

Rainer Bartel, Institut für Volkswirtschaftslehre, Universität Linz
<http://www.economics.uni-linz.ac.at> – r.bartel@jk.uni-linz.ac.at

Finanzmärkte, Güterwirtschaft und Wirtschaftspolitik: eine Einführung

Informationstag für ATTAC/OÖ, 5. Mai 2001, KHG, Linz

I n h a l t

Einige Grundbegriffe	1
Grundlegende Wirkungszusammenhänge	3
Globalisierung und Weltfinanzmärkte	11
Life in Global Village	13
Finanzkrisen, Wirtschaftskrisen und Wirtschaftspolitik.....	20
Quellen	28

Einige Grundbegriffe

Finanzmärkte sind Märkte, auf denen Vermögenswerte gehandelt werden, die kein Sachvermögen darstellen (= Finanzaktiva = Finanzkapital = Finanzvermögen = Finanztitel). Es handelt sich bei Finanzaktiva im Wesentlichen um Sichtguthaben (Kontoguthaben aus Bankkrediten oder erwirtschafteten Einkommen; in Fremdwährung sind das Devisen), Anleihen (fest oder flexibel verzinsten Wertpapiere als Fremdfinanzierung) und Aktien (als Eigenfinanzierung von Kapitalgesellschaften).

Im Grunde erfüllen Sichtguthaben (wie Bargeld) eine Zahlungsmittelfunktion, weil sie nicht oder nur sehr gering verzinst sind. Die Wertaufbewahrungsfunktion wird besser von verzinsten Finanzaktiva erfüllt. Sichtguthaben dienen der Liquiditätserhaltung (d.h., ich will jederzeit zahlungsfähig sein). Der Begriff Sichtguthaben weist darauf hin, dass diese Guthaben sofort (= auf Sicht) zu Zahlungszwecken verwendbar sind (= vollkommene Liquidität).

Geld (= Bargeld und Sichtguthaben) und geldnahe Forderungen (= kurzfristige Guthaben, mit einer Laufzeit bis zu 3 Monaten) werden als Geldkapital umrissen und auf Märkten gehandelt, die als Geldmärkte bezeichnet werden. Hingegen werden längerfristige Finanzaktiva auf den sogenannten Kapitalmärkten gehandelt. Geld- und Kapitalmärkte werden unter dem Oberbegriff Finanzmärkte zusammengefasst.

Finanzinvestitionen sind das Nachfragen von Finanzaktiva. Sie beruhen auf der Finanzinvestitionsentscheidung, welcher Teil des gegebenen Finanzvermögens in (unverzinslichem) Geld und welcher Teil in anderen, nämlich verzinslichen Finanzaktiva gehalten wird und welche verzinslichen Finanzaktiva gehalten werden. Eine Finanzinvestitionsentscheidung ist also eine Entscheidung über die Struktur des gehaltenen Finanzvermögens. Man sagt auch Portfolioentscheidung dazu, weil das Portfolio (Portefeuille) wörtlich die gedachte Aktentasche ist, in der wir unser Finanzvermögen (unsere Finanzaktiva: Geld, Anleihen, Aktien) aufbewahren.

Anleihen beruhen – wie Bankkredite – auf einer Kreditbeziehung (= Fremdfinanzierung unternehmerischer Tätigkeit: Kauf von Investitionsgütern, Vorprodukten). Allen Forderungen (= Guthaben) stehen Verbindlichkeiten in gleicher Höhe gegenüber (keine GläubigerIn ohne SchuldnerIn). Andererseits stellen Aktien direkte Finanzinvestitionen in eine (als Kapitalgesellschaft organisierte) Unternehmung dar und begründen keine Kreditbeziehung, sondern Miteigentum an der Unternehmung.

Finanzinvestitionen sind strikt zu unterscheiden von (unternehmerischen) Investitionen, also den Kauf von Sachvermögen (= Investitionsgütern = Kapitalgütern), das ins Anlagevermögen der Unternehmung (Maschinen, Gebäude, Know-how etc.) aufgenommen und für die Produktion genützt wird. Der Markt für Investitionsgüter, die auch Kapitalgüter genannt werden, darf aber nicht mit dem Kapitalmarkt verwechselt werden, wo Finanzkapital gehandelt wird.

Finanzkapital ist kein Produkt, wie es Investitionsgüter (= Kapitalgüter) sind. Werden Bankkredite vergeben, Anleihen und Aktien herausgegeben, dann dient dieses Finanzkapital einerseits der Finanzierung unternehmerischer Tätigkeit (v.a. der Investitionsfinanzierung = dem Kauf von Investitions- = Kapitalgütern), andererseits der Wertaufbewahrung und Vermögenmehrung. Die Finanzierung der güterwirtschaftlichen Investition und Produktion ist ein Produkt, ebenso sind die Wertaufbewahrung und Vermögenmehrung ein Produkt, die Finanzaktiva selbst sind es aber nicht. Finanzierung und Vermögensveranlagung sind die eigentlichen Funktionen der Finanzmärkte.

Der nicht für Güterkäufe (genau: Vorprodukte und Konsumgüter) verausgabte Teil des verfügbaren Einkommens ist als Ersparnis definiert. In den einzelnen Sektoren der Wirtschaft bedeutet das: Die einbehaltenen (= nicht an die EigentümerInnen ausgeschütteten) Gewinne der Unternehmen (nach Bezahlung der Steuern) sind die Ersparnis der Unternehmen. Das nicht konsumierte persönliche Einkommen (nach Steuern) ist die Ersparnis der privaten Haushalte. Das nicht verausgabte Abgaben- und Gewinnaufkommen des Staates ist die öffentliche Ersparnis. Die volkswirtschaftliche Ersparnis besteht also aus privater Ersparnis (der Unternehmen und Haushalte) und öffentlicher (= staatlicher) Ersparnis.

Einkommen, Konsum- und Investitionsausgaben und Ersparnis sind Stromgrößen; sie werden für eine Periode gemessen (z.B. Monats- oder Jahreseinkommen; das Einkommen zu einem bestimmten Zeitpunkt kann nicht gemessen werden, denn ein Zeitpunkt dauert unendlich kurz, währt also gar nicht).

Finanzkapital (= das Finanzvermögen = die Finanzaktiva) ist eine Bestandsgröße; sie wird zu einem bestimmten Zeitpunkt gemessen). Die Bestandsänderung des Finanzkapital ist eine Stromgröße; sie wird über eine Zeitstrecke gemessen: zwischen einem Anfangszeitpunkt (z.B. Jahresbeginn) und einem Endzeitpunkt (z.B. Jahresende), und zwar als Differenz zwischen Endbestand und Anfangsbestand.

Grundlegende Wirkungszusammenhänge

Die Zusammenhänge stellen sich folgendermaßen dar: Zur Produktion werden Produktionsfaktoren (Arbeit, Kapitalgüter, Boden) eingesetzt und entlohnt. Dadurch entsteht Leistungseinkommen (= Faktoreinkommen). Produktion ist also die Quelle von Einkommen (= Arbeitseinkommen, Kapitaleinkommen, Gewinne), das dann im Nachhinein privat (durch Schenkungen) oder staatlich (via Besteuerung und Sozialtransfers) umverteilt werden kann.

Einkommen wird fast ausschließlich in Geldform ausbezahlt. Ausnahmen sind Investivlohn (= Aktien der eigenen Unternehmung als Lohnbestandteil für MitarbeiterInnen) und "stock options" (= Erfolgsbeteiligung des Managements ebenfalls in Form von Aktien der eigenen Unternehmung) als Leistungsanreize. Dieses Geldeinkommen wird für Güterkäufe verwendet. Der gesparte Teil des Einkommens wird sinnvoller Weise aber nicht (lange) in Form von unverzinstem Geld gehalten, sondern verzinst angelegt; man braucht es ja nicht für Transaktionen (hier: zur Bezahlung von Käufen). Das gesparte Einkommen steht also für Finanzinvestitionsentscheidungen (= Portfolioentscheidungen) zur Verfügung: Unverzinstes wird in verzinstes Finanzvermögen umgetauscht.

Das verfügbare Einkommen, das von privaten Haushalten nicht für Konsumgüterkäufe verausgabt worden ist, wird für Wertpapier- oder Aktienkäufe verwendet. Das verfügbare Einkommen des Staates wird – je nach Wirtschaftspolitik – entweder für Infrastrukturinvestitionen oder für Finanzinvestitionen (Wertpapierkäufe oder Schuldenabbau) eingesetzt. Die Unternehmung wird entweder Investitionsgüter oder verzinsliche Finanzaktiva nachfragen, je nachdem, ob unternehmerische Investitionen (= Kapitalgüter) oder Finanzinvestitionen (Anleihen, Aktien) rentabler erscheinen: Es wird verglichen, was höher ist: die Rentabilität eines Investitionsprojekts (= "return on investment" = der erwartete Gewinn als Prozentsatz des eingesetzten Kapitalwerts) oder die Rendite eines verzinsten Finanzaktivums (= "yield" = die erwartete Dividendenausschüttung einer Aktie oder der erwartete Zinsertrag, jeweils als Prozentsatz des eingesetzten Kapitalwerts).

Hohe Zinsen (= "yield") auf den Finanzmärkten führen dazu, dass mehr Finanzinvestitionen – also weniger unternehmerische Investitionen – getätigt werden als bei niedrigen Zinsen (und umgekehrt).

Von der anderen Seite betrachtet, kann gesagt werden: Je höher die Güternachfrage ist, desto höher ist die Auslastung der Produktionskapazitäten, desto eher werden

die Unternehmen auch künftig (über einen längeren Zeitraum) eine starke Nachfrage erwarten, desto eher werden die Unternehmen bereit sein, zu investieren – d.h., ihre Produktionskapazitäten zu erhalten oder erweitern – und umso höher wird die erwartete Rentabilität der Investitionen sein. In diesem Fall sind Investitionen im Vergleich zu Finanzinvestitionen lohnender und attraktiver als bei geringerer beobachteter und erwarteter Güternachfrage.

Investitionen werden teils aus den Unternehmensersparnissen (= den laufenden, versteuerten, aber nicht verteilten Gewinnen) finanziert, teils aus früheren Ersparnissen (= durch Umwandlung verzinsten Finanzaktiva in unverzinstes Geld zur Bezahlung der Investitionsgüter = Entsparen), teils durch Entsparen (= Kreditfinanzierung durch Bankkredite oder Anleiheausgabe) und teils durch Ausgabe von Aktien (Aufstockung von Eigenkapital). In den letzten beiden Fällen handelt es sich um den Einsatz fremden Finanzkapitals (= fremder laufender oder früherer Ersparnisse).

Das Bankensystem übernimmt dabei die Vermittlungsfunktion zwischen dem Kapitalangebot auf den Finanzmärkten (= laufende und frühere Ersparnisse der anderen) und dem Finanzierungsbedarf (= Fremd- und Eigenkapitalnachfrage) der investierenden Unternehmen. Wir sprechen daher von der Finanzintermediation (= Finanzierungsvermittlung) der Banken.

Das Kapitalangebot auf den Finanzmärkten (unverzinstes Finanzkapital als Geldkapital sowie verzinstes Finanzkapital) kann in seinem Bestand durch folgende Bestandsänderungen (Stromgrößen) verändert werden:

- Ersparnisbildung aus laufendem Einkommen,
- Wertänderungen der verzinsten Finanzaktiva (Kurs- = Preisänderungen der Anleihen und Aktien) sowie
- Variation der Geldangebotsmenge durch die Zentralbank (indem sie als Währungsbehörde die Mindestreserveverpflichtungen der Geschäftsbanken bestimmt oder mit Sachaktiva handelt) und – innerhalb des von der Zentralbank vorgegebenen Rahmens – durch die Geschäftsbanken (indem sie Sichtguthaben als Kredite einräumen).

Unternehmen entrichten Dividendenzahlungen auf die Aktien und die Zinszahlungen auf die Anleihen. Diese kommen den Finanziers der Unternehmen (den Aktien- und AnleihenbesitzerInnen) zu Gute und stellen für diese Finanziers Vermögenszuwächse dar; es entstehen Besitzeinkommen, die wiederum gespart werden können und in diesem Fall vernünftiger Weise in verzinslichem Finanzkapital veranlagt werden.

Finanzinvestitionen müssen aber nicht in jedem Fall der Finanzierung von (unternehmerischen) Investitionen dienen. Erstens sind aktuell stattfindende Wertsteigerungen von Finanzaktiva (ausgelöst durch die Erwartung von künftigen Kursanstiegen und folglich durch eine verstärkte Nachfrage nach diesen Aktien und Wertpapieren) Vermögenszuwächse (über die Renditen der Finanzaktiva hinaus), die nichts mit der Finanzierungsfunktion zu tun haben. Zweitens können Finanzierungen dem Erwerb von stark im Preis steigenden Sachvermögen dienen: z.B. Realitäten-Boom und Grundstückskauf statt der unternehmerischen Investition. Drittens können Finanzierungen zum Kauf von Finanzaktiva verwendet werden. Durch all das wird das Finanzvermögen aufgebläht, ohne dass eine zusätzliche Finanzierung unternehmerischer Investitionen stattfindet.

Gehen solche Spekulationen schief, stehen die FinanzinvestorInnen mit weniger Kapital da als zuvor, doch haben sie die Kreditverpflichtungen zu erfüllen, die sie für die Spekulation eingegangen sind. Das kann zu Insolvenz (Zahlungsunfähigkeit) führen, und diese kann sich im Finanzmarkt ausbreiten.

Spekulation bedeutet, dass die Möglichkeit künftiger Wertänderungen berücksichtigt und die entsprechenden Kursänderungserwartungen in die Finanzinvestitionsentscheidungen (= Finanzanlageentscheidungen) mit einbezogen werden. Wenn über einen bestimmten Veranlagungszeitraum bestimmte Dividenden- oder Zinserträge erwartet werden, aber Kurssenkungen der Aktien bzw. Anleihen in mindestens gleicher Höhe erwartet werden, so bedeutet dies – trotz positiver Zins- und Dividendenerträge – einen erwarteten Vermögensverlust und erfordert den Verkauf dieser Finanzaktiva, bevor der erwartete Kurs- und Vermögensverlust tatsächlich eintritt. Und weil – erwartungsbedingt – Vermögenstransaktionen (= Umstrukturierungen von Finanzkapital) vorgenommen werden, werden dadurch die Relationen von Angebot und Nachfrage auf den Finanzmärkten beeinflusst und somit die Preise (Kurse) der Finanzaktiva verändert.

Die Besonderheit der Spekulation liegt darin, dass die Bildung der Preise (Kurse) der Finanzaktiva ("capital asset pricing") nicht nur von den objektiven Marktgegebenheiten abhängt, sondern von den subjektiven Erwartungen der MarktteilnehmerInnen bestimmt wird. Wir könnten einwenden, dass es sich bei solchen Erwartungen um zutreffende Prognosen handelt, die auf den objektiven Daten beruhen. Doch die Zukunft kann/muss als unsicher eingestuft werden, weil zumindest außerökonomische (politische, klimatische) Ereignisse nicht exakt oder gar nicht vorhergesehen werden können. Es fließt also zwangsläufig eine subjektive Komponente in der Erwartungs-

bildung und Kursbestimmung ein. In der Konsequenz macht dies eine um Seriosität bemühte Prognose der Finanzmarktentwicklung objektiv noch schwieriger, ja vielleicht sogar unmöglich, so dass jede Bezeichnung einer Finanzmarktprognose als seriös tatsächlich unseriös ist, vor allem wenn der Prognosezeitraum länger als ganz kurzfristig ist.

"The financial market gurus who regularly predict large imminent movements in the stock market over the next few months are quacks. Major movements in stock prices cannot be predicted" (Blanchard 2000: 298).

Am Anfang stehen also viele individuelle, jeweils teilweise bis vollständig irrationale Erwartungen über die Finanzmarktentwicklung. Erwartungsänderungen einiger weniger, kleiner AnlegerInnen werden die Kurse – zumindest vorerst – nicht erheblich ändern. Werden Kursänderungen erwartet und werden die Portfolios der AnlegerInnen entsprechend umstrukturiert, ergeben sich dadurch tatsächlich (wenn vielleicht vorerst nur kleine) Auswirkungen auf die Kurse, und werden diese Kursänderungen in der Erwartungsbildung von immer mehr AnlegerInnen berücksichtigt, so kommt es doch zu einer großen Marktbewegung, und schließlich sind die Erwartungen tatsächlich eingetreten ("self-fulfilling prophecy").

Spekulation richtet sich immer stärker an den erwarteten Kursänderungen und immer weniger an den erwarteten Renditen aus. Grundsätzlich kommt es auf den Finanzmärkten darauf an, eine Kursänderung (zufällig?) richtig zu erwarten oder (realistischer) möglichst frühzeitig als solche zu erkennen. Wer frühzeitig eine Kursenkung (bzw. Kurssteigerung) erkennt, kann früh und teuer verkaufen (bzw. billig kaufen) und so Vermögensverluste vermeiden (bzw. Vermögensgewinne erzielen). Das gilt nicht nur für Kursänderungen von Aktien und Anleihen, sondern auch für Wechselkursänderungen, die ja den Wert von Finanzaktiva in Auslandswährung (egal ob verzinsten Wertpapieren oder unverzinsten Devisenguthaben) in heimischer oder dritter Währung ändern.

Viel ausgeprägter ist der Zusammenhang zwischen Erwartungen, Portfolioentscheidungen und den tatsächlichen Auswirkungen auf die Kurse, wenn es sich um große, professionelle AnlegerInnen ("institutional investors") handelt – 50 % von ihnen stammten 1996 aus den USA (Huffs Schmid 2000: 24). Ist eine solche Vermögensveranlagungsfirma groß genug, dass ihre Vermögenstransaktionen (= Portfolioumschichtungen) den Kurs erheblich beeinflussen können ("global player" auf dem Weltfinanzmarkt), so kann dieser Einfluss auf den Marktpreis aktiv genutzt und für die Erzielung von Vermögensgewinnen eingesetzt werden (Huffs Schmid 2001): Das

Portfolio wird in einem für den Marktpreis (Kurswert) relevanten Ausmaß umgeschichtet, der Kurs des "Fluchtaktivums" sinkt, der Kurs des "Zielaktivums" steigt.

Ein "global player" ist ein Trendsetter; auf diesen herbei geführten Trend springen andere FinanzinvestorInnen – nämlich jene, die erwarten, dass eine länger andauernde Aufwärtsbewegung ("hausse") des Zielaktivums und Abwärtsbewegung ("baisse") des Fluchtaktivums eingesetzt hat – auf. Die individuell initiierten Kursentwicklungen werden nun kollektiv verstärkt.

Besonders verstärkt werden solche Entwicklungen durch "computer trading": Es wird automatisiert, dass bei Kurssteigerungen (bzw. Kurssenkungen) ab einer bestimmten Änderungshöhe das jeweilige Aktivum via Internet gekauft (bzw. verkauft) wird. Also erfolgen (riesige) Markttransaktionen – oft in Sekundenschnelle –, ohne dass vorerst eine bewusste Portfolioentscheidung durch AnalystInnen/ManagerInnen getroffen worden wären. Dies verleiht der Kursentwicklung zumindest in kurzer Frist eine erhöhte Dynamik.

Kursänderungen verändern sofort auch die effektiven Renditen, weil die erwarteten Dividenden- und Zinsenzahlungen in ihrer Relation zum eingesetzten Kapital variieren bzw. weil die Zinsenzahlungen und Tilgungen (= Rückzahlungen) von Krediten teurer oder billiger werden, wenn die Kreditverträge in einer anderen als der eigenen Währung abgeschlossen worden sind.

Wenn Unternehmen sich nun finanzieren wollen und die Anleihen und Aktien weisen gerade einen niedrigen Kurswert auf, dann bekommen die Unternehmen durch die Ausgabe von Anleihen und Aktien weniger Geldkapital, als wenn die Kurse hoch wären. An den niedrigen Anleihenkursen können wir sehr gut erkennen, wie hoch der Marktzinssatz ist, der effektiv für die Anleihenfinanzierung bezahlt werden muss. Auch die Zinsen für Bankkredite, die in Form von Sichtguthaben eingeräumt werden, sind dann hoch. Die Finanzierung ist allgemein teurer. Auch das Risiko, wegen gestiegener Finanzierungskosten insolvent zu werden, hat zugenommen.

Bei einer teuren Finanzierung unternehmerischer Tätigkeit (Produktion, Investition) werden es nur mehr die besonders profitablen (= rentablen) Produktionslinien und Investitionsprojekte sein, bei denen sich eine teure Finanzierung rechnet (d.h., dass die erwarteten Gewinne die hohen Finanzierungskosten nicht tragen). Infolge dessen werden die Produktions- und Investitionstätigkeit im Vergleich zu dem vor der Finanzierungsverteuerung geplanten Niveau zurückgehen.

Wenn eine Zentralbank die Zinsen erhöhen will, tut sie dies indem sie Anleihen verkauft und dafür Geld aus dem Umlauf nimmt. Das erhöhte Angebot an Anleihen auf dem Finanzmarkt senkt den Kurswert der Anleihen, was bedeutet dass die effektive Verzinsung (= der Marktzinssatz = die Rendite) ansteigt (der Zinsertrag wird ja nunmehr auf einen niedrigeren Kurswert bezogen). Die gestiegenen Finanzierungskosten lassen die Erwartungen über Absatz, Gewinn und Dividendenausschüttungen pessimistischer werden. Auch der Aktienkurswert sinkt folglich und macht eine Eigenkapitalfinanzierung (= Finanzierung durch Aufstockung der Aktien) weniger ergiebig.

Eine Rezession (= Rückgang der ökonomischen Aktivität von ihrem normalen Wachstumsniveau weg) ist die Folge: Die verringerte Güternachfrage lässt Unternehmen ungeplanter Weise auf einem Teil ihrer Produktion sitzen bleiben; den Produktionskosten stehen nicht genügend Verkaufserlöse gegenüber, während die Lager und somit auch die Lagerhaltungskosten zunehmen. Produktionsdrosselung, Nichtnachbesetzung frei werdender Stellen, Kurzarbeit und schließlich Kündigungen schließen sich an. Die Arbeitslosigkeit ist gestiegen. Die Einkommensentwicklung schwächt sich ab, der private Konsum wird dadurch beeinträchtigt, und die schwache Nachfrageentwicklung dämpft auch die Investitionsnachfrage. Der sich ausbreitende Pessimismus trägt das Seine zur ungünstigen Nachfrage- Beschäftigungs- und Einkommensentwicklung bei. Bildlich gesprochen: Eine negative Spirale dreht sich.

Eine angespannte Liquiditätssituation der Unternehmen bewirkt, dass einige ihren Schuldendienst (Zinsenzahlungen, Kapitaltilgungen) nicht mehr (pünktlich) leisten können. So weisen Finanzaktiva insofern ein gewisses Risiko auf ("default risk"), als nämlich die SchuldnerInnen ihren Kredit nicht (ganz) zurückzahlen können bzw. dass die GläubigerInnen für ihre Wertpapiere am Ende deren Laufzeit oder bei deren Verkauf (viel) weniger bekommen, als wir dafür bezahlt haben.

Der Wirkungszusammenhang, der die Rendite (= Verzinsung) verschiedener Finanzaktiva, die nach Einschätzung der FinanzinvestorInnen ein und das selbe Risiko aufweisen, gleich macht, heißt Arbitrage. Arbitrage ist das Bestreben, durch Finanzinvestitionsentscheidungen (= Umstrukturierung des Portfolios) bei der gegebenen Risikobereitschaft ein Maximum an Rendite zu erzielen. Das – wie auch die Gewinnmaximierung in der Produktion – ist in einer Marktwirtschaft mit ihren materiellen Leistungs- und Effizianzanreizen durchaus legitim; anderenfalls müsste das Wirtschaftssystem grundlegend anders organisiert werden, nämlich auf der Basis anderer Anreize als der individuellen Gewinn- und Nutzenmaximierung.

Ist nun die (erwartete) Rendite eines Papiers größer als die eines anderen, gleich riskant eingeschätzten Papiers, dann wird eben das weniger rentable Papier verkauft, und das rentablere wird gekauft. Infolge dessen steigt der Kurs des "besseren" Papiers und dessen Rendite sinkt, und der Kurs des "schlechteren" Papiers sinkt und dessen Rendite steigt. Arbitrage gleicht also die Renditen vergleichbarer Finanzaktiva aus. Oder anders formuliert: Unterschiede in den Renditen verschiedener Papiere widerspiegeln die Unterschiedlichkeit der Erwartungen der AnlegerInnen über deren Risiken und künftigen Kursentwicklungen sowie die Existenz von Transaktionskosten.

Transaktionskosten sind jene Kosten, die bei einer Finanzinvestition (= Portfolioumstrukturierung) entstehen: Informationskosten, HändlerInnenprovisionen, Bearbeitungsgebühren, Kapitalverkehrssteuern u.dgl. Transaktionskosten können einen dämpfenden, stabilisierenden Einfluss auf die Finanzmarktentwicklung (d.h. das Transaktionsvolumen und die daraus erstehenden Kurs- und Renditenänderungen) ausüben. Denn nur wenn der erwartete Vermögensgewinn aus der Transaktion größer ist als die dabei anfallenden Transaktionskosten, rechnet sich die Finanzinvestition. Wenn noch dazu die AnlegerInnen über das vergleichsweise Risiko und die erwartete relative Entwicklung der alternativen Vermögensanlagen nicht subjektiv sicher sind (objektiv sicher können sie ohnedies nicht sein), wird der Unterschied in den Renditen mit einer bestimmten Eintrittswahrscheinlichkeit erwartet und gewichtet. D.h., die effektiven Zinsdifferenzen müssen größer sein als bei Erwartungssicherheit, damit eine Vermögenstransaktion überhaupt vorgenommen wird.

Doch selbst wenn die Informationsgrundlagen und Methoden für Finanzmarkt einschätzungen einigermaßen gut sind und der Arbitragemechanismus ziemlich stark wirksam wird – etwa weil er durch geringe Transaktionskosten begünstigt wird –, kann es auf rationale Weise zu ökonomisch-analytisch nicht gut zu stützenden (und in diesem Sinn irrationalen) Kursentwicklungen kommen.

Nach dem Erklärungsansatz der ökonomischen Theorie werden Aktienkurse so bestimmt, dass sie dem gegenwärtigen Wert der künftig erwarteten Dividendenzahlungen (= Gewinnausschüttungen) der jeweiligen Unternehmung entsprechen. Die aktuellen Marktanteils- und Gewinnentwicklungen der betreffenden Unternehmen sind daher Grundlagen für die Bildung der Erwartungswerte über diese Größen und somit auch Bestimmungsgrößen für die gegenwärtigen Aktienkurse. Momentan gute Unternehmen werden mit großer Wahrscheinlichkeit auch als künftig erfolgreich eingeschätzt – außer es gibt (berechtigte oder unberechtigte) Erwartungen, dass sich in

ihrem Geschäftsfeld etwas Wesentliches zum Schlechteren wenden wird. Soweit zur Preisbildung für Eigenkapital ("equity pricing").

Beim Fremdkapital (Bankkredit- oder Anleihenfinanzierung) verhält es sich ebenso. Wird eine Unternehmung als schlechte Schuldnerin und daher der Investitions- oder Produktionskredit als riskant eingestuft, so wird sich das natürlich in der Verzinsung niederschlagen: Auf den Zinssatz für Erstklass-SchuldnerInnen wird – je nach Risiko – ein Zinsaufschlag drauf gegeben, die so genannte Risikoprämie.

Die grundlegenden Bestimmungsgrößen von Aktien- und Anleihenkursen gemäß der ökonomischen Theorie werden als "fundamentals" bezeichnet. Dennoch kann es – abweichend von den fundamentalen ökonomischen Überlegungen – vorkommen, dass die Kursentwicklung sich weit von der Entwicklung der "fundamentals" entfernt. Wir sprechen bei der Divergenz der Entwicklungen von Kurswert und "fundamentals" von so genannten spekulativen Blasen ("speculative bubbles"), die, selbst wenn sie durch das Abweichen von den "fundamentals" definiert sind, als rational bezeichnet werden können ("rational speculative bubbles"). Gleichwohl können spekulative Blasen auch einfach auf dem Dilettantismus oder bloßen Marotten ("fads") so mancher AnlegerInnen beruhen und somit nicht rational sind.

Das Auseinanderklaffen von Kurswert und "fundamentals" in Form spekulativer Blasen ist zum einen ganz einfach dadurch erklärbar, dass trotz der schlechten Unternehmensdaten ein Kursanstieg erwartet wird. Dies kann dadurch bedingt sein, dass die Meinungen über die künftigen Erfolgsaussichten der betreffenden Unternehmung, die ja gar nicht vollständig objektiv vorhergesehen werden können, divergieren: Die meisten AnlegerInnen glauben halt, dass trotz der schlechten gegenwärtigen Indikatoren die Zukunft viel besser aussehen wird oder dass die anderen AnlegerInnen – trotz allem – künftig einen höheren Preis für eine Aktie bieten werden als heute.

Zum anderen ist es so: Die Kurse werden zuweilen nicht durch die Höhe gerade publizierten Unternehmensdaten bestimmt, sondern die Kurse reagieren zuweilen auf die Abweichungen der faktischen Unternehmensdaten von den bisher für sie erwarteten Werten. Also wenn die Leistungskennzahlen der Unternehmung sich als schlecht herausstellen, aber immerhin nicht so schlecht wie erwartet, dann kann sogar ein Kursanstieg die Folge sein (Wögerbauer 2001). Auch eine solche Reaktion ist rational erklärbar, wenn die schlechte Unternehmensleistung schon erwartet und auch antizipiert worden ist, d.h., sich in der bisherigen Kurshöhe bereits niederschlagen hat.

Spekulative Blasen können quasi fast wie Seifenblasen zerplatzen, wenn sich die Erwartungen (ob rationaler Weise oder nicht) rasch und wesentlich ändern. Solche Kurseinbrüche führen zu einer massiven Verteuerung der Unternehmensfinanzierung und können schwere güterwirtschaftliche Krisen auslösen (z.B. Weltwirtschaftskrise ab 1929, Ostasienkrise 1997).

In entwickelten Wirtschaften haben wir es heutzutage mit einer in den allermeisten Jahren wachsenden Wirtschaft zu tun. Die Konjunkturzyklen sind inzwischen längst zu Wachstumszyklen geworden: Abwechselnd wächst die Wirtschaft einige Quartale oder wenige Jahre langsamer, einige rascher. Trotz meist positiver (aber unterschiedlich hoher) Wachstumsraten von Produktion und Einkommen sind wir mit einem Problem konfrontiert. Die Wirtschaft braucht eine positive Wachstumsrate in einer bestimmten Höhe allein dafür, dass die Arbeitslosigkeit nicht zunimmt, sondern gleichbleibt; nur bei noch höheren Wachstumsraten nimmt die Arbeitslosigkeit ab. Eine Ursache dafür ist u.a. in der Arbeit sparenden Wirkung technischen Fortschritts (in Form von Rationalisierungsinvestitionen: Automation) zu sehen.

Nahezu permanentes Wachstum bewirkt einen exponentiellen Anstieg der Einkommen und – bei einigermaßen gleichbleibenden Spargewohnheiten – eine ebenfalls überlinear ansteigende Ersparnis und einen ebenso rasch anwachsenden Bestand an Finanzkapital. Die Volumina der Finanzmärkte wachsen allein aus diesem Grund schon so dynamisch wie die Wirtschaft selbst. Dies ist eine Quelle der Finanzierung von (unternehmerischen) Investitionen, die ihrerseits den technischen Fortschritt als einen Wachstumsmotor einführen und somit wiederum eine notwendige Bedingung für langfristiges Wachstum der Wirtschaft (gemessen als reales Einkommen).

Globalisierung und Weltfinanzmärkte

Ehemals waren die Volkswirtschaften (im Sinn von nationalen Wirtschaftssystemen) handelspolitisch (v.a. durch Zölle und Einfuhrkontingente) ziemlich stark von ausländischer Konkurrenz abgeschottet. Dadurch waren die inländischen Unternehmen, gemessen an ihrem jeweils mehr oder minder großen nationalen Absatzmarkt, relativ groß – insbesondere im Vergleich zum heutigen Absatzmarkt für handelbare Güter: dem Weltmarkt. Die Produkte waren weit nicht so stark differenziert wie heute, so dass insgesamt die Konkurrenz gering und Marktmacht groß war. Das Lobbying war darauf gerichtet, die Schotten für ausländische Güter handelspolitisch dicht zu halten und so die Vormachtstellung auf dem Binnenmarkt zu halten (Rothschild 1997).

Mit der raschen Entwicklung der Transportmöglichkeiten (Eisenbahn, Schifffahrt) nahm der Außenhandel zwar zu. Aber in der Zwischenkriegszeit wurde mit dem Mittel der Abwertung der Währung – gleichsam als Abwertungswettkampf zwischen den Staaten – versucht, die eigenen Exporte (= die fremden Importe) zu verbilligen und die eigenen Importe (= die fremden Exporte) zu verteuern. Jeder einzelne Staat wollte damit seine Exportüberschüsse über die Importe maximieren und dadurch mit seiner Außenwirtschaft größtmöglich zum Inlandseinkommen beitragen – zum Nachteil der anderen Staaten. Diese so genannte "Schwarzfahrstrategie" ("free rider strategy") kann aber nicht aufgehen, wenn viele oder alle Staaten sie einschlagen. Als Folge nahmen das Welthandelsvolumen und das Welteinkommen – zusätzlich zur verheerenden Wirkung der Weltwirtschaftskrise – ab.

Nach dem II. Weltkrieg sollte dieser Fehler vermieden werden, indem internationale Institutionen geschaffen wurden, die eine währungs-, entwicklungs- und handelspolitische Kooperation der Staaten verankern und gewährleisten sollten: der Internationale Währungsfonds (IMF) zum Ausgleich der Außenhandelsungleichgewichte und zur Stabilisierung der Wechselkurse, die Weltbank zur Entwicklungsfinanzierung und das GATT (General Agreement on Tariffs and Trade, die heutige World Trade Organization WTO) zur Handelsliberalisierung.

Der US-Dollar (USD) löste nach dem Krieg das britische Pfund (GBP) als internationale Transaktionswährung (= Handelswährung) ab, weil GB seine Position als führende Wirtschaftsmacht in der Welt an die USA abtreten musste. So war das Vertrauen in die Wertstabilität des GBP (d.h. seine Einlösbarkeit in Gold) verloren. Die USA versprachen nun: "The Dollar is as good as gold"; die Verpflichtung der Fed (Federal Reserve System = Zentralbanksystem der USA), den USD zu einem fixen Preis in Gold umzutauschen, war die Anpassungslast, die die USA freiwillig im neuen internationalen Währungssystem (Bretton Woods System) übernommen hatten, in der Folge (ab den frühen 60er-Jahren) aber nicht einhielten. Die USA kümmerten sich nicht darum, ihr großes Handelsbilanzdefizit abzubauen, denn im Ausland akzeptierten ohnedies alle den USD. So wurde weltweit aus einer "Dollarlücke" eine Dollarschwemme", und schließlich brach das Wechselkurssystem von Bretton Woods in den frühen 70er-Jahren zusammen (Wahl 2000).

Die Ära der Wechselkursstabilität war zu Ende (mit Ausnahme der europäischen "Schlangeländer", dem Kern des späteren Europäischen Währungssystems EMS). Aber auch noch eine zweite Folgewirkung war entstanden: ein Geldmarkt für USD außerhalb der USA – in Europa –, nämlich der Euro-Dollarmarkt, die erste Erscheinungsform eines internationalen Finanzmarktes. Weil die USD in Europa nicht für die

Bezahlung von Importüberschüssen aus den USA verbraucht werden konnten – die USA hatten ja selbst permanente Importüberschüsse –, wurde daraus schließlich ein weltweiter Finanzmarkt: Konnten keine US-Güter in ausreichendem Maß gekauft werden, so kaufte man halt verzinsliche US-Finanzaktiva mit dem internationalen Geldkapital in USD.

Einerseits stand international Geldkapital in USD für Finanzierungszwecke außerhalb der USA zur Verfügung. Die internationalen Finanzmärkte bestanden bald nicht mehr nur aus USD, sondern zunehmend auch v.a. aus Yen, D-Mark, Schweizerfranken, den Währungen jener Staaten, die chronische Exportüberschüsse verzeichneten – Währungen, die international zunehmend als Transaktions- und Anlagewährungen verwendet werden.

Life in Global Village

Der internationale Handel nahm rasch zu, sowohl wegen der Handelsliberalisierung und als auch der Finanzierbarkeit durch Ersparnisse aus rasch wachsenden Einkommen und durch die Finanzierungsmöglichkeiten im Weg der Institutionen IWF und Weltbank (Kreditfazilitäten). Aber auch die sich rasch entwickelnden Transport-, Verkehrs- und Telekommunikationsmöglichkeiten förderten den Welthandel. Angesichts dieser Möglichkeiten änderte sich die Anreizsituation für die Unternehmen: Der Lobbyismus der Wirtschaft stellt rasch immer mehr auf eine möglichst weit gehende Liberalisierung des internationalen Handels und der Weltfinanzmärkte ab. Nicht nur die Großunternehmen waren es, die die Möglichkeiten weltweiter Ressourcen-, Arbeits-, Absatz- und Finanzmärkte nützen wollten und es auch taten (Rothschild 1997).

Die internationalen Finanztransaktionen umfassten nicht mehr wie früher nur die Zahlungsströme, die den Außenhandelstransaktionen entsprachen, sondern auch internationale Direktinvestitionen und Finanztransaktionen zu Spekulationszwecken (also Finanzinvestitionen mit dem Ziel von maximalen Vermögenszuwächsen durch Zinserträge und Kurssteigerungen). Einerseits ist durch die finanzielle und güterwirtschaftliche Globalisierung der Geschäftsbeziehungen die Wohlstandsentwicklung bedeutend gefördert worden. Andererseits haben dadurch die alten und die neuen Industriestaaten viel mehr profitiert als die Entwicklungs- und Schwellenländer (Blanchard 2000).

Parallel zur Innovation im Technologie- und Innovationsbereich und dem Wachstum der Finanzmärkte beobachten wir beträchtliche Finanzinnovation: Neue Finanzaktiva

(= Finanzierungs-, aber v.a. Finanzanlageformen zu Spekulationszwecken) sind entwickelt worden und haben rasch ein bedeutendes und weiterhin überproportional wachsendes Volumen erreicht. Es handelt sich um so genannte Derivate, also von den ursprünglichen Finanzaktiva (Devisen, Anleihen, Aktien und Krediten) "abgeleitete" Finanzvermögenstitel. Charakteristisch für Derivate ist, dass sie nicht zweifelsfrei den Vermögenskategorien zuordbar und somit leicht verständlich sind, von denen sie abgeleitet wurden. Aber auch ihre große Vielfalt trägt zur steigenden Intransparenz der Finanzmärkte und der auf ihnen stattfindenden Vermögenstransaktionen bei (Waldow 2000).

Finanzinnovationen mit dem von ihnen hervorgerufenen Wachstum von Derivaten – etwa in Form von Geschäften zur Absicherung gegen Kursverluste ("hedging", abgewickelt über "hedge funds") – haben zusammen mit der Finanzierung von Finanzinvestitionen und von Investitionen in Realitäten zwecks Spekulation zu einer gewaltigen Aufblähung der Finanzmarkt volumina geführt: Ein solcher "Pyramidenbau" ("pyramiding") hat bewirkt, dass schließlich im vergangenen Jahrzehnt nur mehr rund 5 % und mittlerweile nur mehr 2 bis 3 % der Finanztransaktionen in Zusammenhang mit dem – ohnehin schon sehr umfangreichen – Welthandelsvolumen (= Export- und Importwerte) stehen (Fürst 2001).

In der Folge verlieren die globalen Finanzmärkte immer mehr ihre ursprüngliche ökonomische und güterwirtschaftlich so sehr relevante Funktion, nämlich die Finanzierung von Produktions- und Investitionstätigkeit zu Gunsten der Spekulationsfunktion (wie dies die Existenz hoher und lang anhaltender spekulativer Blasen ebenfalls aufzeigt).

Eine weitere Entwicklungstendenz der Funktionserfüllung der Finanzmärkte ist, dass der Markt für Eigenkapital (= Aktienmarkt) zunehmend von der Finanzierungsfunktion (wo er auch nie die Vorrangstellung inne hatte: der größte Anteil wird durch Fremdfinanzierung eingenommen) zum Markt für Marktmachterringung auf dem Weltmarkt wird: Es geht um "governance" (= Marktbeherrschung) auf dem Gütermarkt.

Zum Zweck der Machtpolitik finden "Elefantenhochzeiten" zwischen Konzernen ("mergers", oft durch gegenseitigen Aktienverschränkungen) ebenso statt wie "Einkaufstouren" ("acquisitions"), wo Konzerne immer mehr Unternehmen durch Mehrheitsbesitz übernehmen oder durch Erreichung der Sperrminorität bei den Aktien schon merklich mit bestimmen. Wir hören immer wieder von "friendly or unfriendly takeovers", also von der Findung eines "strategischen Partners" oder bzw. Vereinnahmung eines strategischen "Opfers". Sobald durch die Besitz- und somit Entschei-

dungsverhältnisse die Kontrolle oder ein wesentlicher Einfluss auf bisher eigenständige Konkurrenz unternehmen ausgeübt wird, wird die Wettbewerbsintensität auf den Gütermärkten herabgesetzt – zum Nachteil der AbnehmerInnen und letztlich der KonsumentInnen.

Ein wesentliches Kennzeichen der internationalen Finanzmärkte seit den frühen 70er-Jahren ist die erhöhte Flexibilität (oder: Instabilität) im Wechselkursgefüge zwischen den Währungen. Sobald eine Finanzanlage oder ein Kredit (egal in welcher Form er vergeben wird) – ebenso wie ein Außenhandelsgeschäft mit Gütern – in einer anderen als der jeweils heimischen Währung erfolgt, kommt der Wechselkurs als Umrechnungsfaktor zwischen den jeweiligen Währungen ins Spiel. Als ein Bestimmungsfaktor für die Erträge und Kosten der Vermögens- oder Güter-Handelstransaktion in heimischer Währung kommt durch seine Instabilität ein Momentum der Erwartungsunsicherheit dazu – insbesondere bei jenen Geschäften, über die heute entschieden wird, deren Konsequenzen aber über einen längeren Zeitraum in die Zukunft reichen (z.B. Investitionsprojekte im Ausland = "foreign direct investment").

Die Globalität der Finanzmärkte bietet nun den AnlegerInnen den Vorteil, (theoretisch) alle Finanzaktiva und die Investitionsprojekte in aller Welt zu betrachten und nach deren erwarteter Rendite zu reihen. Arbitrage wird auf perfekten Märkten dazu führen, dass die Renditen jener Papiere, die als gleich riskant eingeschätzt werden, einander angleichen und letztlich identisch sind. Mit einer Ausnahme: nämlich der Wechselkuserwartung. Denn wenn ich ein Papier aus dem Land B (z.B. Belgien) und eines aus C (z.B. Chile) vergleiche, und das Papier B hat eine um 2 %-Punkte niedrigere Rendite, aber ich erwarte, dass die Chilenischen Peseta im Betrachtungszeitraum um 3 %-Punkte gegenüber dem Belgischen Francs (BEF) abwerten wird, dann ist für mich als BürgerIn von A (mit seinem Fixkurs zwischen BEF und ATS) das belgische Papier das attraktivere, und ich werde es dem chilenischen vorziehen. Meine Entscheidung hängt aber von meinen Erwartungen über die Entwicklungen der Rendite und des Wechselkurses ab.

Ein nationaler Finanzmarkt ist offensichtlich leichter zu überblicken und zu durchschauen (ist transparenter) als ein globaler. Das menschliche Streben nach ökonomischer Effizienz führt daher zu Arbeitsteilung und Spezialisierung. Nicht alle AnlegerInnen und KreditnehmerInnen müssen sich (lange und dilettantisch) bemühen, die für sie optimale Finanzentscheidung zu treffen. Das besorgen schon die professionellen FinanzdienstleisterInnen. Sie verfügen über eine relativ gut funktionierende Informationsinfrastruktur (dank Internet und der Public Relations der Unternehmen

sowie dank der Zeichensprache der BörsenmaklerInnen und deren Geschäftsprinzip "my word is my bond"). Dennoch sagen selbst Profis: Das Problem ist nicht zu wenig Information, sondern zu viele Informationen (Wögerbauer 2001).

Die Informationsinfrastruktur hat neben ihrer hohen Informationsverarbeitungskapazität die wesentliche Eigenschaft der hohen Transaktionsgeschwindigkeit und der niedrigen Transaktionskosten pro Informationseinheit (und die Informationsmengen sind ja sehr groß). Ein Wink einer BörsenmaklerIn ("broker"), ein paar Tastendrucke einer FinanzhänderIn ("dealer"), und in wenigen Sekunden oder Minuten können Millionen- oder gar Milliardenwerte transferiert ("verschoben") werden, und noch dazu kostet dies fast gar nichts. Finanzkapital braucht nicht per Bahn, Schiff oder Flugzeug transferiert werden; der Daten-Highway ist viel schneller, billiger und umweltfreundlicher.

Finanzkapital ist der mobilste Vermögenswert überhaupt, v.a. im Vergleich zu Sachkapital (Produktionsanlagen, Unternehmens-Headquarters, ...) und zu "Humankapital" (dem Potenzial an Fähigkeiten, das die Grundlage für menschliche Arbeitsleistungen bildet). Zwar kann durch exzellente Telekommunikationsmittel, der Hauptweltssprache Englisch und – auf dieser Basis – durch "tele-working" Humankapital mit der selben Geschwindigkeit transferiert werden wie Finanzkapital, doch die meisten Arbeitsprofile verlangen entweder den persönlichen Kontakt mit KollegInnen und KundInnen (z.B. medizinische Eingriffe) oder die Produktion an einem bestimmten Ort (Wartungsarbeit in einer indischen Fabrik kann eben nicht in Portugal erfolgen).

Eine ganze Fabrik zu schließen und in einer anderen Gegend wieder zu errichten (Sachkapitaltransfer), ist hingegen weit zeit- und kostenintensiver als Finanzvermögenstransfer. Das Sachkapital hat zum Zeitpunkt der Schließung (= Deinvestition) noch eine wirtschaftliche Restlebensdauer; der Wert dieser Anlagen kann durch Verkauf meist nicht voll realisiert werden: Es entstehen "versunkene Kosten" (sunk cost").

Bei der Schließung eines Unternehmensstandortes werden die MitarbeiterInnen gekündigt. Arbeitslosigkeit entsteht: aus strukturellen Gründen (die Arbeitslosen entsprechen mit ihrem Qualifikationsprofil nicht dem Anforderungsprofil der offenen Stellen in dieser Region, oder es gibt hier aus Standortgründen keine Unternehmen mit offenen Stellen und es wird hier auch keine neue Firma gegründet oder angesiedelt) und/oder aus konjunkturellen Gründen (die Güternachfrage ist momentan zu

schwach, um ausreichend Produktion zu rechtfertigen, dass die Arbeitslosen wieder eingestellt werden).

Arbeitskräfte sind aber noch weniger mobil als Sachkapital es ist. Sie sind in mehrerlei Hinsicht regional gebunden: durch Sacheigentum, für das es keine leistungsfähigen Märkte gibt (Eigenheim), durch soziale Bindungen (FreundInnenkreis, Verwandtschaft, Heimatgefühl), durch das aufrechte Beschäftigungsverhältnis des Partners bzw. der Partnerin, der/die woanders, wo der arbeitslose Teil der Beziehung einen Job findet, keinen findet (Imperfektion des Arbeitsmarktes), durch sozialversicherungsrechtliche Mobilitätsbarrieren (geleistete Beiträge zur Pensionsanwartschaft nur mangelhaft transferierbar ins neue Land und System), durch sprachliche Barrieren und sonstige kulturelle Eigentümlichkeiten etc.

Finanzkapital kann die weltweit jeweils rentabelste Form annehmen: z.B. russische Staatsanleihen, europäische Aktien, Dollardevisen oder ... Aber wenn bzw. weil sich die Ausrichtung der Finanzmärkte tendenziell von der Finanzierungsfunktion weg und hin zur Spekulationsfunktion verlagert, heißt das, dass das international mobile Finanzkapital zwar in seine rentabelste, aber nicht in seine produktivste Verwendung fließt. Produktivste Verwendung von Finanzkapital würde bedeuten, dass es jene unternehmerischen Investitionsprojekte finanziert, welche jeweils die höchste Rentabilität aufweisen – und selbst dabei wird angenommen, dass die höchste Profitabilität unter den Investitionsprojekten ein zutreffender Indikator für die gesellschaftlich am meisten erwünschte Produktion ist. So einfach, wie zunächst gedacht, liegt der Fall also nicht, sondern genau hier findet sich ein zentraler Ansatzpunkt für Kritik am freien globalen Kapitalverkehr. Noch dazu, wenn die vergleichsweise hohe Mobilität von Finanzkapital Probleme nach sich zieht.

Ein weiterer Vorteil der globalen und stark diversifizierten Finanzmärkte ist die aus der Vielfalt der Anlageformen entstehende Möglichkeit, das Risiko sehr breit zu streuen (Fürst 2001) – und zwar sowohl nach Finanzaktiva als auch nach Firmen, Ländern und Wirtschaftsregionen. Grundsätzlich gilt auf Finanzmärkten: Je höher die erwartete Rendite ist, desto größer ist auch das Risiko, das bei dieser Finanzinvestition zu erwarten ist (man spricht von einem "trade-off": ein höherer Ertrag muss gegen ein höheres Risiko "eingehandelt" werden). Oder: Riskante Anlagen erfordern hohe Risikoprämien, die die Renditen für den Fall, dass der günstige Weltzustand eintritt, hoch ausfallen lässt; tritt das ungünstige Szenario ein, hatten die FinanzinvestorInnen immerhin die Chance auf eine hohe Rendite gehabt.

Woran orientieren sich nun die Kapitalmärkte, also hauptsächlich die "institutional investors" (die großen Finanzdienstleistungsfirmen, namentlich deren Fonds- = Portfolio-ManagerInnen), wenn sie ihr Portfolios (= ihre Fonds) re-/strukturieren? Da die Zukunft nun einmal sehr unsicher ist, sind aktuell beobachtete Daten und Prognosewerte über kurze Zeiträume die einfachste und billigste Grundlage für die jeweils auch subjektive Erwartungsbildung.

Nicht nur FondsmanagerInnen, sondern auch deren (ökonomisch meist kaum gebildeten) KundInnen, die bereits nach kurzer Veranlagungszeit hohe Renditen sehen und kurz- bis mittelfristige Unternehmenskrisen nicht durchtauchen wollen, bauen daher informationsmäßig hauptsächlich auf aktuelle Werte und Quartalsprognosen, ein wenig auch – und das ist das Höchste der Gefühle – auf ein-Jahres-Prognosen (Huffs Schmid 2001, Wögerbauer 2001). Längerfristige, wenn auch nur grobe oder bloß qualitative Überlegungen über Technologie-, Produkt- und Marketing-Entwicklung finden keinen nennenswerten Eingang in die Unternehmensbewertungen durch die KapitalmarktteilnehmerInnen.

Nun hängen von der Bewertung der Unternehmen durch den Kapitalmarkt nicht nur die Finanzierungskosten ab, sondern auch der gute Ruf der Unternehmung ("goodwill") bei ihren KundInnen und GeschäftspartnerInnen. In mehrerlei Hinsicht ist daher die Kapitalmarktbeurteilung für die Firmen von wesentlicher Bedeutung für ihres Unternehmenserfolg ("performance"). Aus dieser Motivation heraus wird jedes Firmenmanagement bestrebt sein, den FondsmanagerInnen zu behagen und daher genau nach jenen Kriterien (ob ökonomisch sinnvoll oder nicht) eine gute Performance zu zeigen, welche von den AnlegerInnen zur Beurteilung herangezogen werden. Und diese Kriterien sind sehr kurzfristig (v.a. jüngste Beobachtungen und Quartalsvorschauen).

Um – immer wieder – kurzfristig die Ertrags- und Gewinnkennzahlen günstig zu beeinflussen, liegen kurzfristige orientierte und kurzfristig (aber kaum langfristig) Instrumente der Unternehmenspolitik nahe. Mit einem Wort: Kostensenkungsmaßnahmen in allen Bereichen: Beschäftigung ("skinned to the bone"), Entlohnung (international konkurrenzfähig, auch gegenüber Niedriglohnländern), produktionsnahe Dienstleistungen ("outsourcing" solcher "business services" und Abstützung auf "neue Selbstständige" = "contractors"), speziell in der Logistik ("just-in-time delivery" durch Lagerhaltung per Straßentransport) und nicht zuletzt auch beim Management selbst ("lean management": Ausdünnung und Arbeitsverdichtung im dispositiven Teil der Arbeit).

Ein neuer Inbegriff für die Ausrichtung der Unternehmenspolitik ist entstanden: "shareholder value". D.h., oberste Zielsetzung der Unternehmung ist es, den Vermögenswert der AktionärInnen (kurzfristig) zu maximieren (Bartel 2000). Dabei gerät leicht außer Sicht, dass es in der und rund um die Unternehmung auch andere Menschen gibt, für die etwas auf dem Spiel steht: Das sind die "stakeholders", nämlich die MitarbeiterInnen und ihre sozialen Bezugspersonen, mittelbar die Belegschaften der Zulieferfirmen, sowie ganz allgemein die KonsumentInnen und SteuerzahlerInnen. Der Stellenwert des "stakeholder value" ist allerdings geringer geworden als jener des "shareholder value".

Diese Kostensenkungsprogramme erfolgen weitgehend ohne Rücksichtnahme auf Arbeitszufriedenheit i.w.S. und Arbeitsproduktivität, Arbeitsqualität, KundInnenbeziehungen und –zufriedenheit, Lieferzuverlässigkeit, Verfahrens- und Produktentwicklung u.dgl. Die Vernachlässigung der langfristig für den Unternehmenserfolg relevanten Faktoren lässt die Firmen längerfristig tatsächlich schlechter abschneiden, vielleicht sogar aus dem Markt ausscheiden. Aber dann gibt es ja schon wieder andere, entweder neue oder anderswo ansässige Firmen, die eine gute Performance haben und in die es sich finanziell trefflich investieren lässt. Und bevor noch die Firma in eine größere Krise gerät, ist flugs schon das Kapital weg, die Aktienkurswerte sinken, und die Krise bricht nun erst richtig los.

Die hohe Volatilität des Kapitals beim ersten Anzeichen einer wirtschaftlichen Verschlechterung in einem Unternehmen, einer Branche oder Region verstärkt auch ganz normale Konjunkturkrisen (Waldow 2000): Die Finanzmärkte wirken prozyklisch (d.h., sie verschärfen die Wellenbewegungen von Produktion, Einkommen und Beschäftigung um den langfristigen Trend der wirtschaftlichen Entwicklung herum).

In der Unternehmenskrise zurück bleibt zunächst das Sachkapital. Es kann dem Finanzkapital keineswegs so rasch und billig folgen. Zurück bleiben auch die Arbeitskräfte, die sich die Erhaltung ihres Arbeitsplatzes jetzt – nachdem die Produktqualität i.w.S. abgenommen hat – erst recht durch die Teilnahme am internationalen Arbeitskosten-Senkungswettbewerb mit schlechteren Lohn- und Arbeitsbedingungen erkaufen.

Zurück bleiben auch die neuen entstandenen Arbeitslosen. Beide Gruppen, die noch und die schon nicht mehr Beschäftigten, werden zurück bleiben, wenn die Fabrik geschlossen und dort neu aufgebaut wird, wo (etwa wie in Irland) die Behörden mit Grundstücks- und Steuergeschenken aufwarten. Bspw. gehen die arbeitslosen ObersteuermärkerInnen halt kaum nach Irland. Soviel zur Lenkung des Finanzkapitals in seine weltweit jeweils rentabelste (produktivste?) Verwendung.

Finanzkrisen, Wirtschaftskrisen und Wirtschaftspolitik

Befürchtungen gegenüber den Auswirkungen von Finanzmarkttransaktionen sind nicht nur theoretischer Natur, sondern basieren auch auf markanten empirischen Erfahrungen. Wir kennen die Finanz- und Wirtschaftskrisen, sie gingen durch die Medien: Mexico-Krise 1994/5, Ostasien-Krise 1997/8, Russland-Krise 1998, Brasilien-Krise 1998/9, Türkei-, Argentinien- und Indonesienkrise 2001. Mit diesen Finanzkrisen waren jeweils auch schwere reale (= güterwirtschaftliche) Krisen verbunden.

Auf Grund der Überlegungen und Beobachtungen über Finanz- und Wirtschaftskrisen erhebt sich der Ruf nach Kontrolle der liberalisierten Finanzmärkte durch die staatliche (nationale oder internationale) Wirtschaftspolitik. Dagegen werden aber einige Einwendungen gemacht:

- Die Größe und Reaktionsgeschwindigkeit eines Marktes ist nicht schon von sich aus etwas Negatives (Hahn 2001). Es geht folglich in der Beurteilung der Markteffizienz um die Leistungsfähigkeit bzw. das Versagen des Marktes in der Erfüllung seiner Funktionen (Finanzierungs- und Vermögensveranlagungsfunktion).
- Eine Hauptursache für Versagen auf den Finanzmärkten ist das Problem des sogenannten moralischen Wagnisses ("moral hazard"): Die FinanzinvestorInnen sind in ihren Entscheidungen zu risikofreudig. Sie wüssten nämlich, dass im Fall des Scheiterns der Finanzinvestition in hinreichend großem Rahmen eine regionale Wirtschaftskrise entsteht, so dass internationale Institutionen wie IMF und Weltbank die jeweilige Regierung finanziell unterstützen. Diese verwendet diese Mittel dann für die Unterstützung jener Unternehmen und in der Folge regionalen Banken und internationalen "institutional investors", die in Zahlungsschwierigkeiten geraten sind. Dadurch werden die FinanzanlegerInnen letztlich auf Kosten der Allgemeinheit aus ihren privaten finanziellen "Abenteuern heraus gehauen" ("bail-out"). SteuerzahlerInnen finanzieren somit die Risikoabsicherung für überriskante Private (und auch Regierungen, falls die an der Krise mitschuldig sind), und zwar weil deren Verhalten gravierende Auswirkungen für die gesamte Wirtschaft und Gesellschaft haben kann (Kueblböck 2001). So sind etwa während der Ostasienkrise die realen Wachstumsraten der Wirtschaft sogar um rund 10 %-Punkte auf – 5 % gesunken. Ohne "bailout" gäbe es Finanzkrisen nur mit geringerer Eintrittswahrscheinlichkeit, und private Kosten könnten nicht mehr auf die Gesellschaft ausgelagert werden.

- Ein großer (globaler) Finanzmarkt, der nicht durch internationale Kapitalverkehrshemmnisse eingeschränkt wird, bietet die besten Möglichkeiten zur Risikostreuung. Dieser Vorteil ist besonders groß, wenn es um die Wertsicherheit des für Pensionsvorsorge veranlagten Finanzvermögens geht. Alterssicherung darf nicht von hohen Risiken bedroht sein (Fürst 2001).
- Ohne internationale Finanzmärkte gäbe es (wegen des zu geringen Einkommens und Sparens) nur unzulängliche Finanzierungsmöglichkeiten für den Aufbau und das Wachstum der Wirtschaft in Entwicklungs-, Schwellen- und Transformationsländern (Fürst 2001).
- Ein Großteil der Finanzkrisen (nicht nur der großen, bekannten, auch der kleineren) wird nicht von den FinanzmarktteilnehmerInnen verursacht, sondern durch die nationale Wirtschaftspolitik. Die Finanzmärkte sind nur eine Kontrollinstitution zur Beurteilung der Wirtschaftspolitik und als solche positiv anzusehen. Eine unvernünftige Wirtschaftspolitik wäre etwa eine Politik der Budgetdefizite, der Leistungsbilanzdefizite und einer überhöhten Auslandsverschuldung, eine zu starre Wechselkurspolitik (Fürst 2001) sowie weiters auch eine schlechte Bankenaufsicht (Hahn 2001).
- Ein Problem der Finanzmärkte ist, dass durch die weltweite Verflechtung der Kreditbeziehungen beim Ausbruch von Finanzkrisen andere Märkte von der Krise erfasst werden, die eigentlich von sich aus momentan nicht krisenhaft sind (Fürst 2001), wie andere regionale und sektorale Finanzmärkte, Güter- und Arbeitsmärkte. Doch hier könne die Verbreitung der Krise durch "bailout"-Maßnahmen eingedämmt werden. Allerdings ergibt sich hier ein Widerspruch zu oben: Einerseits wird das glaubhafte Unterlassen von "bailout" die Eintrittswahrscheinlichkeit von Finanz- und Wirtschaftskrisen reduzieren. Bei Eintritt der Krisen werden andererseits durch "bailout" auch die ungünstigen Auswirkungen auf die unschuldig betroffenen Nicht-SpekulantInnen gemildert. Wird aus diesem Grund "bailout" praktiziert, leidet oder verschwindet sogar die Glaubhaftigkeit der Absicht, kein "bailout" zu betreiben, und die Krisenanfälligkeit steigt wieder.

Die Konsequenz, welche die BefürworterInnen freier Finanzmärkte aus diesen Argumenten ableiten, ist, dass Finanzmärkte nicht in ihrer Wirkungsweise eingeschränkt werden sollen, sondern dass vielmehr die Ursachen der Krisen zu vermeiden wären, die da eben sind: "falsche" nationale Wirtschaftspolitik und quantitativ wie qualitativ weit unzureichende Bankenaufsicht.

Die Debatte über Liberalität oder Kontrolle der internationalen Finanzmärkte leidet ein wenig an einem Verständigungsproblem. Die einen meinen unter Liberalität den Umstand, dass internationale Finanzkapitalbewegungen kaum mehr meldepflichtig, genehmigungspflichtig oder gar kontingentiert oder verboten sind. Die anderen weisen auf einen vergleichsweise hohen staatlichen Regulierungsgrad der Finanzmärkte hin und verstehen darunter die Qualitätsstandards, die durch Auflagen (Veranlagungs- und Eigenkapitalvorschriften, Risikodeckelungsbestimmungen u.dgl.) den Finanzmarktakteuren (Banken, Versicherungen, Fonds etc.) vorgegeben werden – also eine Art KonsumentInnenschutzpolitik im Finanzbereich. Die Frage ist nur, ob diese Regulierungen effizient (= zweckmäßig, effektiv und kostenwirtschaftlich) sind (Hahn 2001).

Oft hört werden als Beispiel für effiziente Märkte die Finanzmärkte genannt, und zwar weil sie börsenartig organisiert sind und durch hohe Reaktionsgeschwindigkeiten und niedrige Transaktionskosten gekennzeichnet sind. Trotzdem sind sich viele FinanzmarktexpertInnen auf Grund theoretischer und empirischer Evidenz darüber einig, dass Finanzmärkte imperfekte Märkte sind. Als Hauptargument wird die Informationsasymmetrie zwischen FinanzinvestorInnen (KapitalmarktanbieterInnen) und unternehmerischen InvestorInnen (KapitalmarktnachfragerInnen) angeführt (Hahn 2001).

Weiters wird auch das Problem der hohen Komplexität und der mangelnden Transparenz der Finanzmärkte eingeräumt (Fürst 2001). Allerdings wird daran gezweifelt, ob das Problem durch staatliche (Verhaltens-)Regulierung effizient gelöst werden kann. Die verantwortungsvollen Banken regeln ihr Verhalten selbst und besser, als dies der Regulator Staat kann (z.B. im Basler Accord). Zumindest sollte die Verbesserung so mancher gängiger Risikobewertungsmethoden gefordert und gefördert werden. Bislang "verstecken" die Finanzintermediäre viel Risiko vor ihren KundInnen (AnlegerInnen): Sie verwenden bislang keine risikobereinigten Gewinnausweise. Die nationalen Bankenaufsichten sind heillos überfordert (Hahn 2001).

Höhere Rückstellungs- bzw. Eigenkapitaldeckungsquoten für extrem riskante Veranlagungen machen im Fall des Scheiterns keine so großen individuellen Probleme (Kapital ist verloren, aber die noch zu bedienenden Finanzierungskredit sind geringer) und keine so schweren kollektiven Probleme (Liquiditätsprobleme breiten sich über Kreditbeziehungen nicht so stark aus). Allerdings können erhöhte Eigenkapitaldeckungen auch prozyklische (konjunkturverstärkende) Wirkungen haben: Die Banken vergeben Kredite mit kurzem Entscheidungshorizont und v.a. in guten Konjunk-

turphasen. Die Kredite laufen jedoch längerfristig, also über mehrere Konjunkturzyklen hinweg. In der nächsten schlechten Konjunkturlage werden die aushaftenden Kredite (wiederum kurzfristig) als schlechter und somit als riskanter bewertet, so dass der Eigenkapitaldeckungsbedarf steigt. Dadurch können weniger neue Kredite vergeben werden, was in einer Krise sich zusätzlich verschärfend auswirkt (Hahn 2001).

Immerhin gibt es weltweit viele geografisch kleine, aber von ihrem Finanzvolumen her nicht unbedeutende Finanzplätze, die vergleichsweise viel zu wenige und objektiv schlechte gesetzliche Regelungen für die Finanzintermediäre haben (z.B. Japan, aber auch Europa wird genannt: Hahn 2001) – v.a. handelt es sich aber um die so genannten "off-shore"-Plätze, wie Isle of Man, Fiji Islands, Cayman Islands, Macau, um nur ganz wenige zu nennen. Sie sind keine geeigneten Industriestandorte, aber Finanzplätze, wo für waghalsige AnlegerInnen (fast) alles möglich ist (hohe Risiken und Regulierungsdefizite).

Dem Argument vom Vorzug von Marktgröße, Kapitaldiversität und –mobilität als Grundlage für Risikostreuung zur Pensionsvorsorge nach dem Kapitaldeckungsverfahren (Ansparen auf die eigene Pension) kann entgegengehalten werden, dass ohnehin die Alternative dazu bislang überwiegt: das Umlageverfahren (der erwerbstätige Teil der Bevölkerung finanziert die aktuellen Pensionszahlungen). Finanzierungsprobleme dieses Systems der Pensionsfinanzierung könnten durch Beitragserhöhungen, den Einbau einer Progression in die Beitragssätze oder durch Lebensarbeitszeitverlängerung gelöst werden, ohne das System zu wechseln.

Von der anderen Perspektive aus betrachtet lassen sich Argumente für eine Herabsetzung der Mobilität des internationalen Finanzkapital finden (Kueblböck 2001):

- Die Deregulierung der Finanzmärkte ist im Sinn einer Mobilitätserhöhung in den vergangenen Jahrzehnten viel rascher und weiter fortgeschritten als im Güterhandelsbereich.
- Die Volumina der Finanzmärkte sind überproportional zur Investitions-, Einkommens- und Ersparnisentwicklung gestiegen und haben damit das für ihre Finanzierungsfunktion nötige Volumen weit überschritten. Internationales Finanzkapital fließt eher in Realitäten-Booms oder Wertpapiere, deren Kurs durch restriktive Geldpolitik markant in die Höhe getrieben wird.

- Vor allem die Aktien haben für private Finanzierung relativ wenig Bedeutung (Anleihen sind immerhin für staatliche Finanzierungen bedeutsam); die meisten Investitionen werden aus Gewinnen (Unternehmensersparnissen) und durch Bankkredite (Kontoguthabenseinräumung) finanziert.
- Die Umschlaggeschwindigkeit der Finanzaktiva (= Frequenz der Finanztransaktionen) ist sehr hoch: 80 % der Finanzkapitaltransfers liegen weniger als 7 Tage auseinander. Nach einer anderen Quelle (Huffs Schmid 2001) ist die durchschnittliche Umschlaggeschwindigkeit 1980 noch bei 10 Jahren, 1998 aber schon bei weniger als 1 Jahr gelegen; für börslich gehandelte Finanzderivate ("futures", "options") liegt sie schon bei 1 Tag.
- Alles zusammen – Mobilität, Volumina und Frequenz – bedeutet eine große Instabilität im Markt und – zusammen mit den übrigen Funktionsproblemen (siehe oben) – eine relativ hohe Krisenanfälligkeit.
- Durch die negativen Auswirkungen dieser Krisen werden primär nicht die sie verursachenden SpekulantInnen "bestraft", sondern vor allem die regionale Wohnbevölkerung im Krisenherd und in den davon mittelbar betroffenen Wirtschaftsräumen.
- Die überwiegend extrem kurze Verweildauer von Finanzkapital erschwert dessen steuerliche Erfassung. Die daraus resultierenden Steuerausfälle bedeuten, dass international hoch mobiles Finanzkapital weniger als gesetzlich vorgesehen zur Finanzierung staatlicher Aufgabenerfüllung beiträgt.
- Das "bailout" kommt weitaus überwiegend den moralischen HazardeurInnen (AnlegerInnen) zu Gute, viel weniger den von der Krise Betroffenen und kausal Unbeteiligten. Daher sollten IMF und Weltbank ihre Kriseninterventionen unterlassen.
- Die internationalen Finanzmärkte dienen größtenteils nicht den Interessen der Allgemeinheit, sondern denen einer relativ kleinen Gruppe: Immerhin kann als ein Indiz dafür gelten, dass 87 % der Finanztransaktionen durch 11 "institutional investors" ("global players") getätigt werden (Huffs Schmid 2001). Andererseits steht insoweit das Kapital vieler ArbeitgeberInnen dahinter, als diese großen Elf auch Pensionsfonds darstellen mögen.

- Finanzmärkte (also private AnlegerInnen bzw. ihre professionellen FondsmanagerInnen) sollten nicht die Kontroll- und Steuerungsinstanz für staatliche Wirtschaftspolitik sein (Legitimationsproblematik).

Abgesehen von der grundsätzlichen politologischen Legitimationsproblematik, dass nämlich KommenzmarktteilnehmerInnen als politische Steuerungsinstanz fungieren, stellt sich folgendes inhaltlich-ökonomisches Problem. Private, die eben nicht als Hoheitsinstanz fungieren und daher gesamtwirtschaftlich und gesamtgesellschaftlich denken, gehen in ihren Handlungen von den Analogien (den Modellvorstellungen) aus, dass der Staat wie ein privater Haushalt und eine Volkswirtschaft wie eine Unternehmung funktionieren soll. Damit gehen sie systematisch an den wesentlichen wirtschaftspolitischen Funktionen des Staates vorbei: Es werden kaum mehr Gedanken an Marktversagen und Gemeinschaftsbedürfnisse verschwendet (Bartel 2000a).

Ein genereller Ansatzpunkt gegen die hohe Mobilität internationalen Finanzkapitals und seiner (auch) ungünstigen Auswirkungen ist die Erhöhung der Transaktionskosten.

Das kann einerseits mit dem Instrument des Bardepots erreicht werden: Beim Import von Geldkapital (= Kauf inländischer verzinslicher Finanzaktiva durch AusländerInnen) muss ein bestimmter Prozentsatz des importierten Geldkapitals unverzinslich deponiert werden. Das bewirkt einen Entgang von Zinserträgen (= Opportunitäts- = Alternativkosten) und stellt einen "disincentive" (negativen Anreiz) für den Kapitalimport bzw. einen "incentive" (positiven Anreiz) für die Nutzung der inländischen Finanzmärkte dar. Die Schweiz hatte früher die Bardepotpflicht eingeführt, als in den 60er-Jahren die AnlegerInnen aus dem USD flüchteten und in für das kleine Land zu großen Volumina Schweizer Finanzaktiva kaufen wollten. Chile hat in den 90er-Jahren ein Bardepot vorgeschrieben und wurde von der Südamerikakrise kaum betroffen.

Das selbe Ziel, die Herabsetzung der Finanzkapitalmobilität, kann – auf etwas andere Weise – ebenfalls erreicht werden. Die Finanzkapitaltransaktionen werden der Besteuerung (einer Art Umsatzsteuer, genauer: einer Kapitalverkehrssteuer) unterworfen. Die Idee stammt von dem monetär und keynesianisch ausgerichteten Ökonomen und US-Nobelpreisträger James Tobin (*1918). Eine solche Steuer wird daher als Tobin Tax bezeichnet. Je nach Höhe des festzusetzenden Steuersatzes kann das Finanztransaktionsvolumen dadurch mittelbar und marktkonform (d.h. ohne Kontingentierung oder Verbote) als Aggregat (d.h. in seiner Gesamtheit: kein Eingriff in Einzelentscheidungen) gesteuert werden.

Außerdem kann die Steuer je nach Dauer der jeweiligen Finanzinvestition erlassen oder gestaffelt werden (nur bei Wiederverkauf des Finanzaktivums innerhalb von z.B. ½ Jahr, wobei die kurzfristigsten Kapitaltransfers – innerhalb von weniger als 1 Woche – am höchsten besteuert werden könnten).

Kritiker der Tobin Tax führen verschiedene Gegenargumente an: Erstens ist diese Steuer zur Herabsetzung der Instabilität auf den Finanzmärkten ungeeignet ist, weil gerade die extrem kurzfristigen Kapitaltransfers nicht für die krisenhaften Entwicklungen verantwortlich sind (Fürst 2001). Zweitens gibt es eine gut begründete Nachfrage nach sehr kurzfristigen Finanzierungsformen (Hahn 2001), etwa zur An- bzw. Zwischenfinanzierung unternehmerischer Investitionen (= Keynes's "finance motive").

Als Kriseninterventionsinstrument ist die Tobin Tax allerdings nicht geeignet. Sie verhindert ja, je nach Dosierung mehr oder minder stark, aber im Wesentlichen doch bloß, dass jene Finanztransaktionen (Portfolioumschichtungen) nicht stattfinden, die wegen eines relativ kleinen Unterschiedes in den Renditen zwischen dem neuen (gekauften) und dem alten (verkauften) Finanzaktivum erfolgt wären. Ist die Tobin Tax höher als diese Zinsdifferenz, dann ist die Steuer effektiv. In Finanzkrisen, wo viele oder gar die meisten AnlegerInnen große Kurs- und Zinsänderungen erwarten, wird eine Tobin Tax ineffektiv sein. Gerade wenn in der Krise vermehrte, ungewöhnlich hohe Transaktionen zu beobachten sind, werden alle FinanzmarktteilnehmerInnen wissen, dass die Motivation für diese Kapitaltransfers die "Mauer" der Tobin Tax "überspringen", und sie werden dies als Alarmzeichen deuten, was wiederum die Krise beschleunigen kann.

Im Krisenfall müssen daher andere Instrumente eingesetzt werden, solche die unmittelbar wirken und effektiv greifen, wie etwa ein "stand-still mechanism" (Kueblböck 2001), wo auf staatliche Anordnung alle oder bestimmte Transaktionen auszusetzen sind, bis sich die Krisensituation einigermaßen gelegt hat (oder die "bailout"-Maßnahmen getroffen sind). Derartige Stillhaltemaßnahmen sind schon in Form der Aussetzung des Handels an bestimmten lokalen Börsen bekannt.

Als Gegenargument wird genannt, dass es nicht vertretbar sei, dass das Finanzkapital vieler kleiner SparerInnen, die in den Finanzinvestmentfonds gesammelt sind, in einem Land und einem Finanzmedium bleiben müssen und dadurch – machtlos zusehend – beträchtliche Vermögensverluste hinnehmen müssen. Außerdem breche nach der Aufhebung des "stand-still" die Kapitalflucht erst los (Fürst 2001).

Das Hauptproblem sowohl mit der Tobin Tax als auch mit "stand-still"-Mechanismen dürfte jedoch sein, dass entsprechende internationale Abkommen kaum zustande kommen oder ihre Einhaltung im Bewährungsfall sehr unsicher ist. Es gibt halt keine Weltinstanz mit Hoheitsgewalt und Durchsetzungszwangsgewalt. Der Anreiz, dem Abkommen nicht beizutreten oder von der vertraglich eingegangenen Verpflichtung zu defektieren (d.h. abzugehen), ist nicht unerheblich. Ein einzelner Staat als beliebter Finanzplatz, "where anything goes" profitieren – insbesondere als "off-shore"-Finanzzentrum, wo andere Bereiche der Wirtschaft vergleichsweise unerheblich sind. Solches Verhalten ist ein "free riding" ("SchwarzfahrerInnenverhalten").

Die Chancen auf eine weltweit lückenlose, konsequente Anwendung von Instrumenten wie Tobin Tax, Bardepots und "stand-still"-Bestimmungen sind wahrscheinlich sehr gering. Gleichwohl: Erstens zeigen auch regional begrenzte Beispiele (z.B. Chile), dass trotzdem eine nicht unerhebliche Effektivität erzielt werden kann (Kueblböck 2001). Zweitens haben die Debatte darüber und das Erheben solcher oder ähnlicher Forderungen einen Sinn: nämlich zu zeigen, dass es (nicht wenige) Leute gibt, die auf die Naturgesetzlichkeit, Funktionsfähigkeit bzw. Überlegenheit unregulierter Märkte vertrauen und die Dominanz der kommerziellen Märkte über die demokratisch legitimierte Wirtschaftspolitik – quasi als einen unvermeidbaren "Sachzwang" – ablehnen.

Generell sollten Regierungen durch die Märkte nicht erpressbar sein, nämlich durch Drohungen mit Abzug von Finanzkapital, Sachkapital (Unternehmensschließungen) und qualifiziertem Humankapital (Umwandlung eines Unternehmenszentrums in eine "verlängerte Werkbank"). Der Ausweg liegt in verstärkter internationaler Politikkooperation (ein mittlerweile mehr als 50 Jahre altes Thema).

Auch andere Gebieten bieten sich Maßnahmen an, welche eine größere Stabilität in die Finanzmarktäufe hinein bringen können und umso wirkungsvoller sind, je mehr Nationen und Wirtschaftsräume sich an ihnen beteiligen:

- Stabilisierung der Wechselkursentwicklungen, um die Marktunsicherheit zu reduzieren,
- Verzicht auf (überzogen) restriktive Geldpolitik, um finanz- und güterwirtschaftliche Krisenentwicklungen dadurch nicht auszulösen,
- Beibehaltung des Umlageprinzips im Bereich der Pflichtversicherung für Pensionen,
- Propagierung von ethischen Fonds, welche nur Kapital von Unternehmen enthalten, die bestimmte Qualitätsstandards in Bezug auf Beschäftigung, Arbeitsbe-

dingungen und Umweltschonung erfüllen (allerdings kann davon nur eine Milderung, aber keineswegs eine Lösung des Problems erwartet werden),

- Verbesserung der Finanzmarktregulierung (im Sinn von professionellen Qualitätsvorschriften) und der entsprechenden Finanzmarktaufsicht,
- Verschärfung der Bestimmungen in den Übernahmegesetzen (als Eindämmung von "mergers and acquisitions").

Quellen

- Bartel, Rainer (2000), Quo vadimus. Grundgedanken zum Verhältnis von Wirtschaft, Gesellschaft und Staat, in: *Wirtschaft und Gesellschaft* (26), 3/2000, S. 329-341.
- Bartel, Rainer (2000a), Volkswirtschaft und Staat als Firmen?, in: *Kurswechsel Zeitschrift für gesellschafts-, wirtschafts- und umweltpolitische Alternativen*, 2/2000, S. 91-99.
- Blanchard, Olivier (2000), *Macroeconomics*, 2nd ed., Upper Saddle River: Prentice Hall International.
- Fürst, Erhard (2001), Brauchen Kapitalmärkte Kontrolle, Impulsreferat am gleichnamigen Symposium der Arbeitsgemeinschaft für wissenschaftliche Wirtschaftspolitik (WiWiPol), Wien, 21. April.
- Hahn, Franz (2001), Brauchen Kapitalmärkte Kontrolle, Impulsreferat am gleichnamigen Symposium der Arbeitsgemeinschaft für wissenschaftliche Wirtschaftspolitik (WiWiPol), Wien, 21. April.
- Huffschmid, Jörg (2000), Finanzmärkte. Funktion, Auswirkungen und politische Gestaltung, in: *Materialien zu Gesellschaft, Wirtschaft und Umwelt im Unterricht*.
- Huffschmid, Jörg (2001), Der totale Markt, Referat am Symposium des ÖGB und von "weltumspannend arbeiten", Hörsching, 26. April.
- Kueblböck, Karin (2001), Brauchen Kapitalmärkte Kontrolle, Impulsreferat am gleichnamigen Symposium der Arbeitsgemeinschaft für wissenschaftliche Wirtschaftspolitik (WiWiPol), Wien, 21. April.
- Rothschild, Kurt W. (1997), Gegen das Dogma der Freihandelsideologie, in: *Wirtschaftspolitische Alternativen zur globalen Hegemonie des Neoliberalismus*, Arbeitsgemeinschaft für wissenschaftliche Wirtschaftspolitik (Hrsg.), Wien: Verlag des ÖGB, S. 119-132.
- Wahl, Peter (2000), Von Bretton Woods nach Liechtenstein. Zur Entstehung der heutigen Finanzmärkte, in: WEED (Hrsg.), *Kapital braucht Kontrolle. Die Internationalen Finanzmärkte. Funktionsweise, Hintergründe, Alternativen*, Bonn: Eigenverlag, S. 9-15.
- Waldow, Peter (2000), Wie funktionieren die internationalen Finanzmärkte?, in: WEED (Hrsg.), *Kapital braucht Kontrolle. Die Internationalen Finanzmärkte. Funktionsweise, Hintergründe, Alternativen*, Bonn: Eigenverlag, S. 16-28.
- Wögerbauer, Alois (2001), Koreferat zu J. Huffschmid, Der totale Markt, Symposium des ÖGB und von "weltumspannend arbeiten", Hörsching, 26. April.