

Krise und Ende des anglo-amerikanischen Finanzkapitalismus: Staat und Regulation

Nach drei Jahrzehnten Deregulierung und Globalisierung meldet sich der Staatsinterventionismus im Wirtschaftsleben zurück. Als die Finanzmärkte versagten, half nur noch der Staat. Mit den massivsten Eingriffen seit Jahrzehnten haben die Regierungen und die Zentralbanken der Vereinigten Staaten und Grossbritanniens den Zusammenbruch ihres Binnenfinanzsystems verhindert und einzelne systemrelevante Finanzinstitutionen vor dem Bankrott bewahrt. Das staatsinterventionistische Krisenmanagement Washingtons und Londons hat einen hohen Preis. Denn damit wird die anglo-amerikanische Hegemonie auf den Weltfinanzmärkten geschwächt, also jener Mechanismus, der den Wertetransfer in die Weltfinanzzentren New York und London garantiert und ohne den die Realwirtschaft der USA und Grossbritanniens nicht funktioniert.

Der Aufstieg des Finanzkapitalismus

Historisch gesehen, entsprang der heutige Finanzkapitalismus den Trümmern des so genannten Bretton-Woods-Weltwährungssystems, das 1944 unter Federführung des US-Finanzministeriums und mit John Maynard Keynes als Chefberater des britischen Finanzministeriums konzipiert worden war. Bretton Woods, das hiess erstens: Der US-Dollar ist Weltgeld und Weltreservewährung für die Zentralbanken. Zweitens: Der Wert des US-Dollars ist fest an den Wert des Goldes gebunden. Drittens: Die verschiedenen Weltwährungen sind fix an den Wert des US-Dollars gebunden.

Dieses Weltwährungsregime wurde 25 Jahre später von der US-Regierung abgeschafft, und zwar nicht freiwillig, sondern als Antwort auf die damaligen Finanz- und Währungskrisen. 1971 fiel die feste Bindung des Dollars an das Gold, 1973 die fixen Wechselkurse. Das einzige Element aus dem alten Bretton-Woods-System, das den damaligen Deregulierungsschub überlebte, war der Status des neuen (Papier-)Dollars als

Weltreservewährung für Zentralbanken. Seither können die USA ihre Importe mit selbst gedrucktem Geld bezahlen.

Die damaligen Verbündeten der

Gian Trepp

1947, Ökonom und Journalist in Zürich.
Jüngste Veröffentlichung: Bertelsmann, eine deutsche Geschichte. Zürich, 2007.

USA im Westblock haben das von der Nixon-Administration einseitig dekretierte neue Weltwährungsregime akzeptiert. Die flexiblen Wechselkurse liessen umgehend Devisenmärkte entstehen, wo die verschiedenen Währungen, allen voran die Weltreservewährung Dollar, frei gehandelt werden konnten. Der Dollarkurs sackte ab, und die Handelsvolumen explodierten. Neben der Dollarnachfrage aus den traditionellen Handelsfinanzierungsgeschäften liess vor allem die erste Ölkrise von 1973/74 die Nachfrage nach Dollars stark wachsen. Der ›Greenback‹ wurde zur Verrechnungswährung auf dem damals entstandenen freien Markt für Rohöl; zuvor war der Ölhandel zwischen Produzentenstaaten und Ölgesellschaften über langfristige bilaterale Verträge abgewickelt worden. Ferner erlebten damals auch die internationalen Märkte für illegale Drogen ihren Take-Off, die ebenfalls in Dollars rechnen.

Finanzwetten auf die Zukunft

Deregulierte Wechselkurse und die damit ausgelöste Umsatzexplosion im Dollar- und Devisenhandel wurden zur Geburtshelferin des modernen Finanzderivates. Obwohl im Prinzip bereits seit langem bekannt, waren Derivate vor dem Devisenderivate-Boom der zweiten Hälfte der 1970er-Jahre noch marginale Finanzprodukte im Rohstoff- und Aktienterminhandel. Der neu entstandene Devisenmarkt mit seinen astronomischen Volumen wurde zur Basis neuer, standardisierter Devisenterminkontrakte, die damals vor allem auf spezialisierten Derivatbörsen in Chicago gehandelt wurden. Im Prinzip ist ein Finanzderivat eine Wette auf den zukünftigen Verlauf des Preises eines beliebigen Basiswertes. Zwei Kontraktpartner, von denen der eine steigende und der andere sinkende Preise im Basiswert erwartet, schliessen heute einen Handel ab, der jedoch erst zu einem zukünftigen Zeitpunkt mit den dann gültigen Preisen abgerechnet wird. Damit schliessen die Kontraktpartner eine Wette auf das Eintreffen ihrer unterschiedlichen Zukunftsprognosen ab. Bei dieser Wette gewinnt derjenige, der die Preisentwicklung richtig erraten hat, der andere verliert. Will heissen, das Derivat ist ein Nullsummenspiel, Werte werden nicht geschaffen, es wird bloss Geld umverteilt. Der Gewinner nimmt, was der Verlierer verliert.

Im Detail sind Derivate komplex und nur von Leuten mit soliden mathematischen und juristischen Kenntnissen voll durchschaubar. Ein Derivat ist ein juristisches Konstrukt von mathematischer Dimension. In einem solchen verbrieften Wettkontrakt gibt es einen Verkäufer und einen Käufer des frei wählbaren Basiswertes. Die Lieferungsbedingungen des betreffenden Basiswertes sind definierbar als fixes Muss-Geschäft (Englisch: Future oder Forward) oder als wählbares Kann-Geschäft



(Englisch: Option). Ferner kann man Derivate tauschen (Englisch: Swaps) und Derivate auf Derivate schreiben, also eine Option auf einen Swap oder eine Option auf eine Option auf eine Option und so weiter. Der fiktive Preis des Derivates während seiner Laufzeit wird als Ableitung des Preises des entsprechenden Basiswertes definiert, wofür es mathematische Formeln gibt, etwa die Black-Scholes-Formel zur Optionspreisberechnung. Solche Formeln dienen als Marktsurrogat; einen realen Preis hat das Derivat erst beim Zeitpunkt der Erfüllung, dann bekommt der Gewinner der Wette alles, der Verlierer nichts.

Bei der Analyse des Finanzkapitalismus können die technischen Details der Derivate getrost den Spezialisten überlassen werden. Blackbox-Prinzip! So wie man Auto fährt, ohne die Funktionsweise des Autos zu verstehen, kann man den Finanzkapitalismus verstehen, ohne die Details der Derivate zu durchschauen. Des Pudels Kern beim Derivat ist seine freie Handelbarkeit. Erst die Ablösung des modernen Derivatkontraktes vom realwirtschaftlichen Grundgeschäft und der darauf basierende Sekundärhandel haben den Wettbrief in ein Wertpapier verzaubert.

Finanztermingeschäfte alten Stils waren mehrheitlich fest an ein Grundgeschäft in der Realökonomie gebunden und im Vergleich zu anderen Finanzmärkten volumenmässig marginal. So beispielsweise im traditionellen Terminhandel mit Schweineböcken oder mit Getreide in Chicago, wo Grosshändler mit Insiderwissen seit der Mitte des 19. Jahrhunderts auf Zeit spekulierten. Diese Kontrakte wurden in aller Regel nicht weiterverkauft, sondern blieben bis zu ihrem Erfüllungszeitpunkt im Bestand der zwei ursprünglichen Vertragspartner. Das Derivat war eine Wette, vergleichbar dem Lotterielos oder der Pferdewette.

Im heutigen Sekundärhandel mit Derivaten hingegen tun alle Spieler so, wie wenn das Derivat keine Wette wäre, sondern ein Wertpapier im Sinne von Aktie und Obligation. Also ein verbrieftes Zahlungsverprechen für zukünftige Aktiendividenden oder Anleihen zinsen, die zuvor in der Realökonomie erwirtschaftet worden sind. Die Preise im Derivate-Sekundärhandel sind fiktiv, müssen es sein, weil die realen Gewinner und Verlierer der Wette erst am Ende der Laufzeit bekannt sind. Diese fiktiven Preise während der Laufzeit werden mit mathematischen Formeln und Modellen wie beispielsweise der bereits erwähnten Black-Scholes-Optionspreisformel errechnet, die – nota bene – auch in der Mathematikerzunft angezweifelt werden. Diese mathematisch modellierten Preisfiktionen sind mittlerweile überall rechtlich anerkannt, das heisst vor Gericht durchsetzbar.

Auf der Basis dieser mathematisch modellierten Preisfiktionen können die beiden Vertragspartner im Derivatgeschäft ihre jeweilige Position



während der Laufzeit des Kontraktes einzeln weiterverkaufen. Das heisst, einer der beiden – der zukünftige Verlierer der Wette zum Erfüllungszeitpunkt – kann einen fiktiven Gewinn monetarisieren. Das läuft, anders gesagt, darauf hinaus, dass Investmentbanken, Hedge-Fonds und Private-Equity-Investoren ihr eigenes Geld drucken können. Dazu ein Beispiel: Grossbank A und Hedge-Fonds B schliessen einen nicht börsengängigen milliardenschweren Derivatkontrakt ab, beispielsweise ein Devisenderivat, bei dem A auf sinkende und B auf steigende Kurse setzt. Dann verkaufen beide ihren Teil der Wette auf dem Sekundärmarkt und machen aus ihrer Wettposition Bargeld. Wenn die Laufzeit des Kontraktes abgelaufen ist, kann der Verlierer einen neuen, noch grösseren Derivatkontrakt abschliessen, diesen weiterverkaufen und mit dem Erlös seine finanziellen Verpflichtungen erfüllen.

Finanzgeschäfte, losgelöst von der wirtschaftlichen Realität

Die private Geldschöpfung durch Monetarisierung der Verliererposition während der Laufzeit des Derivates ist der Kern des anglo-amerikanischen Finanzkapitalismus neoliberaler Prägung. Darauf fusst die heutige Achillesferse dieser Kapitalismusvariante, nämlich die Trennung des Geld-, Kredit- und Finanzwesens von der wirtschaftlichen Realität der Produktion, des Handels und des Konsums. Der derivatgetriebene private Geld- und Kreditschöpfungsprozess hat die Finanzwerte bis zur Abkoppelung von der Realwirtschaft inflationiert. Die heutige Finanzkrise ist die schockartige Rückbindung der entgleisten Kapitalzirkulation in die Geleise der Realwirtschaft.

Die neoliberalen Erfinder der privaten Derivat-Geldfabrik, von denen mehrere den Wirtschaftsnobelpreis bekamen, verkauften ihre Finanzinnovation seinerzeit mit dem Argument der stabilisierenden Wirkung des Derivates auf die Volkswirtschaft. Das Argument geht so, dass Derivate einen geregelten Risikotransfer zwischen risikofreudigen und risikoscheuen Wirtschaftssubjekten ermöglichen und damit zur Gesamtstabilität beitragen. Dass also ein innovatives Kleinunternehmen das Wechselkursrisiko eines mehrjährigen Exportauftrages einem professionellen Währungsspekulanten in London verkaufen kann und damit eine sichere Kalkulationsbasis bekommt. So gesehen, wird das Derivat mikroökonomisch zur Versicherung und makroökonomisch zum Stabilitätsfaktor.

Allein – dieses Argument ist zu kurz gegriffen, weil es die Folgen des Sekundärhandels mit Derivaten ausblendet, also die private Geldschöpfung durch Monetarisierung der Verliererposition des Derivates

während der Laufzeit. Das Risiko-Transfer-Argument sticht nur, wenn es keinen Sekundärhandel gibt. Wenn also der Exporteur X mit Beratung der Investment Bank Y den Währungsspekulanten Z findet, mit diesem einen Währungsswap abschliesst und beide Parteien ihre Verpflichtungen bis zum Ablauf der Kontraktdauer in den eigenen Büchern behalten. Im realen Wirtschaftsleben ist dieser Fall nicht die Regel, sondern die Ausnahme. Volkswirtschaftlich betrachtet, etablierte die Möglichkeit privater Geld- und Kreditschöpfung im Derivatehandel einen auf Zukunftsprognosen setzenden und damit irrationalen Umverteilungsmechanismus, der Weltwirtschaft, Weltfinanz und Welthandel als Ganzes destabilisiert.

Thatcher und Reagan als Geburtshelfer

In den vergangenen 30 Jahren kam es zu einer wahrhaft astronomischen Volumenausdehnung des Derivatehandels. Die technischen Voraussetzungen für diese Entwicklung schufen die Fortschritte in der Computer-, Kommunikations- und Informationstechnologie. Das Finanzwesen, speziell der Derivatehandel, war einer der grössten Treiber und ist heute einer der grössten Anwender der Informationstechnologie. Macht- und wirtschaftspolitisch wurde die Basis zu dieser Volumenausdehnung im Derivatehandel – sprich: dem Take-Off des anglo-amerikanischen Finanzkapitalismus – 1979 gelegt, als Margaret Thatcher zur britischen Premierministerin und Ronald Reagan zum us-amerikanischen Präsidenten avancierte. Die beiden Politiker gewannen die Wahlen mit einem neoliberalen Wirtschaftsprogramm der Privatisierung von Staatsbetrieben und Deregulierung der Märkte. 1982 begannen die Börsenkurse zu steigen, nach dem Boom der Devisenderivate in den 1970er-Jahren explodierten die Aktienderivate.

1987 kam es, ausgehend von den US-Aktienbörsen, zu einem grösseren Absturz aller wichtigen Börsenplätze auf der Welt. Damals hofften viele Linke, mit diesem Crash sei das Ende des damals so genannten Casinokapitalismus eingeläutet. Doch dem war nicht so. Der neue Chef der US-Zentralbank (Federal Reserve System), Alan Greenspan, fand das Patentrezept des Krisenmanagements im derivatgetriebenen Finanzkapitalismus: billiges Geld für Banken und Spekulanten. Greenspans Geldpolitik sorgte dafür, dass Banken, Hedge-Fonds und Private-Equity-Fonds über die Zentralbank billiges Geld bekamen, wenn die private Geldschöpfung im Derivategeschäft infolge Kurssturz an den Aktien- und Derivatbörsen ins Stottern kam und die grossen Spieler in eine Liquiditätskrise stürzten.

1991 brachte der Untergang der Sowjetunion die Ausweitung des Fi-



nanzkapitalismus vom us-geführten Westblock auf die ganze Welt. Die folgende Finanzglobalisierung der 1990er-Jahre bedeutete den Durchbruch des anglo-amerikanischen Finanzkapitalismus zum Weltsystem. Anglo-amerikanisch ist diese Kapitalismusvariante aus zwei Gründen. Zum einen, weil der Finanzkapitalismus auf der derivativen Privatgeldschöpfung basiert, deren Produkte und Institutionen von New York und London aus entwickelt und gesteuert werden. Zum anderen, weil der Finanzkapitalismus macht- und militärpolitisch von den USA garantiert wird. Im Laufe der 1990er-Jahre erfanden Banken, Finanzdienstleister und Spekulanten auf ihrer Jagd nach höheren Gebühreneinnahmen immer neue Formen von Derivaten. Da den Marktteilnehmern in der Regel die nötigen Spezialkenntnisse fehlen, brauchten sie teure Beratungsleistungen von Investmentbanken und Derivatbrokern, die ihrerseits ein Interesse daran haben, den Derivateinsatz zu pushen. Die einzelnen Derivatspezialisten wurden im Bonussystem entlohnt, das heisst, jedes auf die Schiene gebrachte Termingeschäft vergrösserte den Bonus, so sinnlos, ungerecht, ja gar kriminell es auch sein mochte. Die Rocket-Scientists von der Wall Street und der City of London machten alle nur denkbaren Risiken zum Startpunkt der derivativen Verbriefungsketten, vom Hurrikanrisiko in der Karibik über das Konkursrisiko von Unternehmen bis zum Zahlungsausfallrisiko von Hypothekarschuldnern. Im Sekundärmarkt für diese Produkte lösten sich die herkömmlichen Grenzen der verschiedenen Teilmärkte für Geld, Kredit und Kapital auf. Wer als Gegenpartei im grossen Derivatgeschäft akzeptiert war – ob Investmentbank, Hedge-Fonds, oder Private-Equity-Investor –, bekam unbegrenzten Zugang zu Kapital.

Die Geldschöpfung durch Derivate wurde perfektioniert und in spezielle Finanzvehikel – ausserbilanzmässige Durchlauf- und Zweckgesellschaften in Offshore-Zentren wie den Cayman-Inseln – ausgelagert. Diese undurchsichtigen Finanzvehikel wurden dank der Empfehlung von Rating-Agenturen, die von den Vehikeln gut bezahlt werden, zum Basiswert neuer Derivat-Verbriefungsketten. Traten akute Probleme auf, wie beispielsweise beim Fast-Crash des US-Hedge-Fonds LTCM 1998, halfen die Kreditspritzen der Zentralbank.

In der Folge expandierte der Derivathandel im Fahrwasser der New-Economy-Blase, und die damit gekoppelte private Geldschöpfung öffnete die Schere zwischen Arm und Reich weiter. Als die New-Economy-Blase platzte und die Aktienbörse taumelte, halfen Alan Greenspans Geldspritzen prompt. Kaum hatte die US-Zentralbank die Banken und Börsen stabilisiert, wuchs in atemberaubendem Tempo die Immobilienblase heran, die ihrerseits im Sommer 2007 platzte. Grund dafür waren

die ständig steigenden Zahlungsausfälle der Hypothekarschuldner, die die Derivat-Verbriefungsketten der Finanzzauberer auseinanderrissen. In der zweiten Hälfte 2006 begannen die Zinsausfälle die von den Modellen einkalkulierten Werte zu übersteigen. In der ersten Hälfte 2007 verschärfte sich dieser Prozess. Im August 2007 schliesslich brach der Handel mit den synthetischen Wertpapieren, die aus gebündelten Einzelhypotheken bestanden, auf Null zusammen.

Weil bei diesen Papieren keine Transparenz über den Anteil der einzelnen Hypothekar-Bonitätsklassen herrschte, wollte keiner mehr welche haben. Die Schuldner konnten ihre Zahlungsverpflichtungen nicht mehr durch die Monetarisierung neuer Derivatkontrakte vor sich herrollen. Aufgrund der geltenden Buchführungsvorschriften mussten zahlreiche Banken und Hedge-Fonds solche Papiere in Milliardenhöhe ganz oder teilweise abschreiben. Viele der Institute gerieten in eine akute Liquiditätskrise, und weil sie sich im Interbankenmarkt nicht mehr refinanzieren konnten, standen sie vor dem Bankrott. Wieder einmal applizierte die US-Zentralbank den Kreditfix und akzeptierte den wertlosen Wertschriften-Müll als Pfand für flüssige Mittel zu günstigen Konditionen in dreistelliger Milliardenhöhe.

Im Frühling 2008 stehen die US-Realwirtschaften der USA und Englands, plus jene Spaniens, Irlands, Islands und anderer Klone des anglo-amerikanischen Systems nach allgemeiner Ansicht vor einer Rezession, über deren Dauer und Intensität noch debattiert wird. Doch die kommende Rezession ist nicht die eigentliche Krise des anglo-amerikanischen Finanzkapitalismus neoliberaler Prägung. Diese besteht darin, dass der Mechanismus der derivatgetriebenen privaten Geldschöpfung seit dem Platzen der Immobilienblase nicht mehr funktioniert. Jetzt helfen nur noch Staat und Regulation, des Finanzkapitalismus gefährlichstes Gift.

Droht der Verlust der us-amerikanischen Welthegeemonie?

Der Masseneinsatz von Derivaten hat das Bank- und Kreditwesen der USA destabilisiert. Der Zusammenbruch der derivatgetriebenen privaten Kreditgeldschöpfung im Sommer 2007 löste eine Strukturkrise der US-Binnenfinanz aus, die sowohl das Federal Reserve System (US-Zentralbank) als auch das private Bankensystem bedrohlich ins Wanken brachte. Dieser Vertrauensverlust ins US-Finanzsystem ist neu. Frühere Krisen wie der Börsencrash 1987, der Zusammenbruch des Hedge Fonds LTCM 1998 oder der Absturz der New Economy 2000 vermochten die Systemintegrität nicht in Zweifel zu ziehen.



Langfristige Lösungen waren bis im Sommer 2008 nicht in Sicht. Ganz im Gegenteil: Das Krisenmanagement der US-Zentralbank, das darin besteht, ständig noch mehr billiges Geld für die Banken ins System zu pumpen, hat die Krise verschlimmert. Die us-amerikanische Volkswirtschaft sitzt auf einer gigantischen, seit den 1970er-Jahren aufgepumpten Kreditblase, die einmal platzen muss. Die Krise des Bank- und Kreditwesens war nur der Anfang.

Die mittel- und langfristigen Folgen der Strukturkrise des us-amerikanischen Finanzwesens waren im Sommer 2008 noch nicht absehbar. Zwei Auswirkungen sind bereits sichtbar, erstens ein Rezession der US-Realwirtschaft, zweitens eine Schwächung der anglo-amerikanischen Dominanz der Weltfinanzmärkte. Beides bedroht den Status des Dollars als Weltreservewährung. Wird die Finanzkrise in den kommenden Monaten zur Initialzündung einer Dollarkrise mit der Folge, dass die USA ihr riesiges Defizit im Wirtschaftsverkehr mit dem Ausland nicht mehr mit selbst gedrucktem Geld bezahlen können, dann läutet die Totenglocke der Welthegemonie des anglo-amerikanischen Finanzkapitalismus neoliberaler Prägung, den man auch Globalisierung nennt.