für die großen Geldvermögen eine Subventionierung des Finanzsektors und ein Mechanismus der Umverteilung von unten nach oben. Grundsätzlich ist eine staatlich geführte Abwehr von Bank Run und Finanzmarktpanik notwendig. Im Gegenzug muss aber das Casino und der Selbstbedienungsladen geschlossen werden.

### **Bankeninsolvenz**

Intensiver umgesetzt als höhere Eigenkapitalvorschriften wurden erweiterte Regelungen für die Insolvenz einer Bank. Innerhalb der EU wurden nach der Finanzkrise Vorschriften gegen die staatliche Unterstützung des Bankensystems erlassen und das Single Resolution Board mit der Abwicklung insolventer Banken beauftragt. Sollte eine Bank zusammenbrechen, muss es Abschlüsse für die GläubigerInnen der Bank geben, wenn die SteuerzahlerInnen einspringen sollen. Als Anfang Juni 2017 die spanische Banco Popular zahlungsunfähig wurde (aufgrund von faulen Krediten mit knapp 40 Mrd. Euro gab es einen Bank Run), mussten nachrangige AnleihegläubigerInnen auf zwei Mrd. Euro verzichten, die AktionärInnen wurden ausgelöscht (die Aktien werden wertlos) und die Bankaktivitäten wurden von einem anderen Institut übernommen. Dieses europäische Bankeninsolvenzrecht geht in die richtige Richtung, wobei sich allerdings die Frage stellt, ob es auch bei größeren Instituten oder in schwierigen Zeiten funktioniert.

Kapitalmärkte in guter Stimmung können den ein oder anderen Dämpfer vertragen, aber wenn Zweifel an der Zahlungsfähigkeit wichtiger Institutionen die Runde machen, würde eine verallgemeinerte Marktpanik wohl wieder zu umfassenden Rettungsaktionen führen.

Schon bei der Abwicklung der Banco Popular gab es nur eine einzige andere Bank, die bereit war, das Institut ohne zusätzliche staatliche Garantien für noch nicht entdeckte faule Kredite zu übernehmen. Problematisch können auch politische Begleitumstände sein: So hat sich die italienische Regierung 2015 gegen ein Auslöschen der Anleihen (oder die zwangsweise Umwandlung in Eigenkapital) bei einigen insolventen Regionalbanken gestemmt, weil die Anleihen sehr breit von Haushalten der Mittelschicht als Sparbuchersatz gehalten wurden.

Als Ersatz für höhere Eigenkapitalquoten taugt die Bankeninsolvenz daher nur bedingt. Trotz seines günstigen Endes zeigt auch der Fall der Banco Popular die extreme Fragilität einer geringen Eigenkapitalquote: Das Eigenkapital betrug 2016 noch etwa zehn Mrd. Euro – im Frühjahr 2017 war davon nichts mehr übrig. Eigenkapital ist eine bilanztechnische Größe, die sich ergibt, wenn man von den Vermögenswerten (etwa den vergebenen Krediten) die Schulden abzieht. Bereits geringe Veränderungen in der Bewertung des Vermögens kann Eigenkapital von zwei oder drei Prozent zusammenschmelzen lassen.

### Transparenz und Regulierung

Starinvestor und Kapitalismuskone Warren Buffet meinte 2004, dass er auch nach tagelangem Studium der Derivatpositionen einer größeren Finanzinstitution keinerlei Ahnung habe, welche Risiken tatsächlich in den Bilanzen stehen.

**Derivate**, die der Theorie nach zur Absicherung hätten dienen sollen, machen das Finanzsystem völlig unberechenbar.

Zur Lösung dieses Problems werden verschiedene Schritte vorgeschlagen: Bekannt ist vor allem die Einschränkung von OTC-Derivaten und die Abwicklung des Derivatehandels über zentrale Stellen („**Clearinghouses**“). Ungesichert ist dabei allerdings, ob damit nicht andere Probleme verbunden sind, etwa wenn ein Clearinghouse zusammenbricht. Eine etwas radikalere Möglichkeit ist das Verbot wenigstens bestimmter Gruppen von Derivaten.

Ein großes Problem mangelnder Regulierung ist der Sektor der **Schattenbanken** (außerbilanzielle Vehikel der Geschäftsbanken, Investmentbanken, Versicherungen, Hedgefonds), der sich nicht weiter einer effektiven Regulierung entziehen darf. Die Zuständigkeit staatlicher Aufsicht muss daher ausgedehnt werden und zwar so, dass sich keine Institution der Kontrolle entziehen kann, die wie eine Bank handelt (ultrakurzfristige Schulden längerfristig anlegen).

**In diesem Zusammenhang gilt auch: Regulierung muss allgemein sein oder die Kapitalverkehrsfreiheit muss eingeschränkt werden.** Strengere Regeln können international und für alle eingeführt werden. Sollte das aber nicht möglich sein (und das ist angesichts der herrschenden Kräfteverhältnisse die wahrscheinlichere Variante), droht bei strengerer Regulierung (oder bei der Einführung von Finanztransaktionssteuern) eine einfache Verlagerung der Aktivitäten. FinanzakteurInnen, die von unregulierten Offshore-Plätzen aus agieren, könnte aber auch der Marktzugang gesperrt werden.

Das scheint eine erste notwendige Einschränkung von Kapitalverkehrsfreiheit und Marktöffnung zu sein.

### **Ein Ende der Geldschöpfung durch Banken?**

Bei der Vergabe von Krediten durch Geschäftsbanken entstehen Bankguthaben, die diese Kredite finanzieren – diese kurzfristigen Schulden der Bank dienen genauso als Zahlungsmittel wie Bargeld. Mit der Geldschöpfung durch Schulden hat sich das Skriptum ausführlich beschäftigt.

In der ultraliberalen Österreichischen Schule der Nationalökonomie gibt es seit einem Jahrhundert die Forderung, den Banken diese Macht aus der Hand zu nehmen. In den letzten Jahren wird diese Forderung breiter aufgegriffen, etwa von Mervyn Allister King, dem ehemaligen Vorsitzenden der britischen Notenbank. Die grundlegende Idee dabei ist, dass Geschäftsbanken alle Kontoeinlagen unmittelbar bei der Notenbank hinterlegen müssen (100-prozentige Reservehaltung) und daher nicht für Kreditvergaben benützen können. Wer ein Konto führt, leiht dadurch der Bank kein Geld mehr, sondern bezahlt nur für die Dienstleistung der Kontoverwaltung. Gesetzliches Zahlungsmittel kann daher nicht mehr durch Kreditvergabe geschaffen werden, sondern ausschließlich durch die Notenbank. Geld leihen oder verleihen hätte eher die Struktur einer Anleihe,

könnte aber auch über Fonds zur Vermögensverwaltung abgewickelt werden. Je nach konkreter Ausgestaltung sind damit eine Reihe von Vorteilen verbunden: Eine geringere Anfälligkeit für einen Bank Run (falls es weniger kurzfristige Schulden gibt), ein Wegfall von Vermögenspreisblasen (falls die Notenbank die Geldmenge genauer steuert), ein Ende der Bankenrettungen (weil ein Zusammenbruch großer GläubigerInnen nicht mehr zur Entwertung von Kontoguthaben führen würde und daher eher verkraftbar wäre) und sogar eine Demokratisierung des Geldes (weil die Entscheidung Geld zu machen, nur noch bei einer staatlichen Institution beheimatet wäre).

Einiges erscheint dabei interessant. Eine höhere Kontrolle der Notenbank über die Geldschöpfung macht durchaus Sinn. Insgesamt kann man erhebliche Zweifel anmelden. Geld entsteht seit 3.000 Jahren durch Schulden, was sich nicht so einfach ausschalten lässt. Auch heute besteht die wichtigste Abgrenzung des Geldes (die Geldmenge M3 – „broad money“) nicht nur aus Bargeld und Kontoeinlagen, sondern auch aus kurzlaufenden Anleihen. Schulden können Geld auch ohne Beteiligung der Geschäftsbanken schöpfen.

Und das zentrale Problem der Vermögenspreisblasen war nicht die Unfähigkeit der Notenbanken, die Kreditexpansion zu stoppen, denn so etwas lässt sich über Zinserhöhungen jederzeit abstechen. Im Gegenteil ist die Inflation von Vermögenswerten immer noch Strategie von Notenbanken. Ein Steigen von Vermögenswerten war etwa explizites Ziel der Ausweitung der Notenbankgeldmenge in den USA: Denn in Zeiten ungenügenden Konsums, stagnierender Löhne und daher niedriger Inflationsraten, bringt das Steigen von Vermögenswerten über einen Wohlstandseffekt („wealth effect“ – die Menschen fühlen sich wohlhabender) ein bisschen höheren Konsum und Wachstum.

Das Problem ist also nicht, dass die Notenbank die Kontrolle über die Geldmenge verloren hätte (das hat sie nicht), sondern dass das Geld durch schlecht funktionierende Finanzmärkte in die falschen Sektoren fließt, in erster Linie Vermögenswerte aufbläht und erst ganz zum Schluss sinnvolle Investitionen ermöglicht.

### Echte Investitionen statt Vermögenspreisblasen und Spekulation

#### Tobin-Steuer

Eine Steuer auf Finanztransaktionen im Wert von 0,05 Prozent bis maximal einem Prozent. Vom US-amerikanischen Nobelpreisträger James Tobin in den 1970er-Jahren entwickelt, in den 1990er-Jahren von der globalisierungskritischen Organisation Attac aufgegriffen und heute auch von Ökonomen wie Paul Krugman oder der Europäischen Kommission gefordert: Die Tobin-Steuer soll ultrakurze Spekulationsfristen zum Verschwinden bringen. Sie könnte etwa auf alle Finanzgeschäfte oder auch nur für grenzüberschreitende Devisentransaktionen eingeführt werden. Allheilmittel ist das natürlich keines, denn am gefährlichsten sind Finanzmärkte, wenn sie in Euphorie oder Panik einseitige und langfristige Wetten eingehen und damit zu länger anhaltenden Über- oder Untertreibungen der Preise führen. Die schlimmste Quelle der Instabilität waren in den letzten Jahren die Immobilienmärkte. Dort gibt es aufgrund hoher Transaktionskosten ohnehin keine ultrakurzen Spekulationsfristen.

Aber eine solche Finanztransaktionssteuer könnte die gesellschaftlich sinnlose Tätigkeit auf Finanzmärkten bestrafen.

#### Besondere Maßnahmen gegen Vermögenspreisblasen und die Kontrolle des Immobiliensektors

Staatliche Regulierung kann exzessive Kreditvergabe in bestimmte Bereiche zumindest erschweren, im Notenbanksprech wird das heute „macroprudential regulation“ genannt. Damit kann das Überhitzen einzelner wirtschaftlicher Sektoren gebremst werden, ohne gleich durch Zinserhöhungen der Notenbank die gesamte Volkswirtschaft abzukühlen. Kapitalverkehrskontrollen oder besondere Steuern können auch spekulative Zuflüsse von Kapital in einzelne Volkswirtschaften bremsen.

Eine besondere Bedeutung kommt dabei dem Immobiliensektor zu. So sind Einschränkungen für den Erwerb von Immobilien und strenge Auflagen für das Gewähren von Hypothekarkrediten möglich. Aber weitergehende und direkte Eingriffe des Staates in den Immobilienmarkt scheinen notwendig, während

umgekehrt alle Forderungen nach einer Deregulierung des Wohnungsmarktes mit größter Vorsicht zu behandeln sind.

Eine Lockerung des Mieterschutzes bringt wahrscheinlich ein paar zusätzliche Investitionen, vor allem aber höhere Mieten und höhere Immobilienpreise (weil bei gegebenem Zinsniveau eine höhere Miete auch höhere Preise rechtfertigt). Umgekehrt halten staatlich regulierte Höchstmieten Immobilienpreise niedriger. Es wurde bereits ausführlich betont, dass eine höhere Nachfrage nach Boden in städtischen Ballungsräumen, keine gleich große Angebotsausweitung nach sich ziehen kann, weil der Boden dort eben begrenzt ist. Natürlich erhöhen höhere Preise das Angebot (man denke nur an Dachgeschossausbauten oder Hochhausprojekte, die sich bei niedrigen Preisen nicht rechnen), aber die gesellschaftlichen Kosten dafür (überschießende Verschuldung, sinkende Leistbarkeit) sind gigantisch. Es ist durchaus möglich, dass ein starker Sektor öffentliche Bauträger sozial verträgliche Wohnungen, dort wo sie möglich sind, baut.

Probleme des österreichischen Immobilienmarktes, gerade was die Leistbarkeit in Ballungsräumen betrifft, dürfen nicht weggeredet werden. Dennoch muss festgehalten werden, dass die beschriebene Kombination aus Mieterschutz und öffentlichen Bauträgern wenigstens teilweise existiert. Im europäischen Vergleich wurden damit die schlimmsten Auswüchse am Immobilienmarkt verhindert – man vergleiche etwa die Situation in Großbritannien: Ohne Mieterschutz und öffentlichen Wohnbau gibt es dort weit geringere Leistbarkeit und weitaus höheren Wohnungsmangel.

### **Der Markt kann nicht wirtschaften – Überlegungen zu öffentlichen Investitionen**

Während bestimmte Aktivitäten der Finanzmärkte gebremst werden müssen, gibt es von anderen zu wenig. Allgemein anerkannt ist, dass der Privatsektor auf sich allein gestellt zu wenig in Infrastruktur, Bildung oder Grundlagenforschung investieren würde. Es wurde aber bereits darauf eingegangen, dass unter den heutigen Bedingungen der Finanzialisierung auch anwendungsorientiertere Forschung und Investitionen mit langem Zeithorizont unterbleiben, wenn die damit verbundenen Risiken nur schlecht einschätzbar sind.

## 4 Teil III

Staatliche Politik hat darauf bereits reagiert. So wird etwa dem französischen Atomkonzern EDF von der britischen Regierung ein Mindeststrompreis garantiert, damit dieser das Atomkraftwerk Hinkley Point B errichtet. Ohne solche Garantien wäre die Unsicherheit zu groß. Wenn die Politik der Überzeugung ist, dass dieses Atomkraftwerk notwendig ist, dann führt an einer solchen Vorgehensweise wohl kein Weg vorbei, aber es bleibt der unangenehme Nachgeschmack, dass auf Kosten der VerbraucherInnen Unternehmensprofite garantiert werden. Es gibt keinen besonderen Grund, die Rolle der öffentlichen Hand auf solche Garantien zu beschränken.

Erste und sehr vorsichtige Schritte sind staatliche Risikokapitalgeber, die unternehmerische Ideen hebeln und unterstützen könnten (aber dann auch am möglichen Erfolg beteiligt werden). Oder auch eine stärkere Rolle des Staates in anwendungsorientierter Forschung. In den USA haben etwa Forschungen im Militär- und Geheimdienstbereich die Entwicklung der Technologieindustrie angetrieben (Beispiele sind das Internet, der Touchscreen oder der Computerprozessor). Das liegt daran, dass sich der militärische Komplex leichter über ideologische Gebote hinwegsetzen kann, denn für den Krieg ist auch im Wirtschaftsliberalismus der Staat zuständig. Aber die gleiche Rolle des Staates wäre beispielsweise auch in einem Sektor wie erneuerbaren Energien oder der Energiespeicherung möglich. Es ist nicht so, dass der Staat sich aus anwendungsorientierter Forschung ganz zurückgezogen hätte, aber aktuell sind die Aktivitäten relativ eingeschränkt.

Interessanterweise wird vom Wirtschaftsliberalismus (dem Märkte sonst sehr wichtig sind) das deutlichste Marktsignal der letzten Jahre ignoriert: Das gewaltige Sinken von Realzinsen bei gleichzeitig niedriger Inflation zeigt, dass die Finanzmärkte nicht wirklich wissen, wohin mit dem vielen Geld. Staaten der Eurozone können sich heute zum Nulltarif verschulden (siehe Grafik 6). Warum sollte auf dieses Marktsignal nicht reagiert werden und Geld aufgenommen werden? Wenn der Privatsektor nicht investieren möchte, kann das der Staat wenigstens teilweise übernehmen. Es ist schwer vorstellbar, dass öffentliche Investitionen (in Wohnbau, Infrastruktur, Forschung, Bildung oder strategische Industriezweige) nicht eine Realverzinsung von null (oder weniger) verdienen können. Entweder direkt (etwa durch Mieten oder die Kommerzialisierung anwendungs-

orientierter Forschung) oder indirekt (durch höhere Einkommen und in der Folge höhere Steuereinnahmen).

Grundsätzlich ist es nicht verwerflich, wenn sich eine Gesellschaft die Frage stellt: „Welches Wirtschaftswachstum wollen wir?“ und auf dieser Grundlage die Verteilung wirtschaftlicher Ressourcen beeinflusst.

### Soziale Gerechtigkeit

Es stellt sich die Frage, was wäre passiert, wenn Anfang des neuen Jahrtausends der Kreditexzess wegreguliert oder die entstehenden Immobilienblasen durch Leitzinserhöhungen abgestochen worden wären? Mit Sicherheit hätte man sich die schwersten Verwerfungen der Jahre 2007 bis 2009 erspart.

Tatsächlich ist das Wirtschaftswachstum gerade in den Industriestaaten aber seit längerem niedrig, die Arbeitslosigkeit durchgehend erhöht, die Inflationsraten relativ niedrig und die kreditgestützte Immobilienwirtschaft ein wichtiger Teil der globalen Gesamtnachfrage.

Ohne Vermögenspreisblase wäre der Kriseneinbruch wohl vorverlegt worden – sicherlich weniger problematisch, aber doch unangenehm. Regulierung hilft nur in Zusammenhang mit dem Beseitigen der fundamentalen Ursachen der Überliquidität der Finanzmärkte. Wenigstens ein Teil muss abgebaut werden.

**Lohnerhöhungen:** Angesichts der teilweise immensen Profitabilität der Unternehmen, die ohnehin zu wenig für Investitionen genützt wird, gibt es durchaus **Spielraum für kräftige Lohnerhöhungen.** Damit könnte die Gesamtnachfrage gestärkt werden, ohne überzogene Verschuldung auszulösen. Abgesehen davon, dass Wirtschaftswachstum relativ sinnlos wird, wenn die Mehrheit wenig bis gar nichts davon hat.

In Ländern mit Problemen der internationalen Konkurrenzfähigkeit (in der Eurozone etwa Griechenland, Spanien oder Italien) bereitet ein solcher Kurs gewisse Schwierigkeiten. In Ländern mit größeren Überschüssen in der Außenwirtschaft (in der Eurozone etwa Deutschland, die Niederlande oder auch Österreich) gibt es dazu kein langfristig tragfähiges Gegenargument. Für bestimmte Teile der Exportwirtschaft wird die Abkehr von einem exportorientierten Wachstumsmodell schmerzhaft sein. Aber dauerhafte Extraprofite auf Kosten der Beschäftigten und der Importländer sind in jedem Fall inakzeptabel.



## 4 Teil III

Das müsste durch eine **nachfrageorientierte staatliche Politik** ergänzt werden, wobei in den Überschussländern wie Österreich oder Deutschland wieder der größte Handlungsbedarf besteht. Eine solche Politik stünde im Gegensatz zur aktuellen Standortkonkurrenz, die bei einer ständig drohenden Wirtschaftskrise lediglich eine Spirale nach unten auslösen kann. Außenhandelsüberschüsse sind kein Qualitätsmerkmal eines Wirtschaftsraumes, sondern ein Zeichen von zu geringen Löhnen und der Stabilisierung der heimischen Wirtschaft auf Kosten der HandelspartnerInnen.

**Herstellung von Steuergerechtigkeit und das Austrocknen von Steueroasen:** Für nachfrageorientierte Wirtschaftspolitik braucht es auch entsprechende Mittel. Sinkende Unternehmenssteuersätze und Kapitalsteuern sowie die (legale wie illegale) Kapitalflucht in Steueroasen macht das Aufbringen dieser Mittel aber schwierig. Gabriel Zucman schätzte 2015, dass etwa acht Prozent der von Haushalten gehaltenen Finanzvermögen in Steueroasen geparkt und versteckt werden. Zusätzliche Schäden erzeugen die auf Steueroasen (etwa in Luxemburg oder Irland) aufgebauten Steuerspartricks der internationalen Unternehmen. Aber dies ist nicht naturgegeben.


**Steueroasen** könnten durchaus zu etwas Kooperation bewegt werden, wenn der politische Druck hoch genug ist – das zeigt das Beispiel Schweiz. Die Schweiz ist zwar immer noch die wichtigste Steueroase, aber der Diebstahl von ein paar Datenträgern durch den BND und Klagsdrohungen durch die USA haben zumindest etwas Bewegung gebracht.


Aber es geht nicht nur um **Steuerflucht**, sondern auch um die **Höhe der Steuersätze für Gewinne und Kapitalerträge**. Die bisherige Linie der Politik war es, den Steuerwettbewerb zu fördern, weil er die Staaten „verschlanken“ und die Wirtschaft dynamischer machen sollte. Das offensichtliche Versagen des neoliberalen Wachstumsmodells sollte diese Annahme entkräften.


Es muss sich endlich die etwas banale Erkenntnis durchsetzen: Wer will, dass die Wirtschaft dauerhaft wächst, muss auch für Lohnerhöhungen sorgen. Ohne diese kommt zusätzliche Nachfrage aus steigender Verschuldung oder aus steigenden Exportüberschüssen. Da die Exporte des einen Landes die Importe eines anderen sind, müssen sich bei steigenden Exportüberschüssen andere Länder noch schneller verschulden.

# SKRIPTEN ÜBERSICHT



| SOZIALRECHT   |   |  |
|---|---|---|
| <b>SR-1</b>   | Grundbegriffe des Sozialrechts                  |   |
| <b>SR-2</b>   | Sozialpolitik im internationalen Vergleich      |   |
| <b>SR-3</b>   | Sozialversicherung – Beitragsrecht              |   |
| <b>SR-4</b>   | Pensionsversicherung I:<br>Allgemeiner Teil     |   |
| <b>SR-5</b>   | Pensionsversicherung II:<br>Leistungsrecht      |   |
| <b>SR-6</b>   | Pensionsversicherung III:<br>Pensionshöhe       |   |
| <b>SR-7</b>   | Krankenversicherung I:<br>Allgemeiner Teil      |   |
| <b>SR-8</b>   | Krankenversicherung II:<br>Leistungsrecht       |   |
| <b>SR-9</b>   | Unfallversicherung                              |   |
| <b>SR-10</b>  | Arbeitslosenversicherung I:<br>Allgemeiner Teil |   |
| <b>SR-11</b>  | Arbeitslosenversicherung II:<br>Leistungsrecht  |   |
| <b>SR-12</b>  | Insolvenz-Entgeltssicherung                     |   |
| <b>SR-13</b>  | Finanzierung des Sozialstaates                  |   |
| <b>SR-14</b>  | Pflege und Betreuung                            |   |
| <b>SR-15</b>  | Bedarfsorientierte Mindestsicherung             |   |
| Die einzelnen Skripten werden laufend aktualisiert. |   |   |

| ARBEITSRECHT |   |  |
|--------------|---|--|
| <b>AR-1</b>  | Kollektive Rechtsgestaltung   |  |
| <b>AR-2A</b> | Betriebliche Interessenvertretung   |  |
| <b>AR-2B</b> | Mitbestimmungsrechte des Betriebsrates                                    |  |
| <b>AR-2C</b> | Rechtstellung des Betriebsrates   |  |
| <b>AR-3</b>  | Arbeitsvertrag  |  |
| <b>AR-4</b>  | Arbeitszeit   |  |
| <b>AR-5</b>  | Urlaubsrecht  |  |
| <b>AR-6</b>  | Entgeltfortzahlung im Krankheitsfall                                      |  |
| <b>AR-7</b>  | Gleichbehandlung im Arbeitsrecht  |  |
| <b>AR-8A</b> | ArbeitnehmerInnenschutz I:<br>Überbetrieblicher ArbeitnehmerInnenschutz   |  |
| <b>AR-8B</b> | ArbeitnehmerInnenschutz II:<br>Innerbetrieblicher ArbeitnehmerInnenschutz |  |
| <b>AR-9</b>  | Beendigung des Arbeitsverhältnisses                                       |  |
| <b>AR-10</b> | Arbeitskräfteüberlassung  |  |
| <b>AR-11</b> | Betriebsvereinbarung  |  |
| <b>AR-12</b> | Lohn(Gehalts)exekution  |  |
| <b>AR-13</b> | Berufsausbildung  |  |
| <b>AR-14</b> | Wichtiges aus dem Angestelltenrecht                                       |  |
| <b>AR-15</b> | Betriebspensionsrecht I   |  |
| <b>AR-16</b> | Betriebspensionsrecht II  |  |
| <b>AR-18</b> | Abfertigung neu   |  |
| <b>AR-19</b> | Betriebsrat – Personalvertretung<br>Rechte und Pflichten                  |  |
| <b>AR-21</b> | Atypische Beschäftigung   |  |
| <b>AR-22</b> | Die Behindertenvertrauenspersonen   |  |

| GEWERKSCHAFTSKUNDE |   |  |
|--------------------|---|--|
| <b>GK-1</b>        | Was sind Gewerkschaften?<br>Struktur und Aufbau der österreichischen<br>Gewerkschaftsbewegung | <b>GK-4</b> Statuten und Geschäftsordnung des ÖGB                                    |
| <b>GK-2</b>        | Geschichte der österreichischen<br>Gewerkschaftsbewegung<br>von den Anfängen bis 1945         | <b>GK-5</b> Vom 1. bis zum 18. Bundeskongress  |
| <b>GK-3</b>        | Die Geschichte der österreichischen<br>Gewerkschaftsbewegung<br>von 1945 bis heute            | <b>GK-7</b> Die Kammern für Arbeiter und Angestellte                                 |
|                    |   | <b>GK-8</b> Die sozialpolitischen Errungenschaften<br>des ÖGB                        |

**Die VÖGB-Skripten online lesen oder als Gewerkschaftsmitglied gratis bestellen:  
[www.voegb.at/skripten](http://www.voegb.at/skripten)**

# Glossar

**Aktie:** Wertpapier, das einen Eigentumsanteil an einem Unternehmen (Aktiengesellschaft) darstellt. Dient dem Unternehmen zur Finanzierung (Eigenkapitalbeschaffung). Aktien werden an der Börse gehandelt. Der Aktienbesitz schließt das Recht auf eine Beteiligung am Unternehmensgewinn (Dividende) ein.

**Aktienindex:** Zusammenfassung der Aktienkurse der größten an einer Börse gehandelten Unternehmen, wobei jedes Unternehmen mit einem bestimmten Gewicht eingeht, das an seinem Börsenwert orientiert ist.

**Call:** Kaufoption bei einem Optionsgeschäft.

**Deregulierung:** Abschaffung von Gesetzen, Verordnungen und Vorschriften auf den Märkten (z. B. Arbeitsmarkt, Kapitalmarkt, Gütermarkt, Aktienmarkt), um dem „freien Spiel der Marktkräfte“ das Feld zu überlassen.

**Derivat:** Wertpapier, dessen Wert von einem anderen Wert (underlying) abhängt. Underlyings können Aktienkurse, Warenpreise, Wechselkurse, Indizes, aber auch alles andere sein, auf das man wetten kann.

**Forward:** Grundform eines Derivats: Termingeschäft, bei dem zu einem vorab festgelegten Preis ein bestimmtes Objekt zu einem künftigen, festgelegten Zeitpunkt ver- bzw. gekauft wird.

**Future:** Bezeichnung für an Börsen gehandelte Forwards.

**Hebeleffekt:** Finanzierung einer Finanzspekulation durch Kredite, wodurch der Spekulant kein Eigenkapital einzusetzen braucht. Der Kredit wird aus den Spekulationsgewinnen oder – falls diese ausbleiben – durch neue Kreditaufnahme zurückgezahlt.

**Hedge-Fonds:** Kapitalsammelstelle, die kaum einer Regulierung unterliegt und ihren Sitz oft in Offshorezentren hat. Hedge-Fonds setzen sehr hohe, oft kreditfinanzierte, Geldsummen für eine kurzfristige Finanzspekulation ein.

**Institutionelle Anleger:** Unternehmen, die auf den Finanzmärkten als Investoren und Spekulanten auftreten und in der Regel über ein hohes Kapital-

volumen verfügen, wie z. B. Versicherungen, Pensionsfonds, Investmentfonds, Investmentbanken, Hedge-Fonds.

**Investmentfonds:** Unternehmen, das sich auf die Kapitalanlage auf Finanzmärkten (in Form von Aktien, Anleihen, Währungen, Derivaten etc.) spezialisiert hat. Zwei Grundformen sind zu unterscheiden: Publikumsfonds fassen das Kapital vieler kleiner Sparer zusammen, während Spezialfonds liquide Mittel von einigen wenigen oder einem einzelnen Großvermögenden (superreiche Einzelpersonen, Banken, Versicherungen) verwalten.

**Kapitalverkehrskontrolle:** Wirtschaftspolitisches Instrument, um den Zu- und Abfluss von Kapital in ein bzw. aus einem Land zu kontrollieren, etwa durch eine Anmeldepflicht von Kapitaltransaktionen, durch eine Hinterlegungspflicht eines Teils des Kapitals bei der Zentralbank oder durch die Beschränkung der maximal zulässigen Menge an Kapital, die ein- oder ausgeführt werden darf.

**Kreditschöpfung:** Prozess, bei dem Geld geschaffen wird, indem die Banken mehr an Geldern in Form von Krediten vergeben. Die Kreditschöpfung basiert auf der Annahme, dass nur ein Teil der bei Banken eingezahlten Gelder auch in Form von Bargeld von ihren Eigentümern in Anspruch genommen wird. Würden alle Sparer und Kontoinhaber zum gleichen Zeitpunkt ihre eingelezten Gelder von den Banken abheben, würde das Bankensystem zusammenbrechen.

**Liberalisierung:** Bezeichnung für die politisch durchgesetzte Öffnung von Märkten, um die Konkurrenz auf diesen Märkten zu erhöhen. Liberalisierung kann innerhalb eines Landes erfolgen (z. B. Liberalisierung des Postwesens durch Aufhebung des Postmonopols und Zulassung weiterer Anbieter) oder sie kann sich auf die Öffnung eines Landes für ausländische Unternehmen beziehen.

**Liquidität:** Einerseits Bezeichnung für die Zahlungsfähigkeit von Unternehmen, Privatpersonen oder Regierungen, andererseits Bezeichnung für Kapital, das zur Investition zur Verfügung steht. Ein liquider Markt bedeutet,

# Glossar

dass viele Akteure als Käufer und Verkäufer auftreten, der Umsatz hoch ist und dadurch das Zustandekommen von Markttransaktionen (Kauf-Verkauf-Vorgänge) erleichtert wird.

**Neoliberalismus:** Wirtschaftspolitisches Dogma, das sich seit Anfang der 1980er-Jahre allmählich durchgesetzt hat. Seine Eckpfeiler sind: Deregulierung und Liberalisierung von Märkten, um den „Marktkräften“ zum Durchbruch zu verhelfen, Privatisierung öffentlichen Eigentums, Rückzug des Staates aus der Steuerung gesellschaftlicher Prozesse und der Festlegung gesellschaftlicher Ziele, Umverteilung zu Gunsten des Kapitals durch Steuersenkungen für Unternehmen, Reallohnkürzungen für unselbstständig Beschäftigte.

**Offshorezentren:** Standorte, an denen keine reguläre Bankenaufsicht existiert und keine Steuerpflicht besteht, in der Regel Territorien, die zu einer früheren Kolonialmacht (vor allem Großbritannien) gehören.

**Option:** Eine Grundform des Derivats: Geschäft, bei dem der Optionskäufer gegen Bezahlung einer Optionsgebühr das Recht erwirbt, zu einem künftigen Zeitpunkt ein bestimmtes Objekt zu einem vorab festgelegten Preis zu kaufen (Call) oder zu verkaufen (Put). Der Optionskäufer ist nicht gezwungen, die Option einzulösen, der Optionsverkäufer muss jedoch seiner Verpflichtung, wenn es der Optionskäufer verlangt, nachkommen (asymmetrisches Geschäft).

**OTC:** Over the Counter: Wertpapierhandel außerhalb von Börsen, d. h. er unterliegt keiner Regulierung durch Aufsichtsbehörden.

**Portfolio:** Zusammensetzung einer Wertanlage nach der Art der Vermögensgüter (Wertpapiere, Immobilien, Bargeld).

**Put:** Verkaufsoption bei einem Optionsgeschäft.

**Sekundärmarkt:** Kauf und Verkauf von Wertpapieren, die bereits auf dem Wertpapiermarkt platziert wurden (im Gegensatz zum Kauf von Wertpapieren bei ihrer Erstaussgabe).

**Shareholder-Value:** Wert eines Unternehmens aus Sicht der Aktionäre; dieser orientiert sich an wenigen Parametern: ein in jedem Jahr steigender Gewinn, eine steigende Profitabilität (= Gewinn je eingesetztem Kapital), eine Darstellung des Unternehmenserfolgs nach international einheitlichen Richtlinien und eine „Pflege“ des Börsenkurses des Unternehmens, u. a. durch Aktienrückkäufe durch das Unternehmen selbst.

**Spekulation:** Kauf oder Verkauf von Vermögensgegenständen zur Erzielung von Gewinnen, die sich aus erwarteten Kursveränderungen der Vermögensgegenstände (Aktien, Anleihen, Währungen, Derivate) ergeben.

**Termingeschäft:** Wirtschaftliche Transaktion, die in der Gegenwart getätigt wird, die aber zu einem künftigen Zeitpunkt abgewickelt wird; sie enthält daher stets das Element der Spekulation, da die Zukunft ungewiss ist.

**Volatilität:** Bezeichnung für das Ausmaß der Schwankung von Kursen von Wertpapieren während eines bestimmten Zeitraums.

**Wertpapier:** Urkunde, die ein privates Vermögensrecht verbrieft und die auf Börsen gehandelt wird, wie z. B. Aktien, Anleihen, Derivate.

# VÖGB/AK-SKRIPTEN

Die Skripten sind eine Alternative und Ergänzung zum VÖGB/AK-Bildungsangebot und werden von ExpertInnen verfasst, didaktisch aufbereitet und laufend aktualisiert.

## UNSERE SKRIPTEN UMFASSEN FOLGENDE THEMEN:

- › Arbeitsrecht
- › Sozialrecht
- › Gewerkschaftskunde
- › Praktische Gewerkschaftsarbeit
- › Internationale Gewerkschaftsbewegung
- › Wirtschaft
- › Wirtschaft – Recht – Mitbestimmung
- › Politik und Zeitgeschehen
- › Soziale Kompetenz
- › Humanisierung – Technologie – Umwelt
- › Öffentlichkeitsarbeit

## SIE SIND GEEIGNET FÜR:

- › Seminare
- › ReferentInnen
- › Alle, die an gewerkschaftlichen Themen interessiert sind.

Nähere Infos und  
kostenlose Bestellung:  
[www.voegb.at/skripten](http://www.voegb.at/skripten)  
E-Mail: [skripten@voegb.at](mailto:skripten@voegb.at)  
Adresse:  
Johann-Böhm-Platz 1,  
1020 Wien  
Tel.: 01/534 44-39244

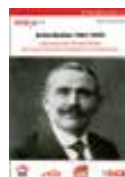


Die Skripten gibt es hier zum Download:



[www.voegb.at/skripten](http://www.voegb.at/skripten)

Leseempfehlung:  
Reihe Zeitgeschichte und Politik



# Zum Autor

**Stefan Hinsch** (Jahrgang 1976),

Studium der Geographie und Geschichte. Arbeitet als AHS-Lehrer in Wien.

Lehrveranstaltungen für Wirtschaftsdidaktik an der Universität Wien, Tätigkeit in der Lehrer/innenfortbildung an Pädagogischen Hochschulen in Wien, Niederösterreich und Oberösterreich.

Publikationen zu Finanz- und Eurokrise; Fachwissenschaftliche Artikel im Bereich der Wirtschaftsdidaktik im Rahmen der Zeitschrift GW-Unterricht.

2011 erschien mit „Wie funktioniert Wirtschaft“ (gemeinsam mit Pirmin Fessler) eine kritische Einführung in die Wirtschaftskunde, die mittlerweile überarbeitet wurde und in dritter Auflage vorliegt.



