

Referat von Gian Trepp  
an der Jahresversammlung des Schweizerischen Sozialarchives  
Zürich, den 10. Juni 2009

### **Zur ökonomischen Analyse der Finanzkrise: Wieviele Leben hat der Kapitalismus?**

Prognostiziert wurde der Untergang des Kapitalismus seit den Zeiten von Karl Marx schon oft. Realisiert hat sich die marxistische Revolutionsutopie, dieser höllische Mix aus Traum und Alptraum jedoch nie.

Ganz im Gegenteil.

Tatsächlich durchgesetzt im grossen Wettbewerb der Wirtschaftssysteme des 20. Jahrhunderts hat sich die kapitalistische Marktwirtschaft.

Wohl vermochten unzähligen Krisen, Revolutionen und Kriege die Globalisierung des Kapitalismus zu bremsen. Vom Ersten Weltkrieg über die russische Oktoberrevolution, die Wirtschaftsdepression der 1930er Jahre, dem Zweiten Weltkrieg, den Sieg der Revolution in China, den Sieg Vietnams im nationalen Befreiungskampf gegen die USA, bis zur letzten grossen Wirtschaftskrise in den 1970er Jahren.

Doch dann, nach der politisch von Margareth Thatcher und Ronald Reagan und ökonomisch von Milton Friedman personifizierten neoliberalen Wende, erschallten die kapitalistischen Siegesfanfaren rund um den Erdball. China importierte die Marktwirtschaft, die Mauer fiel, die Sowjetunion starb und der Ostblock implodierte. Das war vor zwanzig Jahren.

Das Thema meines Referates ist die ökonomische Analyse der gegenwärtigen Weltfinanzkrise. Was soll denn da dieser kleine Reminder zur politischen Geschichte des 20. Jahrhunderts?

Ich vertrete die Ansicht, dass es sich bei dieser Krise nicht bloss um eine globalisierte Finanzmarktkrise handelt, sondern um eine generelle Krise von Weltwirtschaft, Weltfinanz und Weltpolitik. Einer Krise, die nur im geschichtlichen Kontext ihrer Entstehung verstanden werden kann.

Wer von der Finanzkrise spricht, darf von ihrer Geschichte nicht schweigen.

Rein technische Analysen der Finanzkrise die dem Fehler der Trennung von Finanzwesen, Realwirtschaft und Geopolitik verfallen, taugen wenig weil sie nichts erklären.

Auch wenn der Wiederanstieg der Kurse an den Aktienbörsen manche Kommentatoren heute schreiben lässt, das Krisenmanagement von Regierungen und Zentralbanken habe gegriffen und das Schlimmste sei überstanden, sollte man sich vor dem Wunschdenken hüten. Die Frage nach der richtigen Analyse der Finanzkrise ist keine rein akademische Problematik, auf dem

Spiel steht die langfristige Zukunft unseres Planeten und damit auch die Zukunft des Wirtschafts-, Werk- und Finanzplatz Schweiz.

In diesem Sinne möchte ich meine Argumente und Überlegungen der nächsten 25 Minuten folgenden zwei Fragen widmen:

1. Worin besteht die Finanzkrise und welches sind ihre Ursachen?
2. Wie hängen Finanzkrise, Wirtschaftskrise und Geopolitik zusammen?

Kommen wir nun zur ersten Frage, über die Krise und ihre Ursachen.

Der Kern der Weltfinanzkrise ist der Zusammenbruch des Schattenfinanzsystems, das sich in den vergangenen dreissig Jahren auf den globalisierten Finanzmärkten gebildet hat. Schattenkreditpyramide ist zusammengekracht, die Schattenbanken sind bankrott, die gehandelten derivativen Finanzinstrumente sind wertlos.

Die Ursache des Zusammenbruchs sind fehlende Marktregulierungen und Eigenkapitalvorschriften dieser Schattenfinanz.

Die fehlende Regulation ermöglichte es den von einer ungebremsen Geldgier getriebene Schattenfinanz-Operateuren das Kreditvolumen in derart astronomische Dimensionen aufzublähen, dass sich diese Kreditpyramide von den realen Prozessen von Weltwirtschaft und Geopolitik entkoppelte.

Was es auf sich hat mit dieser unregulierten, globalisierten Schattenfinanz, betrieben von einer Gruppe mit Staatsgeldern am Leben erhaltener, vielleicht fünf Dutzend internationaler Investment Banken, Hedge Fonds und anderer Finanzvehikel, erschliesst sich am Besten in der Erzählung der Entstehungsgeschichte dieser Schattenfinanz. Ebenso das tiefere Geheimnis des derivativen Finanzgiftmülls.

Die Entwicklung der Schattenfinanz erfolgte seit Ende der 1970er Jahre Schritt für Schritt. Die drei zentralen Achsen dieser Entwicklung lassen sich mit drei Stichworten benennen: Verbriefung, Deregulation und Derivatisierung. Erwähnt werden muss noch, dass alle diese Entwicklungen ohne die gleichzeitigen Fortschritte der Computer- und Informationstechnologie nicht möglich gewesen wären.

Nun ein paar Worte zu jedem der drei Stichworte. Zuerst zur Verbriefung:

Einzelkreditverhältnisse aus der Realwirtschaft wie Hypotheken, Betriebskredite, Konsumkredite, Kreditkartenschulden, Studiendarlehen, etc. verblieben bis in die 1970er Jahre bei den jeweiligen Kontraktpartnern. Das Ausfallrisiko trug der Kreditor. Dann begannen die Banken und Finanzdienstleister solche Kredite an ausserbilanzielle, auf Offshore-Zentren domizilierte Briefkastengesellschaften zu verkaufen, Neudeutsch Special Purpose Vehicle SPV.

Das nötige Kaufgeld beschafften sich diese SPV ihrerseits durch den Verkauf von Schuldverschreibungen an Dritte, deren Zinsen aus den Zahlungen der einzelnen Kreditnehmer bezahlt wurden. Die Schuldverschreibungen neudeutsch Collateral Debt Obligation CDO, sind handelbare Wertpapiere. Dieser Mechanismus

ermöglichte es den Kreditgebern ihre Kreditausfallrisiken zu verkaufen was volkswirtschaftlich betrachtet, auf die Trennung von Finanzwesen und Realwirtschaft hinausläuft.

Aus dem globalisierten Handel mit CDO und anderer, durch Verbriefung entstandenen Wertpapieren schufen die SPV, ergänzt und erweitert durch Investment Banken und Hedge Fonds mit der Zeit ein fast eigenkapitalloses, dereguliertes, globalisiertes Schattenbankensystem.

Das wäre ohne den Triumph des neoliberalen Programmes der Deregulation der Märkte nicht möglich gewesen. Jener Botschaft, politisch personifiziert von Margareth Thatcher und Ronald Reagan, ökonomisch von Milton Friedman, die mittlerweile nach drei Jahrzehnten Hegemonie im Strudel der aktuellen Finanz- und Wirtschaftskrise versunken ist. Womit wir bei der zweiten Stichwort Deregulation angelangt wären.

Heute, dreissig Jahre später, zeigt sich, dass die Märkte eben doch nicht einfach selber regulieren und dass dem Kapitalismus ohne staatliche Regulation immer mal wieder eine grosse Depression droht. Wirtschaftspolitisch ist die weltweite Rückkehr der Staatsregulation offensichtlich. Heute sind wieder alle Regierungen, ob es ihnen gefällt oder nicht, Keynesianer. Anhänger der nach dem britischen Ökonomen John Maynard Keynes benannten Theorie, wonach deregulierte Märkte nicht via unsichtbare Hand Vollbeschäftigung herzaubern, sondern dass der Staat die Vollbeschäftigung wenn nötig mit Fiskal- und Geldpolitik sichern muss.

Was die quantitative Finanzmarkttheorie im speziellen betrifft, einer mathematisch modellierten Ableitung des Friedman'schen Marktfundamentalismus, so scheint allerdings der die Wiedergeburt des Neokeynesianismus noch lange nicht in allen Kreisen angekommen zu sein. Eine Phalanx zahlreicher Wirtschaftsnobelpreisträger aus der amerikanischen Finanztheorie macht die nötige Kritik dieser, auch an den hiesigen Wirtschaftsfakultäten hegemonial herrschender Konzepte nicht ganz einfach. Zu dieser Kritik hier soviel: mal abgesehen von der völlig unrealistischen Annahme des rationalen Verhaltens der Akteure leiden die mathematischen Modelle auch noch an einem weiteren Fehler: die gehen nämlich davon aus, dass die Bewegungen auf den Märkten der Gauss'schen Normalverteilung folge. Doch das ist nicht der Fall. Bestsellerautor Nicholas Taleb liegt falsch: die Finanzkrise ist kein schwarzer Schwan sondern ein weisser Schwan. Will heissen, war voraussehbar.

Das gesagt, möchte ich jetzt zum Thema Derivatisierung kommen.

Das Finanztermingeschäft, auch Finanzderivat oder einfach Derivat genannt, ist eine alte Spekulationstechnik. Der Witz besteht darin, dass zwei Akteure mit unterschiedlichen Erwartungen über die Preisentwicklung eines Basiswertes heute einen Handel mit diesem Basiswert festschreiben, der erst nach Ablauf einer gewissen Zeitspanne erfüllt werden muss. Wie in jedem Handel gibt es auch im Terminhandel einen Käufer und einen Verkäufer, ferner sind die Kontrakt entweder als Muss-Geschäft mit fester Abnahme- respektive Lieferpflicht des Basiswertes möglich oder als optionales Kann-Geschäft mit wahlweiser Lieferung. Ok?

So höllisch kompliziert die Details der Finanztermingeschäfte sind, so einfach ist das Grundprinzip. Ein Derivat ist eine Wette zweier Kontraktpartner auf die Preisentwicklung eines beliebigen Basiswertes, wobei der bessere Prognostiker genau soviel gewinnt, wie der schlechtere Prognostiker verliert.

Früher, das heisst bis zum Aufkommen der Währungsderivate nach dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems und der Einführung der flexiblen Wechselkurse 1973, gab es vor allem Aktien- und Rohstoffderivate, die jeweils bis zum Ablauf fest an die zwei ursprünglichen Wettpartner gebunden waren. Das waren Derivate die Domäne einiger Spezialisten. Ihr Volumen klein.

Seither hat sich das Derivatgeschäft in drei Etappen vom Rand ins Zentrum des Kapitalismus verschoben. Zuerst in den 1970er Jahren explodierten die Währungsderivate, dann in den 1980er Jahren die Aktienderivate und schliesslich seit den 1990er Jahren die Zinsderivate.

Heute sind Derivatgeschäfte Massengeschäfte auf den globalisierten Finanzmärkten. Die neueste Derivatstatistik der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich BIZ verzeichnet Ende 2008 allein im Bereich der unregulierten so genannten OTC-Derivate Transaktionen mit einem offenen Kontraktbetrag von 592 Billionen Dollar.

Als unerwartete volkswirtschaftliche Nebenwirkung dieser Entwicklung der Derivate zum Mainstream-Finanzinstrument entstand auf den deregulierten, globalisierten Finanzmärkten ein Schattenkreditsystem.

Der Mechanismus dieses Systems funktioniert im Grundsatz wie folgt: Zwei Parteien schliessen einen Derivatkontrakt ab, wie erwähnt ein Nullsummenspiel, bei Kontraktablauf gewinnt der bessere Prognostiker was der schlechtere verliert. Darauf verkaufen beide Parteien ihre jeweilige Position im Derivatkontrakt separat auf dem Derivatemarkt. Da eine der beiden verkauften Positionen per definitionem verliert, entsteht damit bis zum Ende der Laufzeit ein zinsfreier Blankokredit für die Verliererpartei. Bei Ablauf kann die Verliererpartei diesen Vorgang wiederholen, vorausgesetzt die Sekundärmärkte für Derivate bleiben liquide.

Dieser Krediteffekt des Sekundärhandels mit Derivaten fand bisher in der Mainstream-Finanzwissenschaft wenig Beachtung. Mit Leverage (Deutsch Hebelwirkung) wird dort die deklarierte Kreditaufnahme zwecks Finanzspekulation bezeichnet. Eine Praxis, die dank der Politik des billigen Geldes der Zentralbanken weltweit gang und gäbe ist. Der derivative Gratiskredit ist gewissermassen der Leverage-Booster der das von den realen Kreisläufen von Produktion, Vertrieb, Konsum, Investition und Sparen entkoppeltes Schattenkreditsystem auf den globalisierten Finanzmärkten hervorgebracht hat.

Wieviel Gratiskredit der beschriebene Derivatkreditmechanismus aus dem erwähnten offenen Kontraktbetrag von 592 Billionen Dollar generiert, ist ein Schätzungsproblem der komplizierteren Art. Ohne auf Details einzugehen schätze ich das Schattenkreditvolumen mal auf 10 Prozent des offenen Kontraktbetrages der OTC-Derivate – das wäre dann etwa gleich viel wie das gesamte Welt-Bruttosozialprodukt, das für 2008 je nach Quelle zwischen 50 und 60 Billionen

Dollar angegeben wird.

Das ist ein enormes Volumen in der Grössenklasse der Kreditvergabe der grössten nationalen Kreditsysteme. Der Zusammenbruch dieser auf der Basis von Verbriefung, Deregulierung und Derivatisierung gebauten Kreditpyramide ist der Kern der aktuellen Finanzkrise.

Nationalstaatliche Banken- und Kreditsysteme sind, wenn auch im unterschiedlichen Ausmass, in allen nationalen Volkswirtschaften staatlich reguliert. Am schwächsten in der anglo-amerikanischen Variante des Finanzkapitalismus, mittelstark in der europäischen Variante des Sozialkapitalismus und stark in der chinesischen Variante des Staatskapitalismus.

Diese staatlich regulierten Kreditverhältnisse wurden durch den Zusammenbruch des globalisierten Schattenkreditsystem empfindlich gestört. Die Finanzglobalisierung hat die nationalstaatlich geprägten Realwirtschaften gebissen.

Mit dieser Metapher möchte ich zur zweiten Eingangs gestellten Frage überleiten, also der Fragen nach dem Zusammenhang von Finanzkrise, Realwirtschaft und Geopolitik?

Im Nachgang des Zusammenbruches der globalisierten Schattenfinanz sind bekanntlich weltweit die Arbeits und Gütermärkte praktisch sämtlicher nationalen Realwirtschaften geschrumpft und die Arbeitslosigkeit ist gewachsen. Für das zweite Halbjahr 2009 werden von den verschiedenen Konjunkturforschungsinstituten weltweit übereinstimmend weitere Einbrüche prognostiziert. Wobei diese Einbrüche in aller Regel nicht bloss als normale zyklische Schwankungen verstanden werden. Mittlerweile wird die Wirtschaftskrise von den meisten Ökonomen und auch in den Medien als Strukturkrise analysiert und mit der Situation in den 1930er Jahren verglichen.

Strukturkrise, weil die Entwicklungen in Finanz- und Realwirtschaft die bereits existierenden weltwirtschaftlichen Probleme und Ungleichgewichte verschärften.

Wo man auch hinschaut, die globalisierte Weltwirtschaft befindet sich im unkontrollierten Sinkflug. Die realen Kreisläufe der Weltwirtschaft werden, trotz aller staatlichen Kapitalspritzen zunehmend destabilisiert. Alle reichen Länder sind mehr oder weniger in der Krise. Die Arbeitsbedingungen und Gewinnaussichten der dort domizilierten transnationalen Unternehmen verschlechtern sich. Das Entwicklungsmodell der osteuropäischen Transformationsländer ist zusammengebrochen und auch in den Entwicklungsländer Asiens, Afrikas und Südamerikas wachsen die Probleme.

Die Schnittstelle von Weltwirtschaft, Weltfinanz und Weltpolitik ist das Weltwährungssystem. Auch dieses System ist in der Krise. Die chronischen Zwillingsdefizite der USA im Aussenhandel und Staatsrechnung und das enorme Rettungsprogramm für die Banken haben das Vertrauen in den Dollar weiter erodiert. Bereits hat der Chef der Chinesischen Zentralbank ein Papier geschrieben, das übrigens von der Webseite der Bank für Internationalen

Zahlungsausgleich heruntergeladen werden kann, wonach die Reservegeldfunktion des Dollars schrittweise von IWF-Sonderziehungsrechten abgelöst werden könnte. Sollte das Politbüro in Peking gelegentlich zur Auffassung gelangen, es sei für China besser einen Teil seiner riesigen Bestände an US-Staatschuldverschreibungen zu verkaufen, könnte dies dann sehr wohl einen Dollarcrash mit nachfolgender Weltwährungskrise auslösen.

Nach zwanzig Jahren Hegemonie der amerikanisch dominierten Globalisierung erscheint heute am Horizont die Transformation der amerikanisch dominierten Globalisierung zur einer neuen Ära des politischen Multipolarismus, verbunden mit einer Regionalisierung der Weltwirtschaft. Als Pole einer solchen Regionalisierung scheinen aus heutiger Sicht die USA, China und Europa plausibel.

In diesem geopolitischen Szenario ist Wirtschaftsstabilität mit Geldpolitik und Stärkung der globalisierten Finanzmärkte nicht mehr zu haben. Vielmehr liegt dann der Schlüssel zur erfolgreichen Antikrisenpolitik in der Realwirtschaft. Die realen Kreisläufe von Produktion, Handel, Konsumation, Investition, Sparen Konsumierens, Sparens und Investierens müssen stabilisiert werden. Die Finanzwirtschaft muss der Realwirtschaft wieder untergeordnet werden.

Damit sind nach den geldpolitischen Notprogrammen des letzten Herbstes zur Abwendung des akuten Wirtschaftsinfarkes heute wirtschaftspolitische Anschlussprogramme zur mittel- und langfristigen Lösung der Probleme des Banken- und Finanzsystems gefragt. Insbesondere muss der Staat dafür sorgen, dass seine Kapitalspritzen ins jeweilige Bankensystem sich in die Realwirtschaft umsetzt, also in Kredite und Hypotheken aller Art. Andernfalls droht Massenarbeitslosigkeit

Was die Schweiz betrifft, so geht das Gewerkschaftsszenario davon aus, dass die Entlassungswelle zu einem Verlust von kaufkräftiger Nachfrage bei der Arbeitnehmerschaft führt, welche in Kombination mit dem Zusammenbruch der Exportnachfrage die Schweizer Wirtschaft in eine gefährliche Deflationsspirale treiben könnte. Der Unternehmerverband Economiesuisse hingegen, befürchtet Inflation wenn nicht Hyperinflation, sollte sich der Staat nach der teuren Rettung der UBS mit grossen Konjunkturprogrammen noch höher verschulden.

Zum Schluss meiner Ausführungen möchte ich nochmals auf die Titelfrage zurückkommen: Wieviele Leben hat der Kapitalismus. Nun, ich denke er wird auch diese Krise überleben. Die Geschichte lehrt, dass der reale Eigennutz seit je die stärkere und kreativere wirtschaftliche Triebkraft der Menschen war, als jeglicher, theoretisch definierter Gemeinnutz. Und das dürfte auch in Zukunft so bleiben. Nach dem Desaster, das der deregulierte Finanzkapitalismus auf der Welt angerichtet hat, brauchen wir aber heute eine anständige Dosis kollektiven Gemeinnutzes als ausgleichendes Gegengift.