



PAPER zu:

26. Gesellschaftspolitisches Diskussionsforum (gedifo)

Veranstaltung vom 5. Dezember 2007

BÖRSE

KRISE oder ZWISCHENSTOPP im BOOM

**Das gedifo von AK Wien (Ulrich Schönbauer)
und dem VÖGB (Michael Vlastos)
will die Bandbreite möglicher Szenarien ausloten.**

ExpertInnenbeiträge im Paper:

Günther Chaloupek (AK Wien, Ökonom)
Barbara Herbst (Ö1, Wirtschaftsjournalismus)
Monika Rosen (Bank Austria, Chefanalystin)
Cornelia Staritz (ATTAC-Aktivistin, Ökonomin)

Organisation:

Ulrich Schönbauer (AK Wien)
Michael Vlastos (VÖGB)

Textgestaltung/Redaktion:

Elke Radhuber (VÖGB)
(Kontakt über www.gedifo.at)

INHALTSVERZEICHNIS

| | |
|--|----------|
| 1. Erklärung | Seite 3 |
| 2. Barbara Herbst (Ö1, Wirtschaftsjournalistin) | Seite 4 |
| 2.1. LOGIK der Börsen – eine Einführung | Seite 4 |
| 2.2. Ist die Börse ein Ort ohne Regeln, ein Chaos?..... | Seite 8 |
| 2.3. Sind Kapitalmärkte nun des Teufels oder vielleicht doch ein Werk der Engel?..... | Seite 8 |
| 3. Cornelia Staritz (ATTAC-Aktivistin, Ökonomin) | Seite 9 |
| 3.1. Finanzmarkt..... | Seite 9 |
| 3.1.1. Kreditmarkt | Seite 10 |
| 3.1.2. Wertpapiermarkt | Seite 11 |
| 3.1.3. Devisenmarkt..... | Seite 13 |
| 3.2. Akteure in den Finanzmärkten..... | Seite 14 |
| 3.3. Mögliche Instrumente für eine stärkere Regulierung | Seite 15 |
| 4. Monika Rosen (Bank Austria, Chefanalystin) | Seite 16 |
| 4.1. Krisen: Auslöser und Indikatoren..... | Seite 17 |
| 4.2. Branchenbewegung..... | Seite 18 |
| 4.3. Verhalten der Anleihemärkte | Seite 19 |
| 4.4. Ausblick auf das Börsenjahr 2008 | Seite 20 |
| 5. Günther Chaloupek (AK Wien, Ökonom)..... | Seite 22 |
| 5.1. Finanzgeleitete Ökonomie als Grund für die Krisen | Seite 23 |
| 5.2. Europäische Perspektive | Seite 25 |

Im **Jahr 2007** haben ExpertInnen aus unterschiedlichen Bereichen Fachinput-Referate im Rahmen des 26. gedifo zum Thema Börse gehalten.

Die fünf Diskussionsblöcke/Fragestellungen waren:

I.) Sind andere ökonomische Kreisläufe als jene, die gegenwärtig primär diskutiert werden, denkbar? Also die Frage nach Alternativökonomien.

II.) Die Internationalisierung auf der Ebene der BetriebsrätInnen. Wenn wir von Globalisierung sprechen, dann meinen wir die Globalisierung der Finanzmärkte, der Mergers und Aquisitions (Fusion und Übernahme), multinationale Unternehmungen usw. Aber das muss natürlich auf der Ebene der ArbeitnehmerInnen-Interessenvertretungen eine entsprechende Abbildung finden. Hier geht es darum, wie diese Abbildung aussieht. Konkret am Beispiel des europäischen Betriebsrats.

III.) Das wirft die Frage auf, wie die Ausrichtung von Betriebsratsarbeit überhaupt unter diesen Umständen „neu“ zu konzipieren ist. Es ist noch zu wenig darüber geredet worden, wie man hier die eine oder andere Analogie ziehen kann, im Hinblick darauf, was aus diesen Ansätzen für die Betriebsratsarbeit – auch als Managementarbeit – gewonnen werden kann.

IV.) Das Projekt innerbetrieblicher Kommunikation. Ein Kernelement der Arbeiterbewegung, in dem die Auseinandersetzung mit der Hegemoniefrage eine Rolle spielt. Herunter gebrochen auf die innerbetriebliche Kommunikation geht es auch darum, wer innerhalb eines Betriebes definiert, wie kommuniziert wird. Wir glauben, dass es hier mit neuen Methoden durchaus Sinn macht, sich dieser Hegemonie- bzw. Kommunikationsfrage neu anzunähern: Direktere Rückkoppelungen mit den Beschäftigten auch in der Entscheidungsfindung für die Betriebsratsarbeit – da bin ich wieder beim Managementthema – ist anzustreben.

V.) Thema Börse. Ein Thema, das auch aus der Beschäftigung der BetriebsrätInnen mit gesellschaftspolitisch relevanten Themen entstanden ist. Insbesondere, weil ja die Entwicklung auf den Börsen und insbesondere die Strategie unmittelbare Auswir-

kungen auf das operative Geschäft in den Organisationen haben. Und damit unmittelbar schlagend werden für die Betriebsratsarbeit.

Nachstehend eine Zusammenfassung der mündlichen **Referate** – mit freundlicher Genehmigung der ReferentInnen (Anm.: Bitte um Berücksichtigung: **Stand 2007, mündliche Referate**):

2. Barbara Herbst (Ö1, Wirtschaftsjournalistin):

2.1. LOGIK der Börsen – eine Einführung

„Die Bahn der Himmelskörper kann ich aus Sekunden und Zentimeter berechnen; aber nicht, wie eine verrückte Menschenmenge die Börsenkurse in die Höhe oder Tiefe treiben kann.“ Das sagt Sir Isaac Newton (1643 bis 1727), nicht gerade ein unlogischer Mensch. Bahnbrechender Physiker, Bewegungssätze, Schwerkraft und nach ihm ist die Einheit von Kraft benannt.

2.2. Ist die Börse ein Ort ohne Regeln, ein Chaos?

„An der Börse gilt wie am Naschmarkt oder am Grünmarkt: die Nachfrage bestimmt Angebot und Preis.“ Also doch logisch, oder? Was ist denn nun Logik? Ganz allgemein gesprochen ein System aus Aktion und Reaktion. Ein bestimmter Vorgang führt zu einem Ergebnis. Ein Beispiel. Löst sich ein Blatt vom Baum, fällt es zu Boden. Das würden wir alle hier wohl als logisch bezeichnen. Aber sind auch Kursbewegungen immer logisch nachvollziehbar? Etwa wenn der Unternehmensgewinn steigt und die Aktie fällt. Denken wir an das Blatt. Logisch wäre der Satz, steigt der Gewinn steigt die Aktie? An der Börse gibt es also nicht immer einen verlässlichen Zusammenhang von Ursache und Wirkung. Der Kurs ist oft schwer nachvollziehbar. „An der Börse ist zwei plus zwei niemals vier, sondern fünf minus eins. Man muss nur die Nerven haben, das Minus 1 auszuhalten“, so beschreibt der mittlerweile verstorbene Anlage-Guru André Kostolany die Logik der Börse.

Die Botschaft Kostolanys, wer die Börse verstehen will, muss „querdenken“

Die Nachricht hinter der Nachricht sehen und Menschenkenntnis entwickeln. Querdenken. Das fängt schon bei Fachbegriffen an. Als Beispiel, das Wort "Gewinnwarnung". Hört sich an wie ein Hinweis auf die Gefahr, dass Überschüsse erwirtschaftet werden. Das Gegenteil ist der Fall. Der Ertrag wird die Erwartungen des Marktes verfehlen. Seltsam auch Wortschöpfungen wie Null- und Negativwachstum. Das klingt wahnsinnig positiv, bedeutet aber Stagnation und schrumpfende Geschäfte. Oder der Begriff "seitwärts gehen" – im Klartext bedeutet das: keine Gewinne, keine Verluste. Wenn Analysten von "neutral" sprechen, meinen sie „Finger weg“ und ganz verschleiern der Ausdruck „der Markt konsolidiert sich, das heißt Großinvestoren machen Kasse. Sprachabfall um das Wort Abkassieren zu kaschieren.

Querdenken.

Wie kommt man nun den Verhaltensmustern an der Börse auf die Spur?

Wieder das Beispiel vom Anfang: Ein Unternehmen veröffentlicht einen sensationell guten Zwischenbericht, der die Schätzungen des Marktes übertrifft. Der Aktienkurs rauscht in den Keller. IBM war so ein Fall. Heuer im Jänner hohe Umsätze und Gewinne. Der Kurs gab trotzdem um mehr als fünf Prozent nach. Wie passt das jetzt wieder zusammen? Querdenken! Die Nachricht hinter der Nachricht verstehen. Bei diesem Beispiel hat sich die IBM-Aktie schon längere Zeit deutlich besser entwickelt als der Gesamtmarkt. Die Investoren haben sich gedacht, noch besser wird es nicht mehr und haben ihre Papiere verkauft. Eine Erklärung für den Sinkflug. Ein rationales Verhalten? Anleger handeln nur in den seltensten Fällen rational. Vor allem wenn es um die Angst vor Verlusten geht. Da gerät die Logik ins Hintertreffen, Besonnenheit, Kalkül und Handeln haben einen nur geringen Einfluss auf das Handeln.

Nehmen wir zum Beispiel Kursbewegungen, die nur auf Verdachtsmomenten beruhen. Gerüchte von Übernahmen und Fusionen lassen Aktien immer wieder kräftig springen. Und nicht selten setzt die gesamte Branche zum Höhenflug an. Nur aus Hoffnung. Hoffnung, dass es zu einer Übernahmewelle kommen könnte. Diese „Sip-

penhaft" funktioniert auch in die andere Richtung. Dann allerdings geht es nicht um Hoffnung, sondern um Angst. Ein Beispiel. Meldet ein Konzern schlechte Zahlen, verlieren mitunter auch Branchenkonkurrenten an Wert. Obwohl völlig unklar ist, ob deren Geschäfte ähnlich schlecht laufen. Nur wenige Anleger behalten in extremen Situationen die Nerven. Reine Vernunftentscheidungen gibt es so gut wie nicht am Aktienmarkt. Früher oder später kommen immer Gefühle ins Spiel, die dann die Entscheidungen beeinflussen.

Welche können das sein?

Skepsis, Hoffnung, Optimismus, Angst, Panik, Euphorie, eine bunte Palette an Emotionen beeinflusst das Anlegerverhalten. Wenn wir im Ö1-Morgenjournal über den Arbeitsmarkt oder Konjunkturprognosen berichten, sind das Nachrichten, die Anleger interessieren und die starke Bewegungen an den Märkten hervorrufen können - und wieder einmal auf schwer verständliche Weise. Wenn Wirtschaftsforscher eine Abkühlung der Konjunktur erwarten, die Arbeitslosenzahlen aber deutlich besser ausfallen, kann die Börse trotzdem nachgeben. Und tut sie in vielen Fällen auch. Wieder so ein Beispiel für wenig vernunftgelenktes Verhalten. Auch hier ist die Antwort ein Gefühl: Hoffnung. Ursprünglich spekulieren die Anleger, dass mit der raschen Abkühlung des Wachstums die Notenbank die Zinsen senken wird. Bleibt nun der Arbeitsmarkt robust, dann stirbt diese Hoffnung auf günstige Kredite. Die Kurse sinken. Der Realwirtschaft geht es also gut, der Börse schlecht? Eigenartige Logik. Dazu vielleicht später mehr im Referat von Cornelia Staritz.

Verhaltenspsychologen sagen, das Erfolgsrezept an der Börse ist, wer die Irrationalitäten der anderen Anleger am besten begreift, diese Gefühle selbst aber kontrollieren kann, streift Gewinne ein. An der Börse geht es also um Irrationalitäten. Streng betrachtet, geht es darum, Gefühle in Geld zu verwandeln. Die Börse ist der Handelsplatz. Anders als am Grünmarkt kann die Ware aber nicht angefasst werden, an der Börse geht es darum die nicht fassbare Ware zu verkaufen. Und da wird vermittelt zwischen den Begierden der Beteiligten- den Anlegern und Unternehmen. Zwischen ihren Ängsten und Wünschen, die eines gemeinsam haben, sie beziehen sich allesamt auf die Zukunft.

Sind Wünsche und Begierden die Energiequellen und das Material, die Ware, die Rohstoffe an der Börse?

Eine Antwort auf diese Frage ist bei den Psychologen zu suchen. Diese sagen, Menschen sind radikal offene, in die Zukunft gerichtete, begehrende Wesen. Menschen sind Beziehungswesen, keine isolierten Triebwesen und Vorteilskalkulierer. Deshalb sind sie nicht nur zur Nachahmung fähig, sondern tun es auch. Das Ziel ist klar - die Maximierung der eingesetzten Mittel. also die Vermehrung des eingesetzten Geldes. Finanzmärkte sind nicht zu verstehen, ohne die Rolle des Geldes im Wirtschaftsgeschehen zu enthüllen. Geld selbst hat keinen nennenswerten Warenwert, eine Banknote lässt sich um neun Cent herstellen. Geld ist vor allem das Medium, das Freiheit, Glück, Zukunft, Erfolg, ein Leben ohne Sorgen verheißt.

Wenn das Maximum an Profit das Ziel an der Börse ist, gibt es dann ein Genug und wann ist dieses Maximum erreicht?

Eine Zahl in der aktuellen Krise am Finanzmarkt erschüttert: Banken, Versicherungen, Investmenthäuser haben in Summe 400 Milliarden Dollar Verluste gemacht. Das Geld ist weg. Zu riskant waren die Produkte – zu groß der Wunsch nach maximalem Profit. Der tiefere Sinn erklärt sich vielleicht aus einer Interviewpassage mit Paul Achleitner, Finanzchef des Versicherungskonzerns Allianz, im Handelsblatt vom vergangenen Montag: Da sagt Achleitner: „Wir glauben an die strukturelle Zukunft der Finanzwirtschaft und den langfristigen Wachstumstrend. Gerade im Vertriebsbereich (Produkt der Finanzwirtschaft) wird es langfristig gute Möglichkeiten geben, etwa durch die Verpackung von Risiken, die von Naturkatastrophen ausgehen.“ Zur Logik der Börsen gehört es querzudenken. Also hat die Finanzwirtschaft neue Produkte kreiert, die keine Angst auslösen, sondern Hoffnung machen. Wichtig für die Psychologie der Anleger. Kredite wurden verbrieft, auch schlecht besicherte, so von der Bilanz genommen und am Kapitalmarkt gehandelt. „Das Kapital muss arbeiten und uns Wohlstand sowie Wirtschaftswachstum bringen“, sagt Achleitner weiter. Die Probleme mit diesen verbrieften Krediten, die jetzt zu Milliardenverlusten geführt haben, liegen seiner Ansicht nach in der Kreditprüfung einiger Banken. Banken haben darauf vertraut, dass das Risiko nicht lange in den Büchern bleibt.“ Damit,

dass den Hausbauern bei steigenden Kreditzinsen das Geld ausgehen könnte, ganz logische reale Sorgen, damit hat am Kapitalmarkt offenbar keiner gerechnet

2.3. Sind Kapitalmärkte nun des Teufels oder vielleicht doch ein Werk der Engel?

Seit ihrer Gründung im niederländischen Brügge im 14. Jahrhundert hat sich die Börse zum perfekten System als Marktplatz für Kapitalgeber entwickelt. An der Börse werden Angebot und Nachfrage marktmäßig zusammengeführt. Ein Interessensausgleich zwischen Kapitalnehmern und Kapitalgebern herbeigeführt. Partnern von Kreditgeschäften ist es möglich überall und zu jeder Zeit günstige Bedingungen für die gewünschten Geschäfte aufzufinden und auszunutzen. Wie am Grünmarkt oder Naschmarkt wird gehandelt und wie das Marktamt die Hygiene beim Gemüse kontrolliert, gibt es auch bei den Finanzprodukten eine Hygienevorschrift. Die Finanzmarktaufsicht. Im Gegensatz zum Gemüsemarkt wird an der Börse aber nie nur lokal gehandelt, sondern global. Bis heute gibt es kein Marktamt, also keine Regulatoren, die weltumspannend wirken. So kann der Kapitalmarkt mit seinen perfekten Bedingungen zum Tummelplatz für jede Menge spekulatives Kapital verkommen; Geld, das dem echten Kapital gleichgesetzt wird, das für die Schaffung von Zukunft gedacht ist. Und hier liegt eine Begründung dafür, warum die Kapitalmärkte derzeit so funktionieren, wie sie funktionieren. Kurzfristigkeit, siehe Quartalsberichte. Durch die Unsummen an spekulativem Kapital gerät das Gleichgewicht – der gefragte und beabsichtigte Interessensausgleich zwischen Anleger und Unternehmen völlig aus dem Lot. Und schnell kann ein Sog entstehen, der wie bei der aktuellen Krise am Kredit- und Geldmarkt die Finanzplätze in einem Ausmaß belastet, dass nur mehr Einsatzkräfte wie die Notenbanken schauen können, was zu retten ist.

Vielleicht – nur ein Gedanke – könnte Sir Isaac Newtons Wunsch nach Berechenbarkeit der Finanzmärkte ein starkes globales Marktamt nachkommen.

3. Cornelia Staritz (ATTAC-Aktivistin, Ökonomin):

Finanzmärkte haben grundsätzlich sehr wichtige realwirtschaftliche Funktionen: Sie helfen bei der Finanzierung von Konsum und Investitionen. Personen, die Geld haben, können es auf Finanzmärkten anlegen. Dort kann es anderen Personen, Haushalten, Unternehmen oder auch Staaten zur Verfügung gestellt werden, die damit konsumieren oder investieren können. Eine zweite wichtige Funktion ist, dass durch Finanzmärkte grenzüberschreitender Handel ermöglicht wird, weil dort Währungen getauscht werden können. Wenn ich zum Beispiel US-amerikanische Waren kaufen will oder in den USA investieren will, muss ich Euro in Dollar tauschen. Aber diese, die Realwirtschaft unterstützenden Tätigkeiten haben sehr stark an Bedeutung verloren. In vielen Bereichen ist es nicht mehr so, dass die Finanzmärkte die Realwirtschaft unterstützen, sondern dass sie sie dominieren und destabilisieren. Auf Finanzmärkten steht also nicht mehr die Finanzierung von Investitionen und die Unterstützung der Realwirtschaft im Mittelpunkt, sondern der Handelsaspekt: Das Kaufen und das Verkaufen von meist sehr kurzfristigen Finanztiteln, von denen gehofft wird, dass ihr Wert steigt. Das war nicht immer so: Die Finanzmärkte, die wir heute kennen, sind relativ neu. Nach dem zweiten Weltkrieg bis in die 70er Jahre herrschte das System von Bretton Woods, in dem es sehr starke Kontrollen und Regulierungen gab. Einerseits im internationalen Kapitalverkehr aber auch innerhalb der Länder war der Finanzsektor sehr stark reguliert. Seit den 70er Jahren kam es zu massiven Liberalisierungen und einer Deregulierung, die das nationale und das internationale Finanzsystem stark verändert haben. Diese Veränderungen sind sehr deutlich an den unterschiedlichen Teilmärkten der Finanzmärkte zu sehen.

3.1. Finanzmärkte

Die Finanzmärkte können in drei Teilmärkte unterteilt werden: Erstens der Kreditmarkt, zweitens die Wertpapiermärkte und drittens der Devisenmarkt. Die Wertpapiermärkte können noch in den Anleihenmarkt, in den Aktienmarkt und in den Markt für Derivate unterteilt werden. Die Entwicklungen sind eng miteinander verknüpft aber es existieren trotzdem unterschiedliche Dynamiken und auch unterschiedliche Probleme, die in diesen Teilmärkten auftreten.

3.1.1. Kreditmarkt

Der Kreditmarkt ist die älteste und klassischste Form der Fremdfinanzierung. Wichtige Akteure sind Banken. Es gibt fast in jedem Land ein Bankensystem, an dessen Spitze Zentralbanken stehen. Das Profil von Banken hat sich jedoch in den letzten zwanzig bis dreißig Jahren stark verändert: Ihre Haupttätigkeit ist nicht mehr die traditionelle Kreditvergabe. Sie agieren heute stark in der Vermögensverwaltung und auch im Investmentbanking. Das heißt, Banken haben eine sehr wichtige Rolle auf anderen Märkten. Obwohl Banken sicher die am meisten regulierten Institutionen sind, werden diese Regulierungen oft übergangen, indem Banken beispielsweise in Fonds investieren. Auch in Hedgefonds und in Private Equity Fonds. Das sind Fonds, die kaum reguliert sind, die hochspekulative Geschäfte eingehen, und die diese Geschäfte vor allem auch eingehen können, weil sie von Banken Kredite bekommen: Sie haben oft sehr wenig Eigenkapital, dennoch bekommen sie Kredite. Damit haben ihre Geschäfte eine sehr hohe Hebelwirkung. Die Gewinne und die Renditen – aber auch die Verluste – können sehr hoch sein.

Zur Risikominimierung der Kreditvergabe von Banken gibt es das Basel II-Abkommen. Es ist jedoch in vielen Punkten problematisch: Die Ratings – also die Bewertungen der Unternehmen – sind, wenn es der Wirtschaft gut geht, positiv und somit werden auch die Risiken als gering eingeschätzt. Wenn es der Wirtschaft schlecht geht, sind auch die Ratings schlecht, also ist auch die verlangte Eigenkapitalsicherung für Kredite höher. Es wirkt also pro-zyklisch. Weiters sind v.a. Klein- und Mittelunternehmen negativ betroffen, weil deren Ratings generell schlechter ausfallen aufgrund von fehlenden Eigenkapital-Sicherheiten. Aber trotzdem ist Basel II ein Regulierungsansatz, in dem es für Kredite gewisse Eigenkapitalhinterlegungen notwendig sind um das Risiko zu reduzieren, was grundsätzlich positiv ist. Das Problem ist aber – gerade jetzt bei der Hypothekenkrise hat man das deutlich gesehen – dass viele Banken diese Regulierung übergangen haben. Sie haben Kredite vergeben, haben aber aufbauend auf diesen Krediten Derivate gebildet, also quasi Wertpapiere geschnürt und diese weiterverkauft. Somit haben sie die Renditen, aber auch die Risiken, weiterverkauft und die Regulierung von Basel II greift nicht.

Das heißt, dass Banken ihre sehr wesentliche Aufgabe – Finanzierung von Investitionen und auch Konsum - nur mehr zu einem kleinen Teil erfüllen und ganz wichtige Akteure auf den anderen Märkten – Aktienmärkten, Märkte für Derivate - geworden sind. Das zeigt die aktuelle Immobilienkrise deutlich. Aber auch bei der Südostasienskrise, die genau vor 10 Jahren ausbrach, waren Banken wesentliche Akteure.

3.1.2. Wertpapiermarkt

Der zweite wichtige Teilmarkt ist der Wertpapiermarkt. Der Wertpapiermarkt hat in den letzten zwanzig bis dreißig Jahren sehr stark an Bedeutung gewonnen. Hier können drei Teilmärkte unterschieden werden. Der Anleihenmarkt, der Aktienmarkt und der Derivate-Markt. Regierungen und große Unternehmen haben die Möglichkeit, Anleihen auf den Markt zu bringen. Das heißt, sie verkaufen Anleihen, bekommen dafür Kapital und können damit Konsum und Investitionen finanzieren. Anleihen sind Schuldverschreibungen – es ist Fremdkapital. Wenn ich eine Anleihe kaufe, finanziere ich eine/n UnternehmerIn oder einen Staat damit, aber ich bekomme nach der Laufzeit die Anleihe verzinst wieder zurückgezahlt. Bei Aktien ist es anders. Großunternehmen haben die Möglichkeit, Aktien zu emittieren. Das heißt, andere Personen kaufen diese Aktien und dem Unternehmen fließt Geld zu. Wenn ich diese Aktie kaufe, bin ich MiteigentümerIn und mir gehört folglich ein Promille von McDonalds, IBM oder einem anderen Unternehmen. Meiner Aktie und meinen Dividenden geht es gut wenn es dem Unternehmen gut geht. Umgekehrt geht es meiner Aktie ebenso schlecht, wenn es dem Unternehmen schlecht geht. Es ist also Risikokapital. Aktien sind an und für sich ein sehr wichtiges Finanzierungsinstrument. Unternehmen können Wertpapiere bilden, ihnen fließt Kapital zu und sie können Investitionen tätigen. Das Problem ist aber, dass diese Finanzierungsfunktion nur mehr eine ganz kleine Bedeutung hat.

Es gibt auf den Anleihen- und Aktienmärkten den Primär- und den Sekundärmarkt. Der Primärmarkt ist der Markt, auf dem neue Anleihen oder Aktien auf den Markt gebracht werden und dem Unternehmen direkt Kapital zufließt, das verwendet werden kann. Am weitaus wichtigeren Markt, dem Sekundärmarkt, werden bereits existierende Aktien oder Anleihen gehandelt. Der Handel mit bereits bestehenden Aktien oder Anleihen ist viel größer als der am Primärmarkt. Das bedeutet, dass die Han-

delsfunktion viel wichtiger geworden ist als die Finanzierungsfunktion. Wenn man sich ansieht, wie sich Unternehmen finanzieren, kann festgestellt werden, dass die Aktienmärkte gar keine so wesentliche Rolle spielen. Realinvestitionen werden vor allem durch einbehaltene Gewinne – also internen Ressourcen – oder über Bankkredite finanziert. Ergo: Aktien spielen keine so wesentliche Rolle bei der Finanzierung von Realinvestitionen.

Dennoch haben sie eine ziemliche Macht. Wenn man sich z.B. anschaut wie heute Unternehmen primär bewertet werden: Die Produkte, die gerade neu entstanden sind? Wie qualifiziert die MitarbeiterInnen sind, die sozialen Aktivitäten? Gewinne? Nein, zuerst wird der Aktienkurs als Indikator herangezogen. Der Aktienkurs soll darstellen, wie gut es einem Unternehmen geht. Zum Teil stimmt das auch. Wie wir jedoch schon gehört haben, gibt es hier häufig sehr große Diskrepanzen. Mit dieser Orientierung am Shareholder Value (Aktionärsvermögen) sind vor allem zwei Probleme verbunden. Erstens, die Kurzfristigkeit: Aktienmärkte sind nicht immer logisch und haben ein sehr kurzfristiges Denken. Es ist sehr wichtig, wie der nächste Quartalsbericht aussieht. Hier entsteht eine Diskrepanz: Die Zielsetzung, mittel- bis langfristig produktiv agieren und überleben zu können, setzt häufig ganz andere Handlungsmuster voraus, als einen kurzfristigen Erfolg für den nächsten Quartalsbericht zu lukrieren. Wenn ein Unternehmen MitarbeiterInnen entlassen hat, ist oft ein Anstieg der Aktienpreise zu beobachten. Es kann aber nicht jedes Unternehmen rational gesehen zu viele MitarbeiterInnen haben. Vor zirka einem Jahr gab es Diskussion wegen der Deutschen Bank, die einen so starken Personalabbau betrieben hat, dass sie ihre Tätigkeiten mit der verminderten MitarbeiterInnenzahl gar nicht mehr wirklich erfüllen konnte. Mangelnde Weitsicht ist also ein Problem. Zweitens, ist problematisch, dass die Interessen von einer Gruppe sehr stark über alle anderen Interessen gestellt werden: Die Interessen der Shareholder. Nun gibt es im Unternehmensumfeld aber auch noch andere Interessensgruppen: Das Management, die MitarbeiterInnen, Zulieferer und letztlich auch die KonsumentInnen.

Der Derivate-Markt ist die jüngste Form von Wertpapieren am Finanzmarkt. Der Begriff Derivate kommt vom lateinischen Wort „ableiten“. Es handelt sich dabei um ein Instrument, das von anderen Instrumenten abgeleitet ist. Wie bei vielen Produkten auf den Finanzmärkten ist die Grundidee der Derivate eine realwirtschaftlich sinnvoll-

le: Sie sollen die Risiken bei realwirtschaftlichen Handelsgeschäften abdecken. Derivate wurden anfangs bei landwirtschaftlichen Produkten eingesetzt. Beispielsweise weiß ich als Landwirtin, dass in drei Monaten Ernte sein wird und die Preise bei landwirtschaftlichen Produkten sehr stark schwanken, also möchte ich mich absichern. Es kann sein, dass die Preise dann sehr hoch sind, es kann aber auch sein, dass sie sehr gering sind. Und so kann ich einen Vertrag mit jemandem eingehen und einen fixen Preis für meine Ernte in drei Monaten vereinbaren. Wenn später die Preise höher sind, kann ich es trotzdem nur zu dem vereinbarten Preis verkaufen, und der Käufer des Derivats generiert einen Gewinn. Ist der Preis allerdings niedriger, so bin ich abgesichert und verkaufe ebenfalls zum vereinbarten Preis. Das heißt, Derivate haben eine realwirtschaftlich sehr sinnvolle Funktion. Sie können Preisrisiken abdecken, auch bei Wechselkursschwankungen. Der Knackpunkt ist aber, dass es heute Derivate auf alles gibt: Es gibt Derivate auf Derivate. Es gibt Derivate auf Regentage und Sonnenstrahlen. Wie wir bei Immobilienkrediten gesehen haben, gibt es auch Derivate auf Kredite. Teilweise werden hier Kredite mit guter und schlechter Bonität gemischt, in Derivate verpackt und weiter verkauft. Die Einschätzung der Risiken wird dementsprechend schwierig.

Es wird heute auf den Derivatmärkten täglich das Sechzigfache der jährlichen Wirtschaftsleistung aller Industrieländer gehandelt. Das Volumen ist also sehr abgekoppelt von der Realwirtschaft.

3.1.3. Devisenmarkt

Der Devisenmarkt hat das größte Volumen auf den Finanzmärkten. Am Devisenmarkt werden unterschiedliche Währungen getauscht. Auch hier besteht eine wichtige realwirtschaftliche Funktion: Wenn zum Beispiel Produkte aus den USA gekauft werden oder in den USA investiert wird. Das Volumen auf den Devisenmärkten beträgt heute täglich 3,2 Billionen Dollar, täglich 3200 Milliarden Dollar. Wenn ich das mit dem gesamten weltweiten Handel und den gesamten ausländischen Direktinvestitionen vergleiche, dann machen diese nur zwei Prozent des gesamten Devisenvolumens aus: Eigentlich müssen die Devisenmärkte nur fünf Tage im ganzen Jahr offen haben, um alle realwirtschaftlichen Transaktionen tätigen zu können. Auch wenn ein paar Absicherungsgeschäfte dazu gerechnet werden, steht das Volumen der

Transaktionen in keiner Beziehung zur Realwirtschaft. Diese Transaktionen sind oft sehr kurzfristig: Achtzig Prozent haben eine Frist von weniger als fünf Tagen, vierzig Prozent von weniger als drei Tagen. Häufig wird innerhalb von einem Tag getauscht und wieder zurückgetauscht um mit kurzfristigen Kursunterschieden Gewinne zu machen.

Durch die Transaktionen wird aber ein ganz wichtiger Preis bestimmt: Der Preis von Währungen, der Wechselkurs. Die Devisenmärkte lösen sich zwar von der Realwirtschaft ab, diese Transaktionen haben kaum mehr Beziehungen zur Realität, aber sie bestimmen einen realwirtschaftlich wesentlichen Preis. Der Wechselkurs hat sehr wichtige Auswirkungen auf die Realwirtschaft, auf die Handelsposition eines Landes, auf die Investitionsposition, für Entwicklungsländer auch sehr stark auf die Schuldentrückzahlungen, weil sie in Dollar verschuldet sind.

3.2. Akteure in den Finanzmärkten

Auf den Finanzmärkten gibt es unterschiedliche Akteure. Banken beispielsweise sind Akteure auf dem Kredit, aber auch Anleihen-, Aktien- und Derivate-Märkten. Andere Akteure sind Investment- oder Pensionsfonds, die sehr stark an Bedeutung gewonnen haben. Im Gegensatz zu Investment- oder Pensionsfonds unterliegen Hedgefonds kaum einer Regulierung. Fast alle Hedgefonds sind in Steueroasen angesiedelt. Wegen der fehlenden Regulierung können sie mit sehr wenig Eigenkapital Kredite aufnehmen und investieren. Sie haben somit eine sehr hohe Hebelwirkung. Das kann zu sehr hohen Gewinnen führen, aber auch zu sehr hohen Verlusten. Wenn es zu Verlusten kommt, verlieren aber nicht nur die Hedgefonds, sondern auch die Banken, die entsprechende Kredite vergeben haben. Banken vergeben jedoch nicht nur Kredite an Fonds, sie haben auch andere KundInnen, die dann oft ebenfalls betroffen sind.

Relativ neue Akteure sind Privat Equity Fonds. Ihre Strategie ist, Unternehmen aufzukaufen und deren Aktien vom Markt zu nehmen. Die Unternehmen werden umstrukturiert und dann teilweise einzeln verkauft. Diese Fonds haben ebenfalls oft sehr geringes Eigenkapital und sind hoch verschuldet bei Banken wodurch auch hier eine große Hebelwirkung entsteht.

Ein anderer wichtiger Akteur sind Rating-Agenturen: Sie bewerten neue Produkte von Banken und Fonds. Das Risiko solcher Produkte zu eruieren ist allerdings einerseits schwierig und andererseits entsteht ein Interessenskonflikt: Denn die Rating-Agenturen werden von den Fonds und Banken – die ihre Produkte auf den Markt bringen – bezahlt. Auch bei der Hypothekenkrise haben diese Rating-Agenturen zu sechzig Prozent ihr Einkommen von den Fonds bekommen, deren Produkte sie bewertet haben. Und genau diese Kredite wurden mit Tripple A (Ausfallsrisiko ist fast Null) bewertet. Hier wird deutlich, wie relevant es ist, wer kontrolliert.

3.3. Mögliche Instrumente für eine Finanzmarkt-Regulierung

Fazit: Die Finanzmärkte haben wesentliche realwirtschaftliche Funktionen, sie unterstützen jedoch die Realwirtschaft immer weniger, sondern koppeln sich von ihr ab. Trotzdem haben Finanzmärkte wesentliche Rückwirkungen. Es werden wichtige Preise festgelegt, beispielsweise wird auf den Aktienmärkten der Aktienkurs bestimmt, der für ein Unternehmen sehr wichtig ist, um Kredite zu bekommen, auf den Devisenmärkten der Wechselkurs. Und auch Entwicklungen auf anderen Märkten haben Rückwirkungen auf die Realwirtschaft und können zu hohen Instabilitäten führen. Vor zehn Jahren brach die Finanzkrise in Südostasien aus, dann die Russlandkrise, die Krise in Argentinien, jetzt haben wir die Hypothekenkrise. Diese Entwicklungen sind jedoch kein Naturgesetz. Die jetzigen Finanzmärkte wurden politisch gestaltet und können auch anders gestaltet werden. Die Politik darf nicht von den Finanzmärkten dominiert werden, sondern sie muss die Regeln für die Finanzmärkte festlegen.

Wenn man über Regulierungen und über politische Forderungen nachdenkt, gibt es zwei wesentliche Problemfelder, bei denen man ansetzen muss: Das erste Thema sind die liberalisierten und deregulierten Finanzmärkte. Ziel müsste die Reduzierung von Spekulationen und die stärkere Regulierung von Akteuren und Produkten sein. Hier wäre auch wichtig, dass Maßnahmen zum Schutz von Unternehmen und auch von der Belegschaft gegen Finanzinvestoren durchgesetzt werden. Das wären beispielsweise Instrumente wie die Börsenumsatzsteuer, die Tobinsteuer. Oder eine Genehmigungspflicht von spekulativen Produkten wie Derivate. Sehr wichtig wäre eine stärkere Regulierung von Fonds, vor allem Hedgefonds und Privat Equity

Fonds, aber auch von Rating Agenturen. In Unternehmen wäre eine Koppelung von Aktienstimmrechten an eine Mindesthaltedauer möglich. Bei Übernahmen oder Fusionen sollten die Beschäftigten eine Vetomöglichkeit haben. Es gibt genügend Instrumente die diskutiert werden.

Es stellt sich neben diesen Regulierungen aber auch noch eine zweite Frage: Warum gibt es überhaupt so viele liquide Mittel, die auf Finanzmärkten nach Anlagemöglichkeiten suchen? Hier sind zwei Punkte wesentlich: Es gibt eine ungerechte Verteilung bei Vermögen und Einkommen. Die Profitquote (Anteil von Kapitaleinkommen/Profiten am BIP) steigt und die Lohnquote (Anteil von Lohneinkommen am BIP) geht seit den 1970er Jahren zurück. Die hohen Gewinne oder hohen Einkommen und Vermögen von einem kleinen Teil der Bevölkerung können nicht zu den gewünschten hohen Renditen realwirtschaftlich verwertet werden, also werden sie auf den Finanzmärkten angelegt, weil dort die Renditen höher sind. Ein zweiter wichtiger Punkt ist die Privatisierung der Pensionsvorsorge. Dadurch hat sich das Kapital, das nach Anlagemöglichkeiten sucht, sehr stark erhöht. Hier muss einerseits eine Umverteilungspolitik im Bereich Steuerpolitik, Geldpolitik, Lohnpolitik und Sozialpolitik und andererseits ein Stopp der Privatisierung der Pensionsvorsorge gefordert werden.

4. Monika Rosen (Bank Austria, Chefanalystin):

Wir haben jetzt eine Stunde über Börse gesprochen, schauen wir uns jetzt einmal welche an. Wir haben davon gesprochen, dass es aktienbörsennotierte Unternehmen gibt. Diese sind in Indizes zusammengefasst. Diese Indizes notieren in bestimmten Währungen. Wir können drei von ihnen vergleichen. Euroland-Aktien, sozusagen unser Heimatmarkt, da gehört natürlich auch Österreich dazu, also die im Euroland börsennotierten Unternehmen. Der zweite ist ein Weltindex und drittens amerikanische Aktien. Die amerikanischen Aktien sind in diesem Vergleich die schlechtesten in der Wertentwicklung. Und zwar deshalb, weil ich diesen Vergleich in Euro rechne, da müssen Sie den Dollar in Rechnung stellen. Im heurigen Jahr ist der Dollar schwach gewesen. Das heißt, wenn ich am Jahresbeginn etwas in Dollar investiere, hat mich das Performance gekostet. Also bin ich mit amerikanischen Aktien als Euroanleger heuer schlechter ausgestiegen, als wenn ich in meinem Heimatmarkt geblieben wäre. Das ist einmal eine erste wichtige Tatsache. Natürlich gibt es

auch den Faktor, dass sich Märkte durchaus im Tandem bewegen. Also die Indizes divergieren zwar, gehen aber nicht gravierend in verschiedene Richtungen, sondern bewegen sich im Tandem. Das ist gut und schlecht. Es gibt zwar Einflussgrößen, die alle Märkte weltweit beeinflussen, aber es wird immer schwieriger, ein Portfolio zu bilden, mit dem ich eine wirkliche Diversifikation habe. Das ist ein Preis, den wir für die viel zitierte und viel kritisierte Globalisierung zahlen. Ein diversifiziertes Portfolio bedeutet, dass in möglichst unterschiedliche Sachen investiert wird: Wenn etwas schlecht läuft, gibt es noch etwas anderes, was gut läuft. So federe ich Risiken ab. Ein Problem, das wir dabei haben, ist, dass es – zumindest bei den entwickelten Märkten – zunehmend schwierig wird, weil sie sich im Tandem bewegen.

4.1. Krisen: Auslöser und Indikatoren

Stichwort Krisen: Was waren die Auslöser, was waren die Themen im Jahr 2007? Wenn wir einen Immobilienindex betrachten, erkennen wir eine sehr starke Korrektur. Was heißt das? Die Preise für Immobilien sind entsprechend zurückgekommen, das ist die eine Wahrheit, damit ist natürlich der private Konsument in den USA durchaus belastet. Die andere Wahrheit ist aber, dass diese Kredite in Wertpapiere verpackt wurden, die sich weltweit in den Portfolios in den Fonds wieder finden. Und so kann es sein, dass jetzt zum Beispiel eine IKB im Rheinland Pleite geht, wenn in Amerika der Immobilienmarkt korrigiert wird. Das ist eben eine Auswirkung, mit der wir uns auseinander setzen müssen. Was ist Risiko, was ist ein Wertpapier und wo befinden sich diese Wertpapiere? Wenn sozusagen zu viel von ein und derselben Zutat in einem Cocktail ist – wie beim Alkohol – dann kann das unter Umständen negative Folgen haben. Auch da wäre wieder der Gedanke einer breiten Portfoliodiversifizierung hilfreich. Ein Chart, der mir persönlich sehr gut gefällt, ist der Volatilitätsindex. Als Beispiel sehen wir uns den S&P 500 an. Das ist einer der ganz großen amerikanischen Börsenindizes: Die 500 größten amerikanischen börsennotierten Unternehmen. Hier sieht man in einfachen Worten ausgedrückt deutlich: In einem korrigierenden Aktienmarkt – also wenn die Aktienkurse runter gehen, wenn sie negative Schlagzeilen, Angst, Panik haben – schnellt dieser Index nach oben. Wenn die Aktienmärkte kein Thema sind, wenn alles schön nach oben plätschert, geht dieser Volatilitätsindex hinunter. Volatilität steigt in fallenden Märkten, wie bei der Asienkrise in den Jahren 1997/98, während der Russlandkrise und auch nach dem 11. September.

Der bisherige Rekord wurde im Sommer 2002 im Rahmen der Bilanzierungsskandale erzielt, Stichwort Enron und Worldcom. Da hatten wir ein Hoch in der Volatilität. Über einige Jahre – von 2002 bis 2005 – hatten wir eine ständig fallende Volatilität, also sich sehr positiv entwickelnde Aktienmärkte. Im Jahr 2006 und vor allem 2007 gibt es mit der Subprime-Krise wieder ein Ansteigen der Volatilität. Im historischen Vergleich besteht aber noch lange kein Hoch. Es gab also schon Börsensituationen, die von noch mehr Angst gekennzeichnet waren, als das im Jahr 2007 der Fall war. Auch das muss man ganz eindeutig sehen. Im Übrigen gibt es natürlich den Gedanken zu kaufen, wenn die Volatilität sehr hoch ist. Wer sich antizyklisch verhält und intelligent gegen den Strom schwimmt, wird an der Börse belohnt. Das bedeutet, ich kaufe, wenn die Volatilität relativ hoch ist. Wer sich beispielsweise 1998 getraut hat, in Russland zu kaufen – als der Ölpreis bei zehn Dollar lag – hat in den vergangenen zehn Jahren gut verdient: Der Ölpreis ist heute bei fast hundert Dollar pro Barrel. Aber wenn die Volatilität oben ist, besteht eine große Nervosität. Wirklich antizyklisch zu agieren ist schwer. Schwerer als man glauben sollte. Das ist sicher eine Tatsache.

4.2. Branchenbewegung

Wie bewegen sich die einzelnen Branchen? Welche Branche ist heuer super gelaufen und welche nicht? Manches davon liegt auf der Hand. Die rote Laterne haben die Finanzdienstleister. Also wenn Sie Bankaktien gehalten haben, waren Sie heuer nicht sehr gut bedient. Eine Branche, die in den letzten Jahren immer sehr stark war, ist der Energiesektor. In der heurigen nervösen Situation sind auch die so genannten defensiven Branchen immer eine gute Wahl. Also jene Branchen mit eher langsamen, tendenziell eher stabilen und klassischen Gewinnsteigerungsraten. Da gehört sicher ein Versorger oder eine Telekom dazu. Ich spreche mit Ihnen aber ausschließlich davon, wie sich die Aktien 2007 an der Börse verhalten haben. Was treibt diese Börseentwicklung an? Natürlich ist die dahinter liegende Gewinnentwicklung ein Thema, aber wenn zum Beispiel ein Unternehmen ein Übernahmekandidat wird und daher besonders gut läuft, ist es auch dabei.

4.3. Verhalten der Anleihenmärkte

Es stellt sich die Frage, wie sich Anlagemärkte verhalten. Zum Thema Renditen: Bei Staatsanleihen gibt es einen Kupon – das bedeutet eine jährliche Zinsausschüttung. Diese haben einen Preis. Beides im Zusammenhang ergibt eine Rendite. Ich habe einen Markt dafür, was Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren derzeit für eine Rendite abwerfen. Staatsanleihen bieten die größte Sicherheit überhaupt. Gehen wir davon aus, dass sie ein Anleger sind und eine Anleihe im Portfolio mit einem Kupon von vier Prozent besitzen und die Zinsen draußen am Markt steigen auf fünf Prozent. Was glauben sie wird mit ihrer Anleihe passieren? Sie zahlt ja nur vier – wird sie mehr oder weniger wert? Steigende Renditen sind also schlecht für Anleihen. Wenn ein Aktienindex steigt, ist das normalerweise super. Bei Renditen ist es umgekehrt. Die Renditen – die Bonds – die sie in der Hand haben werden weniger wert, wenn die Zinsen steigen. Das ist ein Zusammenhang, den ich ihnen mitgeben möchte. Die erste Jahreshälfte 2007 war bestimmt von Inflationsangst, steigenden Ölpreisen und Zinssteigerungen, die im Raum standen. Das ist ganz schlecht für die Renten. In der zweiten Jahreshälfte bekamen alle Angst wegen der Subprimekrise, also hat der hohe Ölpreis niemanden mehr interessiert. Dann kam sehr stark die Flucht in diese so genannten „safe haven“ – dieser Begriff existiert seit dem 11. September – den sicheren Hafen der Staatsanleihen. Was machen sie, wenn sie ein Vermögen verwalten? Wenn sie Angst bekommen, suchen sie eine sichere Anlageform, geben vielleicht ein bisschen von Ihren Aktienpositionen ab und ziehen sich in Staatsanleihen zurück. In der zweiten Jahreshälfte gab es einen enormen Zuzug in die Renten – gut für Anleihenmärkte. Also, das ist genau verkehrt zu einer Aktienentwicklung.

Eine andere wichtige Frage: Was ist ein Spread? Stellen wir uns vor, die Republik Österreich begibt eine Anleihe, die mit vier Prozent verzinst wird, weil sie vorher gefallen ist. Siemens oder Hewlett Packard begibt ebenso eine Anleihe. Wenn sie ein fachkundiger Anleger sind, verlangen sie von Hewlett Packard oder von Siemens mehr als diese vier Prozent. Aufgrund des Risikos verlangen sie einen Aufschlag. Obwohl Siemens und HP große Firmen sind ist das Risiko größer als bei einer staatlichen Anleihe. Sie nehmen also mehr Risiko, dafür wollen sie auch mehr haben. Das

ist ein Spread: Der Aufschlag zwischen einer Bundesanleihe und einer Unternehmensanleihe. In einfachen Worten, das Spread gibt Ihnen Auskunft darüber, wie die Risikoneigung der Anleger ist. Wenn ich glaube, dass sich die Wirtschaft super entwickelt und die Aussichten gut sind, dann muss Siemens relativ wenig Aufschlag hergeben. Wenn ich Angst bekomme, dann wird der Spread aufgehen und umso mehr werde ich von Siemens verlangen.

4.4. Ausblick auf das Börsenjahr 2008

Wir haben 2007 grundsätzlich ein gutes Wirtschaftswachstum. Motor des Wachstums ist weiterhin China. China möchte weitere Maßnahmen ergreifen, um dieses Wachstum abzukühlen, da sie natürlich auch ein massives Inflationsproblem haben. Der Euroraum und auch die USA legen deutlich geringere Wachstumsraten an den Tag. Einer der Parameter, der jetzt sehr stark beobachtet werden kann, ist der private Konsum in den USA. Zwei Drittel des amerikanischen Wachstums werden vom privaten Konsum getragen. Für die Wirtschaftsentwicklung weltweit ist der private amerikanische Konsument wahnsinnig wichtig: Er hält nicht nur den amerikanischen Einzelhandel am Kochen. Alles, was in China, Südostasien oder Indien produziert wird, braucht einen Abnehmer. Die Abnehmer im eigenen Land sind lange noch nicht kaufkräftig genug, daher müssen die Amerikaner kauffreudig bleiben. Vor einer Trendwende haben jetzt alle Angst. Wir haben derzeit eine korrigierende Immobilienkrise und einen hohen Ölpreis. Jetzt geht natürlich die Angst um, dass der amerikanische Konsument hier irgendwann einknickt. Das hätte durchaus weit reichende Konsequenzen.

Zum Thema Ölpreis: Er kommt in den letzten zehn Jahren von zehn Dollar und ist fast ungespitzt auf die hundert zugegangen. Es besteht natürlich auch ein Zusammenhang zwischen dem Ölpreis und dem Dollar: Öl wird immer noch in Dollar gezahlt. Mit dem schwachen Dollar werden auch die Petrodollars immer weniger wert. Der schwache Dollar treibt also unter anderem auch den Ölpreis vor sich her.

Zum Gewinnwachstum: Es gab sehr lange fantastische Zuwachsraten im S&P 500. Im dritten Quartal 2007 gab es schließlich eine negative Entwicklung. Die Finanzdienstleister haben hier ein ordentliches Loch in die Entwicklung gerissen. Entspre-

chend muss man jetzt natürlich schauen, wie der Ausblick für 2008 ist. Wir gehen von einer durchaus anhaltenden Volatilität aus: Die Krise wird also noch eine Zeit lang dauern, bis sie sich ganz bereinigt. Meiner Meinung nach ist in dem einen oder anderen Segment durchaus jetzt schon eine Einstiegschance gegeben oder sollte sich im Laufe des Jahres 2008 auf jeden Fall ergeben. Bezüglich den Präsidentschaftswahlen in den USA: Es gibt eine Börsenregel, die besagt, dass Wahljahre gute Börsenjahre sind. Wenn sich die Konjunkturdelle als kleiner als prognostiziert herausstellt, könnte das meiner Meinung nach für 2008 für Einstiegsniveaus sorgen.

5. Günther Chaloupek (AK Wien, Ökonom):

Ist die gegenwärtige Finanzmarktkrise der letzte Teil einer langen Entwicklungsphase des US-amerikanischen Wirtschaftssystems? Beim Vergleich der jetzigen sog. „Subprime-Krise“ mit früheren Krisen fällt auf, dass der letzten Krise 2000/2001 ein acht oder neun Jahre anhaltender Boom vorausgegangen ist, die längste Expansionsphase in der Geschichte der USA nach dem Zweiten Weltkrieg. Wir haben als gemeinsames Merkmal beider Aufschwungsphasen zunächst eine Unterstützung des Booms durch eine expansive Geldpolitik der Notenbank, und dann eine schrittweise Anhebung der Zinsen vor der Krise. Irgendwann kam es dann zum Platzen dieser Blase, die natürlich eine ganz unterschiedliche Zusammensetzung und Form hatte. Im vorletzten Boom, in den Neunzigerjahren konnte man allerdings eine ungeheuerliche Übersteigerung auf der propagandistisch-ideologischen Ebene feststellen, von der in der letzten Phase auch Europa erfasst worden ist, wenn auch ein bisschen schaumgebremst. Die Finanzzeitungen und andere Enthusiasten haben damals davon phantasiert, dass die auf den digitalen Kommunikationstechniken basierenden *new economy* die Grundlage einer immer währenden Expansion sei. Wie zuletzt in den Sechzigerjahren wurde vom „Ende des Konjunkturzyklus“ gesprochen, also Hoffnungen genährt, dass es keine Rezessionen mehr geben sollte.

Beim jetzt zu Ende gegangenen Boom war man da schon deutlich nüchterner. Es war schon seit einiger Zeit auch in Finanzkreisen die Einsicht vorhanden, dass es nicht immer so weiter gehen würde. Das Erstaunliche, für den Nicht-Insider des Finanzmarktes schwer Begreifliche ist, dass trotzdem alle fröhlich mitgemacht haben.

Als es dann wirklich vorbei war mit der Hausse, waren viele überrascht und mit Verlusten konfrontiert.

In beiden Fällen – in den Neunzigerjahren und beim jüngsten *housing boom* waren Finanzinnovationen eine der wesentlichen Grundlagen des Booms, die durch Deregulierungsmaßnahmen ermöglicht worden waren. Beim *new economy boom* kamen auch noch ganz primitive Bilanzfälschungen hinzu, nicht nur von Konzernen wie Enron und anderen in Konkurs gegangenen Gesellschaften, sondern von einer Reihe an der New Yorker Börse notierten Gesellschaften mit hoher Reputation. Sie haben das gemacht, um die Kurse zu hinaufzutreiben. Die Gesetzgebung in den USA hat darauf reagiert (sog. *Sarbanes-Oxley-act*). Zuletzt haben solche Fälschungen dieser Art keine Rolle mehr gespielt.

Allerdings kann man die spezielle Form der Wertpapiere, die den letzten Boom getragen hat, nämlich die Verbriefung von Hypothekendarlehen, auch als eine Art von Betrug werten - zwar kaum im rechtlichen Sinn, aber auf jeden Fall als Selbstbetrug der Finanzbranche als ganze. Das gilt besonders bei den Wertpapieren, deren Zusammensetzung so war, dass die hochriskante Komponente sehr groß war; und die deshalb die mit hohen Zinsen angeboten wurden. Bei der aktuellen Krise ist das Bankensystem wesentlich stärker betroffen als beim letzten Mal, da viele Banken die Produkte dieser großartigen Finanzinnovation im Portfolio halten. Dadurch ist auch die Gefahr serieller Zusammenbrüche von Banken durchaus gegeben. Die Notenbanken sind daher sehr rasch eingeschritten. Wenn man gelesen hat, dass die amerikanische *Fed* und Europäische Zentralbank mit vielen hundert Milliarden in den Markt gegangen sind und Liquidität bereitgestellt haben, so musste hier eine ganz massive Aktion werden, um den Stillstand des Bankensystems zu verhindern. Was ohne dieses Eingreifen passiert wäre, soll man sich besser gar nicht vorstellen. Auch wenn in Europa selbst von den wunderbaren neuen Instrumenten zum Weiterverkauf von Hypothekendarlehen kaum Gebrauch gemacht wurde, gibt es einen Ansteckungseffekt aufgrund von leichtsinnigen Investments: Diese verbrieften Hypothekendarlehen waren und sind auch in den Portfolios der europäischen Bank- und Finanzinstitutionen.

Verstärkt wird die Krise des Bankenapparats durch die großzügigen Finanzierungen des Fusions- und Übernahmespiel, an dem sich zuletzt besonders sog. *private equity*-Fonds betätigt haben. Der damit bewirkte Anstieg der Börsenkurse verursacht zuerst eine Euphorie und dann, wenn sie wieder abstürzen, eine Verschärfung der Krise. Nebenbei angemerkt sei hier, dass mit den Investments in *private equity*-Fonds häufig eine ungeheuere Eigenkapitalvernichtung verbunden ist, was sich dann in der Krise unangenehm auswirkt. Wie auch beim Rückkauf eigener Aktien wird die Eigenkapitalbasis geschwächt.

Last but not least finden wir in beiden Zyklen eine höchst problematische Rolle der Rating-Agenturen. Diese machen zuerst durch gute Ratings Schönwetter, was aber zu einem leichtsinnigen Umgang mit Risiken führt. In der Krise kommen die Rating-Agenturen plötzlich drauf, dass alles doch viel riskanter war und setzen die Ratings herunter. Das hat sehr schwerwiegende Reaktionen bei den Anlegern zur Folge und wirkt ebenfalls Krisen verschärfend. Die Rating-Agenturen verstärken zuerst die Euphorie und verschärfen dann den Abschwung.

5.1. Finanzgeleitete Ökonomie als Grund für die Krisen

Im folgenden möchte ich einige Überlegungen unter dem Aspekten eines Systemvergleichs USA-Europa anstellen. Die USA entspricht dem Modell einer finanzgeleiteten Ökonomie. Nach Ansicht der meisten Vertreter des *mainstreams* der ökonomischen Theorie, also der neoklassischen Gleichgewichtstheorie kommt dem Finanzsektor die führende Rolle in der Wirtschaftsentwicklung eines Landes zu. Denn es sind die Finanzmärkte, die dem Ideal des vollkommenen Marktes am nächsten kommen, so dass sie am besten dazu geeignet sind, die optimale Allokation aller produktiven Ressourcen gewährleisten. Dies tun sie, indem sie das Geld- und Finanzkapital in der Realwirtschaft in die produktivsten Verwendungen lenken und damit eben die maximale realwirtschaftliche Performance ermöglichen. Als Beleg für die Richtigkeit dieser Theorie wird immer wieder die hohe Dynamik und die gute Wachstumsperformance der USA im Vergleich zu Europa seit 1990 angeführt. Vor allem in der ersten Periode, aber auch noch nach dem Jahr 2000. Allerdings steht dem gegenüber, dass es in den USA – einschneidender als in Europa – zu Rezessionen kam, deren Ursprung meist ein Krach im Finanzsektor war.

Wie funktioniert nun dieses Modell der US-Ökonomie? In Aufschwungsphasen finanziert eine *asset price inflation*, also eine Inflation der Vermögenswerte – das können Aktien oder Immobilien sein -, die über bestimmte Kanäle auch zu einem Anstieg der Masseneinkommen beiträgt, einen Konsumboom, der dann das Wirtschaftswachstum und die Beschäftigung stimuliert. Das hat zwei Mal ganz gut funktioniert. Aber dieser Boom findet ein relativ abruptes Ende durch das Platzen der spekulativen Blase, die sich in der späteren Phase des Booms aufbaut. Die Folge sind große Vermögensverluste und eine Rezession in der Realwirtschaft mit all ihren Konsequenzen. Ein neuer Aufschwung wird dann durch irgendwelche Neuentwicklungen im Finanzsektor in Gang gebracht.

Die Geldpolitik hat zwar immer wieder versucht, ein spekulatives Überschießen (Alan Greenspans „*irrational exuberance*“) des Booms zu verhindern oder zumindest zu dämpfen. Der Versuch, geldpolitische Feinsteuerung einzusetzen, kann aber nach den jüngsten Erfahrungen als gescheitert betrachtet werden. Die *Fed* hat die Zinsen immer wieder schrittweise ein wenig erhöht, um sozusagen die Luft aus dieser Blase heraus zu lassen, aber es ist letztlich nicht gelungen. Die Blase ist trotzdem geplatzt, was zu einem ziemlichen Krach geführt hat – 2001/02, und eben jetzt wieder.

Die Rezession 2001 und 2002 war in den USA sehr kurz, weil der Immobilienpreisboom bereits seit Mitte der 90er Jahre in Gang war und dann rasch einen Ersatz für den zu Ende gegangenen Aktienboom geschaffen hat. Wie schwer die gegenwärtige Krise ist, können wir erst jetzt ansatzweise sehen. Wie sich ihr Verlauf gestalten wird, hängt von sehr vielen Faktoren ab: einerseits von der Reaktion der Politik in den USA, dann von der Reaktion der übrigen Welt, wobei hier nicht nur die EU, sondern auch China sehr wichtig ist, und nicht zuletzt auch von der Wechselkursentwicklung; weiters davon, wie rasch es gelingt, in den USA das strukturelle Ungleichgewicht vor allem in der Handelsbilanz zu eliminieren.

Meine These ist, dass es einen analogen Mechanismus wie den Immobilienpreisboom – der nach dem Jahr 2001 sehr rasch einen neuen Aufschwung und auch einen Konsumboom ermöglicht hat – jetzt nicht mehr geben wird. Um es plakativ zu formulieren: der Ofen ist aus. Viele Ökonomen in den USA schreiben, dass man sich auf eine Phase mit etlichen schwierigeren Jahren mit schwächerem Wirtschafts-

wachstum einstellen muss. Wenn dem so ist, dann würde der Finanzsektor an seine Grenze angestoßen sein.

Was ist die Konsequenz in den USA? Wir haben bis jetzt schon eine massive Abwertung des Dollars, die sich wahrscheinlich auch noch fortsetzen wird. Das steigert die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Produkte der USA in der EU und auf den anderen Teilen des Weltmarktes. Dies müsste wiederum zu einer Steigerung der Exporte und vor allem der industriellen Produktion samt allen vorgelagerten Dienstleistungen in den USA führen. Die Folge davon könnte sein, dass in den USA, wo lange Zeit der Finanzsektor und die Finanzdienstleistungen als das A und O der ganzen Wirtschaftsentwicklung war, von jetzt an der Sektor der Realwirtschaft (Industrie und Dienstleistungsproduktion) wieder an Bedeutung gewinnt; nicht zuletzt auch im Bewusstsein und im Verhalten der Konsumenten und der Anleger. Ein großes Fragezeichen in diesem Zusammenhang ist die Wechselkurspolitik Chinas. China hält an einer Unterbewertung seiner Währung fest, was die Korrektur des Ungleichgewichts sehr erschwert. Man sollte nicht vergessen, dass das Defizit der US-Handelsbilanz besteht zu einem Großteil aus dem Handel mit China resultiert.

5.2. Europäische Perspektive

Meiner Ansicht nach ist das Wirtschaftssystem Kontinentaleuropas trotz Annäherung an ein finanzgeleitetes System in den letzten zehn Jahren noch nicht als solches anzusprechen. Die Regulierung des Finanzsektors ist hier immer noch restriktiver, der – meist schädlichen – Finanzinnovation sind hier engere Grenzen gesetzt, was sich zuletzt am Beispiel der Hypothekenverbriefung eindeutig als Vorteil erwiesen hat. Dem Argument, dass die schlechtere Performance der Realwirtschaft Europas im Vergleich zu den USA daraus resultiert, würde ich entgegen halten, dass diese schlechtere Performance nicht auf eine geringere Finanzialisierung zurückzuführen ist, sondern auf eine falsch konzipierte, inkonsistente makroökonomische Politik.

Gerade nach den jüngsten Erfahrungen besteht kein Anlass, die Maßnahmen zur Nachahmung des US-Systems fortzusetzen. Im Gegenteil: Man sollte wieder zu einer strengeren Regulierung des Finanzsektors zurückkehren, Manipulationsmöglichkeiten einschränken und die Orientierung an einer extremen Kurzfristigkeit wieder

zurückdrehen. Zudem muss ein besser ausgewogener makroökonomischer Politikmix und insbesondere eine gleichgewichtigere Einkommensentwicklung angestrebt werden. Ein aus Arbeitseinkommen finanziertes Konsumwachstum ist nachhaltig und damit stabiler als das aus Kapitalerträgen und steigenden Vermögenspreisen finanzierte Wachstum.

Abschließend noch ein paar konkrete Überlegungen für die Wirtschaftspolitik in Europa. Ich denke, man muss mit Optimismus für das Jahr 2008 vorsichtig sein. Ich bezweifle, ob die jetzt noch gängigen Prognosen von zwei Prozent Wirtschaftswachstum – besonders für die USA – realistisch sind. Ich glaube, dass die USA im Jahr 2008 sehr wahrscheinlich in eine Rezession hinein rutschen werden. Das wird auch für Europa Auswirkungen haben, vor allem für die Banken. Plötzlich liest man in der Zeitung, dass die Schweizer Bank UBS 4,5 Milliarden Euro abgeschrieben hat und auch andere Banken Verluste durch die *subprime*-Krise erleiden. Sie ist stark genug und können das verkraften, aber ich fürchte, wir sind hier noch nicht am Ende der Entwicklung. Es könnte noch einiges auf uns zukommen, zumal die Bewertung dieser Wertpapiere immer noch vollkommen im Ungewissen liegt. Niemand kann sagen, ob am Ende die Grundstücke und die Häuser in den USA versteigert werden und welche Preise dort erzielt werden. Das hat Auswirkungen auf den Wert dieser Wertpapiere. Die Notenbankfinanzierung für Banken und Finanzinstitutionen ist wichtig, um Zusammenbrüche zu verhindern, aber trotz dieses Abfederungsmechanismus seitens der Notenbanken ist die Sache wahrscheinlich noch nicht ausgestanden.

Auf jeden Fall brauchen wir mehr Vorsicht bei Finanzinnovationen und deutlich strengere Eigenkapital- und Konsolidierungsvorschriften. Letztlich muss der unheilvollen Rolle der Rating-Agenturen ein Ende gesetzt werden. Wie dies geschehen soll, ist leider nicht einfach zu sagen. Stärkere Kontrollen wären eine Möglichkeit, es gibt auch die Idee, eine europäische Rating-Agentur zu gründen. Das heißt aber nicht, dass das Problem dadurch gelöst würde. Jedenfalls denke ich, dass sich Rating-Agenturen nachweislich mehrfach als Krisenverstärker und Krisenerzeuger erwiesen haben. Das erfordert unbedingt das Einschreiten der Politik.

Was die USA betrifft, so war ich vielleicht etwas optimistisch, dass es dort zu einer Umkehr im Denken und in der Mentalität kommen wird. Ich möchte daher nicht ohne

eine skeptischere Note enden: Die jüngste Erfahrung hat zum wiederholten Male gezeigt, dass Finanzmärkte alles andere denn als perfekte und rationale Märkte funktionieren. Gerade daher müssen wir damit rechnen, dass in einigen Jahren wieder versucht wird, eine neue Rallye mit neuen Finanzinnovationen in Gang zu setzen, und dann sollte es den Betreibern dieses Spieles nicht mehr so leicht gemacht werden.