

## PRADIGMENWECHSEL IN DER BEURTEILUNG VON FINANZMÄRKTEN

1. Einleitung .....	16
2. Politik und Wirtschaftswissenschaften in der Finanzmarktregulierung .....	17
3. Die Theorie effizienter Finanzmärkte – „Der Markt hat immer recht“ .....	19
4. Behavioural Finance – angewandte Psychologie an der Börse .....	20
5. Theorie der finanziellen Instabilität – Der Markt tendiert zum Ungleichgewicht .....	21
6. Die neue Rolle des Staates .....	24
7. Resümee .....	26

Auszug aus WISO 4/2008

**isw**

Institut für Sozial- und Wirtschaftswissenschaften

Volksgartenstraße 40  
A-4020 Linz, Austria

Tel.: +43(0)732 66 92 73, Fax: +43 (0)732 66 92 73 - 2889

E-Mail: [wiso@akooe.at](mailto:wiso@akooe.at)

Internet: [www.isw-linz.at](http://www.isw-linz.at)

**Helene Schubert**

**Wirtschaftswissen-  
schaftlerin**

**Österreichische  
Nationalbank**

## 1. Einleitung

*Kreditderivaten  
bis vor Kurzem  
stabilisierende  
Rolle zuge-  
schrieben*

Den heute als finanzielle Mittel der Massenvernichtung gezeigten Kreditderivaten wurde bis vor Kurzem noch eine den Finanzmarkt stabilisierende Rolle zugeschrieben. Dadurch, dass das Kreditrisiko vom Kredit, das heißt von der ursprünglichen Gläubiger-Schuldner-Beziehung, getrennt und separat handelbar ist, komme es zu einer breiten Verteilung von Risiken zwischen Branchen, Ländern und Sektoren. Schocks auf das Finanzsystem können so leichter abgefedert werden. Dies ist heute in zahlreichen Publikationen akademischer Institutionen und Aufsichtsbehörden nachzulesen. Bemerkenswert ist auch die Einsicht, dass die Preise für Kreditderivate, die letztlich Preise für die Absicherung gegen Zahlungsausfälle sind, für die Aufsichtsbehörden von großem Nutzen seien, geben sie ihnen doch verlässliche Informationen über die Finanzmarktstabilität. Sie würden in einem informationseffizienten Markt Verschlechterungen der Bonität der Schuldner anzeigen, und zwar noch früher, als dies Ratingagenturen tun, sowie deren Ausfallswahrscheinlichkeit. Diese Funktion haben die Preise für Kreditderivate, ob informationseffizient oder nicht, tatsächlich hervorragend erfüllt: Sie sind in die Höhe geschneit. Die Aufsicht kann zufrieden sein, weiß sie doch jetzt, dass die Krise da ist.

Das Beispiel der Kreditderivate, der wohl bedeutendsten Finanzinnovation der letzten Jahre, ist eines von vielen, das genannt werden kann, um die Verantwortung des ökonomischen Mainstreams für die Finanzkrise deutlich zu machen. Auch Hedgefonds, Private Equity Fonds sowie der Verbriefung von Krediten wurde eine systemstabilisierende Rolle zugeschrieben. Erst durch die Existenz von besonders risikofreudigen Hedgefonds erhielten die Banken die Möglichkeit, unerwünschte Risikopositionen zu transferieren. Sie seien gerade in Zeiten erhöhter Unsicherheit bereit, Risikokapital einzusetzen, und würden dazu beitragen, bei volatilen Marktverhältnissen Märkte zu stabilisieren.

Finanzinnovationen seien zudem die Garanten einer innovationsbasierten Wissensgesellschaft, der klassische Bankkredit, die vom Rheinischen Kapitalismus präferierte Finanzierungsform von Investitionen, habe ausgedient; er würde Innovationen in der Realwirtschaft behindern. Die Europäische Union hat daher mit der Umsetzung des Financial Service Action Plans ab dem Jahr 2000 im Rahmen der Lissabon-Agenda, von breiten Teilen der Bevölkerung un bemerkt, im Eilzugstempo wichtige Elemente des angelsächsischen Regulierungssystems in die europäische Rechtsordnung übertragen; die Umsetzung in nationales Recht erfolgte prompt. Dies gilt es zu berücksichtigen, wenn einzig die USA und deren laxes Regulierungssystem für die Krise verantwortlich gemacht werden.

*Umsetzung des  
Financial  
Services Action  
Plans durch die  
EU*

## **2. Politik und Wirtschaftswissenschaften in der Finanzmarktregulierung**

Dass die Wirtschaftswissenschaften die neoliberalen Übergriffe der vergangenen drei Jahrzehnte tatkräftig unterstützten, ist nichts Neues. In vielen Bereichen der Wirtschaftspolitik übt aber die Politik eine von der Wissenschaft weitgehend autonome Rolle aus – gemessen an den Zurufen von Ökonomen blieben Deregulierung und Flexibilisierung sowie die Zurückdrängung sozialstaatlicher Einrichtungen moderat. Im Bereich der Finanzmarktregulierung aber verschmelzen Politik und Wissenschaft zu einem unheilvollen Ganzen. Kaum ein Bereich der Wirtschaftspolitik ist so wenig demokratisch legitimiert wie die Regulierung des Finanzsystems. Man spricht von „financial governance without government“. An die Stelle des Staates treten staatlich-private Netzwerke. Die hierarchisch-bürokratische Steuerung wird durch horizontale Verhandlungssysteme zwischen staatlichen und nicht staatlichen Akteuren ersetzt: unabhängige Finanzaufsichtsbehörden, Experten und auch Vertreter der Finanzindustrie. Es entsteht eine Struktur, in der sich nationalstaatliche und internationale, halbstaatliche und private Netzwerke überlagern und die, wie

*Regulierung des  
Finanzsystems  
kaum  
demokratisch  
legitimiert*

der Politikwissenschaftler Philip Cerny sagt, den im Mittelalter üblichen Herrschaftsformen nicht unähnlich ist. In keinem Bereich der Wirtschaftspolitik hat die Wirtschaftswissenschaft einen solch bedeutenden Einfluss auf die Politikgestaltung.

*Politik hat sich  
sohon lange  
verabschiedet,  
das Geschehen  
auf  
Finanzmärkten  
zu gestalten*

Es sind nationale und internationale Gremien von Aufsichtsbehörden, der Finanzindustrie und der Wissenschaft, die die Finanzmärkte regulieren, ebenso privatrechtliche Regulierungsinstitutionen mit faktisch Norm und Recht setzender Kraft oder aber Weisenräte („wise men committees“), die sich in regelmäßigen Abständen als Reformvorschläge verkleidete Ratschläge ausdenken, die letztlich nur das Bestehende legitimieren und deren sich die Politik allzu gerne bedient, hat sie sich doch schon vor langer Zeit davon verabschiedet, das Geschehen auf den Finanzmärkten gestalten zu wollen. Man sollte die Weisenräte doch treffender als „Komitees weiser Männer“ titulieren. Frauen sind im Bereich der Finanzmarktregulierung nicht vertreten. Die Ursachen sind nicht mangelndes Interesse, sondern offene und subtile Formen des Ausschlusses in einer männlich geprägten Unternehmenskultur, homosoziale Netzwerke mit ihren besonderen Verhaltens-, Kommunikations- und Unterwerfungsregeln und natürlich die Tendenz zur homosozialen Selbstrekrutierung. Sofern es Frauen gelingt, in diese exklusiven Clubs einzudringen, ist dies mit hohen Anpassungsleistungen verbunden und mit der Unterordnung unter die herrschenden Standards und Normen des ökonomischen Mainstreams, der sich den Prinzipien des neoklassischen Homo oeconomicus im Sinne der Konstruktion des Menschen als eigennützigem und kompetitiven Nutzenmaximierer verpflichtet. Abweichungen von dieser Norm werden als Geschwätz, als unwissenschaftliche Abschweifung von modell- und datenbasierten Erkenntnissen denunziert. Die sorgfältige Kultivierung der Ökonomie als Wissenschaft verstärkt ihren Anspruch auf Authentizität und Objektivität und immunisiert sie so gegen unwillkommene Kritik.

Jetzt geht es aber um weitaus mehr als nur um störende Kritik, wurde doch vom ökonomischen Mainstream das angelsächsi-

sche Selbstregulierungsmodell wie das goldene Kalb vergötzt, das die Weltwirtschaft nun in den Abgrund zu stürzen droht, von den Hunderten Millionen Arbeitslosen ganz zu schweigen und natürlich von den drohenden politischen Konsequenzen. Nur das Eingreifen des Staates, das weit über die traditionellen keynesianischen Instrumente hinausgeht, hat eine abrupte Zerstörung, die einem Kataklysmus gleichgekommen wäre, verhindert.

*angelsächsisches  
Selbstregulierungs-  
modell droht  
Weltwirtschaft in  
Abgrund zu  
stürzen*

### **3. Die Theorie effizienter Finanzmärkte – „Der Markt hat immer recht“**

An den Universitäten und in den Aufsichtsbehörden dominiert in der Kapitalmarkttheorie die Vorstellung informationseffizienter Märkte. Sie entwirft das Bild eines effizienten Kapitalmarktes mit rational handelnden Akteuren. Aufbauend auf Gleichgewichtsüberlegungen geben Bewertungsmodelle faire Wertpapierpreise, zeigen Portfoliomodelle effiziente Portfolioallokationen und Optionspreismodelle, wie Risiken abgesichert werden können. Die einflussreiche Effizienzmarkthypothese geht gar davon aus, dass alle Marktteilnehmer – also Käufer ebenso wie Verkäufer – vollständig rational und auf der Basis gleicher Informationen agieren und die Summe dieser Informationen jederzeit bereits in den Kursen verarbeitet ist. In Sekundenschnelle passen sich die Preise neuen Informationen an. Zu jedem Zeitpunkt sind die Vermögenstitel richtig bewertet, weil alle Daten wie künftige Gewinne, Inflation oder Wachstum im Preis enthalten sind. Kein Teilnehmer wäre also in der Lage, den Markt auf Dauer zu schlagen. Andererseits aber werden Strategien propagiert, die auf der Ausnutzung von Marktineffizienzen beruhen, die in der reinen Theorie überhaupt nicht existieren dürften. Hedgefonds werben oftmals mit dem Argument, dass sie Marktineffizienzen durch Arbitragegeschäfte vorteilhaft ausnutzen und damit letztlich die Effizienz der Märkte erhöhen. Natürlich wurde die Theorie effizienter Finanzmärkte modifiziert, konnte sie doch empirisch nicht verifiziert werden. Die wohl bekannteste Erklärung für sogenannte Kapitalmarktanomalien, die letztlich zum Über-

*Finanzmärkte können solide Unternehmen und Volkswirtschaften in Ruin treiben*

und Unterschießen von Finanzmarktpreisen führen, ist die Trennung von Marktteilnehmern in Noise Traders und Fundamental Traders: Während Letztere ihre Portfolioentscheidungen auf Basis des Studiums von fundamentalen Daten treffen, führe der Markteintritt von wenig rational handelnden Noise Traders dazu, dass die Preise von Finanztiteln sich von ihren fundamentalen Werten temporär wegbewegen. Es wurde lange davon ausgegangen, dass Letztere schnell vom Markt verschwinden, da sie systematisch Kapital an rationale Investoren verlieren. Tatsächlich können aber noise traders den Markt dominieren und unter Umständen höhere Renditen als rationale Investoren erzielen, da sie sich riskanter verhalten und für dieses Risiko Gewinne realisieren. Die Trennung in vernünftige (Fundamental Traders) und irrationale Investoren (Noise Traders) ignoriert, dass fundamentale Werte wie der Unternehmenswert oder der die Wirtschaftskraft reflektierende Wechselkurs selbst Gegenstand von Selffulfilling Prophecies sein können. Einfacher ausgedrückt: Finanzmarktakteure können über ihre Investitionsentscheidungen solide Unternehmen, aber auch Volkswirtschaften in den Ruin treiben. Dafür gibt es zahlreiche Beispiele.

#### **4. Behavioural Finance – angewandte Psychologie an der Börse**

*Annahme, dass Marktpreise weniger von Daten als von Psychologie geprägt sind*

Die in den letzten zehn Jahren bedeutend gewordene verhaltensorientierte Finanzierungslehre (Behavioural Finance) sieht sich als Antithese zur Effizienzmarkthypothese. Sie hat eine Vielzahl von Anomalien festgestellt, die mit dem neoklassischen Verhaltensmodell nicht zureichend erklärt werden können. Die Behavioural Finance geht davon aus, dass Marktpreise viel weniger von fundamentalen Daten geprägt sind als von der Psychologie der Marktteilnehmer. Übersteigertes Selbstbewusstsein und die Überschätzung der eigenen Qualifikation und der Qualität der Informationen seien demnach ein wichtiger Grund für die Überreaktion auf den Märkten. Erfolge in der Vergangenheit würden in die Zukunft fortgeschrieben und Risiken würden unterschätzt. Robert Shiller von der Universi-

tät Yale verweist auf die Rolle der Medien, die durch selektive Berichterstattung Trends verstärken können. Ein Phänomen, das in der Verhaltensforschung als kognitive Dissonanz bezeichnet wird, spielt ebenfalls eine Rolle: Informationen, die die eigene Entscheidung bestätigen, erhalten ein größeres Gewicht als Informationen, die dies nicht tun. Auch Herdenverhalten wird von der Verhaltensökonomie als Ursache von Preisverzerrungen auf den Finanzmärkten gesehen. Anleger geben oft intuitiv dem Wunsch nach Konformität nach. Auch sei es aus der Sicht des Portfoliomanagers durchaus rational, sich nicht gegen den Trend zu stellen, wird doch seine Performance oft relativ zum Abschneiden der Indizes gemessen.

*Rolle der Medien  
und kognitive  
Dissonanz*

#### **5. Theorie der finanziellen Instabilität – Der Markt tendiert zum Ungleichgewicht**

Auch die monetären Postkeynesianer in der Tradition von Paul Davidson und Hyman Minsky greifen implizit auf psychologische Erklärungen von Krisen zurück. Sie erkannten die ausschlaggebende, ökonomisch relevante Rolle der menschlichen Verhaltensweisen, entwickeln aber eine Theorie, die es erlaubt, systemische Ursachen von Krisen zu erkennen. Hyman Minsky, der herausragende Vertreter des Postkeynesianismus und Ungleichgewichtstheoretiker, der mit seiner Theorie der finanziellen Instabilität posthum nun die Anerkennung bekommt, die ihm stets verweigert wurde, hat bereits vor mehr als dreißig Jahren die heutige Finanzkrise als einen dem finanzmarktbasieren Kapitalismus inhärenten Mechanismus beschrieben. Laufend wiederkehrende Finanzkrisen, denen eine schwere Depression folgt, sollte der Staat ungenügend gegensteuern, sind kein Betriebsunfall, der durch ein exogenes Ereignis entsteht, sondern systemisch bedingt. Sie entstehen aus einer Dynamik von Risikoeinschätzungen und Verbindlichkeitsstrukturen. Im wirtschaftlichen Aufschwung werden die Risikoeinschätzungen optimistischer, die Verschuldung steigt. Gläubiger und Schuldner nehmen zunehmend Finanzierungsrisiken in Kauf, die Bilanzstrukturen wer-

*Hyman Minsky:  
Finanzkrisen  
systemisch  
bedingt*

den instabil. Relativ unbedeutende Ereignisse, wie etwa eine Zinserhöhung oder eine Verzögerung bei der Refinanzierung von Krediten, können dann einen Abschwung auslösen. Stabilität trägt somit den Keim der Instabilität in sich. Einige Spezifika des modernen Finanzsystems haben diesen Mechanismus verschärft. Obwohl von zunächst überschaubarer Größenordnung, hat sich die Krise im globalen Maßstab rasch ausgeweitet. Grund dafür ist einerseits die Technik der Verbriefung von Krediten und auch Kreditderivaten. Dabei handelt es sich um komplexe Techniken der Verbriefung von Krediten und des Kreditrisikotransfers. Die Hypothekenkrise hat sich somit über Ketten von Kreditweiterverkäufen rasch global ausgebreitet und andere Segmente des Finanzmarktes erfasst.

*drei Formen von  
Finanzierungs-  
verhalten*

Minsky unterscheidet drei verschiedene Formen von Finanzierungsverhalten. Hedge Financing liegt vor, wenn ein Schuldner aus den zu erwartenden Erträgen der zu finanzierenden Investition sowohl Zinsen als auch Tilgungen leisten kann. Dabei handelt es sich um die konservativste Form der Finanzierung. Beim Speculative Financing können aus den Erträgen der Investition bloß die Zinsen beglichen werden. Zur Tilgung bedarf es einer adäquaten Finanzierung, entweder durch weitere Kreditaufnahme oder durch Verkauf von Vermögenswerten. Ponzi Financing, ein Synonym für Schneeballsysteme und Pyramidenspiele, liegt vor, wenn weder Zinsen noch Tilgung aus den Investitionserträgen bezahlt werden können und somit eine Anschlussfinanzierung in vollem Ausmaß notwendig wird. Laut Minsky verschiebt sich im Aufschwung die Finanzierungsstruktur zunehmend in Richtung von Speculative Financing und Ponzi Financing. Letztere ist nach einem Kreditbetrüger der 1920er-Jahre benannt. Ein unbedeutendes Ereignis kann dann die Finanzierungskette zum Einsturz bringen. Bleibt die Refinanzierung über Neukredite aus, muss sie über den Verkauf von Vermögenswerten erfolgen. Geschieht dies massenhaft, brechen die Börsenkurse stark ein. Die Aktienkursrückgänge der vergangenen Wochen erklären sich zum Teil aus dem Versuch von Hedgefonds, notwendige Refinanzierung sicherzustellen.



Spätestens ab diesem Zeitpunkt werden nun auch die eher risikoaversen Investoren, die sich dem konservativen Hedge Financing verschrieben haben, in den Strudel mitgerissen. Deren Vermögenstitel, die oft als Sicherheiten bei Kredit gebenden Banken dienen, verlieren an Wert. In dieser Situation schränken die Banken ihre Kreditvergabe an private Haushalte und Unternehmen ein, der Interbankverkehr, die Kreditvergabe zwischen den Banken, funktioniert seit Ausbruch der Hypothekenkrise im Sommer 2007 nicht mehr, die Notenbanken übernehmen die Funktion einer Clearingstelle. In der Folge fahren die Unternehmen ihre Investitionen massiv zurück, entweder weil die Banken mit der Kreditvergabe zurückhaltender geworden sind oder aber weil im Zuge der einbrechenden Kurse der börsennotierten Unternehmen die Refinanzierung teurer bzw. schwieriger geworden ist. Laut Minsky sind die Investitionsentscheidungen unmittelbar an die Börsenkurse gekoppelt. Brechen diese ein, gehen die Investitionen massiv zurück.

Der einer Finanzkrise folgende Abschwung kann kein Soft Landing sein, wie er von den Politik herbeigesehnt wurde. Der durch die Finanzkrise ausgelöste Abschwung erhöht wiederum Kreditausfälle bei Banken, wodurch sich deren Solidität weiter verschlechtert. Dieser Teufelskreis, in dem sich ab dem Zeitpunkt, in dem der realwirtschaftliche Abschwung einsetzt, Realwirtschaft und Finanzsystem gegenseitig in die Tiefe ziehen und der Markt über keine sich selbst stabilisierenden Mechanismen verfügt, kann nur durch radikale Staatseingriffe durchbrochen werden: die Stabilisierung des Banken- und Finanzsystems, ein Beschäftigungs- und Wirtschaftsstützungs paket, das weit über traditionelle geld- und fiskalpolitische Maßnahmen hinausgeht, und schließlich die umfassende Regulierung des Finanzsystems, um der dem Kapitalismus innewohnenden Tendenz, laufend Boom und Bust-Zyklen hervorzurufen, einen Riegel vorzuschieben. Während Ersteres mit dem Bankenrettungsschirm der Länder der Europäischen Union vorerst gelungen scheint, sind die Eingriffe in die Wirtschaft zur Abwehr der Depression äußerst zaghaft und

*Abschwung kann kein Soft Landing sein*

*die drei Maßnahmenpakete müssen gleichzeitig umgesetzt werden*

werden der Dramatik der Situation nicht gerecht, ganz zu schweigen von den Finanzmarktregulierungsinitiativen, die derzeit international diskutiert werden. Die Geschichte lehrt uns auch, dass die drei Maßnahmenpakete nicht hintereinander, sondern gleichzeitig und so rasch wie nur möglich umgesetzt werden müssen, will man das Schlimmste vermeiden.

## **6. Die neue Rolle des Staates**

Die moderne Makroökonomie hat sehr wohl respektiert, dass es sogenannte Marktunvollkommenheiten gibt. Diese sogenannten Rigiditäten, wie beispielsweise Kündigungsschutz auf den Arbeitsmärkten oder asymmetrische Information sowie Moral Hazard auf den Kapitalmärkten, werden jedoch als Abweichung von einem idealisierten Gleichgewichtszustand definiert. In der neuen neoklassischen Synthese (Woodford 2000) werden Elemente der im Neokeynesianismus definierten Rigiditäten mit der monetaristischen langfristigen Gleichgewichtsvorstellung synthetisiert. Daraus resultiert eine starke Rolle staatlichen Nachfragemanagements in der Geld- und Fiskalpolitik, um Konjunkturschwankungen zu glätten. Die mikroökonomischen Empfehlungen sind darauf ausgerichtet, die Realität dem idealisierten Gleichgewichtszustand möglichst anzunähern: Aufhebung des Kündigungsschutzes und Abbau sozialstaatlicher Einrichtungen oder Verbesserung der Transparenz auf den Finanzmärkten, damit Finanzmarktakteure die Risiken besser einschätzen könnten, und schon funktionieren die Welt wieder so, wie sie in Gleichgewichtsmodellen dargestellt wird. Auch die Behavioural Finance mit ihren Anomalien versucht eher zu erklären, warum es zu Abweichungen von rationalem Verhalten kommt. Sie bietet kaum Hinweise darauf, wie man ihre Erkenntnisse für wirtschaftspolitische und regulatorische Alternativen nutzen kann. Die Finanzindustrie versucht, deren Erkenntnisse für sich gewinnbringend zu nutzen.

Geht man davon aus, dass im Sinne des Postkeynesianismus nicht das Gleichgewicht, sondern das Ungleichgewicht der Referenzpunkt ist, von dem aus das Wirtschaftsgeschehen betrachtet werden muss, dann sind fundamentale Eingriffe des Staates beziehungsweise der Regulatoren in den Markt notwendig, die weit über jene Eingriffe mittels keynesianischer Instrumente hinausgehen, die die neue neoklassische Synthese toleriert. In den letzten Monaten haben nur vereinzelt Elemente der postkeynesianischen Theorie der finanziellen Instabilität Eingang gefunden in Versuche, die Krisenursachen zu klären. Aber selbst wenn eine Theorie der Ineffizienz der Märkte zum ökonomischen Mainstream würde, welche Rolle sollte der Staat einnehmen in einem inhärent instabilen System, in dem fundamentale Unsicherheit herrscht? Wie muss die Finanzmarktregulierung gestaltet sein? Durch welche Methoden der Risikobewertung sollen in Banken und Aufsichtsbehörden Value-at-Risk-Modelle ersetzt werden, die die Vergangenheit in die Zukunft fortschreiben und davon ausgehen, dass es Risiko gibt, das auf Basis vergangener Ausfallswahrscheinlichkeiten messbar ist, aber nicht fundamentale Unsicherheit, sind doch die Risikomodelle der Banken auf systemisches Risiko nicht vorbereitet? Diese Fragen wurden von Minsky selbst nur vage beantwortet. Er plädierte in der Tradition von Keynes für eine Sozialisierung der Investitionen, strenge Eigenmittelvorschriften und einen starken Staat („big government“).

Das Finanzsystem zählt wie die Daseinsvorsorge aufgrund seiner systemischen Bedeutung zu dem für die Öffentlichkeit wahrscheinlich bedeutendsten strategischen Wirtschaftszweig. Wenn schon der Finanzsektor nicht in direktem öffentlichem Einflussbereich steht, so sollte er streng und lückenlos, in Bezug auf Instrumente, Finanzinstitutionen und Regionen, reguliert werden. Der Staat, der wesentliche Aspekte der Aufsicht an die Finanzindustrie delegiert hat, muss hier eine zentrale Rolle einnehmen. Dazu braucht es die Beseitigung von Offshorezentren und Steueroasen, die einen Deregulierungswettlauf nach unten provozieren; die direkte Regulierung

*Staat muss  
wieder zentrale  
Rolle einnehmen*

*Weltfinanz-  
organisation  
wäre wichtig*

von Hedgefonds und Private Equity Fonds, die überwiegend in Offshorezentren angesiedelt sind; die staatliche Kontrolle von Ratingagenturen, die Einschränkung derivativer Finanzinstrumente oder die Besteuerung von Finanztransaktionen. Eine Weltfinanzorganisation, in der alle Staaten vertreten sind, die Mitglieder der UNO sind, wäre eine notwendige institutionelle Voraussetzung dafür, dass die Regulierung des Weltfinanzsystems rasch und demokratisch gelingt. Wesentlich ist auch der Ausbau öffentlicher Pensions-, Pflege- und Krankenfinanzierungssysteme, um die Abhängigkeit von der privaten Vorsorge einzuschränken, die nun eine ökonomische Neubewertung erfährt. Auch gilt es, den Ausbau öffentlichen strategischen Eigentums zu fördern sowie Änderungen im Aktien-, Unternehmens- und Steuerrecht, die Anreize für eine langfristige Orientierung der Investitionen schaffen.

## 7. Resümee

Seit Ausbruch der Finanzkrise richtet sich die Kritik gegen unermessliche Gier und moralisches Fehlverhalten der Manager oder aber gegen die Federal Reserve Bank, die ab 2001 die Zinsen zu stark gesenkt und damit erst die Vermögenspreisinflation gefördert habe sowie den sogenannten Appetit auf Risiko. Antizyklische keynesianische Geldpolitik wird diskreditiert. Die Debatte zu den Ursachen der Finanzkrise wird von den Eliten gesteuert und dient eigentlich nur dazu, einer stärkeren Regulierung von Märkten, die inhärent instabil sind, zuvorzukommen. Positives Recht wird ausgehöhlt zugunsten ethischer Willkür. Dies ist der Traum jener, die sich zur Philanthropie hingezogen fühlen - keine Regulierung und dafür jede Menge Menschenliebe sorgen für pekuniäres und auch für symbolisches Kapital. Erst daraus gewinnt der Neoliberalismus seine Stabilität.

Die Theorie von der Effizienz der Märkte und insbesondere der Finanzmärkte ist einer der größten und teuersten Irrtümer in der Geschichte der Ökonomie. Die Verantwortung des ökonomischen Mainstreams wird allerdings kaum thematisiert.

Eine Reform der Managerentlohnung und der Corporate Governance Regeln ist leicht verkraftbar, nicht aber ein Paradigmenwechsel der herrschenden Ökonomie; dieser würde die Legitimität des Neoliberalismus fundamental erschüttern und ebenso den unaufhörlichen Geldstrom für einige wenige zum Versiegen bringen. Der Paradigmenwechsel erfolgt nicht von selbst.

*Paradigmenwechsel*

Literatur

- Minsky, Hyman (1982), Can „It“ Happen Again?: Essays on Instability and Finance. M. E. Sharpe.
- Minsky, Hyman (1975), John Maynard Keynes. New York: Columbia University Press.
- Shiller, Robert (2000), Irrational Exuberance, Princeton University Press.
- Woodford, Michael (2000), Pitfalls of Forward-Looking Monetary Policy, American Economic Review, Vol. 90, issue 2, pages 100–104

INSTITUT FÜR SOZIAL- UND WIRTSCHAFTSWISSENSCHAFTEN

# WISO

WIRTSCHAFTS-UND SOZIALPOLITISCHE ZEITSCHRIFT

Die Zeitschrift WISO wird vom Institut für Sozial- und Wirtschaftswissenschaften (ISW) herausgegeben. Sie dient der Veröffentlichung neuer sozial- und wirtschaftswissenschaftlicher Erkenntnisse sowie der Behandlung wichtiger gesellschaftspolitischer Fragen aus Arbeitnehmersicht.

Lohnpolitik, soziale Sicherheit, Arbeitsmarkt und Arbeitslosigkeit, Arbeit und Bildung, Frauenpolitik, Mitbestimmung, EU-Integration - das sind einige der Themen, mit denen sich WISO bereits intensiv auseinander gesetzt hat.

WISO richtet sich an BetriebsrätInnen, GewerkschafterInnen, WissenschaftlerInnen, StudentInnen, Aktive in Verbänden, Kammern, Parteien und Institutionen sowie an alle, die Interesse an Arbeitnehmerfragen haben.

Erscheinungsweise: vierteljährlich

Preise:\* Jahresabonnement EUR 22,00 (Ausland EUR 28,00)  
Studenten mit Inskriptionsnachweis EUR 13,00  
Einzelausgabe EUR 7,00 (Ausland EUR 12,00)

(\* Stand 2005 - Die aktuellen Preise finden Sie auf unserer Homepage unter [www.isw-linz.at](http://www.isw-linz.at))

Wir laden Sie ein, kostenlos und ohne weitere Verpflichtungen ein WISO-Probeexemplar zu bestellen. Natürlich können Sie auch gerne das WISO-Jahresabonnement anfordern.

Informationen zum ISW und zu unseren Publikationen - inklusive Bestellmöglichkeit - finden Sie unter [www.isw-linz.at](http://www.isw-linz.at).



Oberösterreich

## BESTELLSCHEIN\*

Bitte senden Sie mir kostenlos und ohne weitere Verpflichtungen

- 1 Probeexemplar der Zeitschrift WISO
- 1 ISW Publikationsverzeichnis

Ich bestelle \_\_\_\_\_ Exemplare des WISO-Jahresabonnements (Normalpreis)

Ich bestelle \_\_\_\_\_ Exemplare des WISO-Jahresabonnements für StudentInnen mit Inskriptionsnachweis

\* Schneller und einfacher bestellen Sie über das Internet: [www.isw-linz.at](http://www.isw-linz.at)

Name \_\_\_\_\_

Institution/Firma \_\_\_\_\_

Straße \_\_\_\_\_

Plz/Ort \_\_\_\_\_

E-Mail \_\_\_\_\_

### BESTELLADRESSE:

ISW  
Volksgartenstraße 40, A-4020 Linz  
Tel. ++43/732/66 92 73  
Fax ++43/732/66 92 73-28 89  
E-Mail: [wiso@akooe.at](mailto:wiso@akooe.at)  
Internet: [www.isw-linz.at](http://www.isw-linz.at)