

Editorial

Nach dem Goldrausch

Eigentlich verrät ja die Sprache der Börsianer schon einiges darüber, was wir in der jüngeren Vergangenheit gesehen haben: In diesem oder jenem Markt, Papier oder Wirtschaftszweig steckt Phantasie. Einige dieser Phantasien sind nun wie die sprichwörtlichen Seifenblasen zerplatzt.

Dereinst werden vermutlich die Lehrbücher über spekulative Blasen (bubbles) auf Vermögensmärkten die IKT-Blase der neunziger Jahre in eine Reihe stellen mit der holländischen Tulpenmanie oder dem Boom der zwanziger Jahre, der im ‚Schwarzen Freitag‘ endete und dem schließlich die Weltwirtschaftskrise folgte. An sich sind solche irrationalen Übertreibungen auf Vermögensmärkten nichts Ungewöhnliches, und sie sind auch nicht erst seit der Chaostheorie ganz gut erklärt (Keynes'scher *beauty contest*). Problematisch werden solche Spekulationsblasen erst, wenn sie sich verzerrend auf die Realwirtschaft auswirken, weil sie Investitions- und Konsumententscheidungen beeinflussen, und vor allem, wenn weitreichende wirtschaftspolitische Entscheidungen von solchen Manien erfasst werden.

Gerade in den letzten Jahren waren teils mehr (Literatur über den Zusammenhang zwischen Finanzierungsmodus und Wirtschaftswachstum), teils weniger (vereinfachte, populistische Schlussfolgerungen daraus) fundierte Meinungen populär geworden, dass Aktienmärkte einen Wachstumsmotor für die Wirtschaft darstellten. Das zeitgleiche Auftreten der längsten Expansionsphase der US-Wirtschaft in der Nachkriegsgeschichte und der (fast) unvergleichlichen Hausse an den US-Aktienmärkten schienen diese Aussagen zu untermauern. Schnell waren Erklärungen wie jene bei der Hand, rationale Märkte würden Informationen besser verarbeiten als Institutionen wie Banken und daher Kapital effizienter lenken.

Doch eben dieses konnte in einer jüngsten Studie des WIFO, die von der AK in Auftrag gegeben wurde, nicht bestätigt werden. In dieser Studie wurde der Wachstumsbeitrag von Börsen in OECD-Ländern über die letzten dreißig Jahre untersucht. Als erklärende Variablen für Börsengröße und -effizienz wurden die Börsenkaptalisierung in Prozent des BIP, der Börsenumsatz in Prozent des BIP sowie der Umschlag (Umsatz/Kaptalisierung) herangezogen und sowohl in statischen als auch in dynamischen Schätzverfahren getestet. Während für die Kaptalisierung (in der Preiseffekte – also Antizipation – eine Rolle spielen) noch ein schwach

positiver Beitrag nachgewiesen werden kann, verschwindet der Zusammenhang zwischen Börsenentwicklung und Wachstum bei Einbeziehung der Effizienzvariablen bzw. wird sogar, wenn auch kaum signifikant, negativ.

Börsenfinanzierung ist also der Bankenfinanzierung keineswegs systematisch überlegen. Zudem zeigt die Untersuchung, dass bankdominierte Volkswirtschaften weniger zu Schwankungen neigen, d.h. eine börsendominierte Volkswirtschaft bräuchte eine aktive, stabilisierende Konjunkturpolitik, die im Post-Maastricht-Europa auf absehbare Zeit nur schwer vorstellbar ist.

Betrachtet man schließlich den Finanzierungsbeitrag der Börsen (Anteil der Kapitalerhöhungen an den Bruttoanlageninvestitionen), so zeigt sich, dass dieser nahe null liegt bzw. sogar negativ wird, wenn die Rückkäufe eigener Aktien, Kapitalherabsetzungen und Notierungslöschungen sowie Fusionen und Übernahmen berücksichtigt werden.

Dennoch ereiferten sich so genannte Börsengurus, Unternehmens- und Politikberater, Manager und nicht zuletzt Medien, (Kontinental-)Europa müsse nur dem angloamerikanischen Vorbild folgen, um aus seiner Struktur- und Wachstumsschwäche zu finden. Aktienoptionen und *share holder value* hießen die Zauberworte, die nicht nur Börsen, Anlegerrenditen und Managergehälter, sondern gleich ganze Volkswirtschaften beflügeln sollten. Kapitaldeckungsverfahren sollten demografische Risiken des Umlageverfahrens in der Pensionsversicherung verschwinden lassen (wohin ist unklar, wenn die Anlagen im gleichen ‚demografischen Raum‘ erfolgen). Übrigens lohnt ein Vergleich der Zuwachsraten des nominellen BIP pro Kopf (Grundlage für das Umlageverfahren) und der Zuwachsraten des Dow Jones Industrial Index der letzten vierzig Jahre: Die Zuwächse des österreichischen BIP pro Kopf gleichen etwa den Zuwächsen des US-Aktienindex, aber das österreichische BIP weist eine geringere Schwankung auf. Jeder rationale Anleger wäre also gut beraten – gleiche Rendite bei geringerem Risiko –, in das österreichische Umlageverfahren zu investieren (dabei handelt es sich zwar um einen ex post-Vergleich, aber Fonds werden ebenfalls an ihrer Wertentwicklung in der Vergangenheit gemessen).

Selbstverständlich haben aber Vermittler von Lebensversicherungen, privaten Pensionsversicherungen, Investmentfonds oder anderen Anlageprodukten nicht ein sehr ausgeprägtes Interesse, solche Vergleiche anzustellen. Bei Investmentbanken, Kapitalanlagegesellschaften und Händlern liegt das Interesse, Aktienmärkte zu forcieren, ebenfalls auf der Hand. Problematisch ist hier aber nur der Anreiz zu einem gewissen Herdentrieb, der spekulative Blasen verstärkt: Je stärker sich Kurse von den zugrunde liegenden Fundamentaldaten entfernen, desto weniger wichtig werden

diese etwa für Fondsmanager. Sie müssen dann, um ihren Bonus zu sichern, darauf setzen, die Meinung der anderen zu erraten und mitzuziehen, bis die Blase platzt. Beim Platzen sind sie insofern ‚aus dem Schneider‘, als es ja ‚der Markt‘ war, der schuld ist; man darf nur nicht viel schlechter sein als der Rest. Das Problem haben dann die Anleger, anders als bei Kreditmanagern, bei denen das Problem in der Bilanz des eigenen Unternehmens ‚hängen‘ bleibt.

Obwohl in der Unternehmensfinanzierung scheinbar eine Konkurrenz zwischen Kapitalmarktfinanzierung und Kreditfinanzierung besteht, haben auch die Kommerzbanken ein vitales Interesse an der Entwicklung des Kapitalmarktes: Kommerzbanken brauchen die Börsen, um mit ihrem Risiko besser umgehen zu können. Seit Beginn der Liberalisierung der Kapitalmärkte und des Bankwesens verschärfte sich die Konkurrenz in diesem bis dahin geschützten Bereich. Der Rentabilitätsdruck sorgte dafür, dass auch mehr Risiko in den Bankbilanzen angehäuft wurde. Dies war mit ein Grund für den Trend zur Verbriefung von Forderungen und anderen Finanzierungsformen, mit deren Hilfe Risiken besser gehandhabt und/oder aus der Bankbilanz gebracht werden können – verschwunden sind sie damit aber nicht.

Dass die Verheißungen des Kapitalmarktes bei Publikum und Politik nicht auf taube Ohren gestoßen sind, hat aber wahrscheinlich am meisten damit zu tun, dass alle Beteiligten an ein Perpetuum mobile glauben wollten. Vom Ende der Konjunktur war da die Rede und von unablässig steigenden Renditen. Ein Perpetuum mobile existiert in der Ökonomie aber genauso wenig wie in der Physik. Diese schmerzhaft Erfahrung müssen nun all jene machen, deren Pensionsvorsorge in einem System veranlagt ist, dessen Anreize zum systematischen Betrug einfach zu groß waren. Ein System, das von Quartalsberichterstattung zu Quartalsberichterstattung lebt und in dem kurzfristige Bilanzmanipulationen zu einem enormen Gewinn für die verantwortlichen Manager führen, weil die Entlohnungssysteme in Form von Aktienoptionen eben Anreize zu einer ‚Hinter mir die Sintflut‘-Strategie hat. Paul Krugman ist absolut zuzustimmen, wenn er sagt, dass Vorfälle wie der Enron-Skandal (oder der von WorldCom, Global Crossing usw.) mehr Einfluss auf das Denken und Handeln in den USA haben werden als der 11. September.

In den Konjunkturprognosen findet dies auch bereits seine Berücksichtigung: Angesichts der Tatsache, dass die Sparquote in den USA über Jahre um null gelegen ist, weil das ‚Sparen‘ durch (Buch-)Gewinne an den Kapitalmärkten ersetzt worden war (auch ein Ausdruck des Glaubens an ein Perpetuum mobile), ist das Risiko, dass die Erholung noch länger auf sich warten lässt, tatsächlich hoch, weil dadurch vom privaten Konsum nicht allzu viel Stimulus zu erwarten ist. Und von der (konsumabhängigen) Konjunktur

der USA hängt wiederum die Konjunktur in Europa ab, weil sich dieses geld- und fiskalpolitisch selbst eingeschnürt hat und wie in den neunziger Jahren die Binnennachfrage kaum ausreichen wird, einen selbsttragenden Aufschwung zu induzieren, geschweige denn dazu, die Rolle der Konjunkturlokomotive USA zu übernehmen, wenn deren Motoren stottern.

Gerade jetzt wäre es aber in Europa besonders wichtig, sich auf die eigenen Stärken zu besinnen und mit einer beherzten europäischen Wirtschaftspolitik Flagge zu zeigen. Damit ist keineswegs nur eine zweifelsohne notwendige aktivere Rolle in der Konjunkturpolitik gemeint. Das reicht von einer europäischen Unternehmenskultur bis zur Banken- und Kapitalmarktregulierung. Obwohl im internationalen Bankenregulierungsprojekt Basel II im Vergleich zu den ursprünglichen, eindeutig US-dominierten Vorschlägen schon einige Erfolge zu verbuchen sind, trägt Basel II in seiner jetzigen Form immer noch die Gefahr in sich, den stabilisierenden Einfluss der Bankenfinanzierung auf die Konjunktur zu untergraben, indem die Kreditportfoliomanager zu einem ähnlichen Verhaltensmuster wie Fondsmanager veranlasst werden.

Fragen der Bilanzierung sind hier ebenso angesprochen wie die längst fällige Trennung von Unternehmensprüfung und -beratung sowie die Unabhängigkeit der Bilanzprüfer (Rotation des prüfenden Unternehmens und nicht nur des Prüfers, Beteiligungsgrenzen usw.). Damit soll nicht gesagt werden, dass europäische Unternehmenskultur und europäische Buchhaltungsstandards Bilanzmanipulationen ausschließen können; sie bieten nur weniger Möglichkeiten der ‚kreativen‘ Buchhaltung – in Kombination mit Aktienoptionen hat sich ja gezeigt, dass die Anreize für ‚Kreativität‘ hier oft allzu groß sind.

Aber auch die Berücksichtigung der Interessen der *stake holders*, also all jener, die mit dem Unternehmen verbunden sind – MitarbeiterInnen, Gläubiger, Umwelt usf. –, ist besser dazu geeignet, in den Unternehmen selbst die richtige Mischung aus kurz- und langfristigen Überlegungen sowie Ertrag und Risiko zu finden. Dies soll nicht einer Versteinerung des kontinentaleuropäischen Systems das Wort reden, auch dieses System muss sich, will es überleben, beständig anpassen. Aber es soll nicht das Kind mit dem Bade ausgeschüttet werden, und eine Konkurrenz der Systeme ist allemal günstiger als ein Hegemonialsystem, das offensichtlich auch nicht zu Glückseligkeit geführt hat.

Es bleibt noch zu erörtern, warum auch die Wirtschaftspolitik, die eigentlich stabilisierend auf das Wirtschaftssystem einwirken sollte, ebenso den Verlockungen gefolgt ist. Das Faktum, dass Unternehmens- und PR-Berater zunehmend Ökonomen aus dem Markt der Politikberatung gedrängt haben, kann nur teilweise zur Erklärung beitragen, weil dieses Phänomen gleichzeitig Ursache und

Symptom dieser Entwicklung ist. Es muss also noch andere Anreize geben, den *share holder value* in den Mittelpunkt zu stellen, Kapitalmärkte zu fördern, einen Staat wie ein Unternehmen zu betrachten und die Daseinsvorsorge vom Umlagesystem auf ein Kapitaldeckungsverfahren umstellen zu wollen. Dass den Verantwortlichen bewusst ist, dass das demografische Risiko deshalb nicht verschwindet (es ist mehr eine Frage der Reife des Systems), dass die Systemumstellung Kosten verursachen würde, dass auch Kosten der Vermögensverwaltung und des Marketing anfallen und neue Kosten in Form von Risikorückstellungen oder gar der Möglichkeit von Konkursen bestehen, kann wohl vorausgesetzt werden. Den Glauben an ein *Perpetuum mobile*, ein Ende der Konjunktur und kontinuierlich steigende Aktienkurse sollten wir demnach ausschließen können.

Eine mögliche Antwort besteht darin, dass durch eine Umstellung in der Daseinsvorsorge Risiken privatisiert werden sollen. In diesem Fall ist näher zu betrachten, welche Art von Risiko hier privatisiert werden soll: soziale, systembedingte Risiken, auf welche die Individuen, die sie dann zu tragen hätten, keinen Einfluss haben. Eben solche Risiken sollten auch durch das soziale System getragen werden. Aber dem Anschein nach ist es für einen Politiker angenehmer, wenn private Rentenversicherer aufgrund der demografischen Belastung (längeres Leben, weniger Kinder) oder wegen Börsenverlusten die Pensionszusagen zurücknehmen müssen, als auch aufgrund der Reife des Systems irgendwann sagen zu müssen, dass steigende Pensionen, steigende Lebenserwartung, niedriges Pensionsantrittsalter und konstante Erwerbsquoten nicht leicht zu vereinen sind. Darüber hinaus können private Versicherer, die wegen drohenden Konkursrisikos Renten kürzen müssen, vor Wahlkämpfen auch noch als Prügelknaben von jenen Politikern missbraucht werden, die zuvor den Systemwechsel vorangetrieben hatten.

Weiters ist es geradezu ein Wesensmerkmal eines neoliberalen Politikverständnisses, sich in Enthaltbarkeit zu üben. Eine verantwortungsvolle, aktive Politik würde versuchen, Ansätze zu finden, die Erwerbsquoten zu steigern. Dass dies z.B. mit einer aktiven Frauenpolitik möglich ist, welche die Rückkehr aus der Elternkarenz auf der betrieblichen Ebene besser regelt und eine hohe Versorgungsdichte mit Kinderbetreuungseinrichtungen sicherstellt, zeigen skandinavische Modelle, und auch auf der europäischen Ebene finden sich solche Ansätze im Lissabon-Prozess.

Vielfach wurde als Argument für eine Kapitalmarktförderung vorgebracht, dass diese indirekt Wachstumsförderung sei, weil Aktienmärkte für gutes Wachstum sorgen könnten. Dieses Argument wurde durch die oben zitierte Studie widerlegt. Was als Kapitalmarktförderung verkauft wird, ist zudem auch meist keine Kapital-

marktförderung, sondern simple Umverteilung zu Vermögenseinkommen – und damit nach oben –, wie etwa steuerbegünstigte Aktienoptionspläne, Abschaffung der Börsenumsatzsteuer, keine Versteuerung von Kapitalgewinnen außerhalb der einjährigen Spekulationsfrist. (Diese hätte eigentlich im Zuge der Abschaffung der Börsenumsatzsteuer verlängert werden sollen; darauf wurde aber verzichtet, obwohl im gleichen Zeitraum andere Steuern und Gebühren auf ein historisches Rekordniveau angehoben worden sind.)

Effiziente Kapitalmärkte sind in einer modernen Ökonomie wichtig und notwendig. Optimale Finanzierung von Investitionen, Veranlagung von Vermögen und die Gestion von Risiken sind ohne moderne Kapitalmarktinstrumente kaum möglich. Kapitalmärkte sind aber weder ein Wachstumsmotor noch können sie Aufgaben der Wirtschaftspolitik übernehmen oder deren Fehler und Versäumnisse korrigieren.

Eine Strategie, die Wachstum fördern will, müsste sich auf andere Instrumente besinnen, nämlich Investitionen in effiziente Infrastruktur, Bildung und Forschung, eine aktive Strukturpolitik und eine Wirtschaftspolitik, die eher Realinvestitionen als Finanzinvestitionen fördert. Denn betrachtet man die jüngsten Ergebnisse in der Literatur über den Zusammenhang zwischen Finanzierungsmodus und Wirtschaftswachstum, so scheint sich zu bestätigen, was Joan Robinson 1952 formulierte: „*When enterprise leads, finance follows.*“