



Spekulation und Transaktionssteuer

Description

Die "Spekulationssteuer" in Gestalt einer Finanztransaktionssteuer (FTS) soll kommen. Sie ist das Ergebnis eines Kuhhandels zwischen der deutschen „Opposition“ und der Merkel-Regierung. Die Befürworter sagen, das reduziert die Volatilität an den Finanzmärkten und bittet die zur Kasse, die die Finanzkrise 2008 verursacht haben.

Nun ist die Politik in Brüssel und anderswo ja seit langem der Meinung, Spekulation sei die Wurzel allen Übels und lenkt damit nur von ihrer eigenen Inkompetenz ab. Daher will ich mich zunächst mit diesem Thema befassen.

Da das Wort „Spekulation“ negativ belegt ist: **Was ist Spekulation, was verbirgt sich dahinter?**

Marktteilnehmer erwarten bestimmte Entwicklungen. Entsprechend gehen sie Geschäfte ein, von denen sie sich finanziell besser gestellt sehen wollen, als wenn sie diese nicht tätigen. Das Ziel ist normalerweise ein Gewinn, es kann aber auch in der Minimierung von Verlusten bestehen.

Je umfassender die Marktteilnehmer informiert sind, je rationaler sie vorgehen, je erfahrener sie sind, umso größer ist die Chance, dass ihre Erwartungen realistisch sind. Gleichzeitig müssen die Voraussetzungen eines funktionierenden Marktes gegeben sein. Dazu gehört eine „faire“ Preisbildung, die dann am ehesten gegeben ist, wenn das einzelne Geschäft klein ist bezogen auf das gesamte Marktvolumen. Außerdem ist Transparenz wichtig – die Marktteilnehmer müssen Zugriff auf alle wichtigen Daten und Fakten haben, die ihr Geschäft tangieren.

In der Realität gibt es weder den vollkommen rationalen Marktteilnehmer, noch vollständige Information. Die Marktteilnehmer kommen zu unterschiedlichen Erwartungen. Dabei spielen auch rational begründete Präferenzen eine Rolle. Ein Stück weiter in der Realität ist der [Herdentrieb](#) ein bedeutender Faktor. Dessen Berücksichtigung kann durchaus rationale Züge haben – schließlich gehört die Frage, was andere Marktteilnehmer tun, zu einem realistischen Gesamtbild.

Je eher die genannten Bedingungen erfüllt sind, je größer ist die Chance, dass die Marktteilnehmer ihre Ziele auch tatsächlich erreichen.

Im Grunde ist das meiste, was wir täglich mit unserem Geld anstellen, von solchen Erwartungen geprägt. Dabei muss eine erwartete positive Rendite nicht immer monetärer Gewinn sein, manchmal ist es auch „Prestigege Gewinn“ oder „besonderer Genuss“ oder im Falle von Versicherungen die Vermeidung untragbarer Verluste. Insofern spekuliert jeder jeden Tag.

Die Spekulation an den Finanzmärkten ist da lediglich ein Sonderfall. Die Börsen sind organisierte Veranstaltungen zum Abgleich von Erwartungen. Zu unterscheiden sind technisch die Spekulation am Termin- oder am Kassamarkt (Spotmarkt). Auch wird behauptet, dass Leerverkäufe Besonderheiten aufweisen.

Wenn Leistungen eines Kauf- oder Verkaufsgeschäftes erst zu einem späteren Zeitpunkt erfolgen, handelt es sich um ein **Termingeschäft**. Die Ursprungsidee war, längerfristige Planungssicherheit herzustellen. Z.B. verkauft ein Produzent seine zukünftige Produktion bereits jetzt, weil er sich gegen möglichen künftigen Preisverfall absichern möchte. Sein Gegenpart erhofft sich, dass der künftig erzielbare Preis



höher liegt als aktuell. Es liegt auf der Hand, dass solche Versicherungsgeschäften ähnliche Terminmarktgeschäfte besonders in den Märkten mit hoher inhärenter Unsicherheit zum Tragen kommen, so im vom (unbekannten zukünftigen) Wetter beeinflussten Agrarsektor.

Daneben agieren an den Terminmärkten auch Marktteilnehmer, die an einer effektiven Lieferung von Waren, Wertpapieren und dergleichen nicht interessiert sind. Sie stellen den Kontrakt vor Laufzeitende glatt. Solche Börsentermingeschäfte beziehen sich auf das Recht (nicht die Pflicht), zu einem späteren Zeitpunkt zu kaufen oder zu verkaufen. Der geringere Kapitaleinsatz beinhaltet vor allem das Risiko, das sich aus einer Hebelwirkung ergibt.

Da Termingeschäfte keine unmittelbaren Leistungen beinhalten, wird der Kassamarkt hierdurch nicht direkt beeinflusst, sondern lediglich indirekt durch die sich hier bildenden kollektiven Preiserwartungen.

Der Kassamarkt wird direkt beeinflusst, wenn Marktteilnehmer jetzt kaufen, die gekaufte Menge eines Spekulationsgegenstands einlagern und in der Erwartung steigender Preise später verkaufen. Dadurch wird der aktuelle Preis am Kassamarkt gestützt, während der künftige Preis durch vermehrtes Angebot gedrückt wird. Damit bei solchen Geschäften Gewinn erzielt wird, muss die Preisdifferenz so hoch sein, dass die Lager- und sonstigen Kosten gedeckt werden.

Spekulation ist nicht per se schlecht, funktionierende Termin- und Kassamärkte stellen gleichermaßen sicher, dass die Erwartungen der Marktteilnehmer eintreten, die volkswirtschaftlichen Ressourcen optimal eingesetzt und wirtschaftliche Stabilität hergestellt wird. Auch Geschäfte, die nicht das Ziel einer physischen Lieferung verfolgen, wirken in diese Richtung, wenn auch mit der Tendenz zu höherer Volatilität.

Grundsätzlich gilt: **Die Spekulation schafft „normalerweise“ aus sich selbst heraus keine nachhaltigen Preistrends, sondern nutzt lediglich bereits vorhandene.**

Das ist auch beim Geschäft mit (europäischen) Staatsanleihen nicht anders. Offensichtlich haben sich hier die Risiken etwa einer Griechenland-Pleite zu spät in den Preisen niedergeschlagen (siehe Chart am Ende des Artikels). Das hat aus meiner Sicht damit zu tun, dass diese lange Zeit verdeckt wurden, auch die Rating-Agenturen haben dabei mitgespielt. Die „Märkte“ haben generell viel zu lange nicht zwischen den einzelnen Eurozonen-Mitgliedern differenziert, weil sie die Erwartung hatten, dass diese sich aufeinander zu entwickeln. Das liegt an der [missratenen politischen, wirtschaftlichen und finanztechnischen Konstruktion der Eurozone](#), die verhindert hat, dass Probleme frühzeitig (früh genug) aufbrechen. Insofern haben auch die heute stark ausdifferenzierten Renditen in der Eurozone nichts mit der bösen Spekulation zu tun, sondern sind nur die späte Reaktion auf ein nun mit Macht zutage tretendes Ergebnis einer längeren Entwicklung.

Die **Finanztransaktionssteuer** wirkt bezogen auf das einzelne Spekulationsgeschäft kostensteigernd, bzw. gewinnmindernd. Das bringt vor allem Arbitragegeschäfte in Bedrängnis, die in einem funktionierenden Markt dafür sorgen, dass die Preisschwankungen klein bleiben. Eine solche Steuer erreicht damit ihr vorgegebenes Ziel, die Volatilität zu reduzieren, gerade nicht. Was das Ziel angeht, dass die zur Kasse gebeten werden, die die Krise verursacht haben, so dürfte es ebenfalls einen Fehlschlag geben. Denn die Akteure an den Finanzmärkten werden versuchen, die steigenden Kosten zu überwälzen, so dass diese letztlich über steigende Preise für Assets und Dienstleistungen von der Realwirtschaft, Unternehmen und privaten Kleinspekulanten (Konsumenten), getragen werden.

Die Politik hätte statt dessen einen anderen Weg gehen müssen. Spekulation kann dann destabilisierend wirken, wenn Akteure im Übermaß mit geliehenem Geld spekulieren. Wegen der Nullzins-Politik der Notenbanken ist billige Liquidität in Hülle und Fülle vorhanden, und wegen der Erfahrung der Banken, dass sie im Ernstfall gerettet werden, nimmt die Neigung zu, auf Kredit zu spekulieren. Dadurch steigt der

Umfang des einzelnen Geschäfts. Die von solchen Kreditgeschäften ausgehende große Hebelwirkung ist problematisch, weil der einzelne Spekulant mit seinem Geschäft das Preisniveau direkt beeinflussen kann. Dadurch wird eine Voraussetzung einer fairen Preisbildung verletzt. Zudem sind institutionelle Großspekulanten häufig unterkapitalisierte Institutionen beschränkter Haftung. Die gehen bei einem Fehlschlag pleite, tragen aber nur einen Teil der Verluste. Das wirkt wirtschaftlich destabilisierend.

Bei **Leerverkäufen** leiht sich der Spekulant Vermögensobjekte und verkauft diese in Erwartung sinkender Preise. Der Leerverkäufer kann das Objekt dann zurückkaufen und es samt Leihgebühr an den Eigentümer zurückgeben. Wird dabei eine bestimmte kritische Masse in die Hand genommen, beeinflusst das direkt den Marktpreis und löst möglicherweise eine Kettenreaktion aus.

Leerverkäufe sind so lange nützlich im Sinne eines funktionierenden Marktes, so lange der einzelne Anteil eines Geschäfts am Gesamtmarkt klein ist. Dasselbe Argument gilt auch für Long-Positionen, seien es Aktien, Waren oder was auch immer: Steigt das Volumen über ein bestimmtes Maß hinaus, wirkt das einzelne Geschäft bereits destabilisierend auf den Gesamtmarkt. Insofern gibt es keine Besonderheit von Leerverkäufen. Sie sollten im Sinne von Symmetrie möglich sein und sorgen für frühzeitige Transparenz.

Es stellt sich also eher die Frage nach dem Volumen des Einzelgeschäfts. Statt der letztlich kontraproduktiven FTS wäre es sinnvoller, dafür zu sorgen, dass das Spekulieren auf Kredit etwa durch höhere Anforderungen an Mindestreserven und dergleichen eingedämmt wird.

Die Spekulation hat zwei wichtige Funktionen: Sie übernimmt Risiken, die andere abgeben möchten. Und sie sorgt dafür, dass "richtige" Preise gefunden werden. In beiden Fällen kann ein Spekulant nur bestehen, wenn er einen besonders guten Informationsstand hat und die richtigen Schlüsse daraus zieht. Je enghemischer der Markt ist, je wichtiger sind diese Eigenschaften.

Ratingagenturen oder Staaten können eine solche Steuerungsfunktion nicht übernehmen – das zeigt schon die zurückliegende Dekade. Ratingagenturen haben die Subprime-Hypotheken in den USA viel zu lange als sicher eingestuft. Und dass der Staat wie auch die von ihm gesteuerten Banken hierzu ungeeignet sind, zeigt die Brüsseler Politik und die Tatsache, dass sich zahlreiche Landesbanken an US-Hypothekenspapieren überfressen haben.

Anhang:

Renditen für 10-jährige Staatsanleihen seit 1992 ([Quelle](#))

