

Weisen starke ETF-Leerverkäufe auf eine kommende Stagflation hin?

Voreiliger Pessimismus

Aktien und Anleihen sind im Sinkflug, doch die Leerverkäufer sitzen noch nicht auf der Anklagebank. Ob Finanzkrise oder Wirecard – Shortsellern wird gern der Schwarze Peter zugeschoben. Bei einem Leerverkauf verkauft ein Anleger ein geliehenes Wertpapier mit der Absicht, es später zu einem günstigeren Kurs zurückzukaufen. Bei fallenden Kursen entsteht ein Gewinn, bei steigenden ein Verlust. Der Finanzdatenanbieter S3 Partners hat nun nach Auswertung von Daten der US-Wertpapieraufsicht SEC mitgeteilt, Hedgefonds hätten börsennotierte Fonds (ETF) auf große Aktienindizes im Wert von 250 Milliarden Dollar leerverkauft.

Das klingt bedrohlich, doch die Daten sind von begrenzter Aussagekraft, denn nur Privatanleger und kleinere Hedgefonds nutzen ETFs, um auf fallende Kurse zu setzen. Wer kann, nutzt Derivate. Ein Grund dafür sind die hohen Gebühren. Denn um einen ETF verkaufen zu können, muß man ihn erst einmal haben. Man muß sich den ETF leihen – viele Makler bieten diesen Service vollautomatisiert. Doch der Verleiher läßt sich dies vergüten. Die anfallenden Leihgebühren liegen bei ETFs deutlich über dem für Einzelwerte üblichen Niveau. Microsoft, Tesla oder Microsoft, die größten Werte im S&P-500-Index, werden bei einem großen US-Makler derzeit für eine Jahresgebühr von 0,25 Prozent des Kurswerts an Leerverkäufer verliehen. Die Leihe des ETF für den New Yorker S&P 500 kostet hingegen 0,33 Prozent; der ETF für den Technologieindex Nasdaq kostet 0,43 Prozent jährlich. ETFs zu weniger geläufigen Indizes können ein bis drei Prozent kosten. Günstiger als ein Leerverkauf des ETF wäre also der Leerverkauf aller 500 S&P-Aktien oder der 100 Nasdaq-Einzelwerte. Doch dafür



von
Thomas Kirchner

„Etwa 2,5 Prozent aller Aktien im amerikanischen S&P-500-Index sind derzeit leerverkauft.“

braucht man ein Anlagevolumen, das die Möglichkeiten der meisten Privatanleger und der vielen kleinen Hedgefonds überschreitet. Derivate sind eine billige Option, die aber je nach Komplexität nur von Großanlegern genutzt wird. Die Zahlen untermauern dies: 2,5 Prozent aller Aktien im S&P 500 sind leerverkauft. Bei einem Gesamtwert des Index von 40 Billionen Dollar sind das also Aktien im Wert von rund einer Billion Dollar. Dazu kommen Leerverkäufe durch Derivate, die eine noch höhere Summe ausmachen dürften. Die 250 Milliarden Dollar, die über ETFs leerverkauft wurden, sind also nur eine Randerscheinung. Aus einem so kleinen Ausschnitt des Börsengeschehens einen allgemeinen Pessimismus abzuleiten ist voreilig.

Dennoch verbergen sich interessante Beobachtungen in den Daten zu ETF-Leerverkäufen. Während die Leerverkäufe bei ETFs auf Aktienindizes zugenommen haben, wurden die auf Anleihenindizes zuletzt reduziert. Dies deutet auf die zunehmende Akzeptanz der These, daß die Wirtschaft auf eine Stagflation zuläuft. Wegen der stagnierenden Wirtschaft würden Aktien schwächeln, und gleichzeitig müßten die Zentralbanken Zinserhöhungen aussetzen oder gar zurücknehmen, um die Wirtschaft nicht völlig abzuwürgen. Bei einer stagnierenden Wirtschaft hätte die hohe Inflation dann freien Lauf. Optimisten verweisen auf künftigen Kaufdruck, wenn Leerverkäufer früher oder später die verkauften Aktien zurückkaufen und an den Verleiher liefern. Dieser Effekt mag Kursverluste abmildern, doch ist das Volumen der Leerverkäufe zu gering, um sie völlig zu verhindern. Wichtiger wären Umschichtungen von Anleihen zu Aktien, sollte es wie im Corona-März 2020 zu starken Kursrückgängen kommen.

EZB-Rat kündigt den ersten Zinserhöhungsschritt für Juli an

Ein fahrlässiges Spiel

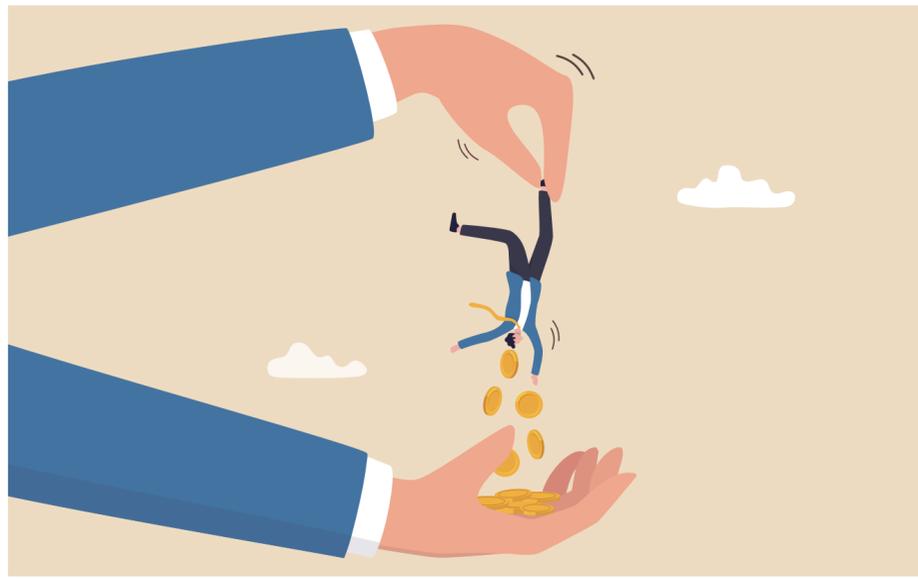
Von **Thorsten Polleit**

Die Inflation im Euroraum kletterte auf 8,1 Prozent. Doch der Leitzins liegt weiter bei null Prozent. Zwar hat der EZB-Rat beschlossen, den Zins im Juli um 0,25 Prozent zu erhöhen, gefolgt von einem weiteren Schritt von eventuell 0,5 Prozentpunkten im September – und danach sollen die Zinsen weiter angehoben werden. Doch das reicht nicht, um die drastische Kaufkraftentwertung des Euro zu beenden. Es scheint, daß die Begrenzung der Inflation keine Priorität in der Geldpolitik genießt.

Das Hauptaugenmerk der EZB-Räte gilt vielmehr der Finanzierung der Staatshaushalte. Und die profitieren in besonderer Weise von der inflationären Geldpolitik: Viele Euro-Länder können sich nicht nur zu extrem niedrigen Zinsen neue Kredite beschaffen. Da die Inflation viel höher ist als der Zins, zahlen die Staaten einen negativen Realzins auf ihre Darlehen. Das Staatsbudget wird entlastet, unkundige Gläubiger verlieren ihr Kapital. Vermutlich versuchen die EZB-Räte das Folgende: Mit der Ankündigung, die Zinsen etwas anzuheben, will man das Vertrauen der breiten Öffentlichkeit in den Euro aufrechterhalten. Gleichzeitig will man

aber die notwendige Verteuerung der Zinskosten so weit wie eben möglich in die Zukunft verlagern, um den Staaten nicht in die Parade zu fahren. Hinzu kommt vermutlich auch die Einsicht, daß die Euro-Wirtschaft höhere Zinsen, vor allem eine Rückkehr der Realzinsen über die Nulllinie, nicht ohne eine große Krise verkraften kann. All das veranlaßt die EZB-Räte, höhere Inflation für länger zu produzieren, um die aufgeblähten Staatshaushalte und die Euro-Wirtschaft nicht zu gefährden.

Doch das ist ein fahrlässiges Spiel. Inflation, erst einmal auf den Weg gebracht, fügt nicht nur der breiten Bevölkerung großen Schaden zu, sie entwickelt nur allzu leicht eine Eigendynamik, die sich nicht mehr bändigen läßt. Die Währungsgeschichte ist voll von Beispielen, daß eine Inflationspolitik ein schlimmes Ende nimmt. Eine fortgesetzte Hochinflation könnte sogar das Ende des Euro einläuten. Ein Auslöser dafür wäre, daß die Menschen aufwachen und erkennen, daß die Geisteshaltung, die im EZB-Rat herrscht, der Inflation kein schnelles und entschiedenes Ende machen will und kann. Sparer und Investoren haben gute Gründe, sich gegen das Szenario eines Euro-Crashes zu wappnen.



Abschöpfung von „Zufallsgewinnen“: Nur verhindern, daß sich „die Mineralölkonzerne in der Krise die Taschen noch voller machen“?

Scheinbare Gerechtigkeit

Besteuerung von „Übergewinnen“: Politischer Wille schlägt ökonomische Rationalität

DIRK MEYER

Kriegs- und Krisengewinne mit einer Extrasteuer zu belegen, das tut der Volksseele gut. Schließlich zahlen die Verbraucher die „Sanktionszettel“. Sie müssen mit ansehen, wie sich „die Mineralölkonzerne in der Krise die Taschen noch voller machen“, so SPD-Chef Lars Klingbeil. Zu den Gewinnern zählt auch Rußland, das 2022 mit Mehreinnahmen von 14 Milliarden Euro rechnet. Die Aktienkurse von Rüstungskonzernen haben wegen des „Sondervermögens Bundeswehr“ (JF 19/22) zugelegt – die 100 Milliarden Euro versprechen „Sonderprofite“. Auch die dort Beschäftigten und Neueingestellten können wohl mit tariflichen Extrazulagen rechnen. Bremen, Berlin, Mecklenburg-Vorpommern und Thüringen haben vorige Woche eine Initiative zur Übergewinnabschöpfung in den Bundesrat eingebracht. Doch Steuern auf Übergewinne sind keine rot-grün-rote Erfindung, sie haben eine lange Tradition. Die USA erhoben 1917 eine „Excess Profits Tax“ auf den Gewinn von Gewerbetreibenden, deren Rendite über sieben bzw. neun Prozent lag. Die „Kriegsgewinne“ wurden mit einem progressiven Steuersatz von 20 bis 60 Prozent belegt. Ähnlich sah die US-Zusatzsteuer von 1940 bis 1945 aus, wobei die „Normalrendite“ jetzt zwischen fünf und acht Prozent definiert wurde und der Steuersatz sogar auf bis zu 95 Prozent angehoben wurde.

Renaissance eines Konzepts aus Kriegs- und Inflationszeiten

Großbritannien reagierte ähnlich, wobei als Bezugsgröße der Gewinn in Friedenszeiten galt. Frankreich führte 1916 rückwirkend eine Kriegsgewinnsteuer ein, deren Vergleichsmaßstab der Durchschnittsgewinn der drei letzten Geschäftsjahre des Unternehmens vor Kriegsbeginn war. Ebenfalls rückwirkend wurde 1945 eine einmalige progressive „nationale Solidaritätssteuer“ erhoben. Sie umfaßte eine Vermögensabgabe und eine Vermögenszuwachssteuer auf die Gewinne während der Besatzungszeit von 1940 bis 1945, die bis zu 100 Prozent betrug. Besondere Marktgewinne führten in den Ölpreiskrisen 1973 und 1979 auch in Deutschland zur Diskussion um eine Steuer auf

„Zufallsgewinne“ (Windfall Profits). Das Land Niedersachsen schöpfte über eine Ölförderabgabe tatsächlich einen Teil der Einnahmen aus der dortigen Förderung ab, was in der Spitze 1985 zu Steuereinnahmen von zwei Milliarden D-Mark führte.

Aktuell schlägt die EU-Kommission den Mitgliedstaaten „die vorübergehende Besteuerung von Zufallsgewinnen“ vor, um energiepreisbedingte Lasten von Firmen und Verbrauchern auszugleichen. In Griechenland müssen Unternehmen des Energiesektors 90 Prozent ihrer Extraprofite an den Staat abgeben. In Italien wurde eine „außerordentliche Solidaritätsabgabe“ (Decreto-Legge) eingeführt, die eine Art „Überumsatzsteuer“ von zehn Prozent auf den derzeit erzielten Zusatzumsatz darstellt. In Großbritannien wurde ein Steuerzuschlag von 25 Prozent auf den gesamten Gewinn der Öl- und Gaskonzerne für ein Jahr beschlossen. Von daher erscheint die Forderung nach einer Übergewinnsteuer, wie sie von der Linken, den Grünen, der SPD und Teilen der CDU aktuell vorgebracht wird, mehr als gerechtfertigt. Doch wie praktikabel und ökonomisch sinnvoll wäre sie? Was wäre eine Alternative?

Der Gewinn im marktwirtschaftlich-wettbewerblichen Prozeß beruht auf Leistung in der Bewertung der Nachfrager. Vorgegangen sind Konsumverzicht und Investitionen, einhergehend die Wagnisübernahme für den möglichen Verlust des Kapitals. Anstrengung und Fleiß, die richtige Idee, Vorsorge, Spekulation – man nennt das auch Glück – kommen hinzu. Das Ergebnis sind Knappheits- und Innovationsgewinne, von denen in Deutschland bereits etwa 30 Prozent an Körperschafts- und Gewerbesteuer abgehen.

Jeder Innovationsgewinn ist ein im Zeitablauf durch Konkurrenz rückläufiger Monopol- bzw. Übergewinn. Den zusätzlich zu besteuern hieße beispielsweise, die Anreize zu aufwendiger Impfstoff-Forschung zu beseitigen. Ebenfalls sind besondere Knappheitsgewinne notwendig, um schnell entsprechende erweiterte Angebote zu schaffen. So verwenden BP, Shell und Chevron ihre derzeit enormen Gewinne auch zu Produktionsumstellungen und Investitionen in Alternativenergien. Krisengewinne wegzusteuern hieße, eine schnelle und intelligente Krisenreaktion zu verhindern.

Doch was wäre der Maßstab für einen Normalgewinn? Zum einen könnte man eine „Normalrendite“ für das eingesetzte Kapital im Erhebungsjahr auf der Grundlage aller Unternehmen definieren.

Firmen, die bereits vorher hohe Gewinne einführen, oder Branchenbesonderheiten (Risiko, Innovationsneigung) werden dann mitbesteuert. Hinzu kommen grundsätzliche technische Fragen: Auf welche Bezugsbasis „Kapital“ soll die Rendite bezogen werden? Wird nur das Eigenkapital herangezogen, so lohnt sich die Aufnahme von hochverzinstem Fremdkapital eines verbundenen Unternehmens, das in einer anderen Branche bzw. in einem anderen Land ansässig ist.

Zeitliche Gewinnverlagerungen durch legale Bilanztricks möglich

Soll man etwa Eigenkapital herausrechnen, dessen Erträge wie Beteiligungseinkünfte teilweise steuerfrei sind? Zum anderen könnte der jeweilige Unternehmensgewinn aus dem Durchschnitt der Vorjahre genommen werden. Firmeninterne Verbesserungen und individuelle Auftragskonjunkturen schlagen dann voll durch. Da die Übergewinnsteuer für einen begrenzten Zeitraum erhoben wird, können zeitliche Gewinnverlagerungen generell durch Abschreibungen und Rückstellungen vorgenommen werden, die eine legale Umgehung ermöglichen. Im Ergebnis ist die Bezugsgröße „Normalgewinn“ nicht ohne Willkür und führt zu Fehlanreizen. Hinzu kommen rechtliche Bedenken. So muß eine Übergewinnsteuer mit dem allgemeinen Gleichheitsgrundsatz (Artikel 3 Abs. 1 Grundgesetz) vereinbar sein.

Eine Übergewinnsteuer wird vornehmlich mit Gerechtigkeitsaspekten begründet. Doch ist selbst dieser Erfolg fraglich. Eine Übergewinnsteuer kann zu Teilen auf die Preise gelegt werden, wenn die Nachfrager kaum ausweichen können und wir einen Verkäufermarkt haben. Statt mit einer nur bedingt wirksamen Besteuerung von Übergewinnen fragwürdige Benzin- und Dieselpreisensenkungen zu finanzieren (temporäre Reduzierung der deutschen Energiesteuer), wäre ein Importzoll auf russisches Erdöl und Erdgas wesentlich effektiver. Zwar steigt der Bruttopreis dieser Energien, doch sind die staatlichen Zolleinnahmen höher als der Preisanstieg für die Nachfrager. Insofern erzielt Rußland weniger Exporterlöse, und das Inland kann die Zolleinnahmen zum Ausgleich an die Haushalte umverteilen.

Prof. Dr. Dirk Meyer lehrt Ökonomie an der Helmut-Schmidt-Universität Hamburg.

Die AfD-Fraktion Hamburg

sucht ab sofort einen

Volljuristen in Vollzeit

(gleich welchen Geschlechts)



Ihre Aufgaben:

- Beobachtung und Analyse politischer Entscheidungsprozesse, in Tages- und Fachpresse sowie der wissenschaftlichen Literatur zu rechtspolitischen Fragestellungen
- Vorbereitung der Bürgerschafts- und Ausschusssitzungen (Inneres und Justiz)
- Erstellung von Anträgen und Anfragen im parlamentarischen Betrieb
- Rechtliche Begleitung parlamentarischer Initiativen der AfD-Fraktion aus allen Politikfeldern

Ihr Profil:

- Erfolgreich abgeschlossenes 1. und 2. Staatsexamen
- Praktische Erfahrungen in juristischen Fragen
- Hohes Maß an Zuverlässigkeit, Eigeninitiative, sozialer Kompetenz und Befähigung zur Selbstorganisation
- Sehr gute mündliche und schriftliche Ausdrucksfähigkeit
- Umfassende Anwendungskompetenz der MS-Office-Programme

Bewerbungen (Anschreiben, Foto, Lebenslauf, Zeugnisse etc.):
info@afd-fraktion.hamburg.de

AFD-Fraktion in der Hamburgischen Bürgerschaft
z. Hd. Fraktionsgeschäftsführung
Schmiedestraße 2 – 20095 Hamburg

