



universität
wien

DIPLOMARBEIT / DIPLOMA THESIS

Titel der Diplomarbeit / Title of the Diploma Thesis

„Die Bedeutung der Finanzialisierung für die Finanzmarktstabilität in Österreich“

verfasst von / submitted by

Timur Aygünes

angestrebter akademischer Grad / in partial fulfilment of the requirements for the degree of
Magister der Naturwissenschaften (Mag. rer. nat.)

Wien, 2018 / Vienna, 2018

Studienkennzahl lt. Studienblatt /
degree programme code as it appears on
the student record sheet:

A 190 445 456

Studienrichtung lt. Studienblatt /
degree programme as it appears on
the student record sheet:

Lehramtsstudium UF Biologie und Umweltkunde,
UF Geographie und Wirtschaftskunde

Betreut von / Supervisor:

Mag. Mag. Dr. Robert Musil, Privatdoz.

Abstract (Deutsch)

In den Jahrzehnten der so genannten Finanzialisierung (1970er – 2007) gab es in den meisten westlichen Volkswirtschaften eine Zunahme der Profite aus dem Finanzsektor, bei gleichzeitiger Abnahme der Profite aus der Realwirtschaft. Diese Entwicklung wird als Finanzialisierung bezeichnet und prägte 40 Jahre lang die Weltwirtschaft. Mit ihr wird eine Reihe schwerer Krisen in Verbindung gebracht, die offenbar mit dem Finanzsektor und den Finanzmärkten in Zusammenhang stehen. Kapitel 2 beinhaltet die in der Literatur diskutierten Inhalte, die auf die Verbindung zur Finanzmarktstabilität hinweisen. Kapitel 3 enthält eine ausführliche Analyse über das Ausmaß der Finanzialisierung in Österreich und der Eurozone. Auf Grundlage der in Kapitel 2 besprochenen Theorie und der in Kapitel 3 erarbeiteten Ergebnisse, zeigt sich, dass sich Österreich grundsätzlich anders als die übrigen Länder der Eurozone entwickelt hat. Seit der großen Finanzkrise 2007 nahm die Finanzialisierung in Österreich stetig ab, während sie in der Eurozone seither stagniert. Diesbezüglich nimmt Österreich eine Sonderstellung in der Eurozone ein, weshalb von einer stärkeren Finanzmarktstabilität auszugehen ist.

Abstract (English)

During the decades covering years 1970 to 2007, most western economies saw an increase in profits from the financial sector, while profits from the real economy declined. This development is referred to as financialization and has shaped the world economy over 40 years. It links a series of major crises related to the financial sector and financial markets. Chapter 2 covers the content discussed in the literature and highlights the link to financial market stability. Chapter 3 contains a detailed analysis of the extent of financialization in Austria and the Eurozone. On the basis of the theory discussed in Chapter 2 and the results obtained in Chapter 3, the results show that Austria has developed fundamentally differently from the other countries of the Eurozone. Since the great financial crisis of 2007, financialization in Austria has been steadily declining. Whereas, over the same period, it has stagnated in the Eurozone. In this regard, Austria occupies a special position in the Eurozone and is why stronger financial market stability can be expected.

Timur Aygünes

Die Bedeutung der Finanzialisierung für die Finanzmarktstabilität in Österreich

Eidesstattliche Erklärung

Ich erkläre eidesstattlich, dass die vorliegende Arbeit selbstständig und ohne fremde Hilfe verfasst wurde. Ich habe alle direkten und indirekten Zitate deutlich gekennzeichnet und die Quellen im Literaturverzeichnis korrekt angegeben. Ich versichere, dass ich dieses Masterarbeitsthema bisher weder im In- noch im Ausland in irgendeiner Form als Prüfungsarbeit vorgelegt habe und dass diese Arbeit mit der vom Begutachter beurteilten Arbeit vollständig übereinstimmt.

Gender Erklärung

In dieser Diplomarbeit wird die Sprachform des generischen Maskulinums verwendet. Es wird an dieser Stelle darauf hingewiesen, dass die ausschließliche Verwendung der männlichen Form als geschlechtsunabhängig zu verstehen ist.

Wien, im Juni 2018

Danksagung

Die vorliegende Diplomarbeit ist auf der Grundlage für mein Interesse zum Thema entstanden, auf das ich im Rahmen meines Studiums in Berührung gekommen bin. Ich widme mich kurz meiner Danksagung.

Recht herzlich möchte ich mich bei den Personen bedanken, die mich über die gesamte Studienzeit und speziell bei der Erstellung dieser Diplomarbeit unterstützt haben. Ein besonderer Dank richtet sich an Frau Mag. Vanessa Redak, die die Arbeit betreut hat. Die konstruktive Kritik sowie die zahlreichen Anregungen waren sehr wertvoll für die Qualität dieser Arbeit. Der intellektuelle Austausch war nicht nur für die Erarbeitung dieser Diplomarbeit, sondern auch für die langfristige, geistige Reife meiner Persönlichkeit von Bedeutung. Einen Dank gilt auch an meinen Eltern, Gudrun und Teoman Aygünes, und meinen beiden Brüdern, Can und Cemil Aygünes, die mir über das gesamte Studium hinweg mit viel Geduld und Kraft bei Seite gestanden und mich bei diesem Weg begleitet haben. Ohne euch wäre ich nicht hier! Mein weiterer Dank gilt meinem Freund und ehemaligen Studienkollegen Alexander Hoffelner. Auch ihm habe ich für die mentale Unterstützung, für das Lösen manch schwieriger Situationen sowie für fachspezifische Fragen zu danken. Für die Korrektur, Anregungen und Feedback möchte ich mich insbesondere bei Prof. Mag. Mag. Dr. Robert Musil, Prof. Mag. Dr. Christian Schroll sowie Hans Höngesberg und Timo Lang bedanken.

Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung	1
2	Finanzialisierung und Finanzmarktstabilität	5
2.1	Was ist Finanzialisierung?.....	6
2.2	Über die Nachweise von Finanzialisierung.....	13
2.3	Folgen der Finanzialisierung für die Finanzmarktstabilität.....	28
2.3.1	Definition und Merkmale von Finanzmarktstabilität	29
2.3.2	Zunahme des Finanzsektors und die Folgen für die Finanzmarktstabilität.....	32
2.3.2.1	Zunehmendes Kreditvolumen	32
2.3.2.2	Minskys Hypothese finanzieller Instabilitäten	39
2.3.2.3	Herdenverhalten.....	42
2.3.2.4	Die Volatilität der Aktienmärkte am Beispiel der Dotcom-Blase.....	45
2.3.3	Das Risikopotenzial von Schattenbanken und sonstigen Nichtbankenstrukturen.....	53
2.3.3.1	Definition von Schattenbanken	53
2.3.3.2	Vermögen und Bedeutung von Schattenbanken in der EU	54
2.3.3.3	Entwicklung des Schattenbankensektors und des "Originate-to-Distribute"- Geschäftsmodells.....	54
2.3.3.4	Schattenbanken bedingte systemische Risiken	62
2.3.3.5	Hedgefonds und Finanzmarktstabilität	66
3	Finanzialisierung in Österreich und in der Eurozone.....	72
3.1	Die verwendeten Daten	73
3.2	Entwicklung des Real- und Finanzsektors in Österreich und in der Eurozone	77
3.2.1	Entwicklung des Finanz- und Realsektors in Österreich.....	77
3.2.2	Entwicklung des Finanz- und Realsektors im Euroraum.....	80
3.3	Entwicklung der Banken und Nichtbanken-Finanzintermediäre in Österreich und in der Eurozone.....	84
3.3.1	Entwicklung des Gesamtvermögens der Banken und Nichtbanken-Finanzintermediäre in Österreich 1995-2016	85
3.3.2	Entwicklung Gesamtvermögen der Banken und Nichtbanken-Finanzintermediäre in der Eurozone 1999-2016	90
3.4	Entwicklung der Investmentfonds in der Zeit nach der Krise in Österreich.....	93
4	Schluss und Ergebnisse der Analyse	100

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: AKTIENMARKTKAPITALISIERUNG UND -TRANSAKTIONSVOLUMINA (IM VERHÄLTNIS ZUM BIP), USA	13
Abb. 2: VERSCHULDUNG DER HAUSHALTE, UNTERNEHMEN UND DES FINANZSEKTORS (IM VERHÄLTNIS ZUM BIP), USA.	15
Abb. 3: GLOBALE FINANZINVESTMENTS AUFGESCHLÜSSELT NACH ASSET-KLASSEN 2005 UND 2014	16
Abb. 4: VERMÖGENSENTWICKLUNG AUF GRUNDLAGE DER INFLATION IN MRD. US-DOLLAR, 2005-2014	17
Abb. 5: DURCHSCHNITTLICHES WACHSTUM DES GLOBALEN FINANZVERMÖGENS IM VERGLEICH ZUM GLOBALEN REALEN BIP IN DER WELT PRO JAHR, 1990-2014	18
Abb. 6: FINANZIELLE UND INTERNATIONALE PROFITE ALS ANTEIL DER UNTERNEHMENSPROFITE, USA.....	19
Abb. 7: RELATIVER ANTEIL VON UNTERNEHMENSBEZOGENEN PROFITEN IN DER US-WIRTSCHAFT, 1950-2001	20
Abb. 8: VERHÄLTNIS PORTFOLIO-ERTRÄGE ZU CASHFLOW DER NICHT-FINANZIELLEN UNTERNEHMEN IN DEN USA, 1950-2001	22
Abb. 9: VERHÄLTNIS PORTFOLIO-ERTRÄGE UND CASHFLOW FÜR PRODUZIERENDE UND NICHT-PRODUZIERENDE US FIRMEN, 1950-2001	24
Abb. 10: ANTEIL DES GESAMTEN PORTFOLIO-ERTRÄGES ERRECHNET NACH INDIVIDUELLEN KOMPONENTEN VON US NICHT- FINANZIELLEN UNTERNEHMEN, 1950-2001.....	25
Abb. 11: VERHÄLTNIS VON FINANZIELLEN ZU NICHT-FINANZIELLEN PROFITEN UND CASHFLOWS IN DER US WIRTSCHAFT, 1950-2001	26
Abb. 12: DIE ALLOKATIONSFUNKTION DER FINANZMÄRKTE	30
Abb. 13: GINI KOEFFIZIENT DER HAUSHALTE IN DEN USA, 1967-2010	34
Abb. 14: AKTIENBESITZ DER ÖSTERREICHISCHEN HAUSHALTE, 1995-2016.....	50
Abb. 15: AKTIEN- UND WERTPAPIERBESITZ DER ÖSTERREICHISCHEN HAUSHALTE, 1995-2016	51
Abb. 16: TRADITIONELLES BANKENMODELL.....	56
Abb. 17: MODERNES BANKENMODELL.....	57
Abb. 18: MARKTANTEIL VON KREDITEN FÜHRENDER BANKEN, NACH KREDITTYP, ZWISCHEN 1988-2010, USA	58
Abb. 19: GEHALTENE KREDITE NACH KREDITVERGABE AUFGESCHLÜSSELT NACH FÜHRENDEN BANKEN UND FÜHRENDEN NICHT- BANKEN, 1988-2010, USA	59
Abb. 20: MARKTANTEIL VON INVESTOREN AUßERHALB DES BANKENSEKTORS, NACH KREDITTYP, 1988-2010, USA	60
Abb. 21: ZUNAHME DES HANDELSVOLUMENS AN DER NYMEX	69
Abb. 22: DURCH HEDGEFONDS GEHALTENE ÖLKONTRÄKTE (SPREAD-POSITIONEN).....	70
Abb. 23: ANZAHL DER NICHT-KOMMERZIELLEN HÄNDLER	70
Abb. 24: GLIEDERUNG DER VOLKSWIRTSCHAFT NACH FINANZINSTITUTEN	74
Abb. 25: ENTWICKLUNG DES FINANZ- UND REALSEKTORS IN ÖSTERREICH AM BIP, 1995-2016	77
Abb. 26: ENTWICKLUNG DES FINANZ- UND REALSEKTORS IN ÖSTERREICH AM GESAMTVERMÖGEN, 1995-2016	78
Abb. 27: ENTWICKLUNG DES FINANZ- UND REALSEKTORS IN ÖSTERREICH AM GESAMTVERMÖGEN, 1995, 2008, 2016	79
Abb. 28: ENTWICKLUNG DES FINANZ- UND REALSEKTORS IN DER EUROZONE AM BIP, 1999-2016.....	80
Abb. 29: ENTWICKLUNG DES FINANZ- UND REALSEKTORS IN DER EUROZONE AM GESAMTVERMÖGEN, 1999-2016.....	81
Abb. 30: ENTWICKLUNG DES FINANZ- UND REALSEKTORS IN DER EUROZONE AM GESAMTVERMÖGEN, 1999, 2008, 2016.....	82

Abb. 31: VERMÖGENSENTWICKLUNG DER BANKEN UND NICHTBANKEN-FINANZINTERMEDIÄRE IN ÖSTERREICH AM BIP UND AM GESAMTVERMÖGEN, 1995-2016	85
Abb. 32: ENTWICKLUNG DER BANKEN UND NICHTBANKEN-FINANZINTERMEDIÄRE IN ÖSTERREICH AM GESAMTVERMÖGEN, 1995- 2016	85
Abb. 33: VERHÄLTNIS DER BANKEN UND NICHTBANKEN-FINANZINTERMEDIÄRE IN ÖSTERREICH, 1995, 2008, 2016	87
Abb. 34: VERHÄLTNIS DER NICHTBANKEN-FINANZINTERMEDIÄRE UND DER BANKEN IN ÖSTERREICH, 1995-2016	87
Abb. 35: VERÄNDERUNG DES VERMÖGENS ZUM VORJAHR DES GESAMTVERMÖGENS IN ÖSTERREICH, 1995-2016	88
Abb. 36: VERÄNDERUNG DES VERMÖGENS ZUM VORJAHR DER BANKEN BZW. NICHTBANKEN-FINANZINTERMEDIÄRE IN ÖSTERREICH, 1995-2016	89
Abb. 37: ENTWICKLUNG DER BANKEN UND NICHTBANKEN- FINANZINTERMEDIÄRE IN DER EUROZONE AM GESAMTVERMÖGEN, 1999- 2016	90
Abb. 38: ANTEIL BANKEN UND NICHTBANKEN-FINANZINTERMEDIÄRE AM GESAMTVERMÖGEN IN DER EUROZONE, 1999, 2008, 2016	91
Abb. 39: VERÄNDERUNG ZUM VORJAHR BANKEN UND NICHTBANKEN-FINANZINTERMEDIÄRE IN DER EUROZONE, 1999-2016	92
Abb. 40: BEREINIGTES FONDSVOLUMEN NACH ANLAGEKATEGORIE IN ÖSTERREICH 2008	94
Abb. 41: BEREINIGTES FONDSVOLUMEN NACH ANLAGEKATEGORIE IN ÖSTERREICH 2017	96
Abb. 42: BEREINIGTES FONDSVOLUMEN NACH ANLEGER IN ÖSTERREICH 2008	97
Abb. 43: BEREINIGTES FONDSVOLUMEN NACH ANLEGER IN ÖSTERREICH 2017	98

1 Einleitung

In den Dekaden der sogenannten Finanzialisierung (1970ern bis zur großen Finanzmarktkrise 2007) gab es in der Weltwirtschaft umfassende Transformationen, die im Wesentlichen auf drei Entwicklungen zurückgingen: Neoliberalismus, Globalisierung und Finanzialisierung, wobei der Hauptfokus auf letzteres in dieser Diplomarbeit liegen wird. Im Zuge dieser Entwicklungen haben Regierungen ihren Einflussbereich zugunsten des Marktes abgegeben, der internationale Handel sowie wirtschaftliche Verflechtungen haben zugenommen und nationale wie internationale Finanztransaktionen sind angestiegen.¹ Es kam zu einer Deregulierung und Liberalisierung des Finanzsektors, einer Verlagerung hin zum Investmentbanking (an Stelle des traditionellen Bankgeschäfts) und zur Entstehung des (kaum regulierten) Schattenbankensektors.² Auch in Bezug auf das Verhalten einiger Wirtschaftseinheiten gab es Veränderungen. Zwei wichtige zu nennen sind zum einen die erhöhte Verschuldung von Haushalten und zum anderen die Shareholder Value-Orientierung (die Orientierung eines Unternehmens an Aktienkursen bzw. den Aktionären) von nicht-finanziellen Unternehmen, die das Verhältnis der Haushalte und Unternehmen zum Finanzsektor veränderten.³ Zweifellos gab es insgesamt in den westlichen Volkswirtschaften und vor allem im U.S.- amerikanischen Raum eine Zunahme der Profite aus dem Finanzsektor auf Kosten der Realwirtschaft. Um die Jahrtausendwende waren dies 40% der gesamten Profite in der U.S.- amerikanischen Ökonomie.⁴ Weitere Indikatoren, wie etwa die Aktienmarktkapitalisierung und höhere Transaktionsvolumina auf den Finanzmärkten (im Verhältnis zum BIP) sowie die steigende Verschuldung der Haushalte, Unternehmen und des Finanzsektors selbst, die in den USA um ein Vielfaches angestiegen ist, weisen ebenso auf einen Bedeutungszuwachs des Finanzsektors in den Dekaden der Krise hin.⁵ Von den Billionen von Dollar, die in den späten 90er Jahren weltweit auf dem Devisenmarkt im Handel waren, haben lediglich 2-3% mit dem Handel von Waren und Dienstleistungen zu tun, ein weiteres Zeichen für die Entkoppelung der Finanzwirtschaft von der Realwirtschaft.⁶ Seit Mitte der 1980er konzentrieren sich Wertpapierhäuser und Investmentbanken zunehmend auf kurze Laufzeiten, statt auf

¹ Vgl. Epstein 2005, S.3.

² Vgl. Stockhammer 2014, S. 33.

³ Vgl. ebd.

⁴ Vgl. Krippner 2011, S. 3.

⁵ Vgl. Stockhammer 2014, S. 36f.

⁶ Vgl. Phillips 2002, S. 138.

nachhaltige Bankbeziehungen zu setzen.⁷ Die USA waren einst führend in der Produktion von Realgütern, allerdings überholte seit Mitte der 1990er der Markt für Versicherungen, Immobilien und sonstige Finanzgeschäfte zum ersten Mal das Volumen der Realwirtschaft.⁸ Das vielleicht symbolstärkste Beispiel zeigt die Entwicklung des U.S.-amerikanischen Unternehmens Ford. Hatte es einst mit der Erfindung des Fließbandes weltweit für neue Maßstäbe in der Industrie gesetzt und wurde dadurch zum Symbol für (amerikanische) Produktion, macht der weltweit fünftgrößte Autohersteller heute mehr Profite durch die Vergabe von Krediten als durch den Bau und Verkauf von Autos selbst.⁹

Seit Beginn der Finanzialisierung gab es eine Reihe schwerer Krisen, die offensichtlich mit dem Finanzsektor und den Finanzmärkten in Verbindung stehen. So etwa die Schuldenkrise 1982, die Savings-and-Loan-Krise in den USA in den 1980er Jahren, die EWS-Krise 1992/93, die Peso-Krise 1994, die Asienkrise 1997, die Dot.com-Blase 2000/01 und zuletzt die Krise 2007/2008.¹⁰ Ein weiteres Anzeichen für die Instabilität der Finanzmärkte zeigen die Entwicklungen nach Zusammenbruch des Bretton-Woods-System (ab 1973). Die Rezessionen fielen deutlich schärfer aus als noch in der Zeit der Bretton-Woods-Ära (1944-1973). Auch was das Wachstum betrifft zeigen die Daten, dass das Wachstum in der fordistischen Ära (also eine Zeit mit höherem Anteil der Realwirtschaft als heute) erheblich höher ausfiel als in der post-fordistischen-Ära (mit zunehmend steigendem Anteil des Finanzsektors, ab den 70ern).¹¹

Krippner und andere sehen hinter dieser Zunahme eine durchgehende Entwicklung, die sich zumindest bis zur großen Krise 2007 ereignete. Sie bezeichnen diese Tendenzen als „a pattern of accumulation in which profit making occurs increasingly through financial channels rather than through trade and commodity production“. Es sind jene Entwicklungen, die zusammengefasst unter dem Begriff „Financialization“ zu verstehen sind.¹² Mit dem Konzept der Finanzialisierung wird für manche Sozialwissenschaftler und Ökonomen (z.B. Heires, Nölke, Stockhammer und andere) die Finanz- und Wirtschaftskrise von 2007/08 als ein Kulminationspunkt längerfristiger

⁷ Vgl. Phillips 2002, S. 138.

⁸ Vgl. ebd., S. 138.

⁹ Vgl. Krippner 2011, S. 3f.

¹⁰ Vgl. Stockhammer 2014, S. 45.

¹¹ Vgl. ebd..

¹² Vgl. Krippner 2005, S. 181.

struktureller Entwicklungen des globalen Kapitalismus verstanden.¹³ Aus diesem Grund stellt sich die Frage, ob mit dem Anwachsen des Finanzsektors eine Gefährdung der Finanzmarktstabilität und der Realwirtschaft einhergeht. Damit könnte sich die Krise von 2007/08 wiederholen, sofern die Finanzialisierung nicht durch ein politisches Eingreifen gesteuert wird.

Für den Begriff der Finanzialisierung hat sich bislang keine einheitliche Definition durchsetzen können, weshalb mehrere Alternativen nebeneinander stehen und sich sozusagen eine free-for-all-Problematik ergeben hat. Während einige Wissenschaftler auf die zunehmende Dominanz der Kapitalmärkte gegenüber bankfinanzierten Systemen (Phillips 2002), auf den Bedeutungszuwachs der Shareholder Value als eine Form der Corporate Governance (d.h. der Ordnungsrahmen für die Leitung und Überwachung eines Unternehmens) (Froud et al., 2000, Lazonick und O'Sullivan, 2000, Williams, 2000) hinweisen, sehen andere die Definition bei den steigenden politischen und ökonomischen Aufstieg einer Klasse von Rentiers (Duménil und Lévy, 2002, und Epstein, 2005).¹⁴ Allen Definitionen der Autoren gemein ist hingegen, dass es sich um einen Prozess handelt und der wesentliche Kern dieses Begriffs die Verschiebung der Bedeutung von Einkommen aus Lohnarbeit oder Produktion hin zu Profiten und Einkünften aus Finanzgeschäften ist.¹⁵ Diese Diplomarbeit verwendet vor allem die Definition von Greta Krippner (oben angeführt). Sie ist aus verschiedenen Gründen sehr gelungen, worauf ich im nächsten Kapitel genauer zu sprechen kommen werde.

Das konkrete Anliegen dieser Arbeit ist die Untersuchung der Finanzialisierung in Österreich und die damit verbundenen Risiken und Herausforderungen für die Finanzmarktstabilität in Österreich. Als empirische Grundlage dienen aktuelle Daten der Österreichischen Nationalbank (OeNB) von sämtlichen Banken und Nichtbanken-Finanzintermediären wie etwa von Versicherungen oder Investmentfonds, die mit dem Bruttoinlandsprodukt in Bezug gesetzt und ausgewertet wurden. In Kapitel 2 gehe ich auf theoretische Grundlagen ein, die das Grundgerüst für meine Argumentation darstellen. Wesentliches Ziel dieses Kapitels ist es, das Verhältnis zwischen Finanzialisierung und Finanzmarktstabilität zu untersuchen: Welcher Zusammenhang

¹³ Vgl. Deutschmann 2014, S. 15.

¹⁴ Vgl. Krippner 2005, S. 181; vgl. Froud et al 2000, S. 102-109; vgl. Lazonick/ O'Sullivan 2000, S. 13-35; vgl. Williams 2000, S. 6ff.; vgl. Duménil/ Lévy 2002, S. 393-400.

¹⁵ Vgl. Heires/ Nölke 2011, S. 39.

besteht und welche Argumente lassen sich in der Literatur finden? Das zweite Kapitel ist weiter unterteilt in zwei große Unterkapitel und untersucht das Verhältnis weiter auf der Ebene des Finanzsektors (zunehmende Kreditausweitung, Herdenverhalten, Volatilität der Aktienmärkte, Minskys Hypothese finanzieller Instabilitäten) und im Speziellen, aufgrund der Bedeutung der letzten Finanzkrise 2007, das Risikopotenzial von Schattenbanken bzw. Nichtbankenfinanzintermediären (Originate-to-Distribute – Geschäftsmodell, Schwächung der Kreditstandards, Hedgefonds).

Kapitel 3 beschäftigt sich mit dem empirischen Teil. Ich möchte in zwei Schritten vorgehen. Im ersten Schritt wird das Verhältnis zwischen Real- und Finanzsektor untersucht. Die Größe des Finanzsektors im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt sowie deren Veränderung über die Zeit gibt Aufschluss über die Entwicklung des finanzwirtschaftlichen im Vergleich zum realwirtschaftlichen Sektor. Die These ist, dass die Ausweitung des Finanzsektors potenziell negative Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum sowie auf die Finanzmarktstabilität hat. In einem zweiten Schritt möchte ich das Verhältnis der Banken und Nichtbanken-Finanzintermediäre analysieren. Auch dieses Verhältnis gibt Aufschluss über potenzielle Gefahren für die Finanzmarktstabilität. Da der Bankensektor durchwegs intensiver reguliert ist als andere Finanzmarktintermediäre, wäre ein Anwachsen des zweiten Sektors (teilweise auch „Schattenbankensektor“ genannt) ein Hinweis auf zunehmende Risiken für die Finanzmarktstabilität. Bei beiden Entwicklungen möchte ich die Daten historisch sowohl auf nationaler als auch auf der Ebene des Euroraums vergleichend untersuchen, um möglicherweise Unterschiede und Besonderheiten in der österreichischen Entwicklung herauszuarbeiten. Mich interessiert der Grad der Finanzialisierung in Österreich, wie er sich verändert hat und wie diese Entwicklung im Vergleich zur Eurozone aussieht. Weiters stellt sich die Frage, inwiefern sich manche Fonds, Versicherungen oder Finanzinstrumente unterschiedlich stark entwickelt haben. In welche Richtung hat sich die Finanzialisierung entwickelt und welcher Trend ist abzuleiten. Bei den Daten handelt sich um eine statistische Analyse finanzieller Entwicklungen. Die Daten sind frei zugänglich und stammen von der Österreichischen Nationalbank (OeNB) bzw. von der Europäischen Zentralbank (EZB). Abschließend versuche ich auf der Grundlage dieser Daten eine Einschätzung zur Lage der Finanzmarktstabilität in Österreich abzugeben.

2 Finanzialisierung und Finanzmarktstabilität

In diesem Kapitel untersuche ich das Verhältnis zwischen Finanzialisierung und Finanzmarktstabilität. Ziel ist es, mit diesem Kapitel den theoretischen Rahmen für die in Kapitel 3 herausgearbeiteten Ergebnisse zu bilden. Bevor ich mich mit den Fragen der Finanzmarktstabilität auseinandersetze, möchte ich mich mit den zu grundlegenden Fragen beschäftigen, was Finanzialisierung ist und welche Nachweise über deren Existenz in der einschlägigen Literatur diskutiert werden.

2.1 Was ist Finanzialisierung?

In der Literatur existieren viele unterschiedliche Zugänge, weshalb sich keine allgemein anerkannte Definition durchsetzen konnte und sich sozusagen eine Free-for-all-Problematik ergeben hat. Ein Grund dafür könnte sein, weil die Finanzialisierung für Gesellschaft, Politik und Ökonomie gleichermaßen von Bedeutung ist und damit mehrere wissenschaftliche Disziplinen in derselben Weise betreffen. In der Recherche hat sich gezeigt, dass sich viele Definitionen als weniger geeignet erwiesen haben und nur wenige in Frage kommen würden.

Ein Problem ist etwa, dass einige Definitionen dazu neigen, sich zu sehr auf bestimmte Fragestellungen zu beschränken. Diese Ansicht wird auch von anderen Autoren geteilt (z.B. Aalbers).¹⁶ Das Problem ist also, dass die jeweilige Definition für die jeweilige untersuchte Fragestellung *konstruiert* wurde und dadurch an Verwendbarkeit für andere Fragestellungen verliert. Dabei sind die Definitionen oft an die jeweilige wissenschaftliche Disziplin gekoppelt (z.B. die Untersuchung von Machtverhältnissen für Politologen, soziale Strukturen und Entwicklungen für Soziologen). Ein weiteres Problem ist, dass viele Definitionen vage, ungenau oder chaotisch sind. Dies ist etwa der Fall, wenn Prozesse, Strukturen oder Praktiken auf verschiedenen Maßstabsebenen und zeitlichen Dimensionen miteinander vermischt werden.¹⁷ Manche Definitionen neigen dazu, sich zeitlich zu binden. Damit verliert die Definition für zukünftige Fragestellungen an Brauchbarkeit. Problematisch werden einige Definitionen, wenn mit dem Konzept der Aufzählung gearbeitet wird, d.h. wenn sich eine Definition nicht auf eine einzige Sache beschränkt, sondern die Bedeutung in einer Reihe von Aufzählungen verliert. Obwohl die aufgezählten Punkte nicht willkürlich gewählt sind, verschafft ein solches Konzept ein unglückliches Vorhandensein von (mehr oder weniger) Willkür. Es stellt sich die Frage, wieso manche Punkte gewählt worden sind und andere nicht. Zuletzt ist noch der Punkt zu erwähnen, dass manche Definitionen das Explanandum (also eine Beschreibung des zu Erklärenden) und manchmal das Explanans (das Erklärende selbst, das i.d.R. aus Gesetzen und Bedingungen für die Geltung eben dieser Gesetze besteht) sind.¹⁸ Um die vorliegende Problematik kurz zu fassen: Es gibt ein unregelmäßiges Durcheinander von verschiedenen Definitionen von Finanzialisierung. Nachfolgend werde ich ohne Betrachtung des wissenschaftlichen Zugangs (politologisch,

¹⁶ Vgl. Aalbers 2016, S. 2.

¹⁷ Vgl. ebd., S. 2.

¹⁸ Vgl. Aalbers 2016, S. 2.

soziologisch, ökonomisch oder sonstige) einige ausgewählte Definitionen vorstellen. Anschließend werde ich sie grob (im Rahmen dieser Arbeit) auf ihre Brauchbarkeit für die Zwecke dieser Arbeit untersuchen und für meine Wahl begründen. In diesem Sinne ist hinzuzufügen, dass es sich bei allen hier vorgestellten Definitionen um Nominaldefinitionen handelt und deren jeweilige Gültigkeit nur von deren Brauchbarkeit abhängig ist. Sie können daher nicht falsch sein.¹⁹

Eine sehr geläufige Definition stammt von Gerald Epstein (2005):

“financialization means the increasing role of financial motives, financial markets, financial actors and financial institutions in the operation of the domestic and international economies.”²⁰

Epstein beschreibt Finanzialisierung als einen *Prozess*, der sich seit den 1970ern über vier Jahrzehnte vollzogen hat. Eine deutsche Übersetzung dieser Definition wäre: Ein Bedeutungszuwachs von Finanzmärkten, Finanzmotiven, Finanz-Akteuren und Finanzinstitutionen, der sich sowohl auf der nationalen als auch auf der internationalen Ebene vollzieht. Epstein spricht also von einer quantitativ und qualitativ steigenden Expansion des Finanzsektors, welche im Verhältnis zur Realwirtschaft an Bedeutung gewinnt. Epsteins Vorschlag ist sehr breit gewählt. Diese Ansicht vertritt er selbst und bezeichnet seine Definition als „net widely“ und „quite broadly“.²¹

Eine andere in der Literatur häufig verwendete Definition stammt von Greta Krippner (2005). Ihre Zugänge sind ökonomisch und soziologisch. Sie schlägt folgende Definition vor:

„Financialization is a pattern of accumulation in which profit making occurs increasingly through financial channels rather than through trade and commodity production“.²²

Krippner zufolge handelt es sich bei Finanzialisierung um einen sich verändernden Akkumulationsprozess, der sich dadurch auszeichnet, dass Profite zunehmend aus dem Finanz-

¹⁹ Vgl. Rotzoll 2008, S. 2f.

²⁰ Epstein 2005, S. 3.

²¹ Vgl. Epstein 2005, S. 3.

²² Krippner 2005, S. 174.

als vielmehr aus dem Realsektor stammen. Mit „financial“ sind Einkünfte aus Zinserträgen, Dividenden oder sonstigen Kapitaleinkünften gemeint. „Productive“ spricht die Produktion und den Handel von realen Gütern an. Sie betont, dass für diese Definition weder ein aufgestellter Vergleich von „Finance“ und „Production“ zu verstehen, noch die Bewertung beider Sektoren vorgesehen ist. Wenn auch nicht alle Aktivitäten aus dem Finanzsektor produktive Tätigkeiten stützen, so ist dies von den meisten finanzbezogenen Aktivitäten zu erwarten.²³ Über die üblichen Zugänge äußert sie sich kritisch. Finanzialisierung über eine spekulative Manie, über neue Konzepte von Management (Shareholder-Value) oder über systemisch tief sitzende, strukturelle Probleme innerhalb des Kapitalismus' zu beschreiben sei zu wenig, wobei diese als wichtige Bestandteile der Finanzialisierung zu betrachten sind. Ihrer Ansicht nach fehlt der essenzielle Kern, der eine präzise Beschreibung und eine zufriedenstellende Erklärung über das beeinflussende Beziehungsverhältnis zwischen Staat und den vergangenen Entwicklungen herstellt.²⁴

Eine weitere (jüngere) Definition kommt von Manuel Aalbers (2016). Seine Definition orientiert sich zunächst an dem Wortstamm *finance*. Finance definiert er als „Management of funds for personal, corporate or public goal“. Davon abgeleitet schließt er, dass Finanzialisierung Folgendes ist: „[...] a process by which something or someone is managed as a fund“. Sein Vorschlag für die Definition von Finanzialisierung ist also:

„Financialization is the increasing dominance of financial actors, markets, practices, measurements and narratives, at various scales, resulting in a structural transformation of economies, firms (including financial institutions), states and households“.²⁵

Neben einem Bedeutungszuwachs des Finanzsektors, von Akteuren und Praktiken (wie es auch Epstein schon macht), spricht Aalbers auch von Narrativen, die diesen Zuwachs begleiten und fördern. Damit enthält seine Definition eine politologische Komponente. Ihm geht es um Machtverhältnisse und der Frage, warum Finanzialisierung stattfindet.

²³ Vgl. Krippner 2011, S. 4.

²⁴ Vgl. ebd., S. 3.

²⁵ Aalbers 2016, S. 2.

Kevin Phillips (2002) definiert Finanzialisierung als eine aufsteigende Rolle des Finanzsektors, die sich durch die steigende Dominanz der Kapitalmärkte über ein System eines bankenbasierten Finanzmarktes herausgebildet hat. Er schreibt: „Over the three decades from 1970 to 2000, the United States slowly substituted the securities sector for the banking sector as the linchpin of the overall financial sector”.²⁶ Als einer der bedenklichsten Folgen dieser Entwicklung sieht er den steigenden politischen und ökonomischen Aufstieg einer Klasse von Rentiers (Verdienst aus angelegtem Kapital) und die damit verbundene ungleiche Verteilung von Wohlstand:

„[...] bullmarkets, financial innovation, and speculative heydays have furthered wealth concentration – at least until a major bubble pops – by disproportionately rewarding the investor class, notably the top 1 percent of the population”.²⁷

Verantwortlich für diese Entwicklung macht er die Entkoppelung des U.S.-Dollars vom Gold, neue computergestützte, technische (mathematische) Innovationen und neue Risk-Managementmethoden.²⁸ Seine Definition erhält auch eine politologische Komponente, denn er sieht hinter der Finanzialisierung einen politischen Willen.²⁹ Angesichts des beispiellosen Anwachsens des Finanzsektors in den 1980ern setzt er den unmittelbaren Startpunkt der jetzigen Finanzialisierung bei den 1970er Jahren an. Allerdings sieht er die derzeitige Finanzialisierung nicht als ein neues Phänomen, sondern verweist auf vergangene Finanzialisierungsperioden, die stets zu Problemen für eine Volkswirtschaft geführt haben:

„the London Stock Exchange in the “bubble” years of 1690-1720, the New York Stock-Exchange in 1790 amid Hamilton’s controversy, the spurt of U.S. and British regional exchanges and the railroad boom of the 1830s and 1840s, the emergence of the U.S. commodity markets in the Gilded Age, and the importance of Manhattan’s informal Curb Exchange in the reckless 1920s”.³⁰

²⁶ Phillips 2002, S. 140.

²⁷ Phillips 2002, S. 139.

²⁸ Vgl. Phillips 2002, S. 142 ff.

²⁹ Vgl. Phillips 2002, S. 142 f.

³⁰ Vgl. ebd., S. 146.

Froud, Haslam, Johal, Williams, Lazonick und O'Sullivan, verstehen unter Finanzialisierung ein zweifaches Phänomen. Wenn beide nachfolgenden Punkte (i und ii) zu einer Definition zusammengefasst werden, dann sei von Finanzialisierung zu sprechen:³¹

- i. „[...] neue Unternehmensnormen und Verhaltensweisen, die aufgrund des von Kapitalmärkten ausgeübten Drucks auf finanzielle Resultate entstehen und die ganz bestimmte institutionelle Formen begründen“³²

Gemeint ist damit, dass auf Unternehmen von den Kapitalmärkten ein erhöhter Druck in Richtung höherer Kapitalrenditen und steigenden Aktienkursen ausgeübt wird. Dabei ist der soziale Mehrwert (wie etwa produktive Leistungsfähigkeit und Beschäftigungssteigerung) zweitrangig, während Finanzergebnisse als wichtigste Messgröße unternehmerischer Leistung betrachtet wird, ungeachtet dessen, wie sie erreicht werden.

- ii. „[...] neue Spar- und Investitionszyklen, die sich aus Änderungen des Verhaltens von Haushalten ergeben“.³³

Mit diesem Punkt ist die zunehmende Umschichtung langfristiger Sparguthaben in Richtung der Aktienmärkte gemeint (vornehmlich die Mittelschicht).

Indem sie Haushalte und Unternehmen zum Gegenstand ihrer Analyse machen, werden die zwei wichtigsten ökonomischen Akteure betrachtet. Damit ist ihre Auffassung, ähnlich wie bei Epstein oder Krippner auch, breit umspannt. Später beschreiben sie Finanzialisierung auch als „epochal change“ und als eine Verschiebung weg von „productionisms“ (hin zur „financialization“).³⁴ Weiter schreiben sie: „The paper ends by taking a broader view of value-based management as part of a process of financialization“.³⁵ Damit ist klar, dass ihre Definition von Finanzialisierung eine breite Dimension annimmt.³⁶

Für Thomas Palley ist Finanzialisierung wie folgt definiert:

³¹ Vgl. Froud et al. 2001, S. 8.

³² Froud et al. 2001, S. 7.

³³ Froud et al. 2001, S. 8.

³⁴ Vgl. Froud et al., S. 103f. .

³⁵ Froud et al., S. 80.

³⁶ Vgl. Froud et al., S.

“[Financialization is] a process whereby financial markets, financial institutions, and financial elites gain greater influence over economic policy and economic outcomes”.³⁷

Die Auswirkungen von Finanzialisierung macht er an drei grundlegenden Punkten fest: (i) Bedeutungszuwachs des Finanzsektors relativ zur Realwirtschaft, (ii) Einkommensverschiebungen vom Real- zum Finanzsektor und (iii) ein Anwachsen der Einkommensungleichheit sowie einer Stagnation des Lohneinkommens. In einem vierten Punkt lässt er anmerken, dass die Gefahr einer Schuldendeflation und einer lang anhaltenden Rezession gegeben ist.³⁸ Mit Finanzialisierung verbindet er eine stagnierende Wirkung auf das reale Wachstum und eine sinkende Finanzmarktstabilität. Er verweist auf die Jahre in den späten 1990er Jahren, Anfang der 2000er und auf die zuletzt auftretende Finanzkrise 2007.³⁹ Die Wirkungsweise von Finanzialisierung sieht er über drei verschiedene Kanäle. Dies ist erstens eine Veränderung in der Struktur und Funktionsweise von Finanzmärkten, zweitens Veränderungen im Verhalten von Nichtfinanziellen Unternehmen und drittens Veränderungen in der Wirtschaftspolitik. Um den negativen Folgen einer finanzialisierten Volkswirtschaft entgegenzuwirken, schlägt er vor, den Finanzmarkt zu regulieren und den an der Börse registrierten Unternehmen mehr Handlungsfreiheit gegenüber ihren Aktionären zu geben. Insgesamt sei eine Reformierung des politischen Prozesses notwendig, der den Einfluss von Unternehmen und einer wohlhabenden Klasse von Bürgern beschränkt.⁴⁰ Den Begriff Finanzialisierung sieht Palley eng mit dem Neoliberalismus verbunden.

Zusammenfassend lässt sich Folgendes sagen: Die meisten Autoren sprechen den Kern von Finanzialisierung (Verschiebung der realen Aktivitäten zum Finanzsektor) an. Im direkten Vergleich zeigt sich jedoch, dass viele der vorgestellten Zugänge im Detail sehr unterschiedlich bzw. weniger geeignet sein können. Während einige in ihrem Verständnis von Finanzialisierung eine teilweise enger gefasste Ausrichtung sehen (Froud, Haslam, Johal, Williams, Lazonick, O’Sullivan, Phillips), neigen andere dazu in einer Reihe von Aufzählung eine unbefriedigend ungenaue Definition anzubieten (Epstein, Aalbers). Manche Autoren haben einen stark

³⁷ Palley 2007, S. 2.

³⁸ Vgl. Palley 2007, S. 2.

³⁹ Vgl. ebd., S. 3.

⁴⁰ Vgl. Palley 2007, S. 2.

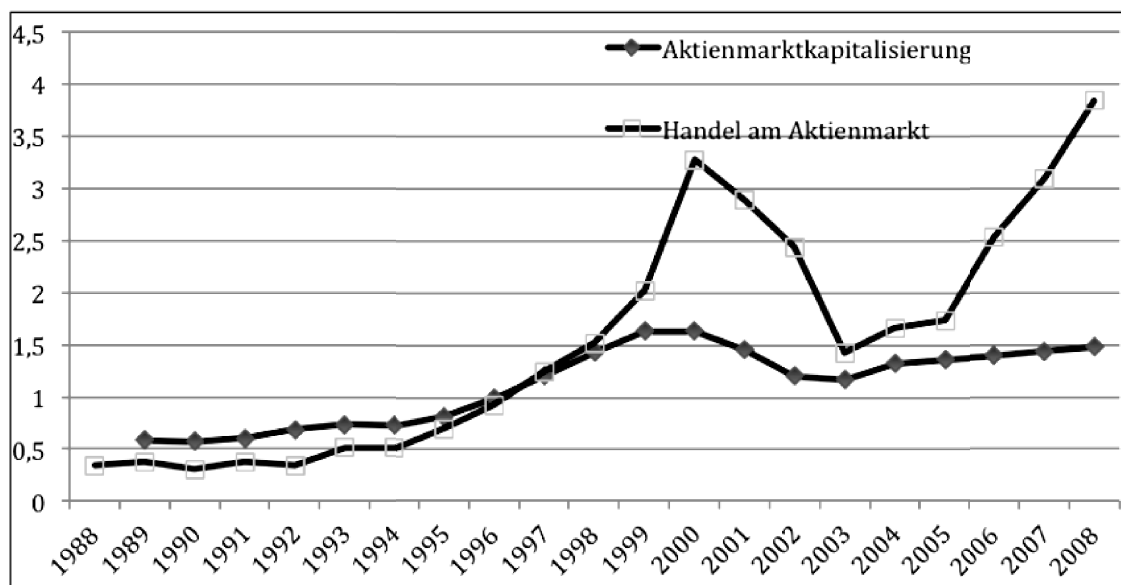
ausgeprägten politologischen Zugang: Es wird von Praktiken und Narrativen gesprochen (Aalbers 2016), von Motiven (Epstein) und Finanzakteuren (Epstein, Aalbers 2016, Palley), womit der Rahmen dieser Arbeit deutlich gesprengt wäre (und auch nicht Ziel dieser Arbeit ist). Anderen Autoren schwingt ein gewisser wertender, politischer Imperativ mit (Palley, Phillips), womit die Definition politisch wird.

Auf der Suche nach einer möglichst geeigneten Definition, erscheint mir jene von Greta Krippner für die Zwecke meiner Arbeit am geeignetsten zu sein, da ich vor allem auf ökonomische Entwicklungen eingehen möchte. Der wesentliche Unterschied und der sich damit ergebende Vorteil ihrer Definition ist, dass sie das eigentliche Phänomen von den Folgen trennt. So ist z.B. das Anwachsen des Kreditwachstums (worauf ich in Kapitel 2.3.2.1 ausführlicher eingehen werde) streng genommen eine Folge von Finanzialisierung und nicht Teil des Phänomens. Finanzialisierung als solches zu konstruieren hat mehrere Vorteile. Zum einen kann sie sich damit auf eine Entität beschränken: Der Zuwachs der Profite aus dem Finanzsektor, der aus einer Umorientierung der Profite resultiert. Damit umgeht sie die weiter oben angesprochene Problematik sich in einer Reihe von Aufzählungen zu „verlieren“, wodurch die Definition nicht an Präzision verliert. Zum anderen ist das Konzept der Finanzialisierung praktikabel, d.h. messbar. Wenn man z.B. an Albers Vorschlag denkt, dann müsste man auch Narrative aufgreifen, wobei die Problematik der Messbarkeit (Mangel an Brauchbarkeit) offenkundig wird. Außerdem spricht sie keine politischen Dimensionen an und bleibt in diesem Sinne wissenschaftlich.

2.2 Über die Nachweise von Finanzialisierung

Finanzielle Entwicklungen und Aktivitäten sind, wenn man sie analytisch präzise haben möchte, schwierig zu erfassen. Verschiedene Indikatoren geben allerdings Hinweise darauf. Im Speziellen werde ich verschiedene Kennzahlen vorstellen, die darauf hinweisen, dass finanzielle Aktivitäten schneller gewachsen sind als reale Aktivitäten. Außerdem möchte ich der Frage nachgehen, ob finanzielle Aktivitäten (insgesamt) angestiegen sind und ob ein Blick auf Unternehmensprofite Erkenntnisse über eine Finanzialisierung zulassen. Die Analyse über den Nachweis von Finanzialisierung ist nur dann zufriedenstellend, wenn verschiedene Kennzahlen quantitativ (also in Fülle) auf das Phänomen hindeuten. In diesem Sinne werde ich nun auf verschiedene Kennzahlen eingehen.

Abb. 1: Aktienmarktkapitalisierung und -transaktionsvolumina (im Verhältnis zum BIP), USA



Quelle: Stockhammer 2014, S. 35.

Abb. 1 zeigt die Aktienmarktkapitalisierung (generell auch Marktkapitalisierung oder Börsenkapitalisierung genannt), d.h. den Wert der an den U.S.- amerikanischen Börsen gelisteten Firmen, sowie den *stock market turnover*, den Handel mit Aktien am Aktienmarkt.⁴¹ Beide Kennzahlen stehen im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt (BIP). Insofern liest sich der Wert der Eins auf der Ordinatenachse als Grenze, an dem der Wert das Volumen des BIP bzw.

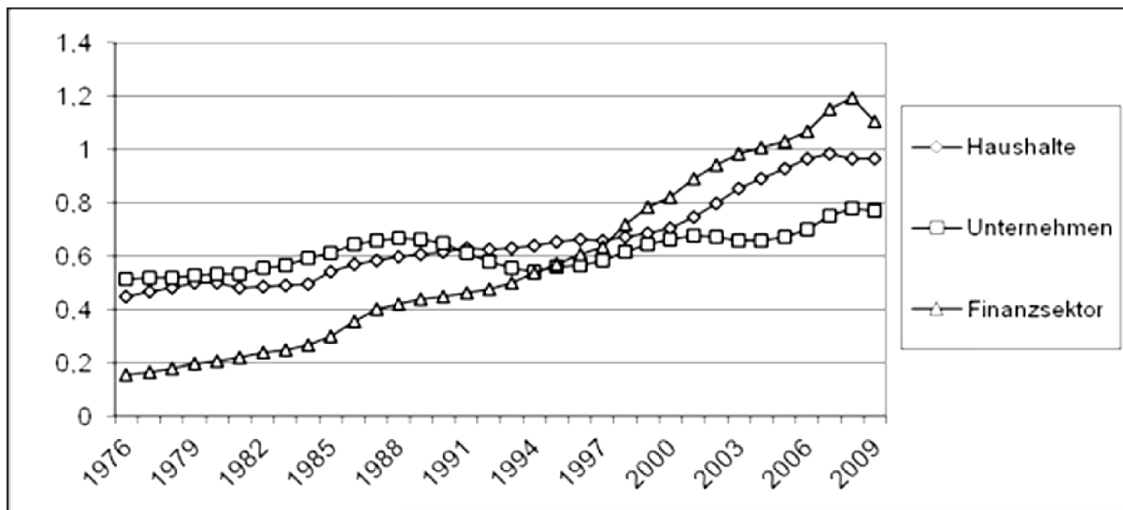
⁴¹ Anders ausgedrückt: Wie oft eine Aktie den Aktieninhaber gewechselt hat.

des Realsektors überschreitet (zwischen 1996 und 1997).⁴² Die Graphik zeigt, dass die Aktienmarktkapitalisierung in den USA 1989 von knapp 60 % auf etwa 150 % im Jahr 2008 angestiegen ist und seit 1997 über den Wert des BIP liegt. Zwischenzeitlich lag der Wert sogar bei knapp 170 % des BIP (1999). Der stock market turnover ist noch spektakulärer angestiegen, und zwar von circa 30% im Jahr 1988 auf nicht ganz 350 % kurz nach der Jahrtausendwende (Dotcom-Blase) und nochmal auf knapp 400 % um das Jahr 2008 (dies entspricht etwa dem 13-fachen).

Ein erster Hinweis, der von der Graphik ausgeht und auf Finanzialisierung hindeutet, ist die Dimension des Aktienvermögens selbst (d.h. die Aktienmarktkapitalisierung). Bis zum Überschreiten des BIP- Vermögens kann man den Wert des Finanzsektors als Vermittler von Finanzmitteln betrachten (siehe auch Abb. 12: Die Allokationsfunktion der Finanzmärkte). Seit dem Überschreiten des BIP-Vermögens hat sie diese Funktion zunehmend verloren. Ein weiterer Hinweis und vermutlich der aussagekräftigste Punkt an dieser Graphik ist das starke Auseinanderdriften der beiden Graphen, das zwischen den Jahren 1996 und 1998 begonnen hat. Während im Vergleich der Wert der Aktien nur marginal in die Höhe ging, hat sich der Aktienhandel um ein Vielfaches erhöht, d.h. die Aktien haben in diesem Zeitraum sehr oft den Eigentümer gewechselt. Dies spricht dafür, dass in diesem Zeitraum mit den Wertpapieren spekuliert wurde und ist damit ein weiterer Hinweis auf Finanzialisierung.

⁴² Vgl. Stockhammer 2014, S. 35.

Abb. 2: Verschuldung der Haushalte, Unternehmen und des Finanzsektors (im Verhältnis zum BIP), USA.

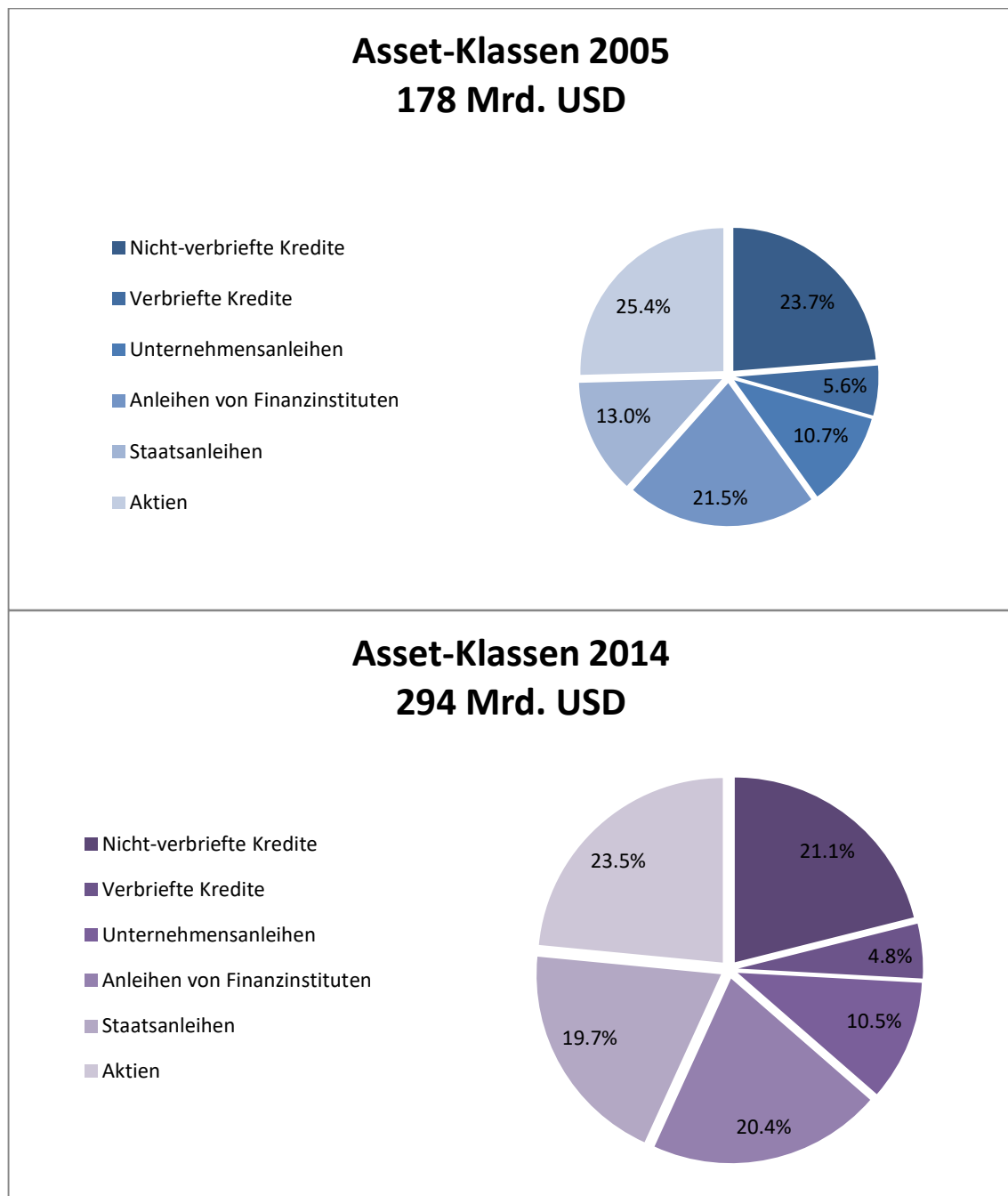


Quelle: Stockhammer 2014, S. 36.

Abb. 2 thematisiert den Grad der (Brutto-)Verschuldung der Haushalte, Unternehmen und des Finanzsektors selbst (jeweils in % des BIP und für die USA geltend). Alle drei Graphen verzeichnen einen Anstieg. Der Finanzsektor selbst zeigt den größten Anstieg, nämlich von 16% im Jahr 1976 auf 111% im Jahr 2009. Hervorzuheben ist die Verschuldung der Haushalte. Sie stieg von 45% (1976) auf 96% (2009). Im Unternehmenssektor ist diese von 52% (1976) auf 77% (2009) gestiegen. Damit haben sich alle drei Organisationseinheiten zunehmend verschuldet. Diese Entwicklung ist ein Hinweis dafür, dass sich die finanziellen Aktivitäten erhöht haben (z.B. die Aufnahme von Krediten), womit die zunehmende Verflechtung wirtschaftlicher Akteure mit dem Finanzsektor verbunden ist. Auch diese Graphik deutet also auf Finanzialisierung hin.

Auch auf der globalen Ebene lässt sich der Trend der Finanzialisierung nachweisen. Die globalen Finanzinvestments in Abb. 3 zeigen einen rasanten Anstieg des gesamten Finanzvolumens. 2005 war das weltweite Vermögen noch bei 178 Mrd. US-Dollar, während es im Jahr 2014 schon auf 294 Mrd. US-Dollar angestiegen ist.

Abb. 3: Globale Finanzinvestments aufgeschlüsselt nach Asset-Klassen 2005 und 2014

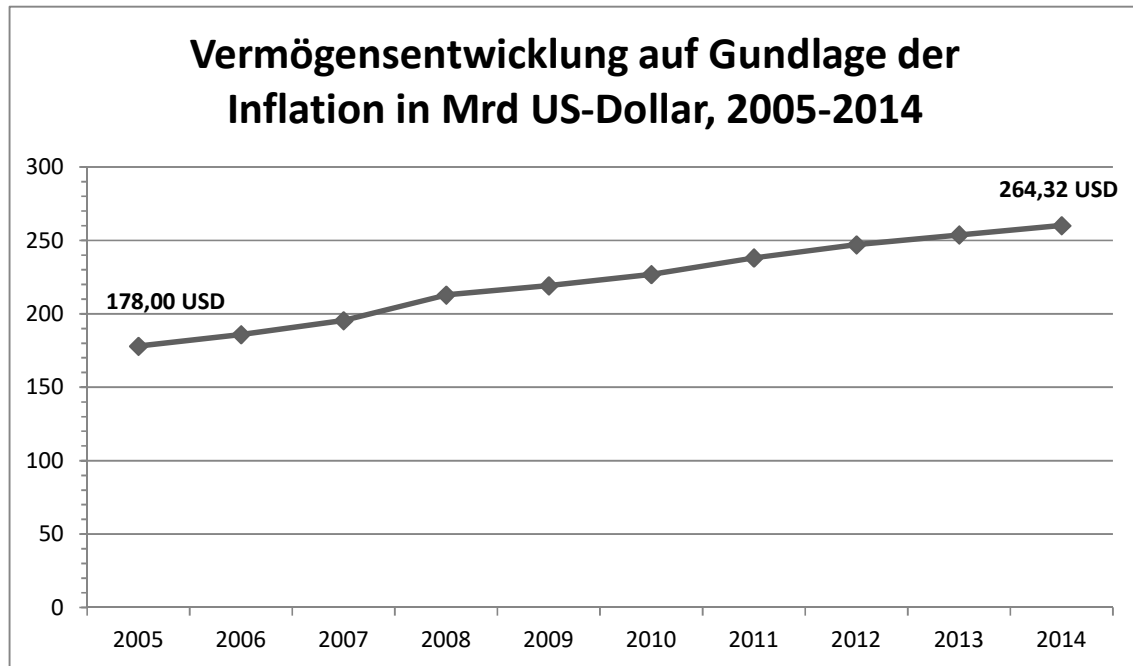


Ersteller: Timur Ayyünes, Quelle: Vgl. McKinsey Global Institute, Haver, BIS, Deutsche Bank.

Über den untersuchten Zeitraum ergibt sich eine durchschnittliche Inflationsrate von 4,05%. Wenn man die Inflationsdaten berücksichtigt (siehe Abb. 4) und auf Grundlage der durchschnittlichen Inflation das Vermögen im Jahr 2014 hochrechnet, ergibt sich ein Wert von 264,32 Mrd. US-Dollar, der vom tatsächlichen Vermögen von 294 Mrd. US-Dollar abweicht (man

beachte ebenso den leichten Anstieg um die Finanzkrise, der sich durch eine signifikant erhöhte Inflation von 8,95% ergibt).⁴³

Abb. 4: Vermögensentwicklung auf Grundlage der Inflation in Mrd. US-Dollar, 2005-2014



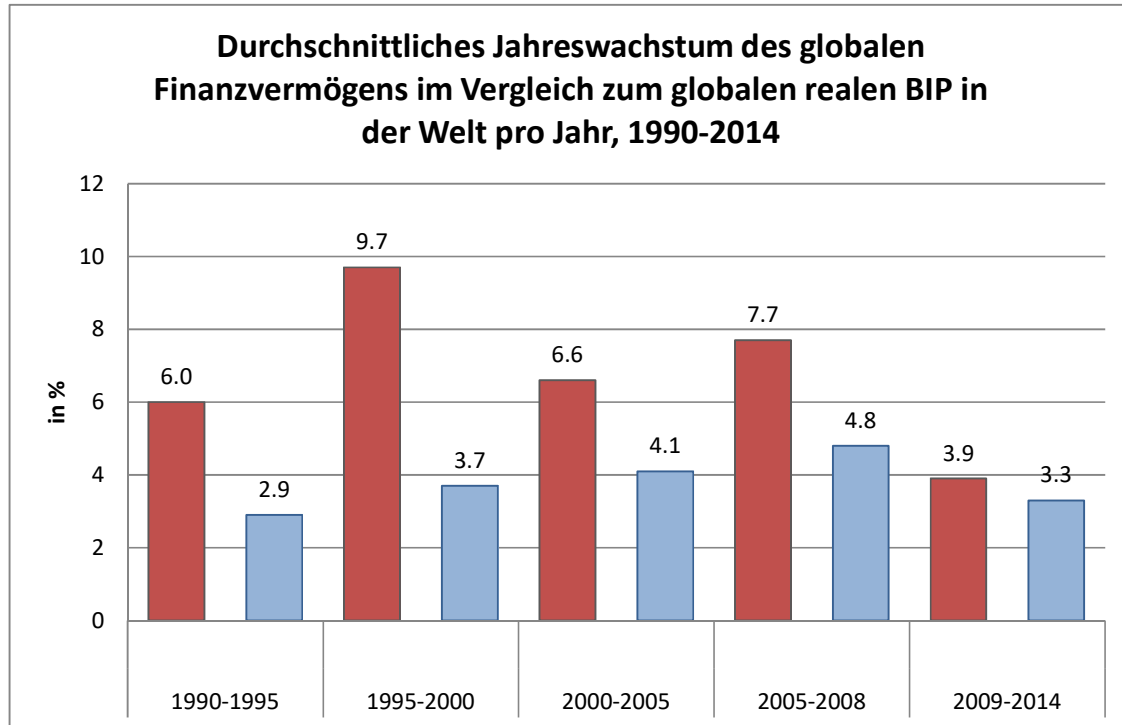
Ersteller: Timur Aygünes, Quelle: Vgl. Weltbank 2018, unter:
<https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG> (13.06.2018).

Es existiert daher ein Mehrwert von 29,7 Mrd. US-Dollar bzw. eine Abweichung von 11,2%, der sich nicht durch die Inflation erklären lässt. Die Schlussfolgerung ist ein gesteigertes Interesse auf den Finanzmärkten Geld anzulegen. Die Aufsplitterung nach Anlagekategorien gibt einen Hinweis darauf, dass die Nachfrage nach sicheren Anlagemöglichkeiten (z.B. Staatsanleihen) gestiegen und unsichere Veranlagungen (z.B. verbriefte Kredite) anteilmäßig gesunken sind (dazu mehr in Kapitel 3.4, S. 93 für den österreichischen Markt).

Abb. 5 zeigt das jährliche durchschnittliche Wachstum des globalen Anlagevermögens im Vergleich zum realen BIP weltweit. Die roten Balken repräsentieren den Finanzsektor, die blauen den Realsektor.

⁴³ Vgl. Weltbank 2018.

Abb. 5: Durchschnittliches Wachstum des globalen Finanzvermögens im Vergleich zum globalen realen BIP in der Welt pro Jahr, 1990-2014



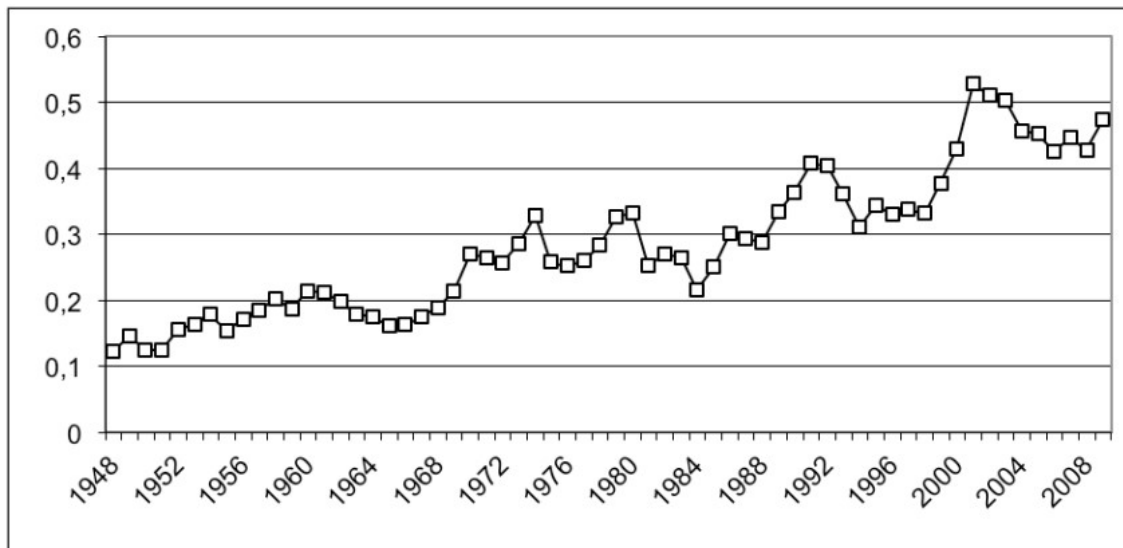
Ersteller: Timur Ayyünes, Quelle: Vgl. IMF, Deutsche Bank, McKinsey Global Institute, Haver Analytics, Bureau of International Settlements, The GailFosler Group LLC.

Die Daten zeigen, dass das finanzielle Wachstum seit den 90ern um ein Vielfaches höher war als das reale BIP (geltend für die USA). Insbesondere zwischen 1995 und 2000 war das Wachstum deutlich höher. Erst nach der Finanzkrise, hier nachweislich zwischen 2009 und 2014, zeigen die Daten kaum mehr einen Wachstumsunterschied. Die Graphik verdeutlicht, dass finanzielle Aktivitäten erheblich schneller gewachsen sind als reale Aktivitäten. Ausgehend von der Lehrbuchmeinung, dass Finanzmärkte grundsätzlich die ökonomische Funktion haben, die Realwirtschaft zu finanzieren, zeigen diese Daten, dass die Finanzmärkte offenbar stärker wachsen als die Produktion von Gütern, Dienstleistungen und der Finanzierung des Handels. Demzufolge ist das wesentlich größere Wachstum von Finanzmärkten ein Hinweis dafür, dass Finanztitel vermehrt gehandelt wurden. Dies ist ein Anzeichen für Spekulation.

Eine andere Möglichkeit Finanzialisierung nachzuweisen ist, wenn man sich mit der Herkunft der Unternehmensprofite beschäftigt (wie es Krippner gemacht hat), d.h. der Frage nachgeht, wie sie zustande gekommen sind (aus Produktion oder aus den Finanzmärkten).

Abb. 6 zeigt eine Datenreihe über finanzielle und internationale Profite als Anteil der Unternehmensprofite in den USA. Sie beinhaltet außerdem heimische finanzielle Profite und (Netto-)Profite aus dem Ausland als Anteil der Profite.

Abb. 6: Finanzielle und internationale Profite als Anteil der Unternehmensprofite, USA



Anmerkung: Die Reihe hat einen statistischen Bruch im Jahre 2001.

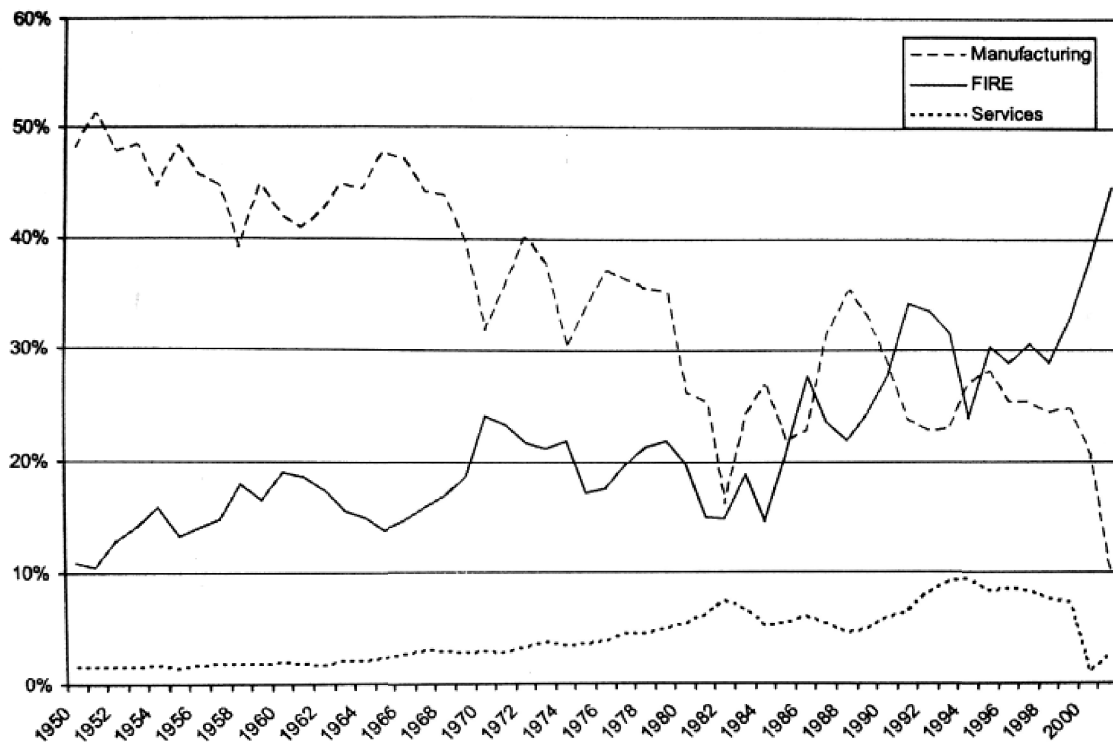
Quelle: Bureau of Economic Analysis, national income and product accounts, table 6.16B-D/ Stockhammer 2014, S. 35.

Wie Abb. 6 zeigt, lag im Jahr 1948 der Anteil noch bei knapp 10%. Ab der Jahrtausendwende ist der Wert auf über 40% angestiegen. Die Abb. zeigt deutlich, dass die finanziellen Aktivitäten der U.S.- amerikanischen Unternehmen im Inland als auch im Ausland linear angestiegen sind.

Eine ausführlichere Analyse der unternehmensbezogenen Profite hat Krippner (2005) erstellt. Ihren Hauptfokus hat sie auf die FIRE-Industrie gelegt (mit Hinblick auf die Herkunft der Profite).⁴⁴

⁴⁴ FIRE-Industrie steht für Finance, Insurance und Real Estate sectors

Abb. 7: Relativer Anteil von unternehmensbezogenen Profiten in der US-Wirtschaft, 1950-2001



Quelle: Krippner 2005, S. 179.

Abb. 7 zeigt den relativen Anteil von unternehmensbezogenen Profiten in der US-Wirtschaft zwischen 1950 und 2001. Obwohl der Anteil der in den FIRE-Industrien Beschäftigten verhältnismäßig gering ist, nahm der Anteil der Unternehmensprofite seit 1950 stetig zu. Seit etwa Mitte der 1990er machen sie den größten Anteil in der Graphik aus. Im selben Zeitraum sind die Profite aus der Produktion deutlich zurück gegangen. Vergleicht man die Entwicklung beider Graphen miteinander (Produktion und FIRE-Industrie), lässt sich eine fast spiegelgleiche Entwicklung beobachten, nämlich mit dem Niedergang der einen Graphik, kam es zu einem Aufstieg der anderen. Abb. 7 zeigt, dass sich das Verhalten der Nicht-Finanziellen Unternehmen geändert haben muss. Wie lässt sich dies messen? Eine Möglichkeit ist es die Portfolio-Erträge (Einkommen aus Zinsen, Dividenden und Kapital) dem Cashflow (Profite plus abgeschrieben Wert aus dem zulässigen gesetzlichen Abschreibungssatz) gegenüber zu stellen. Das Verhältnis gibt Aufschluss darüber, ob Nicht-Finanzielle Unternehmen zunehmend Profite aus den Finanzmärkten beziehen. Wenn der Wert größer (kleiner) wird, entspricht dies einem Anstieg (Abfall) der Profite aus den Portfolio-Erträgen. Zunächst stellt sich die Frage, warum Cashflows und nicht Profite? Erstens geht es Krippner an dieser Stelle nicht einfach nur um die Profite,

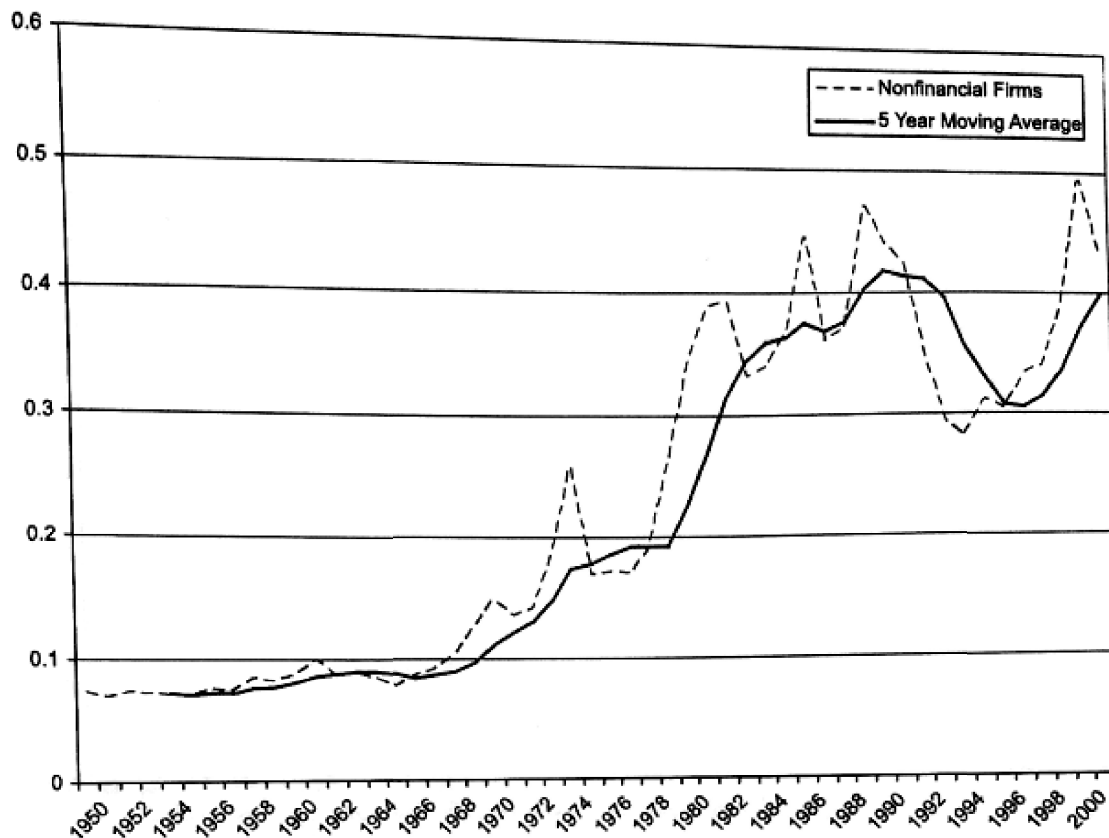
sondern um die dem Unternehmen verfügbaren finanziellen Mittel am Tag X. Zweitens wäre das Ausmaß der Finanzialisierung mit einem Verhältnis aus Portfolio-Erträgen und Profiten überschätzt. Die in den Finanzämtern hinterlegten Daten enthalten nicht mehr die zulässigen, gesetzlichen Abschreibungssätze. Um den Cashflow zu erhalten, muss man die Abschreibungssätze (gemäß der Gesetzeslage in den USA) zu den Profiten addieren. Hintergrund war eine verminderte steuerliche Bemessungsgrundlage, die den Unternehmen als Investitionsanreize für die Produktion bieten sollte. Die Entscheidung für eine Unternehmensgründung bzw. für eine Investition soll möglichst unabhängig von teuren Produktionsmitteln geschehen. Andernfalls gäbe es einen Vorteil für Marktteilnehmer mit geringerem Kostenaufwand (z.B. Unternehmen des Finanzsektors). Ein weiterer Grund ist, dass man Steuererleichterungen bewirken wollte. Seit Ende des Zweiten Weltkrieges wurden die gesetzlichen Regelungen gegenüber Abschreibungen zugunsten der Unternehmen immer wieder gelockert, indem die Annahme zur Lebensdauer eines Produktionsmittels verringert wurde. Aus dieser Tatsache heraus haben sich über die Jahre die Profite künstlich verringert. Dies hatte zur Folge, dass sich ein Verhältnis zwischen Portfolio-Einkommen und Profite tendenziell verringert hat und daher sich nicht eignen würde. Das Ausmaß einer Finanzialisierung wäre damit überschätzt. Die Veränderung des Verhältnisses zwischen Portfolio-Erträgen und Profiten wäre also dem Einfluss unterschiedlicher Steuergesetze unterworfen, womit ein verzerrtes Abbild von Finanzialisierung gegeben wäre.⁴⁵

Insgesamt lässt Abb. 7 den Schluss zu, dass die US-amerikanische Volkswirtschaft erheblich von Finanzialisierung begleitet war. In enger Anlehnung an Krippners Definition („[...] profit making occurs increasingly through financial channels rather than through trade and commodity production“) ist von Finanzialisierung zu sprechen, wenn es zu einer Profitumorientierung hin zu den Finanzmärkten kommt und dies ist in Abb. 7 nachgewiesen worden.⁴⁶

⁴⁵ Vgl. Krippner 2005, S. 184.

⁴⁶ Krippner 2005, S. 181.

Abb. 8: Verhältnis Portfolio-Erträge zu Cashflow der Nicht-Finanziellen Unternehmen in den USA, 1950-2001



Quelle: Krippner 2005, S. 185.

Abb. 8 zeigt das zuvor angesprochene Verhältnis zwischen Portfolio-Erträgen und Cashflows der Nicht-Finanziellen Unternehmen zwischen 1950 und 2001 in den USA. Die Daten deuten darauf hin, dass ein höherer Anteil der Profite aus finanziellen Aktivitäten stammt. Die schwarz-durchgezogene Linie ist das durchschnittliche 5-Jahres-Niveau (derselben Daten). Diese Linie ist weniger volatil und soll lediglich den langfristigen Trend besser verdeutlichen. Bis etwa in den 1970er Jahren blieb das Verhältnis relativ gleichmäßig. Seither stiegen die Portfolio-Erträge an. Anfang der 1990er ist offenbar ein Rückgang zu beobachten, bevor sich die Portfolio-Erträge wieder bis zum Jahr 2000 auf etwa das gleiche Niveau eingependelten. Zum Ende der 1980er hat sich das Niveau im Vergleich zur unmittelbaren Nachkriegszeit circa verfünffacht. Der Unterschied zwischen der Nachkriegszeit und der Zeit ab den 1970ern ist auffällig groß.

Bei der Interpretation dieser Kennzahl (Verhältnis zwischen Portfolio-Erträge und Cashflow) müssen auch hier einige Punkte beachtet werden. Während in der unmittelbaren Nachkriegszeit

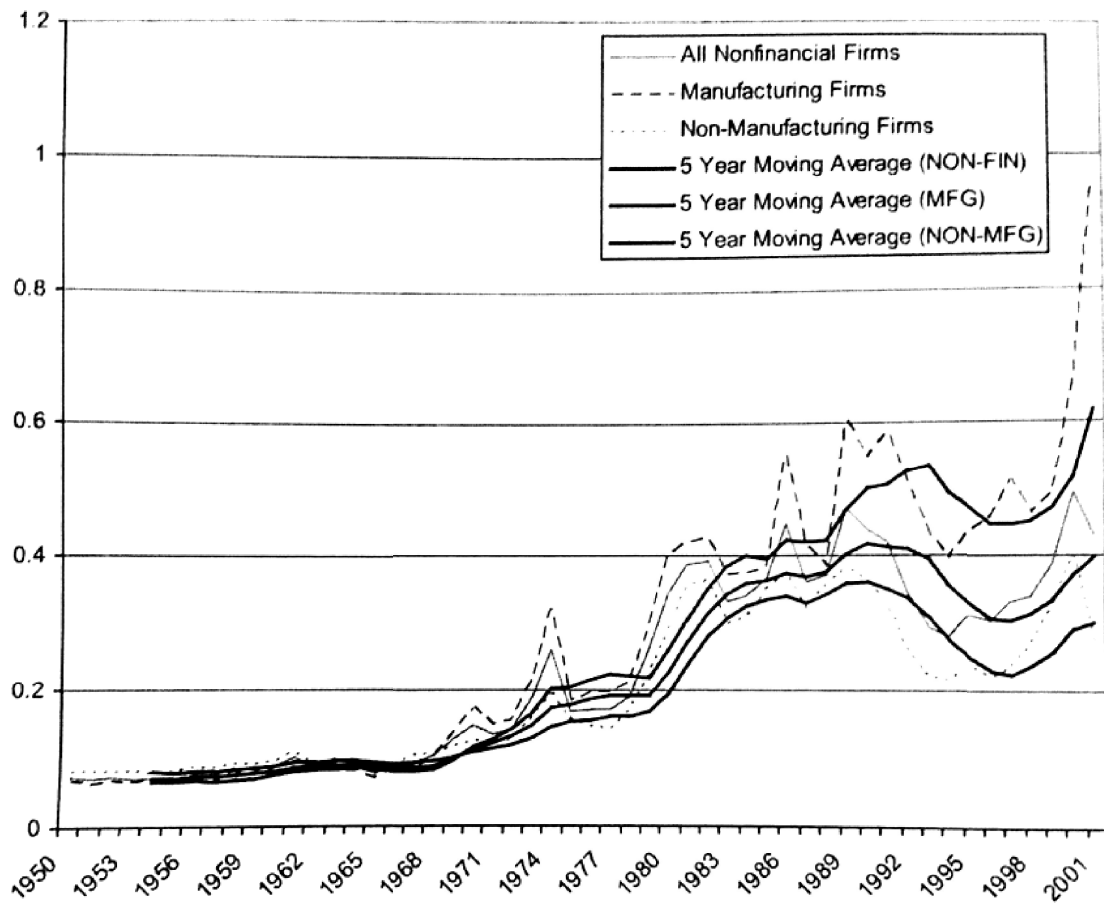
eine multidivisionale Organisation eines Unternehmens üblich war, gab es in den Jahren vor der Jahrtausendwende (vor allem in den 1980ern) einen Anstieg von Tochtergesellschaften.⁴⁷ Da sich nun das Portfolio-Einkommen unter anderem aus Einkünften und Dividenden zusammensetzt, könnten sich erhöhte Portfolio-Erträge aus den Neuorganisationen der Unternehmen erklären. Damit wäre der Grad der Finanzialisierung überschätzt. Abb. 10 hingegen widerspricht dieser Annahme. Die Abbildung zeigt nämlich einen rasanten Abfall des Anteils von Aktiengeschäften an den Portfolio-Erträgen. Ein weiterer Punkt ist das Problem beim Outsourcing, also der Ausgliederung eines speziellen Bereiches eines Unternehmens an ein Drittunternehmen (Häufig ist die Motivation Kostenersparnisse und Abbau von Produktionskapazitäten), das über die Jahre zunahm.⁴⁸ Man muss davon ausgehen, dass das Verhältnis beider Kennzahlen durch das zunehmende Outsourcing der Nicht-Finanziellen Unternehmen zu einem Abfall des Portfolio-Ertrages geführt hat. Damit ist mit einer Unterschätzung der Finanzialisierung zu rechnen. Allerdings ist durch das Outsourcing der Anteil des Finanzsektors angestiegen, das ich weiter unten in Abb. 11 näher erläutern werde. Das führt zu einer Überschätzung der Finanzialisierung. Krippner argumentiert, dass beide Messungen (Portfolio-Erträge zu Cashflow und Finanzsektor zu Realwirtschaft) in entgegengesetzte Richtungen zeigen, weshalb von der Mitte auszugehen ist und die Einschätzung über das Ausmaß der Finanzialisierung trotzdem richtig sei.⁴⁹

⁴⁷Vgl. Krippner 2005, S. 191.

⁴⁸Vgl. Kompakt-Lexikon Wirtschaft 2014, S. 418.

⁴⁹Vgl. Krippner 2005, S. 193.

Abb. 9: Verhältnis Portfolio-Erträge und Cashflow für produzierende und nicht-produzierende US Firmen, 1950-2001

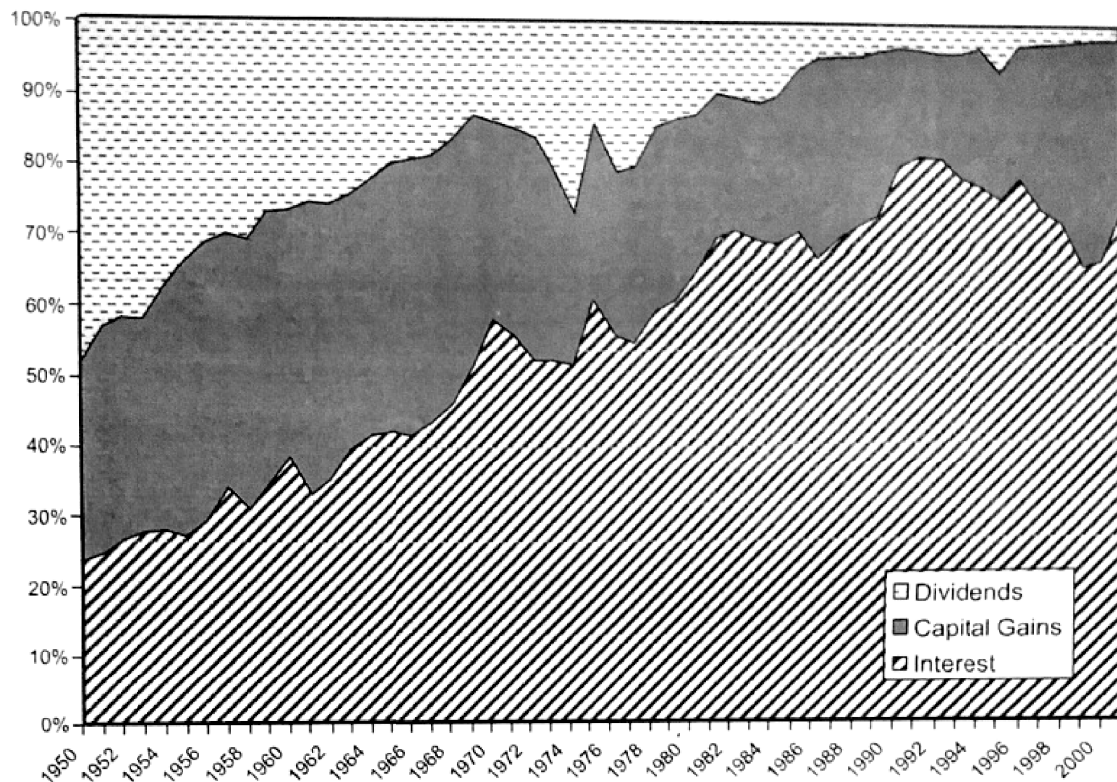


Quelle: Vgl. Krippner 2005, S. 186.

Abb. 9 stellt nochmals das Verhältnis zwischen Portfolio-Erträgen und Cashflows dar, aufgeschlüsselt in produzierende und nicht-produzierende Firmen. Für einen Vergleich sind auch noch alle nicht-finanziellen Firmen angeführt sowie wieder ein durchschnittliches 5 Jahres Verhältnis. Hierbei wird klar, dass der wesentliche Anstieg der letzten Jahrzehnte von den produzierenden Firmen kam. Krippner vermutet, dass Gründe dafür beim internationalen Wettbewerbsdruck, steigenden Auseinandersetzungen mit Arbeitnehmern und Gewerkschaften sowie abnehmender Rentabilität der Unternehmen zu suchen sind. Produktionsbetriebe sind dem steigenden Druck unterworfen zunehmend Profite aus finanziellen Einkünften zu beziehen, so die Vermutung.⁵⁰

⁵⁰ Vgl. Krippner 2005, S. 185.

Abb. 10: Anteil des gesamten Portfolio-Ertrages errechnet nach individuellen Komponenten von US nicht-finanziellen Unternehmen, 1950-2001

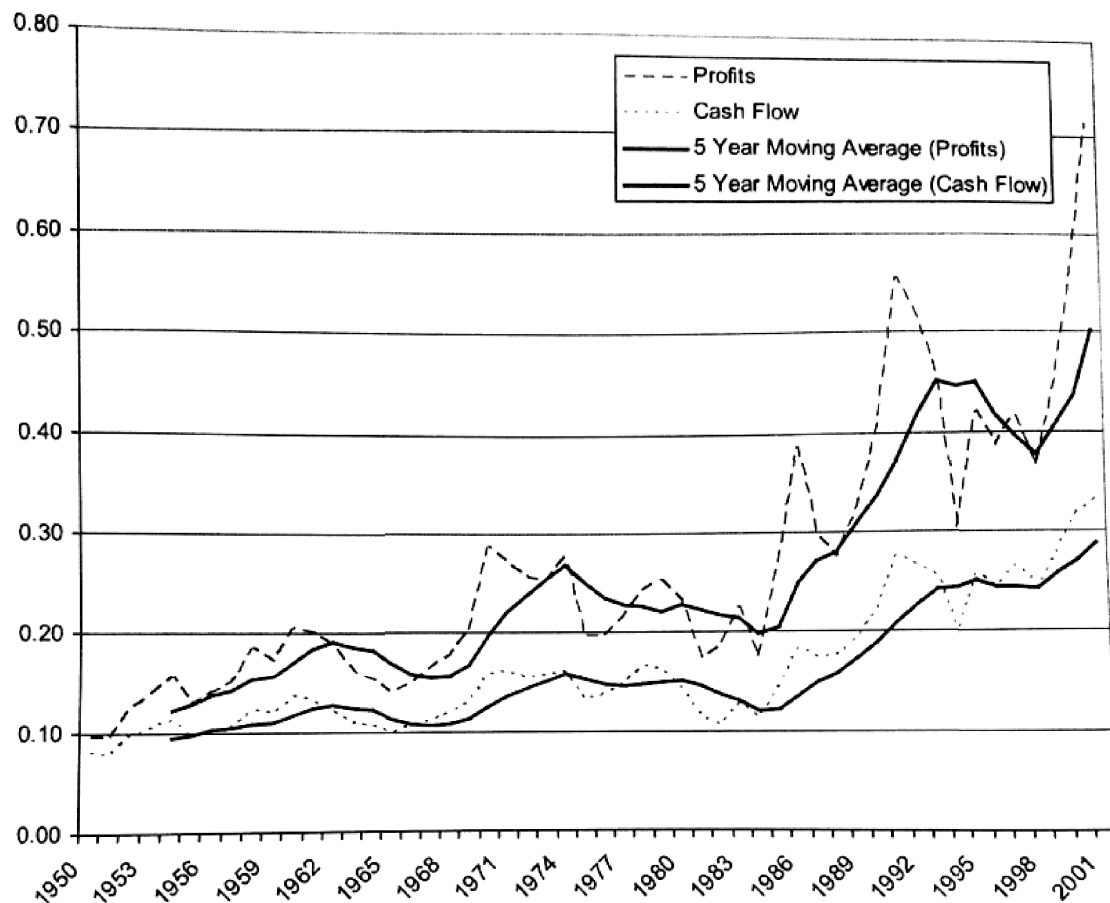


Quelle: Vgl. Krippner 2005, S. 187.

Wenn man nun alle Komponente der Portfolio-Erträge aufschlüsselt und die Entwicklung über den Zeitraum 1950-2001 untersucht, zeigt sich ein Bild, das man in Abb. 10 betrachten kann. Offenbar wurden Aktien über die Jahre bis 2001 weniger lukrativ und vor allem Einkommen aus Zinserträgen haben sich bis 2001 vielfach erhöht. Während dessen ist das Einkommen aus Kapital relativ gleich geblieben.

Die letzten drei Abbildungen haben deutlich gemacht, dass ein höheres Ausmaß der Finanzialisierung aufgrund der zunehmenden Profitorientierung von Produktionsbetrieben auf den Finanzmärkten festgestellt werden kann. Abb. 11 deutet darauf hin, dass auch auf einer sektoralen Untersuchung eine Finanzialisierung nachweislich vorhanden ist und der Finanzsektor selbst zunehmend stärker vertreten ist als die Realwirtschaft.

Abb. 11: Verhältnis von finanziellen zu nicht-finanziellen Profiten und Cashflows in der US Wirtschaft, 1950-2001



Quelle: Krippner 2005, S. 189.

Ein Anstieg der Graphen ist wieder zu verstehen als eine Ausweitung der Finanzialisierung. In dieser Abbildung hat Krippner zwei Verhältnisse vorgestellt: Das Verhältnis der Profite und das Verhältnis der Cashflows jeweils von Finanzsektor und Realwirtschaft zueinander. Aufgrund der Liberalisierung des Abschreibungsbetrages in den USA, der zu einem künstlichen Abfall der Profite in Produktionsbetriebe der letzten Jahre im Vergleich zu den 1950er und 1960er führte, stellt das Verhältnis der Profite zwischen Finanz- und Realwirtschaft ein überschätztes Abbild vom Grad der Finanzialisierung dar als es tatsächlich anzunehmen wäre.⁵¹ Dies erklärt sich dadurch, dass die Realwirtschaft im Nenner steht und über die Jahre kleiner wurde. Damit wird das Verhältnis insgesamt größer, so dass der Anteil des Finanzsektors steigt und somit zu einer Überschätzung der Finanzialisierung führt. Umgekehrt unterschätzt das Verhältnis der beiden

⁵¹ Vgl. Krippner 2005, S. 187.

Cashflows aus Finanz- und Realwirtschaft den Grad der Finanzialisierung. Einerseits würde man das oben beschriebene Problem wie bei den Profiten umgehen, d.h. die unterschiedliche Behandlung der Firmen durch unterschiedliche Steuergesetze würden wegfallen, allerdings würde man sich zum einen nicht mehr den Profit anschauen (und dies ist hier Gegenstand der Analyse) und zum anderen sind die Abschreibungskosten nicht gleichmäßig über die Firmen verteilt. Kapitalintensive Produktionsbetriebe haben höhere Abschreibungskosten als weniger kapitalintensive Betriebe. Dadurch kommt es zu einer starken Verzerrung, die insbesondere bei kapitalintensiven Produktionsbetrieben vorkommt. Durch die Verwendung von Profitdaten wird also die Finanzialisierung überschätzt (aufgrund der unterschiedlichen steuerlichen Gesetzeslage, die sich über die Jahre in den USA geändert haben) und durch die Verwendung von Cashflowdaten wird die Finanzialisierung unterschätzt. In der Theorie liegt eine gute Einschätzung über den Grad der Finanzialisierung irgendwo in der Mitte.⁵² Insgesamt zeigen beide Indikatoren, sowohl der überschätzte als auch der unterschätzte Graph die Zunahme des Finanzsektors. Das Problem der Interpretation über die Zunahme von Tochtergesellschaften wie bei den Portfolio-Erträgen (Abb. 8) ist hier nicht gegeben.⁵³ Festzuhalten ist, dass in den 50ern und 60ern kaum eine Veränderung zu beobachten ist. In den 1970ern kam es dann zu einem leichten Anstieg und ab Ende der 1980er gab es einen rasanten Anstieg. 2001 war der Wert fünf- bis sechsmal höher als in der unmittelbaren Nachkriegszeit der 1950er bzw. 1960er. Damit ist also auch sektoral belegt, dass die Finanzialisierung über die Jahre zugenommen hat.

⁵² Vgl. Krippner 2005, S. 188.

⁵³ Vgl. ebd., S. 192.

2.3 Folgen der Finanzialisierung für die Finanzmarktstabilität

Finanzialisierung hatte bedeutsame Konsequenzen für den Finanzsektor selbst. Es kam zu einem Aufkommen des sogenannten Schattenbankensystems, der mittlerweile ein beachtlicher und stark wachsender Teil des Finanzsektors ist. Dieses Schattenbankensystem hat sich auch als Motor für die Finanzialisierung erwiesen. Durch die Entwicklung neuer Finanzinstrumente hat das Schattenbankensystem dazu beigetragen, die traditionelle Bankenaufsicht zu untergraben. Unter den Geschäftsbanken kam es zu einem Strategiewechsel. Statt Einkommen auf der Spanne zwischen Einlage- und Kreditzinsen zu generieren, werden Finanztitel entwickelt, verkauft und dafür Gebühren verlangt. Dabei wurden langfristige Beziehungen zwischen Bank und Kunde durch die Produktion von auf den Finanzmärkten handelbaren Titeln ausgerichtet. Es kam zur Entstehung des Originate-to-distribute-Modells (siehe Kapitel 2.3.3.3, S. 54). Insbesondere Hypotheken wurden in Form von Asset-Backed-Securities (ABS) verbrieft und weiterverkauft. Zuletzt entwickelte sich das Bankengeschäft zunehmend auf die Vergabe von Krediten an private Haushalte anstelle von Unternehmen. Hypothekarkredite an Haushalte stellen einen großen Aktiv-Posten innerhalb der Bankbilanzen.⁵⁴

In der Zeitspanne zwischen 1970 bis zur großen Finanzkrise 2007 gab es eine Reihe von Krisen, die mit der auftretenden Finanzialisierung in einem Zusammenhang stehen. Nennenswert sind etwa die Schuldenkrise 1982, die Savings-and-Loan-Krise in den USA (in den 1980er Jahren), die EWS-Krise 1992/93, die Peso-Krise 1994, die Asienkrise 1997, die Dot.com-Blase 2000/01 und zuletzt die Finanzkrise von 2007.⁵⁵ Ziel dieses Kapitels ist es, Argumente aus der Literatur aufzugreifen, die diesen Verdacht begründen.

⁵⁴ Vgl. Stockhammer 2014, S. 40.

⁵⁵ Vgl. ebd., S. 45.

2.3.1 Definition und Merkmale von Finanzmarktstabilität

Die Österreichische Nationalbank definiert Finanzmarktstabilität wie folgt:

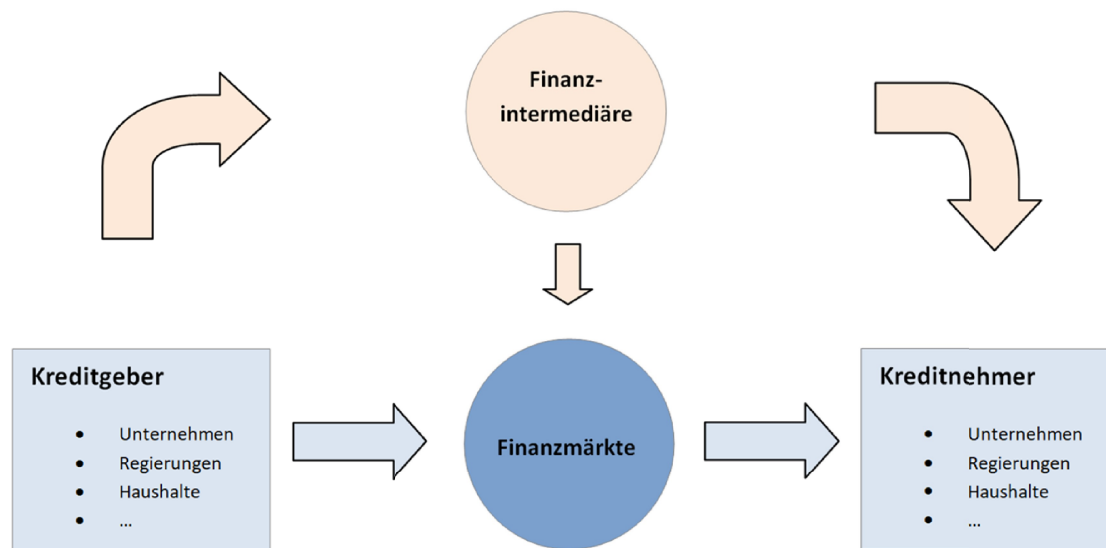
„Finanzmarktstabilität ist gegeben, wenn das Finanzsystem – bestehend aus Finanzintermediären, Finanzmärkten und Finanzmarktinfrastruktur – auch im Fall finanzieller Ungleichgewichte und Schocks in der Lage ist, eine effiziente Allokation finanzieller Ressourcen sicherzustellen und seine wesentlichen makroökonomischen Funktionen zu erfüllen. Das heißt, es soll Finanzmittel immer dort hinleiten, wo sie den höchsten volkswirtschaftlichen Nutzen bringen. Konkret bedeutet Finanzmarktstabilität folglich, dass das Vertrauen in den Finanzsektor, insbesondere in eine stabile Versorgung mit Finanzdienstleistungen in den Bereichen Zahlungsverkehr, Kredit- und Einlagengeschäft sowie Risikoabsicherung gewährleistet ist.“⁵⁶

Der obigen Definition folgend ist von einer Destabilisierung zu sprechen, wenn Angebot und Nachfrage von Finanzmitteln sich nicht mehr ausgleichen und dadurch große Teile des Marktes zum Erliegen kommen. Diese Ansicht wird auch von sämtlichen Standard-Lehrbüchern geteilt, z.B. von Mishkin (2006): Die wesentliche Funktion des Finanzsektors, die Allokation von Finanzmitteln, darf nicht zum Erliegen kommen.⁵⁷ Abb. 12 verdeutlicht die Allokationsfunktion der Finanzmärkte. Kommt es zum Erliegen der Vermittlungswege, entweder über die Finanzmärkte oder über die Finanzintermediäre (darunter zu zählen sind finanzielle Kapitalgesellschaften wie z.B. Banken, Investmentfonds, Pensionskassen oder Versicherungen), dann spricht man von einem Zusammenbruch.

⁵⁶ Österreichische Nationalbank (OeNB), <https://www.oenb.at/finanzmarkt/finanzmarktstabilitaet.html>, 18.06.2018.

⁵⁷ Vgl. Mishkin 2006, 23f.

Abb. 12: Die Allokationsfunktion der Finanzmärkte



Ersteller: Timur Ayyünes, vgl. Mishkin 2006, S. 24.

Im Zusammenhang mit den Gefahren für die Stabilität der Finanzmärkte spricht man auch von einem Systemrisiko. Dies ist jenes Risiko, dass durch bestimmte Ereignisse das gesamte Finanzsystem in seiner Existenz oder wenigstens Funktionalität bedroht ist. Es ist ein charakteristisches Merkmal für den Finanzsektor und eben nicht für andere volkswirtschaftliche Bereiche. Das Systemrisiko ist das Ergebnis von drei Faktoren, und zwar systembedingte Fehlanreize, Fragilität der Finanzinstitutionen und ein hohes Ansteckungspotenzial der Finanzmärkte.⁵⁸

Die Frage, ob die Finanzmarktstabilität gefährdet ist, lässt sich quantitativ nur schwer und unzureichend beantworten. Beispielsweise kann ein Kursrückgang einer Aktie um 20% grundsätzlich gerechtfertigt sein und ein gleichbleibender Kurs kann bei gleichzeitig stark steigenden Renditen als Krise gedeutet werden.⁵⁹ Während beim ersten Fall die Krise eher im Sektor der jeweiligen Aktiengesellschaft zu suchen ist, ist im zweiten Fall der Aktienmarkt nicht imstande, das Wachstum der Aktiengesellschaft in Form von steigenden Kursen widerzuspiegeln.⁶⁰

⁵⁸ Vgl. Gischer et al. 2012, S. 163-164.

⁵⁹ Hott 2002, S. 4.

⁶⁰ Vgl. Hott 2002, S. 4.

Kommt es zu einem Vertrauensverlust, dann kann dies durch Ansteckungseffekte zu einer Destabilisierung führen. Ein Verfehlen der Finanzmarktstabilität kann im konkreten Fall bedeuten, dass Spareinlagen, Aktien oder Bankanleihen unsicher sind. Für Unternehmen, Staaten oder Privatpersonen heißt eine solche Unsicherheit das Fehlen von Liquidität. Volkswirtschaftlich gehen damit Investitionen, Arbeitsplätze und letztlich Wohlstand verloren. Eine fehlende Finanzmarktstabilität heißt auch, dass Steuerzahler für die Rettung angeschlagener Finanzinstitute aufkommen müssen oder dass Kreditnehmer bei entsprechender Kreditwürdigkeit keinen Zugang zu Krediten haben. Zur Erklärung von Finanzkrisen kann man prinzipiell zwei Hauptrichtungen nennen, die innerhalb der ökonomischen Theorien diskutiert werden. Dies sind einerseits die durch exogene Mechanismen (externe Schocks) hervorgerufenen Krisen. Ausgangspunkt sind Hypothesen mit rationalen Erwartungen sowie jene über die Homogenität der wirtschaftlichen Akteure. In diesem Sinne werden Finanzkrisen als Katastrophen betrachtet. Andererseits, so die gegensätzliche Annahme, ergeben sich Finanzkrisen durch endogene Mechanismen, die das Resultat von Ungleichgewichten sind. Wirtschaftliche Akteure spielen z.B. durch Herdenverhalten oder Spekulationen eine Rolle.⁶¹

⁶¹ Vgl. Schnyder 2002, S. 31.

2.3.2 Zunahme des Finanzsektors und die Folgen für die Finanzmarktstabilität

Offenbar existiert eine Korrelation zwischen dem Bedeutungsgewinn des Finanzsektors und der Finanzmarktstabilität. Seit Ende des Zweiten Weltkrieges und insbesondere seit den 1980ern kann man eine enorme Kreditausweitung beobachten, die mit einer Reihe von neuen Finanzinnovationen, einer laxen Überwachungen der Finanzmärkte und einer finanzbezogenen Umorientierung der Profite zu einer Reihe schwerer Krisen, zuletzt zur Finanzkrise 2007 mit Folgen für die gesamte Weltwirtschaft, geführt hat.

2.3.2.1 Zunehmendes Kreditvolumen

Im Nachhinein lässt sich die Ursache der Finanzkrise von 2007 auf eine in den USA staatlich geförderte und geldpolitisch geduldete jahrelange Kreditexpansion zurückführen, die schon seit Beginn der 1980er stattfand.⁶² In der Theorie von beispielsweise so unterschiedlichen Ökonomen wie Minsky (1986) oder Mises (1984) und Hayek (1941) (Österreichische Schule) ist die Ursache der Krise kein externer Schock, wie etwa eine Ölpreiserhöhung oder ein Nachfrageeinbruch, sondern der durch endogen Faktoren bedingte, vorangegangene Aufschwung des Finanzsektors, den ich in Kapitel 3.2 (S. 77) eingehend tiefer für Österreich und die Eurozone untersuchen werde. Dafür spricht zum einen der Hergang der Krise (enormer Aufschwung vor dem Zusammenbruch) und, dass Länder mit hohem Pro-Kopf-Einkommen, insbesondere wenn sie vor der Krise hohe Kreditwachstumsraten erzielt haben, am empfindlichsten von der Krise getroffen worden sind.⁶³ Nach dieser Ansicht wird die Finanzkrise von 2007 als Kulminationspunkt einer langfristigen (fehlgeleiteten) Akkumulation verstanden, die sich 2007 entladen hat. Neben Minsky (1986), Mises (1984) und Hayek (1941) wird diese Auffassung auch von Heires (2014), Nölke (2014), Stockhammer (2014), Krippner (2005), Ramskogler (2014), Henry und Redak (2013), Soros (2013) und andere geteilt. Der Ökonom und Finanzinvestor George Soros datiert den Ursprung der Krise sogar auf das Ende des Zweiten Weltkrieges. Damit enthält seine Ansicht eine sehr viel weiter greifende Dimension. Seiner Auslegung nach muss man den Verlauf ab dem Krieg, insbesondere seit den 1980er-Jahren als

⁶² Vgl. Berg 2009, S. 221.

⁶³ Vgl. Ramskogler 2014, S. 6.

eine durch zunehmend massive Kreditausweitung entstandene Superblase verstehen.⁶⁴ Henry und Redak (2013) schreiben:

„Die zentrale These unserer Überlegungen ist hierbei, dass die in den 1970er Jahren einsetzende Krise des Kapitalismus bzw. des Fordismus unter anderem durch den Kreditapparat sowie seiner Bereitschaft zur Kreditausweitung überwunden wurde. Sukzessive Kreditausweisung an private Haushalte und Unternehmen trug zur Aufrechterhaltung kapitalistische Akkumulation bei, da die Kredite sinkende Profite und Löhne substituierten“.⁶⁵

Die Kreditexpansion lässt sich auf drei makroökonomische Kanäle zurückführen. Dies ist erstens die Polarisierung der personellen Einkommensverhältnisse. Zweitens die Liberalisierung der Kapitalmärkte in Kombination mit einer laxen Überwachung der Aufsichtsbehörden, die durch Innovationen in der IT-Branche begleitet wurden. Drittens durch ein stark exportorientiertes Wachstum asiatischer Länder (insbesondere durch die Öffnung des chinesischen Marktes), aber auch einiger europäischer Länder (vor allem Deutschland).⁶⁶ Zu den einzelnen Punkten werde ich nun weiter eingehen und argumentieren, dass diese ihrerseits aus der Finanzialisierung hervorgingen. Der letzte Punkt ist indirekt mit Finanzialisierung verbunden. Alle drei Kanäle stehen in enger Wechselbeziehung zueinander und sind nur für den Zweck der Analyse voneinander als getrennt zu betrachten.

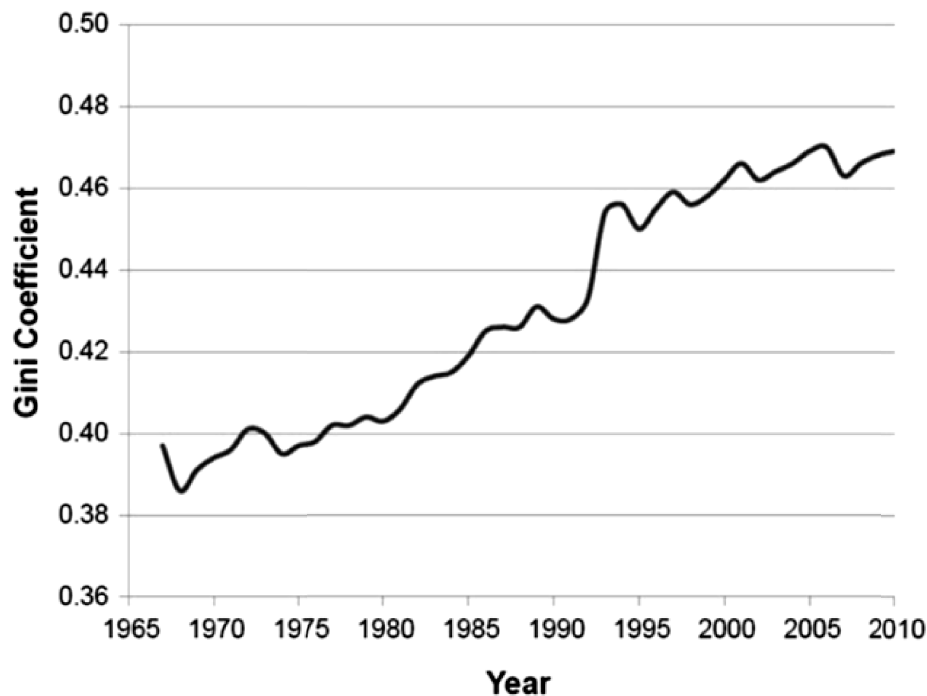
In den USA konnte man seit Beginn der 1970er eine ansteigende und stetig umwälzende Konzentration von Einkommen und Vermögen beobachten. Ein üblicher Indikator für den Grad der Ungleichheit über die Einkommensverteilung ist der Gini-Koeffizient. Dieser ist in Abb. 13 für die USA zwischen 1967 und 2010 dargestellt und dokumentiert die rasant zunehmende Ungleichheit für diesen Zeitraum.

⁶⁴ Vgl. Soros 2013, S. 26.

⁶⁵ Henry/ Redak 2013, S. 240.

⁶⁶ Vgl. Ramskogler 2014, S. 5.

Abb. 13: Gini Koeffizient der Haushalte in den USA, 1967-2010



Quelle: U.S. Census Bureau, Historical Income Tables, Households, Table H-2.

Nach Duménil, Levy (2001), Stockhammer (2014), Assa (2012) und anderen geht diese Entwicklung auf die Finanzialisierung zurück. Die in den OECD-Ländern eintretende Finanzialisierung wird außerdem mit einer niedrigeren Wachstumsrate des BIP sowie einer höheren Arbeitslosenquote in Verbindung gebracht. Diese konnten ökonometrisch nachgewiesen werden, wobei diese Entwicklungen ihrerseits zu einer Verschärfung der Einkommenspolarisierung beigetragen haben.⁶⁷ Der Rückgang der Lohnquote ist ebenso ökonometrisch nachweisbar und wird auch mit Finanzialisierung in Verbindung gebracht.⁶⁸ Zur Erklärung der Entwicklung der Einkommensungleichheit wird eine Verschiebung der Einkommensmöglichkeiten genannt. Dazu werden ein Anstieg der Rentiereinkommen, d.h. Einkommen aus Zins- und Dividendenerträge und Veräußerungsgewinne, ein Anstieg der Einkommen im Finanzsektor, insbesondere in Form von Boni, der zumindest in den USA einen erheblichen Beitrag zur Polarisierung leistete, und eine Verschiebung der Machtbalance zwischen Kapital und Arbeit gezählt. Man nimmt an, dass die Globalisierung der Finanzmärkte sowie der Einfluss der Finanzialisierung die Handlungsspielräume der Unternehmen verändert

⁶⁷ Vgl. Assa 2012, S. 36-38.

⁶⁸ Siehe Arbeit von Assa 2012, vgl. Stockhammer 2014, S. 45.

hat und Veränderungen in der Unternehmensführung (Corporate Governance) hervorgebracht haben. Dadurch sind Einflussmöglichkeiten des Finanzsektors auf Nicht-finanzielle Unternehmen entstanden.⁶⁹ Die Polarisierung der personellen Einkommensverteilung führte in weiterer Folge zu relativen Einkommensnachteilen, die in den angelsächsischen Ländern durch einen kreditfinanzierten Konsum kompensiert wurden.⁷⁰ Vor allem durch den Immobilienboom wurde diese Entwicklung sichtbar und populär, spätestens durch den Ausbruch der Finanzkrise 2007. Einkommensschwache Haushalte konnten Kredite aufnehmen, die sie sich im Nachhinein betrachtet nicht leisten konnten. Aus Sicht der Bank waren diese Kreditnehmer sehr profitabel, allerdings nur solange die Hauspreise stiegen. Gleichzeitig ging mit dieser Entwicklung ein steigendes Leistungsbilanzdefizit in diesen Ländern einher. Der Wunsch nach kreditfinanzierten Konsum hat sich für Haushalte offenbar zunehmend gefestigt. Dafür sprechen die in den USA gesteigerte Verwendung von Kreditkarten sowie der schon im Vorfeld besprochene Anstieg der Verschuldung der privaten Haushalte. Konsumentenkredite wurden zu einer beliebten Bezahlung. Die weitaus bedeutendste und mit Abstand größte Form von Krediten an private Haushalte stellen in den angelsächsischen Ländern jedoch Hypothekarkredite dar. Damit einhergehend kam es zur Festigung einer eigenen Mentalität der Haushalte sowie der Finanzinstitutionen. Das laufende Einkommen stand zunehmend nicht mehr im Blickwinkel des Finanzmanagements, sondern die Entwicklung der Aktienkurse sowie der Zugang zu Krediten wurden als Maßstab verwendet.⁷¹ Wir halten an dieser Stelle fest, dass Finanzialisierung einen Einfluss auf die Einkommenspolarisierung hatte und diese Polarisierung führte zu einer Änderung des Konsumverhaltens der U.S.- amerikanischen Haushalte, das zur enormen Kreditnachfrage führte.

Aus keynesianischer Sicht versteht man unter einer zunehmend ungleichen Einkommensverteilung einen Erklärungsfaktor für die zeitgleich eintretende Verlangsamung der Wachstumsentwicklung. Weil höhere Einkommensklassen eine höhere Sparneigung aufweisen, kommt es bei steigender Polarisierung zu einem Einbruch der Binnennachfrage und in weiterer Folge zu einem schwächeren Wirtschaftswachstum. Ramskogler (2014) sowie Henry und Redak (2013) sehen darin die Verbindung zur expansiven Geldpolitik. Die von den USA angestrebte lockere Geldpolitik wurde dafür verwendet, um die chronisch schwache Wachstumsentwicklung

⁶⁹ Vgl. Stockhammer 2014, S. 44f.

⁷⁰ Vgl. Henry/ Redak 2013, S. 248, vgl. Stockhammer 2014, S. 44.

⁷¹ Vgl. Stockhammer 2014, S. 38.

der USA zu bekämpfen.⁷² Die amerikanische Notenbank (FED) sah sich nicht in ihrer Rolle als Regulator von Vermögenspreisblasen („Greenspan put“, 2004) und ab den 1980ern kam es zu einer Reihe von Liberalisierungen der Finanzmärkte (siehe auch Kapitel 2.3.3.3, S.54). In Kombination mit einer laxen Überwachung durch die Aufsichtsbehörden kam es zu einer Inflation der Vermögenswerte. Die Marktteilnehmer wurden durch wiederholte Interventionen, wie Bail Outs und Zinssenkungen, zu einer erhöhten Risikobereitschaft animiert.⁷³ Zwar wurde diese expansive Politik durchaus kontrovers betrachtet und so warnte Alan Greenspan im Dezember 1996 offen vor „irrationalen Überschwung“ an den Aktienmärkten, allerdings kam es nicht zu einer aktiv entgegenwirkenden Geldpolitik.⁷⁴ In Folge der Liberalisierungen kam es zu einer Stimulierung des Wirtschaftswachstums, insbesondere des Finanzsektors. Gemessen an den vergangenen 150 Jahren ist die relative Bedeutung des Finanzsektors für die meisten Industrieländer niemals größer gewesen. In den USA hat sich seit den 1980er Jahren die relative Bedeutung des Finanzsektors bis zum Jahr 2014 fast verdoppelt. Der amerikanische Bankensektor hat seine Haupteinnahmequelle vom Zinsdifferential in Richtung gebührenproduzierender Tätigkeiten verschoben. Begleitet und verstärkt wurde diese Entwicklung durch Innovationen in der IT-Industrie. Die Argumente für die Liberalisierung der Märkte stehen im Einklang mit dem neoklassischen Mainstream. Das Hauptargument ist die Streuung der Risiken, die mit einer Verbriefung verbunden seien.⁷⁵ Tatsächlich hat sich jedoch das Risiko verringert, in dem durch den Verkauf von Finanztiteln der komparative Vorteil einer Bank bei der Überwachung von Kreditnehmern verloren ging (mehr dazu in Kapitel 2.3.3.3, S. 54). Daneben kam es zur Herausbildung des Schattenbankensystems, das bankenähnliche Aufgabenfelder übernommen hat und unter einem enormen Mangel an Regulierungen leidet. Aufgrund dieser Wichtigkeit habe ich dem Schattenbankensystem im Rahmen dieser Arbeit einen eigenen Diskurs im Kapitel 2.3.3 (siehe S.53) gewidmet. Der keynesianische Gegensatz argumentiert, dass die Finanzmärkte inhärent instabil sind und endogen bedingte „Boom-Bust“-Zyklen generieren (siehe Kapitel 2.3.2.2, S. 39).⁷⁶ Im zunehmend stärker gewordenen Finanzsektor sind darüber hinaus neue Interessenkonflikte entstanden. Das Verhältnis zwischen Ratingagenturen und Investmentbanken ist insofern prekär, weil eigene Profitinteressen

⁷² Vgl. Ramskogler 2014, S. 7, Henry/Redak 2013, S. 240f.

⁷³ Vgl. Berg 2009, S. 222.

⁷⁴ Vgl. Berg 2009, S. 222.

⁷⁵ Vgl. Stockhammer 2014, S. 41.

⁷⁶ Vgl. Minsky 1986, S. 3f.

verfolgt werden können. Damit geht aus diesem Verhältnis ein potenziell systemisches Risiko hervor. Als Kunde einer Bank liegt es im kurzfristigen Interesse einer Ratingagentur gute Bewertungen abzuliefern. Wie sich später zeigen sollte, wurde dieser Interessenskonflikt mit zu einem wichtigen Faktor für das Versagen der Finanzmärkte, was sich 2007 offenbarte. Mit Blick auf den Irrglauben, dass Risiken auf die Ableitungen historischer Daten isoliert und identifiziert werden können, besteht des weiteren grundsätzlich ein Risiko gegenüber der Aufgabentätigkeit von Ratingagenturen.⁷⁷ Die oben beschriebene Entwicklung, d.h. die Liberalisierung der Finanzmärkte, die laxen Regulierungen, die politisch gewollte Forcierung einer expansiven Geldpolitik, die Duldung der aus der IT-Branche ermöglichten Digitalisierung und des neu entstandenen Schattenbankensystems, ist als das Resultat einer zunehmenden Finanzialisierung anzusehen, das in der weiteren Folge eine Kreditexpansion ermöglichte.

Die Globalisierung kann als treibender Motor einer abwärts laufenden Preisentwicklung betrachtet werden, die das Entstehen globaler Ungleichgewichte ermöglicht hat. Einerseits kam es zur Herausbildung von Leistungsbilanzdefiziten (überwiegend in den angelsächsischen Ländern wie Irland, Großbritannien, USA, aber auch Griechenland, Spanien oder Italien) bzw. zu Leistungsbilanzüberschüssen (überwiegend in Asien wie China und Japan, aber auch OPEC-Länder oder Deutschland).⁷⁸ Viele asiatische Länder (allen voran China) reagierten auf die Asienkrise mit einer Politik, die auf eine Strategie der Unterbewertung bzw. auf ein exportgetriebenes Wachstum setzten und dabei ausländische Reserven anhäuften. Aus entwicklungspolitischer Sicht hat sich dies als sehr effektiv erwiesen, allerdings auf Kosten anderer Volkswirtschaften. Der in der Folge entstandene massive Nettokapitalabfluss aus der Region ging zum größten Teil in die USA und trug dort zum Leistungsbilanzdefizit bei. Schwierig zu beantworten ist die Frage, ob die Zuflüsse in die USA als eigenverschuldet zu betrachten sind, weil etwa die durch Finanzialisierung herausgebildete US-Finanzbranche Kredite aus dem Ausland aufgesaugt hat, oder ob diese Entwicklung als externer Faktor sich zwingend durch den Druck globaler Preissenkungen ergeben musste, wie es jetzt auch aktuell die US-amerikanische Politik unter Donald Trump darstellt und verfolgt. Stockhammer (2014) spricht in diesem Zusammenhang auch von zwei sich unterschiedlich herausbildenden Wachstumsmodellen und sieht diese Herausbildung als Produkt der Finanzialisierung: Ein schuldgetriebenes und ein

⁷⁷ Vgl. Stockhammer 2014, S. 41.

⁷⁸ Vgl. Ramstkogler 2014, S. 5ff.

emporgetriebenes Wachstumsmodell. Beide Modelle leiden unter einem strukturellen Nachfragemangel, der entweder durch eine steigende Haushaltsverschuldung oder durch Exportüberschüsse temporär überwunden werden kann.⁷⁹ Insbesondere ist diese Struktur als Ergebnis der Wechselwirkung von Einkommenspolarisierung und Finanzialisierung zu verstehen.⁸⁰ Das Resultat dieser Ungleichheit hatte direkte Folgen für die Finanzmarkstabilität. Wie sich später zeigen sollte, trugen Länder mit einem exportgetriebenen Wachstumsmodell dazu bei, Zinsen auf Staatsanleihen zu senken (insbesondere China setzte auf den Kauf von US-Staatsanleihen). Insofern, dass der Zinssatz auf langfristige Staatsanleihen als Referenz dient, haben Investitionsentscheidungen in weiterer Folge das Akkumulationsverhalten mit beeinflusst. Der Kapitalzufluss (vor allem aus Asien) führte zu einem Crowd-Out-Effekt, d.h. der Rückzug von privaten Investoren, durch den Einfluss Chinas. Sie zogen sich vermehrt aus diesem Markt zurück, investierten vermehrt in Forderungsbesicherte Wertpapiere (ABS) und die Zinsen auf dem U.S.- amerikanischen Hypothekarmarkt sanken.⁸¹ Die Kapitalzuflüsse aus Asien heizten also die Kreditvergabe weiter an und brachten den Hypothekenmarkt später zum Zusammenbrechen. Deswegen ist diese Entwicklung als exogene Kraft zu verstehen, die die Finanzialisierung in den USA weiter vorangebracht hat.

Die zuvor besprochenen drei Kanäle führten über die Jahre zu einem anhaltenden Kreditboom, wodurch sich ein zentrales Narrativ erzählen lässt. Der Wunsch nach kreditfinanziertem Konsum ist einerseits mit einer der Finanzialisierung einher gegangenen eigenen Mentalität entstanden und anderseits – der viel bedeutendere Punkt – mit einem (bedingt durch Finanzialisierung) zunehmend ungleichen Einkommensverhältnisse in Verbindung zu bringen. Das chronisch schwache Wirtschaftswachstum und der Nachfragemangel in den USA sollten durch einen kreditfinanzierten Konsum überwunden werden. Die US-amerikanische Notenbank reagierte mit einer expansiven Geldpolitik, verfolgte eine Liberalisierung der Finanzmärkte und duldete eine schwache Regulierung sowie die Herausbildung eines nicht-regulierten Bereiches (Schattenbankensystem). Der Zufluss aus dem Ausland hat Banken und andere Nichtbanken-Finanzintermediäre in den USA dazu ermuntert Kredite zu verkaufen. Ein neues Geschäftsmodell der Banken (Originate-to-Distribute- Modell) war die Grundlage für schwächere

⁷⁹ Vgl. Stockhammer 2014, S. 33.

⁸⁰ Vgl. Stockhammer 2014, S. 44.

⁸¹ Vgl. Ramskogler 2014, S. 5ff.

Kreditvergabestandards, Druck aus dem Ausland hatte das Leistungsdefizit weiter befeuert und in diesem Sinne die Finanzialisierung weiter angeheizt. 2007 kam es zu dem Zusammenbruch.

2.3.2.2 Minskys Hypothese finanzieller Instabilitäten

Der US-amerikanische Ökonom Hymen P. Minsky (1919-1996) erhielt mit seiner Theorie der finanziellen Instabilität bei der Finanzkrise 2007 eine erstaunlich zutreffende Bestätigung. Damit erscheint sie aktueller denn je. Sie kann vergangene Krisen einordnen und gegenwärtige Tendenzen erklären. Die Hypothese hat auch empirische Aspekte. So verweist Minsky selbst darauf, dass kapitalistische Volkswirtschaften in der Vergangenheit immer wieder gezeigt haben, wie anfällig sie für Inflations- und Deflationsdefizite sind und wie sehr sie das Potenzial zeigen, außer Kontrolle geraten zu können. Während der neoklassische Mainstream annimmt, dass die Märkte in der Lage sind, sich selbst zu regulieren (Milton Friedman), geht Minsky (geprägt durch Keynes) von der grundsätzlichen Instabilität der Märkte aus, die nur durch wirtschaftspolitische Korrekturen wieder stabiler werden können.⁸² Laut Minsky beruhen Konjunkturzyklen nicht auf exogenen Schocks, sondern auf der internen Dynamik einer kapitalistischen Ökonomie und auf dem System von Interventionen und Regulierungen, die entworfen sind, um extreme Ausreißer der Wirtschaft in Grenzen zu halten.⁸³

Ausgehend von Keynes Theorie ist das hauptsächliche Argument Minskys, dass Interaktionen zwischen der Kredit- und Zinspolitik der Banken und den Investitionsentscheidungen der Unternehmen zu Konjunkturzyklen führen.⁸⁴ Darüber hinaus – und dies ist der wesentliche Aspekt – gibt er eine Erklärung darüber ab, inwiefern vorausgegangene Phasen wirtschaftlicher Stabilität und Prosperität die stets nachfolgende Phase wirtschaftlicher Instabilität *erzeugen* und damit auch die Erzeugung von Finanzkrisen.⁸⁵

Minsky unterscheidet hierbei drei unterschiedliche Finanzierungsformen: (i) Die abgesicherte Finanzierung (Hedge Finance), die spekulative Finanzierung (Speculative Finance) und die Ponzi-Finanzierung (Ponzi Finance). In der abgesicherten Finanzierung ist der Unternehmer für die gesamte Zeit seiner Produktion voll und ganz finanziert. Sollten sich die Zinsen ändern, spielt

⁸² Vgl. Minsky 1992, S. 1, Vgl. Minsky 2008, S. 194.

⁸³ Vgl. Minsky 1992, S. 8.

⁸⁴ Vgl. Stockhammer 2014, S. 41.

⁸⁵ Vgl. Minsky 2008, S. 193.

dies für das Unternehmen und dieser Finanzierungsform keine Rolle. Diese Form der Finanzierung ist daher *abgesichert*. Eine abgesicherte Finanzierung ist nur anfällig, wenn sich Kosten unerwartet erhöhen oder wenn Umsatzrückgänge verzeichnet werden. Ihre Zahlungsverpflichtungen werden nicht direkt von den Entwicklungen auf den Finanzmärkten beeinflusst. Die spekulative Finanzierungsform charakterisiert sich dadurch, dass der Unternehmer nicht für die gesamte Zeit seiner Produktion voll und ganz finanziert ist. Das für die Investitionen benötigte Fremdkapital muss beglichen werden bevor die erwarteten Einkünfte eingehen. Das Unternehmen braucht neues Fremdkapital um zunächst die alte Schuldenlast zu bedienen. Neben den Risiken, die schon bei der abgesicherten Finanzierung genannt wurden, ist eine spekulative Finanzierung abhängig von den Entwicklungen auf dem Finanzmarkt. Dieses Vorgehen ist unsicherer, weil man nicht weiß wie sich die Zinsen und Kreditstandards zukünftig entwickeln werden. Wenn sie höher steigen als angenommen, könnte sich das ganze Projekt nicht mehr rentieren. Der Ausgang dieser Finanzierung beruht daher auf *Spekulation*. Die Ponzi-Finanzierung⁸⁶ ist eine Steigerung der spekulativen Finanzierung. Hier ist es so, dass bereits die anfälligen Zinsen nicht bedient werden können und dafür erneut Fremdkapital benötigt wird. Das Unternehmen hat dafür keine Einplanungen vorgesehen und es muss sich zusätzlich fremd finanzieren, um überhaupt die Zinsen zu bedienen. Das heißt, dass die Kreditmenge wachsen muss, um dieses Projekt zu Ende zu bringen. Minsky ist der Meinung, dass Unternehmen in instabilen Zeiten dazu neigen eine abgesicherte Finanzierung zu wählen, während in stabilen Zeiten eine spekulative und Ponzi-Finanzierung bevorzugt werden und zu Finanzkrisen führen würden.⁸⁷ Er schreibt:

“The mixture of hedge, speculative, and Ponzi finance in an economy is a major determinant of its stability. The existence of a large component of positions financed in a speculative or a Ponzi manner is necessary for financial instability.”⁸⁸

Vereinfacht gesagt beruht die Idee auf den Veränderungen der Erwartungen der Wirtschaftssubjekte und der damit verbundenen Auswirkungen für das Finanzsystem. Zu Beginn eines Zyklus ist die wirtschaftliche Lage zunächst schwach, Unternehmen wie Banken tendieren zu abgesicherten Projekten. Für die Unternehmen ist die Zinslast niedrig und kreditfinanzierte

⁸⁶ Der Name ist angelehnt an einen italienischen Betrüger und an dem nach ihm benannten „Ponzi-Scheme“.

⁸⁷ Vgl. Minsky 2008, S. 230-233.

⁸⁸ Minsky 2008, S. 232.

Investitionen führen zu Gewinnen (positive Gewinn-Zinslast-Quote). In der Folge werden Unternehmen und ihre Gläubiger, d.h. Banken und Nichtbanken-Finanzintermediäre, optimistischer und die Risikoaversion nimmt ab. Es kommt zu einer Ankurbelung von Investitionen und Wachstum, gleichzeitig nimmt die Verschuldung der Unternehmen zu. Weil sich zunehmend eine höhere Schuldenlast aufbaut und mehr Zahlungsverpflichtungen nachgegangen werden müssen, steigt parallel dazu die Krisenanfälligkeit der Unternehmen. In der Folge werden Ausgaben gekürzt und es kommt zu einer Phase des Abschwungs. Diese Phase ist begleitet durch eine eingeschränkte Kreditvergabe, Banken und Unternehmen werden mit einer geringer werdenden Schuldenquote und der Zyklus beginnt erneut.⁸⁹

Die Hypothese der finanziellen Instabilität ist daher eine Theorie der Auswirkungen von Schulden auf das Systemverhalten und beinhaltet auch die Art und Weise, wie Schulden bewertet werden. Minsky argumentiert, dass stabile wirtschaftliche Zeiten grundsätzlich und systemimmanent die Kreditnachfrage erhöhen, insbesondere bei der Ponzi-Finanzierung. In der Folge kommt es zu einer Kreditexpansion. Inwiefern ist die Hypothese der finanziellen Instabilität mit dem Konzept der Finanzialisierung einzuordnen? Gemäß der Definition von Krippner ist Finanzialisierung als Zunahme des Finanzsektors verstehen, der sich durch die Zunahme eines gesteigerten Interesses kennzeichnet, um auf den Finanzmärkten Profite zu erzielen. Dies heißt, dass die Zahl der Kredite zunimmt, indem durch die geänderte Profitorientierung die Angebotsseite tendenziell steigt. In diesem Sinne widersprechen sich beide Theorien nicht, sondern ergänzen einander. Finanzialisierung erhöht die Angebotsseite und ist daher als treibende Kraft für die endogen bedingte Kreditnachfrage zu verstehen.

Diese Ansicht passt zu Minsky. Die Hypothese finanzieller Instabilitäten geht von der Annahme aus, dass das Bankwesen gewinnorientiert handelt. Banken suchen Gewinne durch Finanzierungstätigkeiten. Wie alle Unternehmen suchen auch Banker und Bankiers nach Innovationen, um ihre Gewinne zu maximieren. Sie sind daher bemüht die von ihnen erworbenen Vermögenswerte und die von ihnen vermarkteten Verbindlichkeiten zu innovieren. Diese innovative Eigenschaft des Bank- und Finanzwesens entkräftet die fundamentale Voraussetzung der orthodoxen Mengenlehre des Geldes dahingehend, dass es ein „unveränderliches Geldstück“ gibt, dessen Umlaufgeschwindigkeit hinreichend nahe ist, um

⁸⁹ Vgl. Stockhammer 2014, S. 41.

konstant zu sein. Daher haben Änderungen in dieser Geldversorgung eine linear proportionale Beziehung zu einem genau definierten Preisniveau.⁹⁰

2.3.2.3 Herdenverhalten

Im Rahmen einer Finanzialisierung werden bestehende Probleme, die ohnehin von Finanzmärkten ausgehen, zunehmend verschärft. Eine bedeutende Kategorie der Krisenmechanismen ist das Herdenverhalten. Sämtliche Arbeiten, z.B. von Devenow, Welch (1996), Bikhchandani, Sharma (2001), Klug, Locarek-Junge, Mihm (2009), Ionescu (2012), Palley (2014), verweisen auf den negativen Zusammenhang zwischen Herdenverhalten und Finanzmarktstabilität. Im Allgemeinen versteht man darunter ein ähnliches Verhaltensmuster, unabhängig der Beweggründe.⁹¹ Im Speziellen auf den Finanzmärkten versteht man darunter das Phänomen, wenn Anleger das Verhalten anderer Anleger kopieren und ihre eigene Absicht ablegen.⁹² Einige Autoren (z.B. Ionescu 2012) unterscheiden zwischen einem echten und einem unechten Herdenverhalten. Bei echtem Herdenverhalten werden grundlegende Investitionsanreize (z.B. die Bewertung einer Aktie aufgrund der Bewertung über den unternehmerischen Erfolgs oder aufgrund von Instrumenten der Wirtschaftsrechnung etc.) abgelegt und ersetzt durch ein imitatives Verhalten. Frei nach dem Motto: Der andere wird es schon besser wissen als ich.⁹³ Unechtes Herdenverhalten tritt auf, wenn Anleger mit ähnlich vorliegendem Informationsgehalt und ähnlichen Entscheidungsproblemen zu tun haben und dadurch zu ähnlichen Entscheidungsfindungen kommen. Das Resultat ist genau wie bei echtem Herdenverhalten die Ausprägung eines gleichgerichteten Verhaltens. Typischerweise haben eine Vielzahl von Faktoren das Potenzial eine Investitionsentscheidung zu beeinflussen, deshalb ist eine empirische Unterscheidung zwischen beiden Arten äußerst schwierig oder gar unmöglich. In Fragen der Finanzmarktstabilität spielt diese Unterscheidung kaum eine Rolle, denn die Schwankungen von Kursen und die Entstehung von Preisblasen kann durch beide Formen ausgelöst werden. Daher findet diese Unterscheidung keine weitere Beachtung.

Viele Ansätze beschreiben das Herdenverhalten als (mathematische) Modelle. Dabei lässt sich das Herdenverhalten auf drei Wirkungszusammenhänge zurückführen: Netzwerkexternalitäten,

⁹⁰ Vgl. Minsky 1992, S. 6.

⁹¹ Vgl. Devenow/ Welch 1996, S. 603.

⁹² Vgl. Bikhchandani/ Sharma 2001, S. 281.

⁹³ Vgl. Ionescu 2012, S. 130.

Informationskaskaden und Prinzipal-Agent-Ansätze. Über die letzten Jahre hat sich die theoretische Forschung vor allem auf die letzten beiden Wirkungszusammenhänge konzentriert.⁹⁴ Weit verbreitet ist daher der Ansatz der Informationskaskaden bzw. die Erklärung von Herdenverhalten über asymmetrische Informationen. Es wird angenommen, dass ein gleichgerichtetes Verhalten durch die Abwägung zweier verschiedener Informationsquellen (z.B. die eigene und die eines anderen Marktteilnehmers) zum gewinnbringenden Ziel, d.h. höhere Rendite, führt.⁹⁵ Wichtige Vertreter dieser Ansicht sind etwa Scharfstein und Stein (1990) oder Bikhchandani und Sharma (2001). Die gängige Alternativansicht (Prinzipal-Agent-Ansatz) ist, dass Herdenverhalten durch das Resultat expliziter, relativer Leistungsbewertungen über die Entlohnung der Manager entsteht. Diese Ansätze sind frei von Informationssignalen (z.B. Maug und Naik (1995) oder Palley (2010)). Demnach erklärt sich Herdenverhalten über Karriereinteressen sowie über Anreiz- und Vergütungsstrukturen.⁹⁶

Die Folgen von Herdenverhalten können Abwärts- oder Aufwärtsspiralen sein, die einen Preis in die eine oder andere Richtung führen.⁹⁷ Herdenverhalten erhöht die Volatilität auf den Finanzmärkten und fördert sehr wahrscheinlich die Entstehung spekulativer Blasen, womit eine destabilisierende Wirkung mit dem Finanzsystem verbunden ist.⁹⁸ Wie wir später in Kapitel 3.2.1 und 3.3.1 sehen werden, waren die von Herdenverhalten ausgehenden Gefahren in Österreich stets gering und gingen über die Jahre sogar zunehmend zurück. Der Informationskaskadenansatz und die damit verbundene Gefährdung für die Finanzmarktstabilität lassen sich schematisch anhand eines einfachen, fiktiven Modells veranschaulichen. Angenommen 100 Anleger haben jeweils eigene, möglicherweise unterschiedliche Einschätzungen über die Rentabilität von Anlagen in Schwellenländern. Nehmen wir an, dass 20 der Investoren glauben, dass sich diese Investition lohnt und die restlichen 80 glauben, dass dies nicht der Fall ist. Jeder Anleger kennt nur seine eigene Einschätzung der Rentabilität dieser Investition. Sie kennen nicht die Einschätzung von anderen Anlegern oder wie die Mehrheit die Rentabilität einschätzt. Wenn diese Investoren ihr Wissen und ihre Einschätzungen zusammenfassen würden, würden sie gemeinsam entscheiden, dass

⁹⁴ Vgl. Freiberg 2004, S. 1.

⁹⁵ Vgl. ebd.

⁹⁶ Vgl. ebd.

⁹⁷ Vgl. Friedberg 2015, S. 277.

⁹⁸ Vgl. Alheit 2012, S. 24.

eine Investition in den Schwellenländern keine gute Idee ist. Aber sie teilen ihre Informationen und Bewertungen nicht miteinander. Darüber hinaus treffen diese 100 Anleger ihre Anlageentscheidungen nicht gleichzeitig. Angenommen, die ersten Investoren, die sich entscheiden, zählen zu den 20 optimistischen Investoren und entscheiden sich für den Eintritt in den Schwellenmarkt. Dann könnten einige der 80 pessimistischen Investoren ihre Überzeugungen revidieren und sich auch für eine Investition entscheiden. Dies wiederum könnte einen Schneeballeffekt auslösen und dazu führen, dass die meisten der 100 Anleger in Schwellenländer investieren. Später, wenn die Unrentabilität der Entscheidung klar wird, verlassen diese Investoren den Markt.⁹⁹ Dieses Beispiel veranschaulicht mehrere Aspekte von Informationskaskaden bzw. Herdenverhalten, die sich aus Informationsasymmetrien ergeben. Erstens können die Maßnahmen und die Einschätzungen von Investoren, die früh entscheiden, maßgebend dafür sein, auf welche Weise sich letztlich die Mehrheit entscheidet. Zweitens könnte die Entscheidung, auf die sich die Anleger stützen, durchaus falsch sein. Drittens, wenn Investoren eine falsche Entscheidung treffen, dann werden sie wahrscheinlich mit Erfahrung und/ oder dem Eintreffen neuer Informationen ihre Entscheidung überdenken und wahrscheinlich rückgängig machen.¹⁰⁰

Über die empirischen Beweise von Herdenverhalten und die Verbindung zu Krisen sind sich die Ökonomen uneins. Beispielsweise bestreiten Patterson und Sharma (2007) das oft mit der Dotcom-Blase in Verbindung gebrachte Herdenverhalten.¹⁰¹ Es ist jedenfalls nicht unbegründet anzunehmen, dass in Zeiten extremen Marktstress, d.h. Krisenzeiten, Anleger eher dem Marktkonsens folgen als in stabileren Zeiten. Um Herdenverhalten zu evaluieren und zu beweisen wurden einige Messmethoden entwickelt, auf die ich hier im Rahmen dieser Arbeit nicht tiefer eingehen werde. Damit beschäftigt haben sich unter anderem Christie und Huang¹⁰² (Cross-sectoral standard deviation), Skintzi und Refenes (impliziter Korrelationsindex, CIX),¹⁰³ Dhaene et al.¹⁰⁴ (Herd Behavior Index, HIX) und Kim, Lee, Choi und Ahn (2013) (Revised Herd Behavior Index, RHIX).¹⁰⁵ Beispielsweise haben sich Kim, Lee, Choi und Ahn mit Herdenverhalten

⁹⁹ Vgl. Bikhchandani/ Sharma 2001, S. 280.

¹⁰⁰ Vgl. ebd., S. 281.

¹⁰¹ Vgl. Patterson/ Sharma 2007, S. 1f.

¹⁰² Vgl. Christie/Huang 1995.

¹⁰³ Vgl. Skintzi/ Refenes 2005.

¹⁰⁴ Vgl. Dhaene/ Linders/ Schoutens/ Vyncke 2012.

¹⁰⁵ Vgl. Kim/ Lee/ Choi/ Ahn 2013, S. 4.

über Kontinente hinweg zwischen 1996 und 2014 beschäftigt. Ihre Arbeit legt nahe, dass Herdenverhalten bei sämtlichen Krisen vorhanden war. Dies war der Fall bei der Asienkrise in Südamerika und Asien, bei der Dotcom-Blase in Europa, Nordamerika und im Mittleren Osten, sowie während der Finanzkrise 2007 in Nordamerika und im Mittleren Osten. Die Daten deuten auf kein Herdenverhalten während der Finanzkrise 2007 in Europa hin.¹⁰⁶

Zusammenfassend kann man sagen, dass Herdenverhalten eine Begleiterscheinung der Finanzmärkte ist und durch die Ausprägung von Preisblasen zur Destabilisierung des Finanzsektors beiträgt. Vom theoretischen Aspekt betrachtet ist stark davon auszugehen, dass es einen Einfluss auf die Kursschwankungen ausübt. Die Untersuchungen von Kim, Lee, Choi und Ahn deuten darauf hin, dass sämtliche Krisen mit Herdenverhalten einher gegangen waren. Uneins sind sich die Ökonomen in welcher Weise und wie stark das Herdenverhalten einen Einfluss auf Krisenentwicklungen einnehmen kann. Sehr wahrscheinlich wäre die große Finanzkrise von 2007 auch ohne den Effekt von Herdenverhalten entstanden. Grundsätzlich ist jedoch davon auszugehen, dass durch Finanzialisierung das Herdenverhalten zunimmt und eine Krise verstärken kann.

2.3.2.4 Die Volatilität der Aktienmärkte am Beispiel der Dotcom-Blase

Durch eine zunehmend finanzialisierte Volkswirtschaft ist mit einem erhöhten Risiko zu rechnen, das von Spekulationen und Preisblasen ausgehen. Die Lehren vergangener Krisen zeigen, dass ein zunehmendes Kreditvolumen, eine zunehmende Anzahl von Finanzmarktteilnehmern und ein zunehmendes Interesse daran, Vermögen im Finanzsektor anzulegen, Risiken für die Finanzmarktstabilität mit sich bringen. Finanzvermögen in Form von Aktien sind in Österreich und Deutschland nicht weit verbreitet. Beispielsweise besitzen nur etwa 10 Prozent der Deutschen Haushalte Aktien, und dies auch nur in einem durchschnittlichen Wert von 39 000 Euro. Auch in Österreich sieht dies ähnlich aus. Für das Jahr 2016 lag ein Gesamtvermögen von circa 25 Mrd. Euro vor. Die Zahlen verdeutlichen, dass ein großes Potenzial nach oben gegeben ist. Der Besitz von Aktien macht sich auch aus Sicht der Einkommensstruktur deutlich. Die Deutsche Bundesbank (2016) verweist auf die Beziehung zwischen Aktienbesitz und Einkommen: Je mehr Einkommen, desto höher die Wahrscheinlichkeit Vermögen in Form von

¹⁰⁶ Vgl. ebd., S. 17.

Aktien zu besitzen. Auch die durchschnittlichen Aktienwerte sind höher, wenn die Haushalte ein höheres Einkommen haben.¹⁰⁷ Im Rahmen der Finanzialisierung ist es möglich, dass sich dieses Beziehungsgefüge ändert. Ähnlich wie schon beim gesteigerten Interesse an Hypothekarkrediten wäre es denkbar, dass Haushalte zu einem kreditfinanziertem Konsum wechseln und ihr Vermögen über ihren Aktienbesitz definieren. Potenzial nach oben ist jedenfalls durch eine sich ändernde Einkommensstruktur gegeben, insbesondere in Österreich (und Deutschland). Die langanhaltende Niedrigzinspolitik begünstigt grundsätzlich das Potenzial das Interesse für Wertpapierbeteiligungen zu steigern. Ähnlich wie bei der Dotcom-Blase spielt die Presse dabei keine unwichtige Rolle. Viele Zeitungen weisen darauf hin, dass der fehlende Aktienkauf mit Armut verbunden sei. Darunter zählen auch angesehenen Zeitungen wie die Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ). 2009 titelte sie mit der Überschrift „Wohlstand durch Aktien“.¹⁰⁸ Ähnlich titelte 2014 „die Welt“ mit „Die einfache Formel für den Wohlstand“.¹⁰⁹ Wie wir später sehen werden hat sich das Interesse an den Aktienmärkten in Österreich tatsächlich erhöht. Grundsätzlich bestehen jedoch Gefahren bei einem gesteigerten Interesse an Wertpapiergeschäften, die nachfolgend untersucht werden.

Die Funktionsweise der Finanzmärkte ist geprägt von der sogenannten Markteffizienzhypothese, nach der sich zu jedem Zeitpunkt alle verfügbaren Informationen vollständig in den Preisen niederschlagen.¹¹⁰ Neuere empirische Untersuchungen sowie Entwicklungen in der Wirtschaft haben jedoch das Vertrauen in diese Theorie gemindert und die Existenz systembedingter Abweichungen der Aktienkurse von ihren fundamentalen Werten verleugnet. Die am meisten diskutierte Gegebenheit ist der Zweifel an der Gesamteffizienz der Aktienmärkte sowie die Feststellung, dass die Aktienkurse volatiler sind als die Fundamentaldaten oder die erwarteten Renditen.¹¹¹ Aus den Überlegungen der Verhaltenstheorie ist eine solche Entwicklung bedenklich. Es reichen Gerüchte oder neue politische Paradigmen, um die Kursentwicklung zu beeinflussen. Beispielsweise kann man mit großer Sicherheit davon ausgehen, dass bei der Einführung von höheren (niedrigeren) unternehmensbezogenen Steuern die Zuschreibung von

¹⁰⁷ Vgl. Deutsche Bundesbank 2016, S. 37.

¹⁰⁸ Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 19.11.2009, unter: <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/aktien/boerse-wohlstand-durch-aktien-1885708.html> (06.04.2018)

¹⁰⁹ Vgl. Die Welt vom 22.12.2014, unter <https://www.welt.de/finanzen/article135657163/Wie-sich-die-Deutschen-vor-dem-Wohlstand-druecken.html> (06.04.2018).

¹¹⁰ Vgl. Wichels 2002, S. 54.

¹¹¹ Vgl. Lux 1995, S. 881.

geringeren (höheren) Gewinnen verbunden ist. Das System ist so komplex, dass Prognosen über die Aktienentwicklungen nachweislich nicht möglich sind. Kommen mehrere Ereignisse zusammen, kann im Extremfall die gesamte Finanzmarktstabilität gefährdet sein. Durch Spekulation und Herdenverhalten wird dieses System befeuert. Die Folgen können langanhaltende Über- oder Unterbewertungen sein, die im schlimmsten Fall zu einem chronischen Misstrauen gegenüber ganzer Branchen und im schlimmsten Fall zu einem Zusammenbrechen großer Teile der Finanzmärkte führen. Ein Beispiel ist die durch Spekulation geplatze Blase im März 2000, auch bekannt unter der Dotcom-Blase.

Die Dotcom-Blase betraf wesentlich die sogenannten Dotcom-Unternehmen. Bei den Unternehmen handelte es sich um angeblich zukunftsweisende und stark wachsende Technologieunternehmen, deren Aktien massiv überbewertet wurden.¹¹² Obwohl viele Unternehmen nicht profitabel arbeiteten und Schwierigkeiten hatten Erträge zu erwirtschaften, stiegen die Aktienpreise in die Höhe. In vielen Fällen basierte die Bewertung nur auf zukünftig erwartete Umsatzsteigerungen. Der historische Vergleich zeigt, dass das durchschnittliche Kurs-Gewinn-Verhältnis bei den US-Märkten zwischen 6 und 13 lag. In den späten 1990er Jahren lag es bei 25:1 und während der Dotcom-Blase sogar bei schwindelerregenden 150:1 bei einigen Informationstechnologie-Aktien.¹¹³ Ab Mitte des Jahres 1999 vervielfachte sich binnen weniger Monate die Börsenbewertung etlicher Unternehmen, die durch eine erhöhte Nachfrage von nicht aktiven Neuanlegern kam und der Börsengang entwickelte sich zu einer Art Volksport. Auf dem Höhepunkt dieser Entwicklung wurden täglich neue Internetfirmen an die Börse gebracht. Firmen wie EM.TV wurden höher bewertet als etablierte Industrieunternehmen wie Thyssen-Krupp.¹¹⁴ Kurz vor dem Zusammenbruch wurden in Deutschland so viele Infineon-Aktien gehandelt, dass die Handelssysteme der Frankfurter Wertpapierbörse und die Orderverarbeitungen einiger Bankenhäuser zusammenbrachen.¹¹⁵ Heute weiß man, dass diese Bewertung weit überzogen war. Aus damaliger Sicht war dies allerdings nicht so klar wie heute. Gründe dafür waren der Siegeszug der Mobiltelefone (später des Smartphones), neue Computer wurden entwickelt usw. Viele Anleger schöpften die Hoffnung am vermeintlichen Gewinn der „Zukunftsunternehmen“ teilhaben zu können. Vermutlich spielte Spekulation eine große Rolle.

¹¹² Vgl. Froud, Haslam, Johal, Williams 2001, S. 15f.

¹¹³ Vgl. ebd.

¹¹⁴ Vgl. Berg 2009, S. 222.

¹¹⁵ Vgl. Glebe 2008, S. 105f..

In Deutschland führte eine umfangreiche Werbemaßnahme der Deutschen Telekom zu einer stark gestiegenen Popularität von Aktien. Durch den ausgeprägten Expansionsdrang vieler Unternehmen wurde dieser Effekt angekurbelt und die zusätzliche Liquidität wurde für den Aufkauf weiterer börsennotierter Unternehmen investiert. Auch wenn einige Anleger die Kurssteigerungen für übertrieben hielten, so konnten andere, oft als Daytrader, dennoch davon profitieren, wodurch die Kurse weiter die Höhe schossen. Zugleich spielten Investmentfonds eine tragende Rolle, indem sie ihren Kunden immer höhere Gewinne in Aussicht stellten und eine Vielzahl von neuen Fonds, wie etwa Internet-, Telekommunikations- oder Technologiefonds gründeten. Diese fanden auch reißenden Absatz. Im März 2000 kam es dann zum Absturz. Es wurde klar, dass viele der hoch bewerteten Unternehmen die Gewinnerwartungen nicht in absehbarer Zeit erfüllen werden können. Erste Insolvenzen lösten Zweifel aus. Zur Deckung standen dem Börsenwert oft keine materiellen Gegenwerte gegenüber, und der beigemessene Wert galt dem geistigen Kapital. Der Buchwert war oft nicht mehr als einige Immobilien und die IT-Infrastruktur. Die im Expansionsdrang zugekauften Unternehmen waren meist nicht profitabel. Als die ersten Anzeichen eines Kursverfalls zu beobachten war, brach Panik aus und viele unerfahrene Kleinanleger verkauften ihre Aktien, um die Verluste in Grenzen zu halten. Aus einem Kursverfall wurde ein Kurssturz.

Die Folgen waren weltweit besonders in Industriestaaten spürbar und führten zu Vermögensverlusten für Kleinanleger und einem anschließendem Misstrauen in dieses Marktsegment. Die teuer zugekauften Tochterunternehmen waren meist Sanierungsfälle und blieben in der Folge der Krise unverkäuflich. Häufig war Insolvenz die einzige Möglichkeit. Einige Unternehmen hatten unüberlegte Aufkäufe getätigt und verloren ihre gesamte Liquidität, wodurch sie selbst zu Insolvenzkandidaten wurden. Bei manchen Unternehmen fiel der Kurs unter den Buchwert und führte zu einer massiven Unterbewertung der entsprechenden Aktien. Dadurch wurden Unternehmen mit dem Ziel der Liquidierung aufgekauft, um wenigstens die Buchwerte noch gewinnbringend verkaufen zu können. Die Spätfolgen waren vermutlich noch gravierender. Das Vertrauen in die IT-Branche blieb auf mehrere Jahre gestört und die Finanzmärkte haben ihre wesentliche Funktion, die Allokation von Finanzmitteln, nicht ausreichend erfüllen können. Bis in die Jahre 2004/05 waren viele Unternehmen unterbewertet. Obwohl es Anzeichen einer Erholung gab, setzte sich der Stellenabbau weiter fort. Kleine Unternehmen sind in den Konkurs gegangen. Überlebt haben vor allem die großen

Unternehmen. Die Anschläge auf das World Trade Center am 11. September 2001 trugen zusätzlich zu einer kleinen Destabilisierung bei. Die Verwerfungen waren so groß, dass die Zentralbank der Vereinigten Staaten (FED) mit einer Absenkung des Leitzinses bis auf 1 Prozent im Jahr 2003 reagierte. Bis zum Juni 2004 wurde dieses Niveau beibehalten. Das Senken der Zinsen sowie die weltweite Flucht der Anleger aus den spekulativen Märkten haben die Investitionen in klassische Realitäten begünstigt, diesmal im Immobiliensektor. Über diesen Zeitraum hinweg war der reale Zinssatz für kurzfristige Anleihen negativ und die zur Verfügungsstellung von „billigem Geld“ löste eine Eile nach Renditen aus, die zu zahlreichen Exzessen in verschiedenen Finanzmarktsegmenten führten. In der Folge stieg die Anzahl fremdfinanzierter Übernahmen überproportional an und der Preisanstieg am Rohstoffmarkt wurde durch den Zufluss spekulativen Kapitals genährt. Dotcom-Blase und Immobilien- bzw. Finanzkrise sowie die darauffolgenden gesellschaftlichen Krisen vor allem in Europa stehen somit in direkter Verbindung zueinander.¹¹⁶

Als Ursache für die Krise werden heute vor allem Fehler unerfahrener Anleger genannt. Dazu gehören überhöhte Gewinnerwartungen, das Ignorieren von Unternehmensbewertungen und die Missachtung der Jahresabschlüsse. Auch Gier und Herdenverhalten spielte sehr wahrscheinlich eine große Rolle. Die Fehler sind allerdings nicht nur bei den Anlegern zu suchen. In Deutschland ist die Investition in Aktien etwa mit der Werbemaßnahme der Deutschen Telekom erst volksfähig gemacht worden. Auch die Handhabung der Medien war mit Euphorie und Unerfahrenheit verbunden.¹¹⁷ Die Lehren aus dieser Krise deuten darauf hin, dass die zunehmende Finanzialisierung eine große Rolle gespielt hat. Angesichts der Kurs-Gewinn-Verhältnisse ist es sehr wahrscheinlich, dass die auf den Finanzmärkten mehr oder weniger blinden Gewinnaussichten über denen von realwirtschaftlichen Indikatoren (reales Vermögen der Unternehmen) gestellt wurden. An dieser Stelle wird Krippners kritische Ansicht deutlich, dass Gewinne zunehmend über den Finanzsektor als über den Realsektor ersucht werden („[...] which profit making occurs increasingly through financial channels rather than through trade and commodity production“).¹¹⁸ Aus heutiger Sicht fällt es teilweise schwer die Motivation der Anleger nachzuvollziehen. In diesem Zusammenhang muss man sich mit der Frage

¹¹⁶ Vgl. Glebe 2008, S. 105ff.

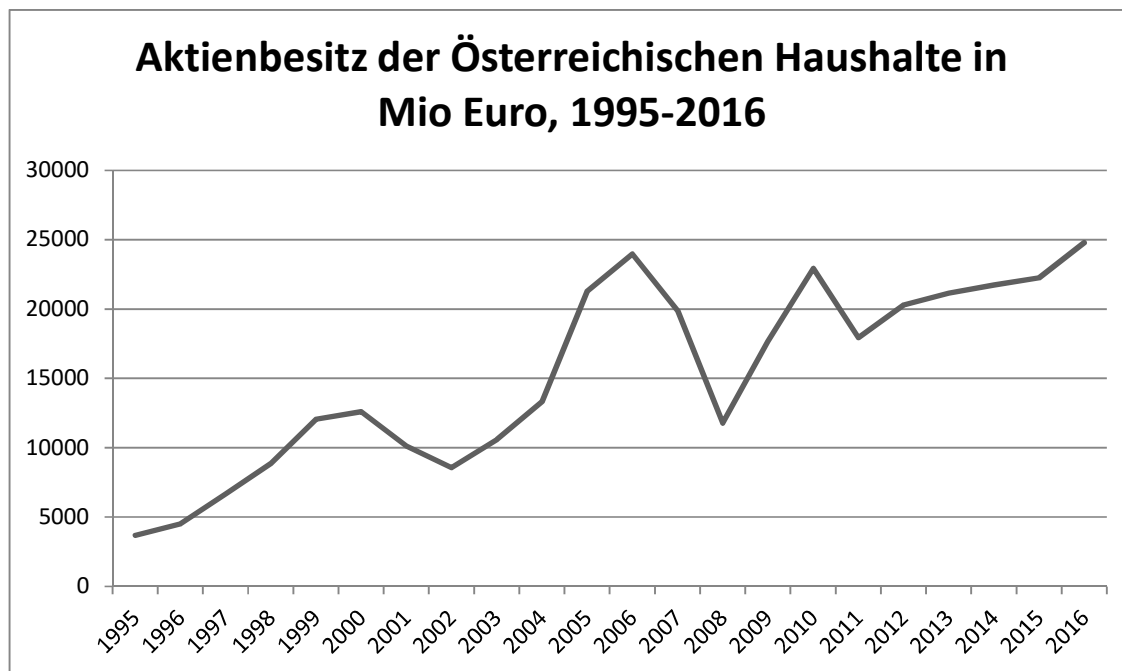
¹¹⁷ Vgl. ebd., S. 105ff.

¹¹⁸ Krippner 2005, S. 181.

auseinandersetzen, wie die Anlagefehler zu bewerten sind. Kann man von einer Schuld der Anleger sprechen? Zielführend ist diese Ansicht zumindest nicht. Aus institutioneller bzw. geldpolitischer Sicht ist diese Fragestellung schon durchaus sinnvoller. Ein makroökonomischer Ansatz wäre es etwa, die Finanzialisierung auszubremsen und wieder stärker auf eine realwirtschaftliche Entwicklung zu setzen.

Angesichts der geschilderten Probleme stellt sich die Frage, wie die Aktienentwicklung in Österreich aussehen wird. Klar ist, dass in Österreich der Aktienbesitz eher gering ausfällt. 2016 machten Aktien ca. 25 Mrd. Euro des Gesamtvermögens aus. Allerdings zeigen die Daten auch, dass die Beteiligung an Aktien über die Jahre angestiegen ist. Abb. 14 zeigt, dass sich im Zeitraum zwischen 1995 und 2016 das Aktienvermögen von Haushalten nahezu um das siebenfache von 3,691 Mrd. Euro auf 24,781 Mrd. erhöht hat. Bedenklich ist diese Entwicklung, weil die Sparguthaben der Haushalte die Aktienkurse inflationieren. Sollte es zu einem Anstieg des Leitzinssatzes in den USA bzw. in der EU kommen, dann ist davon auszugehen, dass sich die Anleger aus den Aktienmärkten wieder zurückziehen, um ihr Sparguthaben auf der Bank anzulegen.

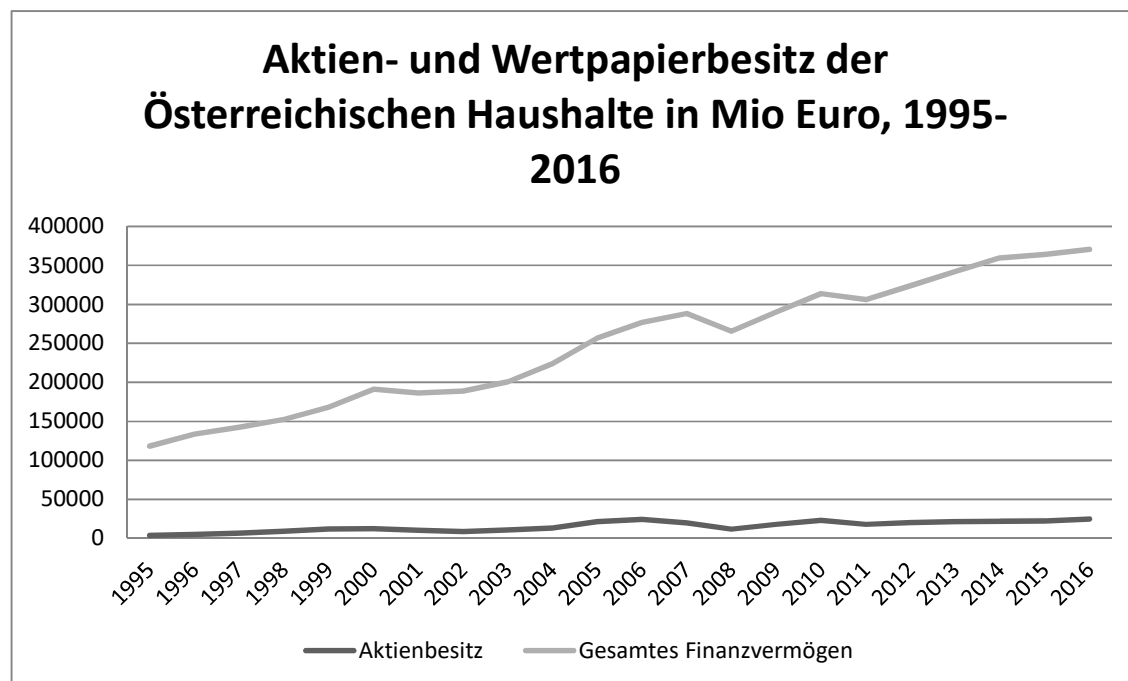
Abb. 14: Aktienbesitz der Österreichischen Haushalte, 1995-2016



Ersteller: Timur Ayyünes, Quelle: OeNB

Das rasche Interesse an den Aktienmärkten gleich nach der Krise sowie der weitere Anstieg deuten auf eine Reaktion auf die Niedrigzinspolitik hin. Insgesamt betrachtet lässt sich kein besonderes Interesse für das Aktiengeschäft erkennen, als vielmehr an Wertpapieren generell, die ungeachtet der niedrigen Zinsen vorherrschen (siehe Abb. 15).¹¹⁹ Die Abbildung verdeutlicht auch, dass Aktien im Vergleich eine zunehmend untergeordnete Rolle in Österreich spielen werden.

Abb. 15: Aktien- und Wertpapierbesitz der Österreichischen Haushalte, 1995-2016



Ersteller: Timur Aygünes, Quelle: OeNB

Hinzuzufügen ist, dass zwischen 1995 und 2015 die jährlich durchschnittliche Inflation bei 1,8% (HVPI) lag.¹²⁰ Damit ist klar, dass der Anstieg nicht durch Inflation zu erklären ist.

Eine andere bedenkliche Entwicklung ist der rasante Anstieg der privaten Altersversicherungen. Angesichts des demographischen Wandels erscheint es sinnvoll alternative Möglichkeiten der Altersvorsorge zu suchen, jedoch birgt diese Form der Versicherung andere Risiken. Eine

¹¹⁹ Dazu zählen kurz- und langfristige Kredite, Handelskredite, kurz- und langfristige verzinsliche Kredite, Börsen- und Nicht-Börsennotierte Aktien, Investmentzertifikate, sonstige Anteilspapiere, Lebensversicherungsansprüche, kapitalgedeckte Pensionsansprüche, Ansprüche auf andere Leistungen als Altersversicherungsleistungen, und übrige Forderungen inkl. Finanzderivate.

¹²⁰ Vgl. Statistik Austria 2018.

Zunahme von privaten Altersversicherungen heißt auch eine Zunahme des Finanzsektors. Die Einzahlungen der Versicherer werden in der Regel zur Veranlagung auf den internationalen Finanzmärkten verwendet. Angesichts der Problematik der derzeit vorübergehenden niedrigen Zinsen, muss davon ausgegangen werden, dass das Interesse an den Aktienmärkten zukünftig wieder sinken wird. Das große Problem bei dieser Versicherungsform ist, dass steigende Aktienkurse sehr stark vom Zustrom neuer Anlagegelder abhängen. Nur wenn auf Dauer genügend neue Anleger auf den Aktienmarkt setzen, kann die Basis für die Rückzahlungsströme der früheren Anleger gesichert werden.¹²¹ Im Falle von internationalen Schocks ist mit Schwankungen der Aktien zu rechnen, im Extremfall mit Konkursen, und damit auch zum Verlust der Altersvorsorge. Wie im Fall der Dotcom-Blase kann es zu positiven Rückkopplungseffekten (Abwärts-Kaskaden) kommen, und neben dem Vermögensverlust der Anleger könnte auch ein Vertrauensverlust in die Finanzmärkte eintreten. Darüber hinaus ist anzunehmen, dass Vermögenseffekte eintreten und verstärkt zu konjunkturellen Schwankungen beitragen. Steigen die Kurse, dann fühlen sich die Anleger reich und Leben über ihren Verhältnissen. Kommt es zum Kursfall, dann fühlen sie sich arm und Leben unter ihren Verhältnissen. Beide Fälle sind problematisch. Wenn man sich reich fühlt, dann gibt man mehr aus als man eigentlich hat. Tendenziell ist bei einer positiven Kursentwicklung von weiterem Anlageinteresse auszugehen. Umgekehrt: Fühlt man sich arm, kommt es tendenziell zu weniger Investitionen, womit die Effizienz der Finanzmärkte zu leiden hätten.

¹²¹ Vgl. Froud, Haslam, Johal, Williams 2001, S. 15ff.

2.3.3 Das Risikopotenzial von Schattenbanken und sonstigen Nichtbankenstrukturen

Die Finanzierung durch Nichtbanken-Finanzintermediären stellt eine Alternative zur herkömmlichen Bankfinanzierung dar und trägt zur Unterstützung der realen Wirtschaftstätigkeit bei. Für viele Firmen und Haushalte ist es auch eine Diversifizierung des Kreditangebots und ein gesunder Wettbewerb für die Banken. Wenn allerdings mit Banken-ähnlichen Finanzierungen, z.B. Fristen- oder Liquiditätstransformationen oder die Verwendung von hohen Hebelwirkungen (Leverage), gearbeitet wird, dann kann dies zu einer Quelle systemischer Risiken sowohl für die Nichtbanken-Finanzintermediäre als auch für die Banken sein, die mit dem Schattenbankensektor vernetzt sind.¹²²

2.3.3.1 Definition von Schattenbanken

Das Schattenbanksystem ist primär als eine neue und bestimmte Form von Intermediation zu verstehen, denn beide führen das Management von Kredit-, Laufzeit- und Liquiditätsrisiken.¹²³ Definition und Größe von Schattenbanken werden laufend diskutiert. Der Finanzstabilitätsrat (Financial Stability Board, FSB) hat umfangreiche Untersuchungen zu diesem Thema durchgeführt und eine mittlerweile weit verbreitete Definition des Schattenbankwesens entwickelt:

„[Shadow Banking is a] credit intermediation that involves entities and activities fully or partially outside the regular banking system“¹²⁴

Es handelt sich daher um eine Kreditvermittlung, die ein Unternehmen oder eine Tätigkeit sein kann und die sich ganz oder teilweise außerhalb des regulären Bankensystems befindet. In einer engeren Definition konzentriert es sich insbesondere auf Einrichtungen, die systemische Risiken, insbesondere durch Fristen- und Liquiditätstransformation, unvollkommenen Kreditrisikotransfer, Leverage oder Bedenken bei regulierten Arbitragegeschäften mit sich führen. Damit gehören zu den Schattenbanken neben den ESVG-Sektoren auch noch Investmentfonds, sonstige Finanzinstitute, Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen

¹²² Vgl. FSB 2017, S. 1.

¹²³ Vgl. Kessler/ Wilhelm 2014, S. 100.

¹²⁴ FSB 2017, S. 1

(Eine genaue Auflistung der Gesellschaften findet sich in Kapitel 3.1 über die verwendeten Daten auf S. 73).¹²⁵

2.3.3.2 Vermögen und Bedeutung von Schattenbanken in der EU

Die Größe des definierten Schattenbankensystems in der Europäischen Union (EU) belief sich im Jahr 2015 auf 37 Billionen Euro. Dies entspricht 36% des gesamten EU-Finanzvermögens und ungefähr 250% des BIP in der EU (für 2015). Das Wachstum der EU-Schattenbankaktiva lag seit Ende 2012 bei 22% (Stand 2015) bzw. 30% (Stand 2016).¹²⁶ Im Euroraum belief sich das Volumen des Schattenbanksystems im Jahr 2015 auf 28 Billionen EURO. Zwischen 2012 und 2015 ist es um 27% angestiegen. Die Jahreswachstumsrate der allgemeinen Maßnahme betrug im Jahr 2016 2,6%. Mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 8,3% im Zeitraum zwischen 2012 und 2015 hat das Wachstum demnach deutlich nachgelassen. Im Gegensatz dazu ging die Bilanzsumme der Kreditinstitute in der EU im Zeitraum 2012-2016 um 6% zurück. Die Verlangsamung des Wachstums im Jahr 2016 ist sowohl auf einen weniger starken Anstieg der Vermögensbewertungen als auch auf eine Verlangsamung der Nettotransaktionen zurückzuführen.¹²⁷ Im Euroraum beliefen sie sich auf 2,5 Billionen €, nachdem sie seit 2012 gefallen waren und 2015 um 2% geschrumpft waren. Unternehmen wie Financial Vehicle Corporations (FVCs), Wertpapier- und Derivatehändler (SDDs) und Hedgefonds haben aufgrund ihrer erheblichen Laufzeit- und Liquiditätstransformation sowie ihrer Hebelwirkung das größte Engagement im Schattenbankgeschäft. Private-Equity-Fonds und börsengehandelte Fonds (Exchange Traded Funds, ETFs) haben dagegen ein geringeres Engagement bei Aktivitäten im Zusammenhang mit Schattenbanken.¹²⁸

2.3.3.3 Entwicklung des Schattenbankensektors und des "Originate-to-Distribute"-Geschäftsmodells

Das Schattenbanksystem beginnt mit dem New Deal bzw. dann, als in den USA mit der Förderung von öffentlichen Unternehmen – den sogenannten Government Sponsored Enterprises (GSEs) - begonnen wurde. Dazu zählen etwa Fannie Mae und Freddie Mac. Die Aufgabe war es, Hypotheken auf dem Sekundärmarkt aufzukaufen und diese als Mortgage

¹²⁵ Vgl. Wagner et al. 2018, S. 46f.

¹²⁶ Vgl. FSB, EU Shadow Banking Monitor 2016, S. 3, und 2017, S. 5.

¹²⁷ Vgl. FSB, EU Shadow Banking Monitor 2017, S. 5.

¹²⁸ Vgl. FSB, EU Shadow Banking Monitor 2016, S. 3.

Backed Security (MBS) zu verbriefen. GSEs haben nicht nur die Bankenfinanzierung verändert, sondern schafften auch die Grundlage für die Verbriefung von Krediten und des Originate-to-Distribute-Modells. Die ersten Verbriefungen waren Hypotheken, die zum Ausgangspunkt einer ansteigenden Vernetzung wurden. 1970 wurden die GSEs privatisiert und durch die Regulierung von Zinssätzen kam es zur Etablierung der Geldmarktfonds, womit es möglich wurde die US-Zinsregulierung zu umgehen. In der Folge haben sich die Liquiditätsströme weg von den regulierten Finanzunternehmen hin zu den Geldmarktfonds verschoben. Das Geschäft mit den Verbriefungen (Originate-to-Distribute-Modell) wuchs beständig an. Dadurch konnten sich vor allem Anfang der 1980er Jahre Handelsgeschäfte mit Verbriefungen etablieren und wurden durch neue Regulierungen solcher Finanzpraktiken mit der Aufhebung des Glass-Steagall-Acts (Aufhebung der strikten Trennung des Kreditgeschäfts mit Privatkunden vom Investmentbanking) in der Clinton-Administration weiter durchgesetzt. Im Zuge von George W. Bushs Niedrigzinspolitik wurden Finanzinnovationen auf einem breiteren Markt induziert und die globale Verbreitung von Derivaten und speziellen Versicherungen (z.B. Credit Default Swaps, CDS) sind sprunghaft in die Höhe gegangen. Eine Reihe von Innovationen und regulatorischen Veränderungen haben den Wettbewerbsvorteil von Banken und Bankeinlagen erodiert.¹²⁹

In enger Verbindung mit der Herausbildung des Schattenbankensystems hat sich eine neue Strategie der Banken entwickelt, die ich nun eingehend tiefer analysieren möchte. Aus dieser Analyse wird hervorgehen, wie sehr das Bankensystem selbst dazu beigetragen hat, einen unregulierten Markt zu kreieren. Ursprünglich verwendeten die Banken Einlagen, um Kredite zu finanzieren, die sie dann bis zur Fälligkeit in ihren Bilanzen hielten.¹³⁰ Die Kreditvergabe beruhte auf einer kritischen Beurteilung, die sich unter anderem nach Sicherheit, Liquidität oder Absicht des Käufers richtete.¹³¹ Dieses Geschäftsmodell, auch bekannt als "Originate-to-Hold" –Modell, erscheint aus der Sicht einer Bank sinnvoll, weil sie einen Ausfall in Form von Abschreibungen zu entrichten hätte. Das klassische Bankenmodell ist linear strukturiert, wie es Abb. 16 darstellt. Dabei gehen von den Depotinhabern Sparguthaben zur Bank und die Bank vergibt aufgrund der Spareinlagen Kredite. Während die Bank als Vermittler auftritt, begutachtet und kontrolliert sie die Kreditwürdigkeit der Kreditnehmer.

¹²⁹ Vgl. Kessler/ Wilhelm 2014, S. 98ff.

¹³⁰ Vgl. Bord/ Santos 2012, S. 21.

¹³¹ Vgl. Rajesh/ Sivagnanasithi 2000, S. 190f.

Abb. 16: Traditionelles Bankenmodell



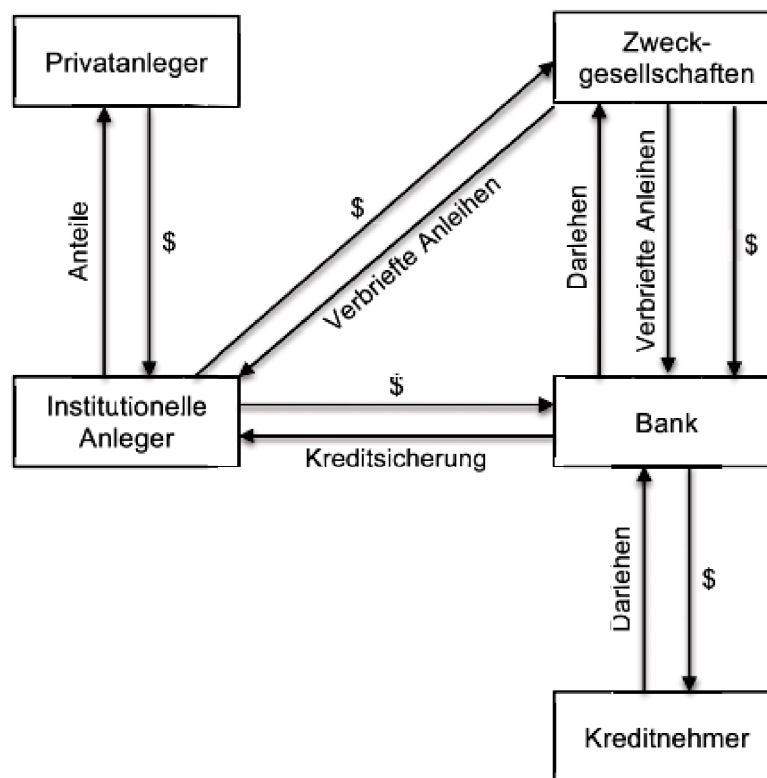
Ersteller: Timur Aygünes, Quelle: Kessler/ Wilhelm 2014, S. 103.

Mit der Einführung von besicherten Schuldverschreibungen („collateralized debt obligations“ (CDOs)) und Hypothekenschuldverschreibungen („mortgage-backed securities“ (MBS)) änderte sich dies jedoch. Anstatt Kredite zu halten, wurden sie in Form von CDOs und MBS verbrieft und weiter verkauft. Dieses Geschäftsmodell ist unter dem Namen "Originate-to-Distribute" bekannt.¹³² Über die Jahre hinaus hat sich das moderne Bankensystem zunehmend verändert. Mehrheitlich ist noch von dem traditionellen Bankensystem wie in Abb. 16 auszugehen, allerdings geht der Trend stetig dahin, wie es Abb. 17 veranschaulicht. Neben Banken, Depotinhabern und Kreditnehmern gibt es institutionelle Anleger und Zweckgesellschaften, die eine weitere Rolle bei der Finanzintermediation spielen. Risiken sollen dadurch weiter aufgeteilt, neu bepreist und effizienter gestreut werden.¹³³ Finanzinnovationen galten als stabilisierender Faktor für das Finanzsystem. Aufgrund der in Kapitel 2.3.3.4 besprochenen Risiken lässt sich dies jedoch nicht mehr zweifelsfrei sagen. Die Finanzkrise 2007 hat jedenfalls aufgedeckt, dass der Mangel an Informationen und Transparenz Herausforderungen für die Überwachung des Systemrisikos führte.

¹³² Vgl. Palley 2014, S. 113.

¹³³ Vgl. Kessler/ Wilhelm 2014, S. 103.

Abb. 17: Modernes Bankenmodell

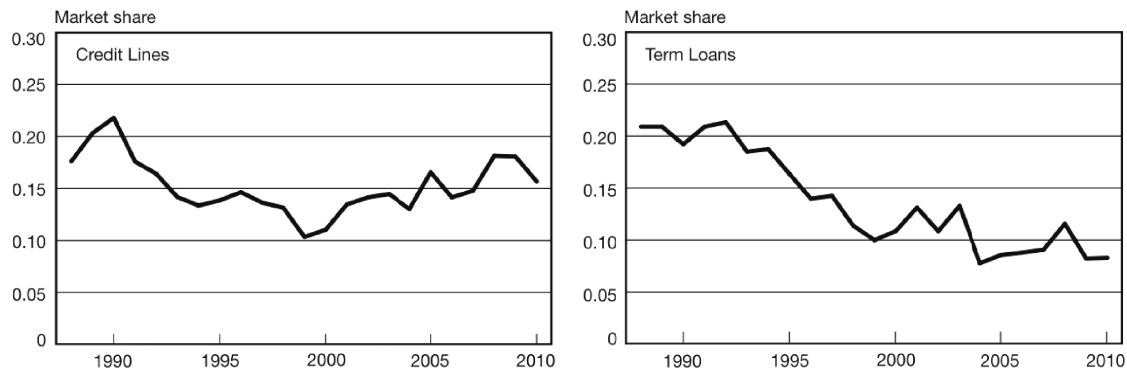


Quelle: Kessler/ Wilhelm 2014, S. 102.

Anfangs wurde dieses Modell nur für Hypotheken, Kreditkarten, Auto- und Studentendarlehen angewendet. Mit der Zeit wurde dieses Modell auch auf Unternehmenskredite angewendet und spricht gerade in jüngster Zeit beim Abbau von non performing Loans (NPL, umgangssprachlich auch „Nicht-Faule Kredite“) eine wichtige Rolle. Die zunehmende Nutzung des Originate-to-distribute-Modells war entscheidend für das Wachstum des Marktes für Konsortialkredite, des Marktes für Sekundärkredite und der besicherten Kreditverpflichtungen in den Vereinigten Staaten. Der Markt für Konsortialkredite stieg von 339 Milliarden Dollar im Jahr 1988 auf 2,2 Billionen Dollar im Jahr 2007 (Höhepunkt dieses Marktes). Der Sekundärmarkt wiederum entwickelte sich von einem Markt, an dem Banken gelegentlich teilnahmen (meist durch den Verkauf von Krediten an andere Banken durch individuell ausgehandelte Geschäfte) zu einem aktiven, Händler-getriebenen Markt, auf dem Kredite verkauft und gehandelt werden wie andere Finanztitel auch. Das Volumen des Kredithandels stieg von 8 Mrd. USD im Jahr 1991 auf 176 Mrd. USD im Jahr 2005, das entspricht einem Anstieg von dem 22-fachen. Auch die Verbriefung von Unternehmenskrediten erlebte in den Jahren vor der Finanzkrise ein

beachtliches Wachstum. Vor 2003 lag das jährliche Volumen neuer CLOs (Collateralized Loan Obligation) in den USA selten über 20 Milliarden US-Dollar. Danach wuchs die Verbriefung von Krediten rasant und erreichte einen Wert von 180 Milliarden Dollar im Jahr 2007.¹³⁴ Mit dem Wachstum des Originate-to-Distribute- Bankenmodell ist ein Rückgang von Langzeitkrediten dokumentiert. Diesen Umstand zeigt Abb. 18.

Abb. 18: Marktanteil von Krediten führender Banken, nach Kredittyp, zwischen 1988-2010, USA



Quelle: Shared National Credit database, erstellt von der Federal Deposit Insurance Corporation, Board of Governors of the Federal Reserve System und dem Office of the Comptroller of the Currency.

Wie die Abbildung zeigt, sind Banken im Markt für Dispositionskredite weiterhin präsent und halten an dem traditionellen Originate-to-hold-Model fest. 1988 behielten die Banken insgesamt 17,6 Prozent des Kreditrahmens und 21 Prozent der Langzeitkredite. Diese Anteile gingen bis 1999 auf 10,3 Prozent bzw. 10,0 Prozent zurück. Während im ersten Jahrzehnt der 2000er Jahre die führenden Banken den Trend zur Verringerung ihres Marktanteils bei den langfristigen Krediten fortsetzten, hat sich der Trend für den Kreditrahmen umgekehrt. Bis zum Jahr 2006, dem letzten Jahr, bevor die Daten die Auswirkungen der jüngsten Finanzkrise aufgriffen, erhöhten die Banken ihren Marktanteil bei den von ihnen ursprünglich vergebenen Kreditrahmen auf 14,1 Prozent und verringerten ihren Marktanteil der Langzeitkredite auf 8,8 Prozent.¹³⁵

Eine Folge dieses Geschäftsmodells ist das Anwachsen des Schattenbankensektors. Dieser Prozess führte zum Wachstum der Finanzintermediation außerhalb des Bankensystems und

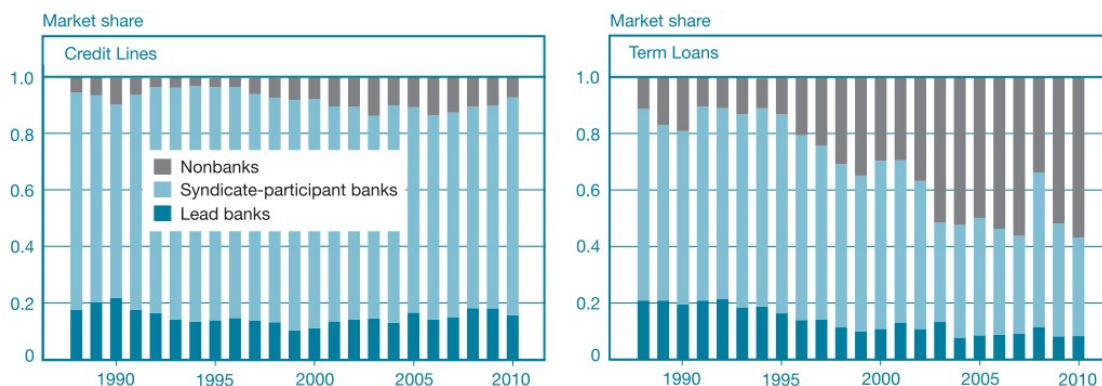
¹³⁴Vgl. Bord/ Santos 2012, S. 21f.

¹³⁵Vgl. Bord/ Santos 2012, S. 25f.

einer größeren Rolle der wenig oder nicht regulierten Schattenbanken. Zum Beispiel haben Banken im Jahr 1993 von ihren langfristigen Krediten im Wert von 22,7 Milliarden Dollar 2,2 Milliarden Dollar an das Schattenbankensystem verkauft. Im Vergleich dazu wurden im Jahr 2007 von den 315 Milliarden Dollar langfristiger Kredite 125 Milliarden Dollar an das Schattenbankensystem verkauft. In knapp zwei Jahrzehnten erhöhte sich der Anteil von 9,7% auf 39,7%. Das jährliche Volumen der langfristigen Kredite hat sich um 123 Milliarden Dollar erhöht, die die Banken an das Schattenbankensystem verkauft haben.¹³⁶ Damit hat der Bankensektor selbst dazu beigetragen, dass ein unregulierter Markt außerhalb des Bankensektors angestiegen ist.¹³⁷

Welche Rolle Banken an der Beteiligung an dem Anwachsen des Schattenbankensektors beigetragen haben, haben Bord und Santos in einer 2012 erschienenen Arbeit für den Zeitraum 1988-2012 in den USA eingehend näher untersucht. Für ihre Arbeit haben sie die Käufer der Bankkredite zum Gegenstand ihrer Analyse gemacht und untersucht, wie sich die Rolle der verschiedenen Kreditnehmer in den letzten zwei Jahrzehnten verändert hat. Für jeden Kredit wurde der Anteil berechnet, den führende US-Banken an andere Banken bzw. außerhalb des Bankensektors verkauft haben, wobei im letzteren Fall nach Investor unterschieden wurde.¹³⁸

Abb. 19: Gehaltene Kredite nach Kreditvergabe aufgeschlüsselt nach führenden Banken und führenden Nicht-Banken, 1988-2010, USA



Quelle: Shared National Credit database, erstellt von der Federal Deposit Insurance Corporation, Board of Governors of the Federal Reserve System und dem Office of the Comptroller of the Currency.

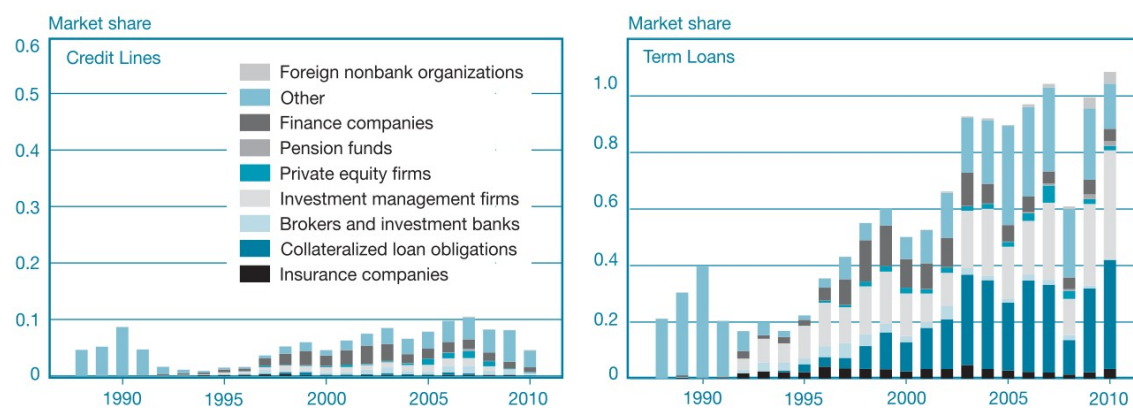
¹³⁶Vgl. Bord/ Santos 2012, S. 32.

¹³⁷Vgl. Bord/ Santos 2012, S. 24f.

¹³⁸Vgl. ebd., S. 24f.

Abb. 19 zeigt den über die Zeit gestiegenen Anteil von Nichtbanken-Investoren (Schattenbanken) gegenüber Banken, die ihre Präsenz in diesen Märkten ausgeweitet haben. Das linke Diagramm von Abb. 19 zeigt alle jährlich ausgegebenen Dispositionskredite, aufgeschlüsselt nach dem Anteil, den die führenden Banken einbehalten haben, dem Anteil der Banken, die als Konsortialpartner beteiligt sind, und dem Anteil der übrigen (Nichtbanken-) Investoren. Das rechte Diagramm enthält die gleichen Informationen für langfristige Darlehen. Wie das linke Diagramm zeigt, ist der Marktanteil der von führenden Banken gehaltenen Dispositionskredite in den 1990er Jahren geringfügig zurückgegangen und in den 2000er Jahren wieder leicht angestiegen. Auch der Anteil der übrigen Investoren hat sich kaum verändert. Insgesamt kann man sagen, dass sich die Verhältnisse innerhalb des untersuchten Zeitraumes kaum verändert haben. Der Markt für langfristige Darlehen hat sich hingegen anders entwickelt, wie das rechte Diagramm von Abb. 19 zeigt. Der Marktanteil der Nichtbanken-Investoren sank ist seit etwa Mitte der 90er angestiegen. Gleichzeitig stiegen seither der Marktanteil der Konsortialbanken und der Anteil führender Nichtbanken-Investoren. Auf Grundlage der Ergebnisse dieser Daten kann man zusammenfassend sagen, dass die Bereitstellung von Dispositionskrediten nach wie vor im Wesentlichen ein Bankgeschäft ist. Zumindest für den untersuchten Zeitraum, galt dies zunehmend weniger für Langzeitkredite. Wie aus dem rechten Diagramm ersichtlich ist, ging der Rückgang des Anteils der Konsortialbanken einher mit einem noch stärkeren Rückgang des Anteils der von anderen Banken erworbenen langfristigen Kredite.¹³⁹

Abb. 20: Marktanteil von Investoren außerhalb des Bankensektors, nach Kredittyp, 1988-2010, USA



¹³⁹ Vgl. Bord/ Santos 2012, S.

Quelle: Shared National Credit database, erstellt von der Federal Deposit Insurance Corporation, Board of Governors of the Federal Reserve System und dem Office of the Comptroller of the Currency.

Angesichts der Ergebnisse aus Abb. 18 und Abb. 19 stellt sich die Frage wer die Investoren bzw. Käufer von Langzeitkrediten sind. Dazu haben Bord und Santos (2012) die Investoren untersucht. Abb. 20 veranschaulicht die Marktanteile zum Zeitpunkt der Kreditvergabe für Dispositionskredite (linkes Diagramm) und für langfristige bzw. festverzinsten Darlehen (rechtes Diagramm) der wichtigsten Nichtbanken-Investoren zwischen 1988 und 2010 in diesen Märkten in den USA dar. Dies sind Versicherungsunternehmen, Investment-Management-Unternehmen, Finanzunternehmen, Manager von besicherten Krediten, Private-Equity-Gesellschaften, Broker und Investmentbanken, Pensionsfonds und ausländische Nichtbanken-Organisationen. Damit ist dokumentiert, dass der Schattenbankensektor über die letzten Jahre angestiegen ist.

Die linke Abbildung zeigt, dass der Marktanteil von Investoren außerhalb des Bankensektors im Markt für Dispositionskredite sehr gering ist und in jedem untersuchten Jahr weniger als 10 Prozent beträgt. Bord und Santos vermuten, dass dieser Markt für Unternehmen bei der Bereitstellung von Liquidität von großer Bedeutung ist. Die Investoren mit den höchsten Marktanteilen sind Finanzunternehmen, Pensionskassen, Investmentmanager und "Sonstige". Finanzgesellschaften tauchen erstmals 1992 mit einem Marktanteil von 0,2 Prozent auf. Im Jahr 2002 haben sie ihren Spitzenwert mit 3,2 Prozent aller CLOs erreicht.¹⁴⁰ Im Vergleich zeigen die Langzeitkredite (rechtes Diagramm), dass Finanzunternehmen, CLOs, Broker und Investmentmanager ihren Anteil am Markt deutlich erhöht haben. Insbesondere Investmentmanager und CLOs spielen in diesem Markt eine viel größere Rolle als im Markt für (kurzfristige) Dispositionskredite. Unter den Daten erscheinen Investmentmanager erstmals im Jahr 1992 mit einem Marktanteil von 2 Prozent, CLOs erstmals im Jahr 1994 mit 0,3 Prozent. Bis 2007 hatten diese Investoren 13,6 Prozent bzw. 15,5 Prozent der in diesem Jahr ausgegebenen Laufzeitkredite erworben. Finanzunternehmen tauchen erstmals 1989 mit einem Anteil von 0,03 Prozent auf. 1998 war der Höhepunkt mit 7,3 Prozent. Private Equity-Firmen hatten im Jahr 2010 einen relativ kleinen Anteil mit 0,8 Prozent. Aber auch dieser Investor hat seine Präsenz in diesem Markt stetig ausgebaut, und zwar von 0,4 Prozent im Jahr 1996 auf 3 Prozent im Jahr 2007. Versicherungsunternehmen spielten in dem untersuchten Zeitraum kaum eine Rolle. Der

¹⁴⁰ Vgl. Bord/ Santos 2012, S. 30.

Anteil der von den Versicherungsunternehmen gehaltenen Darlehen entwickelte sich von 0,2 Prozent im Jahr 1988 auf 1,0 Prozent im Jahr 2007.¹⁴¹

Die Arbeit von Bord und Santos belegt eine zunehmende Finanzialisierung (vgl. Abb. 18) und den zunehmenden Bedeutungszuwachs des Schattenbankensektors in den USA (Abb. 20). Damit ist eine Verlagerung der Kredite außerhalb des regulierten Bankensektors nachgewiesen, die unmittelbar mit dem Originate-to-Distribute-System zusammenhängt. Die Analyse konnte die Rolle der Banken beim Wachstum der Finanzintermediation außerhalb des Bankensystems im Allgemeinen und ihre Rolle beim Wachstum des Schattenbankwesens im Besonderen bestimmen. Die große Finanzkrise von 2007 und die nachfolgende weltweite Wirtschaftskrise hängen somit direkt mit dem Prozess der Finanzialisierung zusammen. Verantwortlich dafür ist ein neues Bankenmodell, das mit einem falschen Anreizsystem für Banker und Broker verbunden ist. Kreditnehmer sind tendenziell übermäßig optimistisch und vor allem im Immobiliensektor eher dazu bereit große Kreditsummen aufzunehmen, weil sie Konkurs anmelden können, d.h. Vermögen gepfändet und Schulden gestrichen werden können.¹⁴² Damit liegt die Verantwortung für eine solide Kreditvergabe bei den Kreditgebern.

2.3.3.4 Schattenbanken bedingte systemische Risiken

Schattenbanken sind nicht nur als eine erweiterte Ansammlung von neuen Finanzintermediären zu verstehen. Sie sind sehr eng mit dem traditionellen Bankensektor vernetzt und ihre Tätigkeit wurde zu einem nicht unerheblichen Anteil vom Bankensektor selbst avanciert. Wie sich 2007 zeigte, können sich Probleme im Schattenbankensystem auf das regulierte Bankensystem ausweiten. Innerhalb der Finanzdienstleister wird insbesondere in Europa den Banken nach wie vor eine besondere Rolle für den gesamten Finanzsektor zugeschrieben. Die Wichtigkeit ihres Bestehens in ihrer Funktion und ihrer Aufsicht ist unabdingbar für eine funktionierende Finanzmarktstabilität. Ein Zusammenbruch einer Bank kann sich negativ auf andere Institutionen oder auf die Finanzmärkte auswirken (Ansteckungseffekte). Aufgrund der hohen Vernetzungen zwischen dem Bankensektor und den Nichtbanken-Finanzintermediären gilt dies auch für das Schattenbankensystem. Das größte Problem stellt in letzter Hinsicht ein allgemeiner

¹⁴¹ Vgl. Bord/Santos 2012, S. 30f.

¹⁴² Vgl. Palley 2014, S. 113.

Vertrauensverlust dar.¹⁴³ Kommt es zum Erliegen des Vertrauens in die Märkte, dann können die Finanzmärkte nicht mehr ihrer Funktion (Allokation finanzieller Ressourcen) nachgehen. Einer der wichtigen Erkenntnisse der letzten Finanzkrise hat gezeigt, dass die Bedeutung des Interbankensektors unterschätzt wurde. Das Erliegen dieses Sektors hat zu einem Stillstand finanzieller Mittel geführt und weil sich die Banken untereinander misstraut haben, wurde die Krise erst dahingehend verschärft. Die nachhaltige Schwächung des Vertrauens hatte tief greifende Auswirkung auf die Realwirtschaft (z.B. Arbeitslosigkeit, geringeres Wachstum).¹⁴⁴

Das System der Schattenbanken unterscheidet sich vom herkömmlichen Bankengeschäft dadurch, dass die Finanzintermediation auf eine Kette von Finanzdienstleistern aufgeteilt wird. Diese sind mangels Transparenz und Informationen undurchsichtig miteinander vernetzt und die Aufführung der Kreditforderungen in der Bilanz wurde unmöglich. Die Etablierung von Zweckgesellschaften (SPVs) ermöglichte einen Handelsmechanismus, der es Banken gestattete, Finanzprodukte nicht mehr in ihrer Bilanz aufführen zu müssen. Risiken mussten dadurch nicht mit Kapital abgesichert werden, wie es Basel II seit 2007 vorsieht.¹⁴⁵ Ein weiterer Unterschied ist, dass das traditionelle Bankensystem mit öffentlichen Mitteln stabilisiert ist, z.B. durch die Einlagensicherung in den USA, während das Schattenbanksystem auf eine marktbasierende Versicherung zurückgreift, das durch die Vernetzung privater Akteure und ihren Finanzprodukten existiert.¹⁴⁶

Im Zusammenhang mit dem Originate-to-distribute-Geschäftsmodell verlagerte sich das Kreditrisiko aus dem Bankensystem hinaus und führte zu einer Abschwächung der Kreditvergabestandards. Der Finanzsektor als solcher hat seine Kontrollfunktion mit der Zeit vernachlässigt. Risiken wurden nicht mehr von einer Bank überwacht, sondern stets die Risikowahrnehmung „von sich geschoben“ und damit eine ständig neu währende Ausrichtung wie sich Chancen und Risiken („moral hazard“) zueinander verhalten.¹⁴⁷ Das Problem ist also das Einkommens- bzw. Anreizmodell von Bankern und Brokern. Banker und Broker erhalten einen Teil ihrer Einkünfte über Provisionen und Boni. Profite werden dann abgebucht, wenn der Kredit verkauft ist. Damit sind potenzielle Anreize gegeben, so viele Kredite wie möglich zu verkaufen,

¹⁴³ Vgl. Hott 2002, S. 6.

¹⁴⁴ Vgl. Österreichische Nationalbank (OeNB), <https://www.oenb.at/Finanzmarktstabilitaet.html>, 2018.

¹⁴⁵ Kessler/ Wilhelm 2014, S. 100.

¹⁴⁶ Vgl. Kessler/ Wilhelm 2014, S. 100f.

¹⁴⁷ Vgl. Gischer/ Herz/ Menkhoff 2012, S. 7., vgl. Kessler/Wilhelm 2014, S. 103.

um Provisionen und Boni zu maximieren. Faule Kredite werden erst dann als solche erkannt, wenn es schon zu spät ist.¹⁴⁸ Wie die letzte Finanzkrise gezeigt hat, sind diese beiden Fälle eingetreten: Es gab eine enorme Kreditausweitung Ende der 1980er und einen Umlauf von faulen Krediten, die letztlich zum Zerplatzen der Immobilienblase im Jahr 2007 führte.¹⁴⁹ Aus der Sicht der Bank fehlt der komparative Vorteil bei der Überwachung von Kreditnehmern. Um diese Aufgabe ordnungsgemäß erfüllen zu können, müssen Banken die Kredite halten. Wenn Banken stattdessen erwarten, nur einen kleinen Teil des Kredits in den Bilanzen zu halten, ist anzunehmen, dass die Anreize der Banken, Kreditantragsteller richtig zu überprüfen und die Bedingungen des Kreditvertrags zu entwerfen, abnehmen. Es fielen auch Anreize weg, Kreditnehmer *während* der Laufzeit des Kredites zu überwachen. Das Wachstum des CLO-Geschäfts hat diese Risiken wahrscheinlich noch verschärft, weil CLO-Investoren in neue Wertpapiere investieren, die von der Performance des Referenzportfolios abhängen. Diese bestehen aus vielen Krediten, oft von verschiedenen Banken.¹⁵⁰ Wie die Banken teilweise selbst zugegeben haben, ist über die Jahre ein falsches Anreizsystem entstanden.¹⁵¹

Mit den durch Schattenbanken bedingten systemischen Risiken hat sich insbesondere der Finanzstabilitätsrat (FSB) ausführlicher beschäftigt und gibt eine genauere Einschätzung ab. Die wichtigsten Ergebnisse werden nachfolgend kurz erläutert.

Übersicht der systemischen Risiken

- Liquiditätsrisiko und Risiken im Zusammenhang mit der Hebelwirkung bei einigen Arten von Investmentfonds (z. B. solche, die in weniger liquide Märkte investieren, während sie täglich rückzahlbare Anteile anbieten oder die stark fremdfinanziert sind).
- Ansteckungsrisiko in den Sektoren und innerhalb des Schattenbankensystems, inklusive der inländischen und grenzüberschreitenden Verbindungen.
- Prozyklizität, Hebelwirkung und Liquiditätsrisiko, die durch den Einsatz von Derivaten und Wertpapierfinanzierungsgeschäften entstehen.

¹⁴⁸ Vgl. Palley 2014, S. 113.

¹⁴⁹ Vgl. Bord/ Santos 2012, S. 21.

¹⁵⁰ Vgl. ebd., S. 23f.

¹⁵¹ Vgl. Wetzel 2017, S. 339.

- Schwachstellen in einigen Bereichen des Sektors der sonstigen nichtmonetären Finanzinstitute (z.B. Verbriefungsgesellschaften, Finanzleasingunternehmen, Venture Capital Unternehmen,...) in denen erhebliche Datenlücken eine endgültige Risikobewertung verhindern.¹⁵²

Die Liquiditäts- und Fristentransformationen bei Investmentfonds können, wenn sie nicht ordnungsgemäß gemanagt sind, „First-Mover“- Vorteile schaffen, die in Stresssituationen zu einer Belastung der Fondsliquidität und des Verkaufsdrucks führen. Der Ansturm auf einige Immobilienfonds im Anschluss an das britische Referendum über die EU-Mitgliedschaft im Juni 2016 hat gezeigt, dass offene Investmentfondsstrukturen mit täglich kündbaren Forderungen ein Liquiditätsrisiko tragen können, wenn die Struktur eine wesentliche Liquiditätstransformation aufweist. Der rasch wachsende Sektor der Investmentfonds in der EU erfordert daher eine genaue Überwachung der Aktivitäten des Sektors.

Die Vielfalt der Geschäftsmodelle im Bereich der Investmentfonds erfordert eine Bewertung der zugrunde liegenden Risiken für die Finanzmarktstabilität. So ist es beispielsweise wichtig, bei der Analyse des Liquiditätsrisikos im Bereich der Anlagefonds Unterschiede im Liquiditätsmanagement und anderen Risikominderungsfaktoren zu berücksichtigen. Investmentfonds stehen in der Regel eine Reihe von Liquiditätsmanagement-Tools zur Verfügung, mit denen sie laufende, aber auch außergewöhnliche Situationen des Liquiditätsmanagements bewältigen können. Die EU-Verordnung für Investmentfonds bietet ein gewisses Maß an Harmonisierung, die über den nationalen Rechtsordnungen liegt. Man möchte sicherstellen, dass die Risiken ordnungsgemäß verwaltet und eingedämmt werden.

Die Hebelwirkung (Leverage) von Investmentfonds kann zu systemischen Risiken führen, insbesondere im Falle eines plötzlichen Schuldenabbaus, der zu Spillover-Effekten (Ansteckungseffekte) auf das gesamte Finanzsystem führen könnte. Zwar unterstehen Investmentfonds innerhalb der EU den OGAW-Richtlinien („Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren“) und weisen daher aufgrund aufsichtsrechtlicher Beschränkungen nur eine begrenzte finanzielle Hebelwirkung auf, allerdings können auch außerbilanzielle Engagements über Derivate eingehen und dadurch eine Hebelwirkung (ein sogenannter

¹⁵² Vgl. FSB, EU Shadow Banking Monitor 2017, Table 1, S. 6.

„synthetic Leverage“) schaffen.¹⁵³ Bei Investmentfonds, die nicht in der OGAW-Richtlinie geregelt sind, ist eine höhere Hebelwirkung zu erwarten. Ein Beispiel ist der Markt für alternative Investmentfonds (AIF) in den Niederlanden (Alternative Investmentfonds sind keine Fonds im Sinne der OGAW-Richtlinien, dies sind z.B. Immobilienfonds, Hedgefonds und Private Equity Fonds). Der Markt weist eine große Streuung unter Fahrzeugen auf, die auf Hebeleffekte zurückzuführen sind, einschließlich der synthetischen Hebel. In einigen AIF wird eine hohe Hebelwirkung mit hohen Rückzahlungsfrequenzen oder niedrigen liquiden Anlagen kombiniert, was die Vorteile von Erstanbietern und das Risiko eines plötzlichen Schuldenabbaus verstärken kann. Berechnungen über die finanzielle Hebelwirkung deuten darauf hin, dass der Hebel für Renten- und Aktienfonds begrenzt bleibt, aber für Hedgefonds und Immobilienfonds höher ist.

Die Vernetzung von Kreditinstituten und Schattenbanken durch direkte oder indirekte Engagements und Eigentumsverhältnisse kann die Finanzstabilitätsrisiken verstärken. Schattenbanken können Teil komplexer Finanzintermediationsketten sein, die nationale Grenzen überschreiten und sich über verschiedene Sektoren des Finanzsystems erstrecken können. Wie die globale Finanzkrise 2007 gezeigt hat, kann der Mangel an Informationen und Transparenz in Bezug auf diese Verknüpfungen Herausforderungen für die Überwachung des Systemrisikos darstellen, insbesondere wenn Unternehmen ihren Sitz in verschiedenen Ländern haben. Für diese Ansicht spricht, dass 60% der Forderungen von EU-Kreditinstituten gegenüber Schattenbanken an Unternehmen mit Sitz in Nicht-EU-Ländern stammen. Etwa 27% sind an die in den USA sitzenden Schattenbankeneinrichtungen gerichtet. Nach dem Wert der Risikopositionen wurden fast 90% der im Schattenbankwesen-Tätigen entweder als nicht beaufsichtigt oder nicht weiter identifiziert gemeldet, wodurch der Mangel an der Beurteilungsgrundlage über die Vernetzung von Schattenbanken aufgrund der Datenbeschränkungen deutlich wird.

2.3.3.5 Hedgefonds und Finanzmarkstabilität

Hedgefonds zählen zu den Schattenbanken und gerieten immer wieder in die Kritik. Dies war der Fall beim Kollaps des britischen Pfund Sterlings 1992/1993, bei der Asienkrise 1997/1998, bei

¹⁵³ OGAW-Richtlinien sind eine durch die Europäische Kommission festgehaltene Ordnung über spezifische Anforderungen an Fonds und deren Verwaltungsgesellschaften (vgl. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX:32007L0016>, 18.05.2018)

der Rohstoffkrise im letzten Jahrzehnt, sowie bei der letzten großen Finanzkrise 2007. Zur Asienkrise 1997/1998 nannten viele asiatische Politiker explizit Hedgefonds als großes Problem und warfen dem Investmentkonzept den Ruin vieler Jahre Wirtschaftsaufbau vor. Die Hauptvorwürfe waren insbesondere Währungen durch gezielte Leerverkäufe und das Streuen von Gerüchten zum Absturz gebracht zu haben. Im Westen wurde diese Position kritisch betrachtet, obwohl später zur Ölkrise, vor allem in Deutschland, teilweise dieselbe Position übernommen wurde. Hinsichtlich der Rohstoffkrise warfen Kritiker Hedgefonds vor, die Preise für Rohstoffe in die Höhe getrieben zu haben.¹⁵⁴ Hedgefonds beinhalten die Problematik, dass sie einerseits Geschäfte durchführen, die denen von traditionellen Investmentfonds ähnlich sind. Sie sammeln Gelder von Investoren ein, um diese auf den internationalen Finanzmärkten gewinnbringend zu investieren. Ein weiteres Problem ist, dass sie schnell und häufig ihre aufgebauten Geschäftspositionen ändern. In diesem Sinn ähneln Hedgefonds Kreditinstituten mit der gleichen Kapitalstruktur und ebenso hohem Fremdkapitaleinsatz. Zudem nutzen viele Privatpersonen eine Hebelwirkung durch den Kauf von Vermögenstiteln pro Kredit aus. Dadurch wird die Abgrenzung zu anderen Investmentfonds schwierig.¹⁵⁵ Auf der anderen Seite ist es für sie charakteristisch, mit einem hohen Anteil an Fremdkapital zu arbeiten. In der Regel wird diese Hebelwirkung zusätzlich durch hohe Investitionen in Finanzprodukte mit hohem Leverage (z.B. Finanzderivate) weiter verstärkt. Durch eine Kreditaufnahme können Hedgefonds ihre Erträge und Verluste vervielfachen. Selbst bei kleinen Preisänderungen können durch Arbitragegeschäfte hohe Rendite erzielt werden. Insbesondere in den 90er Jahren agierten renommierte Global-Macro-Hedgefonds mit einem hohen Fremdkapitaleinsatz, wobei Kredite gewährt worden sind, die in den meisten Fällen nicht durch hinterlegte Sicherheiten gedeckt waren. 2009 waren es über 75% aller weltweit tätigen Hedgefonds, die die Kreditfinanzierung nutzten.¹⁵⁶ Ein hoher Fremdkapitalanteil kann im Falle einer massiven Fehlinvestition zu einem Abwärtssog werden. Kommt es zum Ausfall eines Hedgefonds, kann der Gläubiger des Hedgefonds stark davon betroffen sein. Weiters kann eine plötzliche Liquidation konzentrierter Marktpositionen einen direkten Einfluss auf die Preisbildung haben. Aufgrund des hohen Fremdkapitalhebels (Leverage) können nicht antizipierte Preisentwicklungen die Fonds zu einer schnellen Positionsauflösung zwingen, weil Handelspartner Verluste nur bis zu einer

¹⁵⁴ Vgl. Berg 2009, S. 1.

¹⁵⁵ Vgl. Lähm 2004, S. 20.

¹⁵⁶ Vgl. Berg 2009, S. 39.

Verlustgrenze (maintenance margin) akzeptieren. Wenn mehrere Hedgefonds konzentrierte Positionen in einem Marktsegment eingenommen haben und zur Positionsliquidation gezwungen werden, kann es zu einer eigenständigen Marktdynamik kommen, die losgelöst von der fundamentalen Entwicklung ist. Zudem können Hedgefonds das Anlageverhalten anderer Marktteilnehmer aufgrund ihrer Reputation oder ihrer aggressiven Handelsstrategie beeinflussen. Die anderen Marktteilnehmer könnten sich veranlasst sehen die Marktpositionen der Hedgefonds zu imitieren (Herdenverhalten), wodurch ein indirekter Einfluss auf die Preisbildung zu erwarten ist.¹⁵⁷

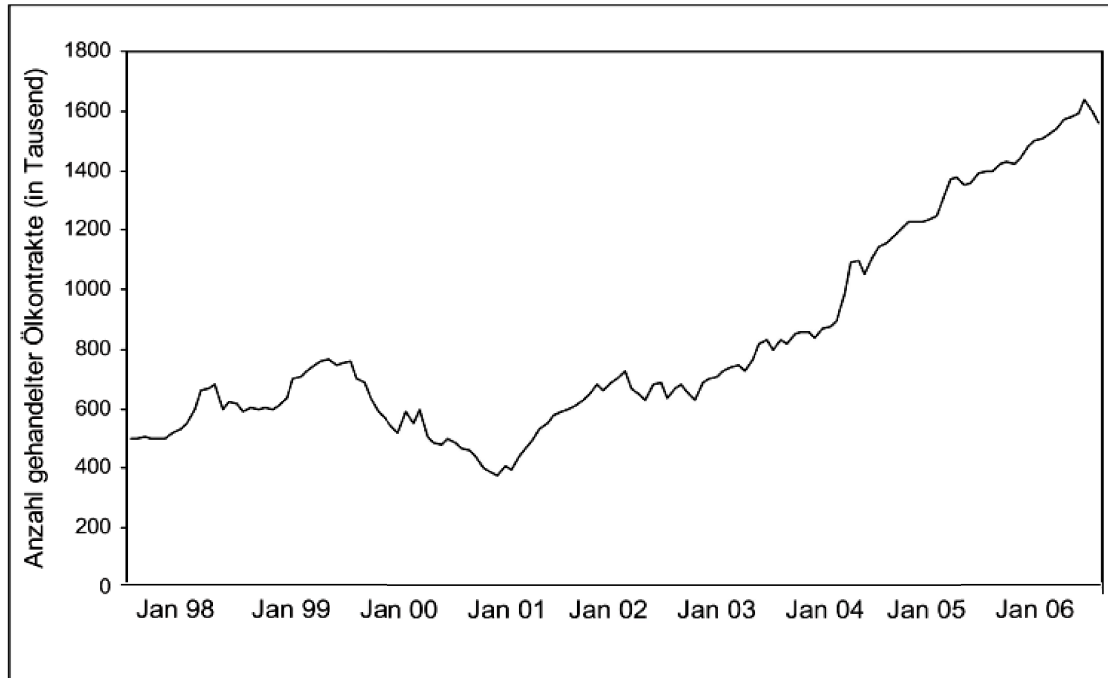
Hedgefonds stehen im Verdacht für signifikante Preisanstiege verantwortlich zu sein. Während der Preis für Öl im Jahr 2002 noch in einer Spanne zwischen 20 und 30 USD lag, begannen die Preise nach dem Ende des Irakkrieges zu steigen. Zum Ende des Jahres 2006 verdoppelte sich der Preis und im Juli 2008 ist ein Höchststand von 147 USD dokumentiert. Die Gründe für den Anstieg sind vielfältig und oft umstritten. Als Ursache wurden etwa Veränderungen im Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage genannt. Eine mögliche Erklärung war die mittelfristig gestiegene Nachfrage aus Schwellenländern (besonders China und Indien), eine andere die noch vorhandenen freien Förderkapazitäten der Organisation erdölexportierender Länder (OPEC), die sich der Erschöpfung näherten. Analysten und insbesondere Politiker führten den Preisanstieg auf temporäre psychologische Übertreibungen auf dem Ölmarkt zurück. Die OPEC verwies auf Spekulanten, die den Ölpreis künstlich nach oben treiben würden. Vor allem deutsche Politiker waren der Ansicht, dass durch spekulative Käufe (Hedgefonds) der Preis in die Höhe treiben würde. Gerhard Schröder sprach davon, dass die Ölpreise mit verfügbaren Marktdaten rational nicht mehr erklärbar seien und forderte ein politisches Eingreifen gegen Hedgefonds. Im G-8 Gipfel im Juni 2005 sprach er sich für eine internationale Aufsicht von Hedgefonds aus, um mehr Transparenz an den Öl- und Finanzmärkten zu schaffen. Ein starkes Argument für diese Ansicht ist das durch Hedgefonds erhöhte Transaktionsvolumen, der zu einer Steigerung der Liquidität im Ölmarkt beitrug. Seit 2002 stieg nicht nur das Volumen, das von einzelnen Hedgefonds im Ölmarkt investiert wurde, sondern auch die Anzahl von Hedgefonds, wie man anhand der nachfolgenden drei Abbildungen ablesen kann.¹⁵⁸ Abb. 21 dokumentiert die Zunahme des Handelsvolumens an der NYMEX, Abb. 22 die Zunahme der

¹⁵⁷ Vgl. Berg 2009, S. 5.

¹⁵⁸ Vgl. Berg 2009, S. 211.

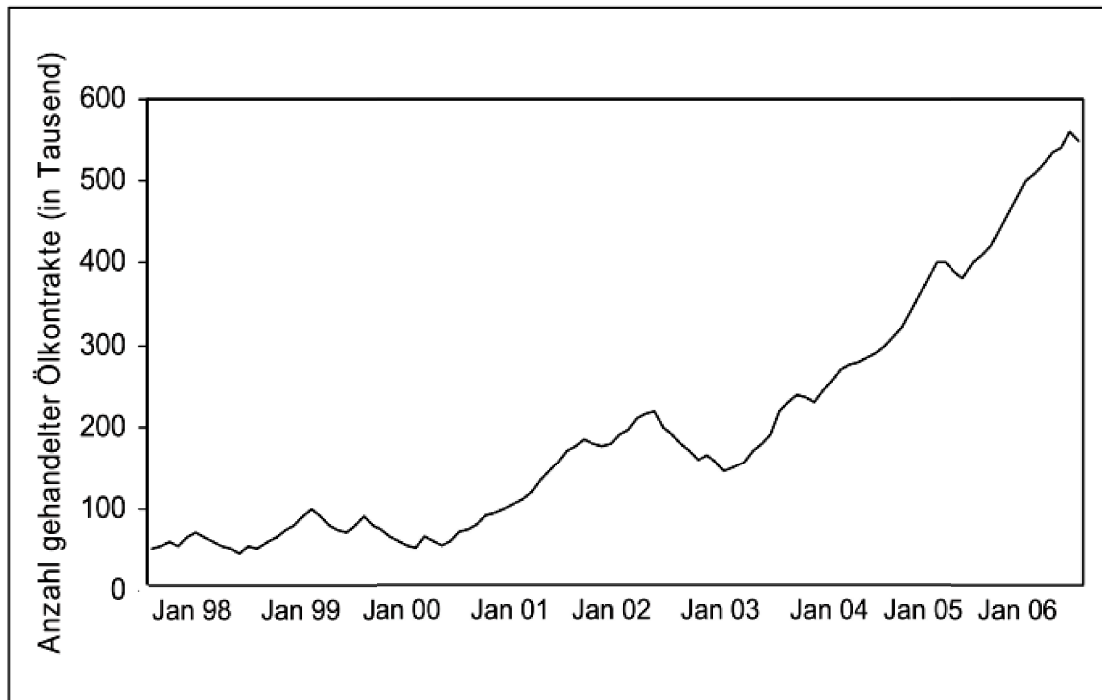
durch Hedgefonds gehaltene Ölkontrakte (Spread-Positionen) und Abb. 23 die Zunahme der nicht-kommerziellen Händler.

Abb. 21: Zunahme des Handelsvolumens an der NYMEX



Quelle: Berg 2009, S. 211.

Abb. 22: Durch Hedgefonds gehaltene Ölkontrakte (Spread-Positionen)



Quelle: Berg 2009, S. 212.

Abb. 23: Anzahl der nicht-kommerziellen Händler

CFTC COT Berichtsdatum	01.1998	07.1999	04.2001	03.2002	02.2003	07.2004	06.2005
# Kommerzielle Händler Long	98	93	74	80	86	85	82
# Kommerzielle Händler Short	88	94	72	74	91	88	82
# Nicht-kommerzielle Händler Long	31	42	24	47	65	65	83
# Nicht-kommerzielle Händler Short	40	16	45	31	30	66	97

Quelle: Berg 2009, S. 212.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die vorliegende Problematik bei Hedgefonds einerseits mit Erhebungs- oder Messproblemen verbunden ist. Die Abgrenzung von Hedgefonds zu anderen Marktteilnehmern erweist sich als schwierig und teilweise willkürlich. Dadurch wird eine genaue Feststellung schwierig. Andererseits können sie in Fragen der Finanzmarkstabilität aufgrund hoher Positionen Verzerrungen auf den Märkten bewirken. Vermutlich stehen

Hedgefonds mit massiven Preisblasen in Verbindung.¹⁵⁹ Der meist hohe Fremdkapitalanteil beinhaltet das Potenzial eine Kettenreaktion einzuleiten. Im Falle einer massiven Fehlinvestition würden andere Marktteilnehmer mit betroffen sein.¹⁶⁰

¹⁵⁹ Vgl. Berg 2009, S. 192 ff.

¹⁶⁰ Vgl. Lähm 2004, S. 20.

3 Finanzialisierung in Österreich und in der Eurozone

Das nachfolgende Kapitel untersucht die Entwicklung des Finanzsektors, des Realsektors sowie die Entwicklung des Bankensektors und der Nichtbanken-Finanzintermediäre jeweils in Österreich zwischen 1995 und 2016 und in der Eurozone der 19 Mitgliedsstaaten zwischen 1999 und 2016. Aus den Ergebnissen lassen sich Rückschlüsse auf die Stabilität des Finanzmarktes in Österreich ziehen.

3.1 Die verwendeten Daten

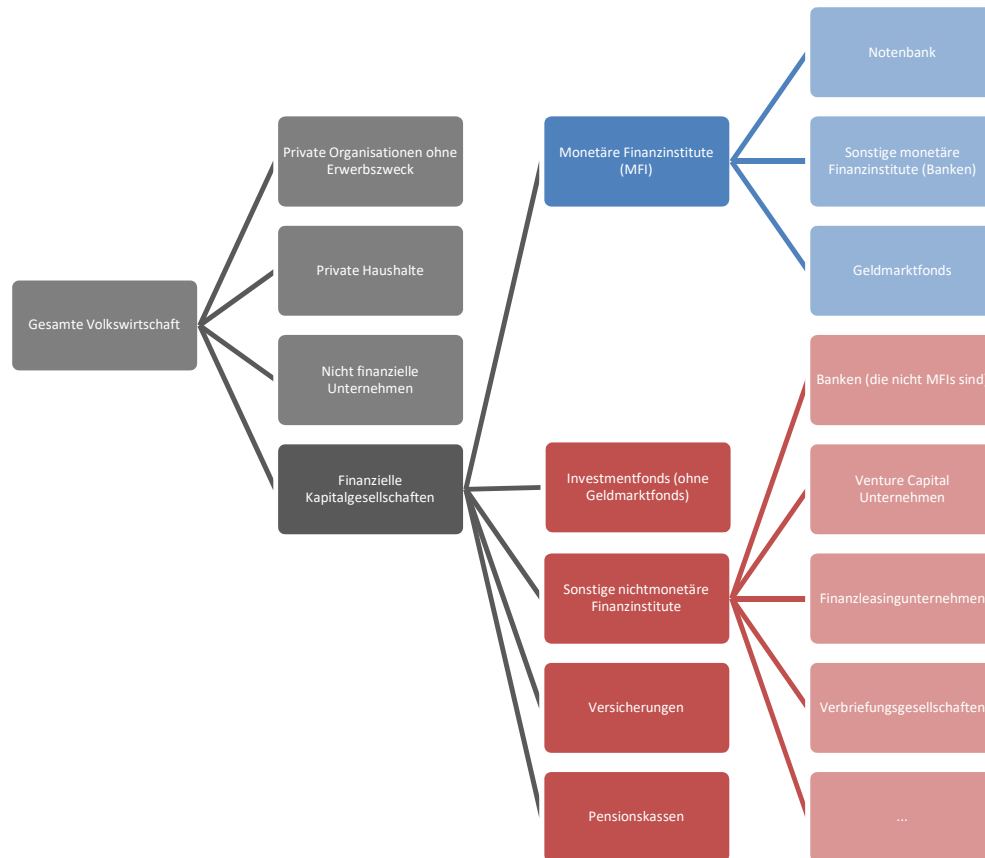
Die Daten stammen von der OeNB und der EZB. Es sind Daten der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung (GFR) und stellen die Finanzkonten der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung dar. Die Darstellung erfolgt pro Berichtsjahr und erstreckt sich zwischen 1995 und 2016 (OeNB) bzw. 1999 und 2016 (Eurozone). Entsprechend der einzelnen aufgelisteten Sektoren wurden die finanziellen Forderungen (Bestände) sowie die jeweiligen Finanztransaktionen (Flüsse) aufsummiert. Die Summe stellt das gesamte Finanzaktiva bzw. das Gesamtvermögen des jeweiligen Berichtjahres dar. Bei den Vermögenswerten (Beständen) entsprechen die Jahreswerte den Werten des jeweiligen vierten Quartals, bei Finanztransaktionen ist es die Summe der vier Quartalswerte. Abgesehen von einigen wenigen, gekennzeichneten Daten, handelt es sich bei allen Zahlen um nominelle (d.h. ohne Berücksichtigung der Inflation) und nicht- saisonbereinigte Werte.¹⁶¹ Sowohl jene von der OeNB als auch von der EZB wurden auf Basis des europäischen Systems volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 2010 (ESVG 2010) erstellt. Dabei handelt es sich um das neueste, international kompatible EU-Regelwerk zur Rechnungslegung für eine systematische und detaillierte Beschreibung einer Volkswirtschaft und entspricht dem weltweiten „System of National Accounts 2008“ bzw. in den grenzüberschreitenden Finanztransaktionen dem „6. Zahlungsbilanzmanual des Internationalen Währungsfonds“. ¹⁶² Aufgrund dieser Harmonisierung sind alle verwendeten Daten miteinander vergleichbar und als gleichwertig verwertbar zu interpretieren.

¹⁶¹ Vgl. OeNB, Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung, 17.03.2018.

¹⁶² OeNB, Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung, 17.03.2018

Die volkswirtschaftlichen Sektoren spiegeln gleichzeitig die gesamten Vermögenswerte einzelner Finanzakteure wider und sind in der gesamten EU gleich gegliedert:

Abb. 24: Gliederung der Volkswirtschaft nach Finanzinstituten



Ersteller: Timur Ayyünes, vgl. OeNB unter: <https://www.oenb.at/Statistik/Standardisierte-Tabellen/gesamtwirtschaftliche-finanzierungsrechnung/volkswirtschaftliche-sektoren.html> (21.06.2018).

Der rote Bereich stellt den Ast der Nichtbanken-Finanzintermediäre (auch nicht monetäre Finanzinstitute (Nicht-MFI)), der blaue Ast die monetären Finanzinstitute (MFI) dar. Die Farbgebung erstreckt sich über die gesamte Arbeit, wobei alle rot (blauen) gefärbten Markierungen den Finanzsektor (Realsektor) betreffen. Unter den MFIs ist im Wesentlichen die regulierte Bankenaktivität zu verstehen. Zu diesem Aggregat zählen die Notenbanken, die sonstigen monetären Finanzinstitute, d.h. Banken, sowie die Geldmarktfonds. Die beiden Aggregate monetäre und nicht-monetäre Finanzintermediäre stellen in Summe gemeinsam die finanziellen Kapitalgesellschaften. Das gesamte Vermögen dieses Aggregats entspricht dem gesamten Finanzsektor. Das Vermögen von Haushalte, private Organisationen und nichtfinanzielle Unternehmen entsprechen dem Realsektor. Das Vermögen der MFIs entspricht

dem gesamten Bankenvermögen einschließlich der Notenbanken, die restlichen Akteure, d.h. Investmentfonds, Pensionskassen, Versicherungen, sonstige nichtmonetäre Finanzintermediäre (wie etwa Verbriefungsgesellschaften, Finanzleasingunternehmen, ...) entsprechen dem Vermögen der Nichtbanken-Finanzintermediäre bzw. dem Schattenbankensektor.

Geldmarktfonds zählen zu den Investmentfonds und die Finanzkrise von 2007 hat gezeigt, dass sie Verluste einfahren können. Auch der Finanzstabilitätsrat (2016) sieht die Geldmarktfonds bei den Schattenbanken eingeordnet.¹⁶³ In diesem Sinne entsprechen die Nichtbanken-Finanzintermediäre nicht vollständig dem Schattenbankensektor. Über die Begründung der Einordnung der Geldmarktfonds schreibt das Amtsblatt der Europäischen Union (2015) Folgendes:

„Ihre [Geldmarktfonds] Geschäftstätigkeit besteht darin, Investmentfondsanteile von institutionellen Einheiten als Einlagensubstitute im engeren Sinne auszugeben und für eigene Rechnung vor allem in Geldmarktfondsanteile, kurzfristige Schuldtitel und/oder Einlagen zu investieren.“¹⁶⁴

Weiter heißt es:

„Der Teilsektor Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds) besteht aus allen Organismen für gemeinsame Anlagen (ohne die im Teilsektor Geldmarktfonds erfassten Organismen), die hauptsächlich als finanzielle Mittler tätig sind. Ihre Geschäftstätigkeit besteht darin, nicht als Einlagensubstitute im engeren Sinne gedachte Investmentfondsanteile auszugeben und für eigene Rechnung vor allem in finanzielle Aktiva (außer kurzfristigen Anlagen) sowie in Vermögensgüter (in der Regel Immobilien) zu investieren.“¹⁶⁵

Dadurch geht hervor, dass die Beweggründe über die Einordnung der Geldmarktfonds aus Gründen der überwiegenden Funktion als Einlagensubstitut herrühren. Anders als die sonstigen Investmentfondskategorien ist ihre Funktion als finanzielle Mittler nicht gegeben. Zu ihnen gehören nämlich alle Geldmarkttitel und liquide Wertpapiere mit kurzer Restlaufzeit wie etwa

¹⁶³ Vgl. FSB 2016, S. 3.

¹⁶⁴ Amtsblatt der Europäischen Union 2015.

¹⁶⁵ Amtsblatt der Europäischen Union 2015.

Schuldscheindarlehen, Termingelder oder Anleihen mit einer Laufzeit von unter 12 Monaten. Banken nutzen diesen Fond oft um äußerst kurzfristig (etwa über die Nacht) Geld bei anderen Banken zu parken bzw. um genügend Einlagen zu halten.

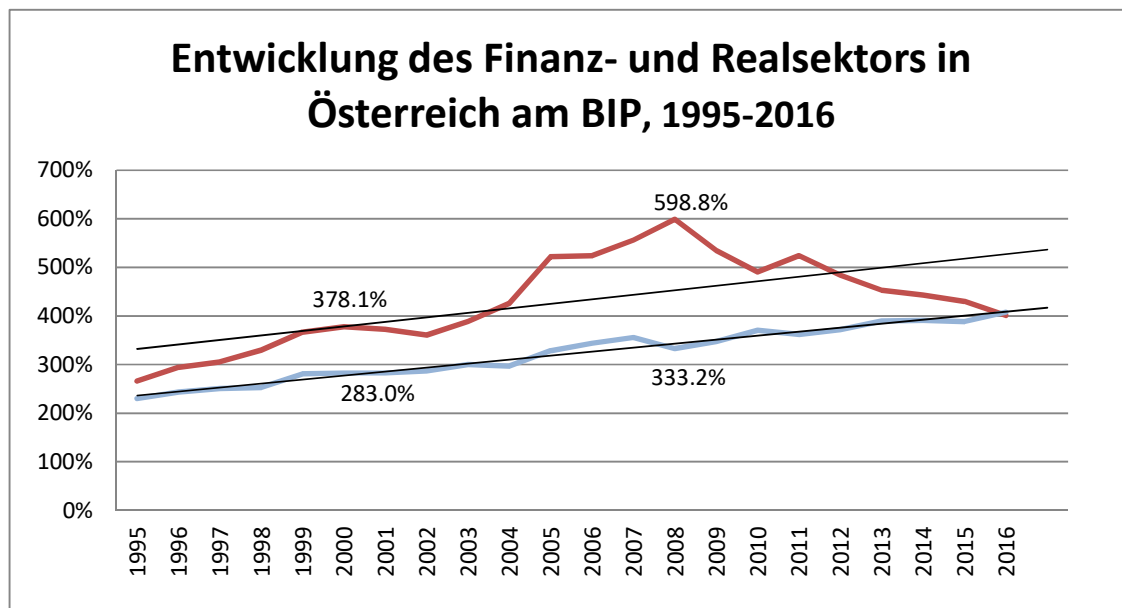
Aufgrund mangelnder Datenverfügbarkeit (Daten erst ab 2008 verfügbar) und einer in Österreich mangelnden Bedeutung der Geldmarktfonds, wird im Rahmen dieser Arbeit diese Ungenauigkeit nicht weiter beachtet. Hinreichend ist davon auszugehen, dass die Nichtbanken-Finanzintermediäre den Schattenbankensektor größtenteils abbilden, weshalb sie als Indikator für die Entwicklung der Schattenbanken in Österreich dennoch als geeignet gesehen werden können.

3.2 Entwicklung des Real- und Finanzsektors in Österreich und in der Eurozone

In diesem Kapitel untersuche ich die Entwicklung des Finanz- und Realsektors auf österreichischer und europäischer Ebene.

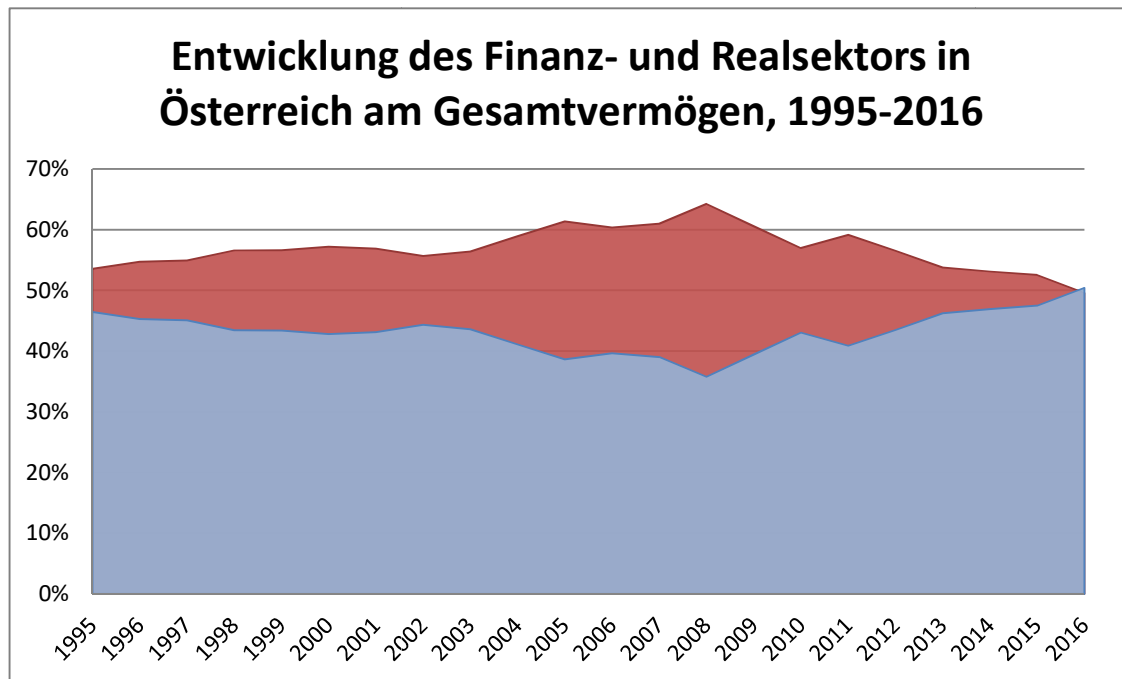
3.2.1 Entwicklung des Finanz- und Realsektors in Österreich

Abb. 25: Entwicklung des Finanz- und Realsektors in Österreich am BIP, 1995-2016



Ersteller: Timur Aygünes, Quelle: OeNB.

Abb. 26: Entwicklung des Finanz- und Realsektors in Österreich am Gesamtvermögen, 1995-2016

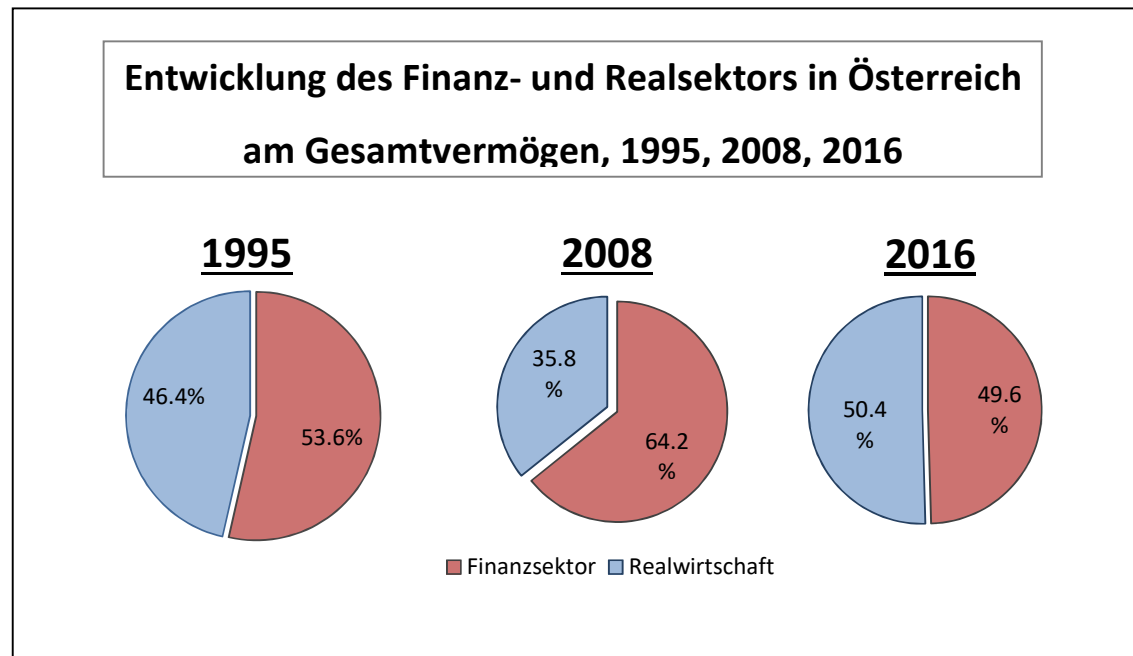


Ersteller: Timur Aygünes, Quelle: OeNB

Auf Abb. 25 und Abb. 26 sind der Anteil des Finanz- und Realsektors am Gesamtvermögen bzw. am BIP Österreichs zwischen 1995 und 2016 dargestellt. Die Ordinatenachse bildet den Anteil des jeweiligen Sektors am gesamten Vermögen (bzw. am BIP) in Österreich, die Abszissenachse den Verlauf über die Zeit von 1995 bis 2016. Wie sich erkennen lässt, ist das Verhältnis beider Sektoren zueinander zugunsten des Finanzsektors. Einerseits kann man deutlich die Zunahme des Finanzsektors bis zur Dotcom-Blase beobachten. 1995 lag das österreichische Finanzvermögen noch bei 53,6%, stieg dann kontinuierlich an und stagnierte für zwei Berichtsjahre auf jeweils 56,6% in den Jahren 1998 und 1999. In den Jahren 2001 und 2002 kam es zu einem leichten Rückgang. Andererseits kam es zu einem sehr rasanten Anstieg, der im Jahr 2008 in 64,2% gipfelte. Entsprechend macht der Realsektor nur mehr einem prozentualen Anteil von 35,8% aus. Kurz nach 2000 gab es eine leichte Stagnation der Realwirtschaft. Für das Jahr 2008 gab es sogar einen Rückgang. Insgesamt verweisen die Daten deutlich auf einen Rückgang des Finanzsektors seit 2007 hin. Damit kommt es gleichzeitig zu einem anteilmäßigen Zugewinn des Realsektors. Im Jahr 2011 kam es mit 59,1% zu einem Anstieg. 2016 ist der Anteil des Finanzsektors mit 49,6% unter dem Vermögen des Realsektors gesunken. **Fehler! Verweisquelle**

konnte nicht gefunden werden. verdeutlicht diese Entwicklung noch einmal über die drei ausgewählten Untersuchungsjahre 1995, 2008 und 2016.

Abb. 27: Entwicklung des Finanz- und Realsektors in Österreich am Gesamtvermögen, 1995, 2008, 2016



Ersteller: Timur Aygünes, Quelle: OeNB

Ausgehend von der obigen Analyse lassen sich einige wichtige Schlüsse ziehen. Sowohl bei der Dotcom-Blase 2000 wie auch bei der Finanzkrise 2007 sind eindeutig Veränderungen im Graph festzustellen, die sich dahingehend charakterisieren, dass beide ein ähnliches Krisenmuster zeigen. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) schrieb diesbezüglich in ihrem 71. Jahresbericht (2001) den folgenden Vermerk:

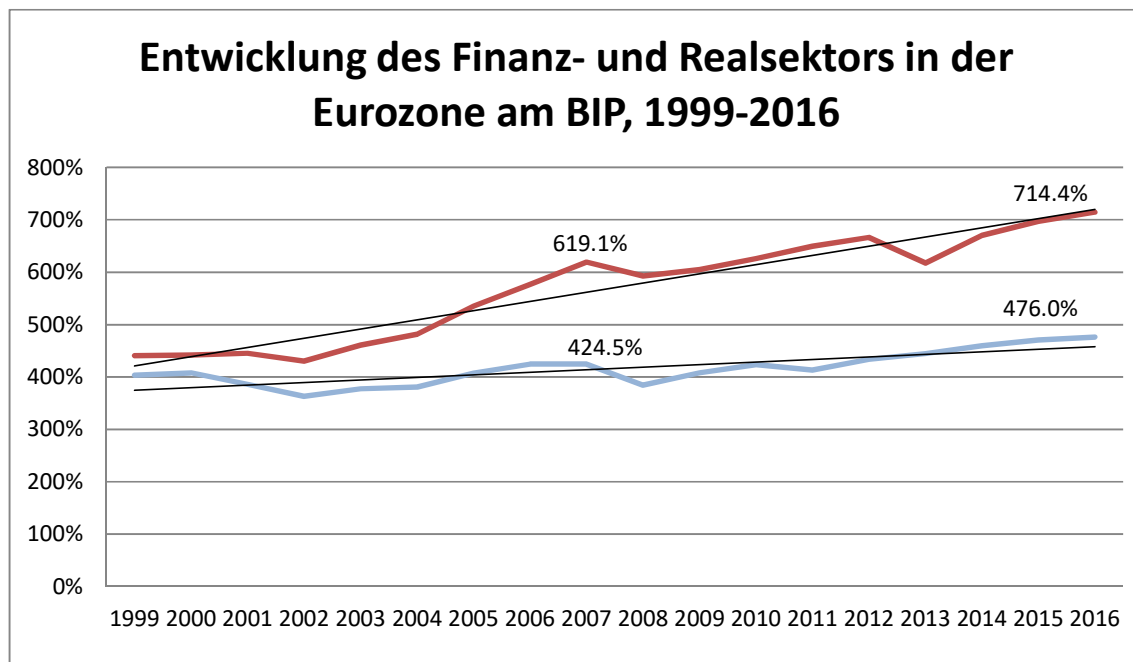
„Ihren Ursprung haben Finanzzyklen in der Regel in einer Woge von Optimismus, die von günstigen Entwicklungen in der Realwirtschaft ausgelöst wird. Folgen dieser optimistischen Erwartungshaltung sind die Unterschätzung von Risiken, eine überhöhte Kreditgewährung, ein übermäßiger Anstieg der Preise von Vermögenswerten, Überinvestitionen in Sachanlagen und in einigen Fällen ein allzu ausgabefreudiges Verbraucherverhalten. Wenn sich dann schließlich realistischere Erwartungen durchsetzen, müssen die während des Booms entstandenen Ungleichgewichte wieder korrigiert werden, was manchmal

sowohl im Finanzsystem als auch in der Realwirtschaft zu erheblichen Störungen führt"¹⁶⁶

Zu erkennen ist ein stabiles und gleichmäßiges Wachstum des Finanzsektors. Anschließend kommt es zu einem mehr oder weniger rasanten Anstieg, dann zu einem Maximalwert (Krise), gefolgt von einem ebenso rasanten Abfall. Analog dazu stehen die Phasen der wirtschaftlichen Stabilität, gefolgt von einer Phase der Spekulation und anschließend von einer Phase, bei der die Zinslast so groß ist, dass sie nur mit weiteren Krediten bedient werden kann. In Anlehnung an Minskys Hypothese finanzieller Instabilitäten, lassen sich also die drei Phasen entdecken: Abgesicherte, spekulative und Ponzi- Finanzierung. Die Daten machen ersichtlich, dass es in den Jahren kurz davor zu einer massiven Kreditausweitung kam und die besprochenen Inhalte aus Kapitel 2.3.2.1 über die zunehmende Kreditausweitung als auch Minskys Hypothese finanzieller Instabilitäten werden bestätigt. Die drei Finanzierungsmöglichkeiten, abgesicherte, spekulative und Ponzi- Finanzierung, treffen auf die Dotcom-Blase als auch auf die Finanzkrise von 2007 zu.

3.2.2 Entwicklung des Finanz- und Realsektors im Euroraum

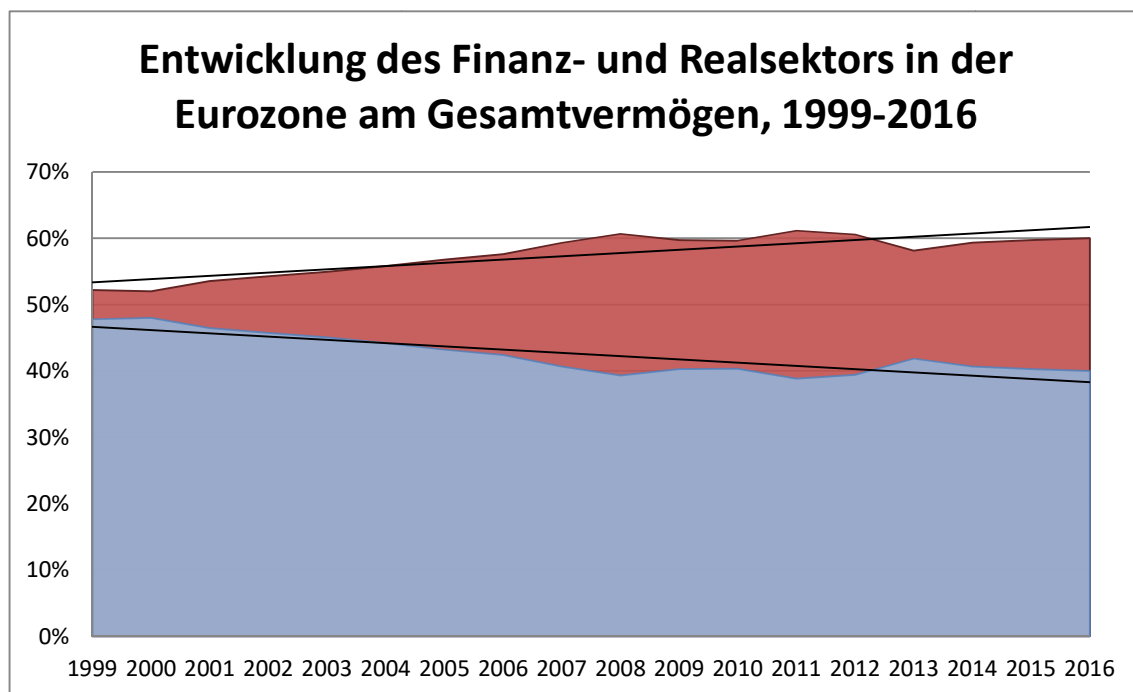
Abb. 28: Entwicklung des Finanz- und Realsektors in der Eurozone am BIP, 1999-2016



Ersteller: Timur Aygünes, Quelle: OeNB, EZB

¹⁶⁶ BIZ 2001, 139.

Abb. 29: Entwicklung des Finanz- und Realsektors in der Eurozone am Gesamtvermögen, 1999-2016



Ersteller: Timur Aygünes, Quelle: OeNB, EZB.

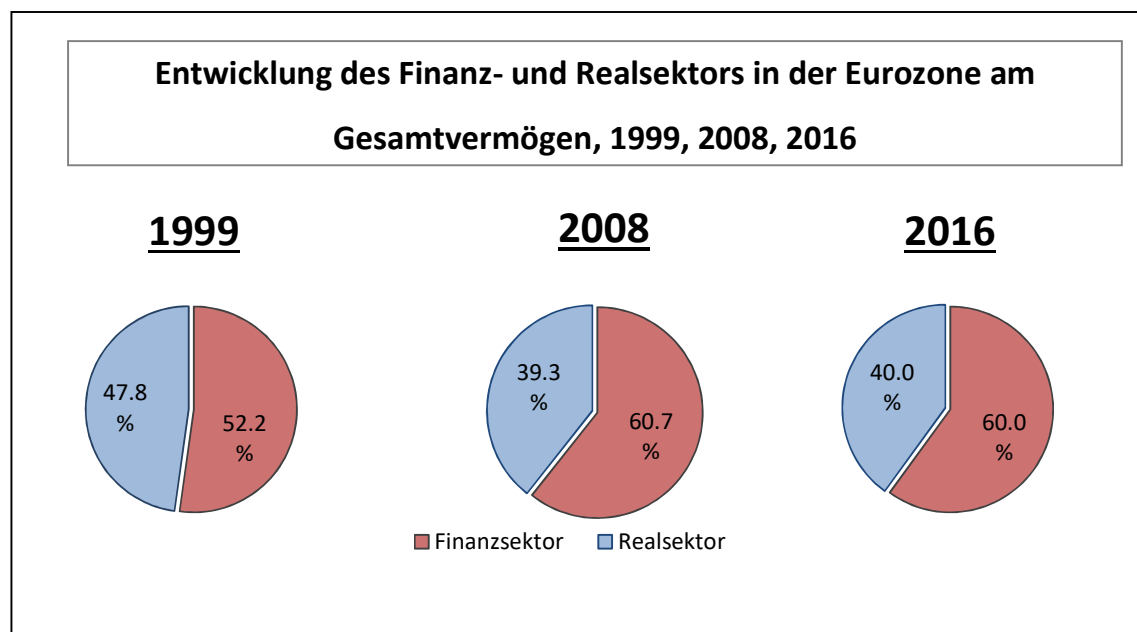
Abb. 28 und Abb. 29 stellen die Entwicklung des Finanz- bzw. Realsektors am Gesamtvermögen und am BIP zwischen 1999 und 2016 dar. Wie auch schon die Untersuchung in Österreich gezeigt hat, ist das Verhältnis auf der Ebene der Europäischen Währungsunion zugunsten des Finanzsektors deutlich ausgeprägter vorhanden. Die Jahrtausendwende begann für den Finanzsektor stagnierend (1999: 52,2%, 2000: 52,0 %, 2001: 53,5 %, jeweils am Gesamtvermögen). Lag 1999 der Anteil noch bei 52,2%, so hat er sich über die Jahre bis zum Jahr 2008 zugespitzt. Die europäische Entwicklung ist in dieser Phase also sehr ähnlich wie in Österreich. Ab 2002/2003 wuchs das Finanzvermögen rasant an und erreichte den vorläufigen Spitzenwert von 60,7% am Gesamtvermögen im Jahr 2008 bzw. 619,1% am BIP im Jahr 2007. Wie auch in Österreich zeigen die Daten eine Stagnation des Realsektors nach 2000 und einen Einbruch nach 2007. Ab 2007 bzw. 2008 gab es keinen nennenswerten Anstieg oder Abfall des Finanzsektors. Wie die Datenreihe zeigt, stagniert der Finanzsektor seither:

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
60.7%	59.7%	59.7%	61.2%	60.6%	58.1%	59.3%	59.7%	60.0%

Der Realsektor ist über die gesamte Zeitreihe hinweg anteilmäßig gesunken. 1999 lag er noch bei 47,8 %, 2008 bei 39,3%, 2016 bei 40,0%. Dabei ist 2008 der Tiefpunkt im ausgewählten Untersuchungszeitraum. Die beiden Trendlinien verdeutlichen die Entwicklung wie sie seit 1999 bis 2016 stattgefunden hat. Das Auseinanderdriften zwischen Finanz- und Realsektor ist dadurch gut ersichtlich. Die Trendlinien eignen sich nicht als Prognose für zukünftige Entwicklungen der Eurozone für das Gesamtvermögen. Es ist eher davon auszugehen, dass die Wirtschaft in der Eurozone ein typisches Krisenmuster zeigt. Investitionen bleiben aus und es besteht die Gefahr einer Deflation. Gemessen am BIP, so die Daten, ist zwar mit einem weiteren Anstieg des Finanzsektors zu rechnen, allerdings nur unter der Voraussetzung eines anhaltenden schwachen Wirtschaftswachstums.

Des Weiteren dokumentieren die Daten einen über die Krisen hinweg schneller als die Realwirtschaft wachsenden Finanzsektor, wie die Untersuchung über das Verhältnis zum BIP verdeutlicht. Während der Realsektor zwischen 1999 und 2016 von 403,2% auf 476,0% anstieg, hat sich der Finanzsektor im gleichen Untersuchungszeitraum von 440,4% auf 714,4% erhöht, welches das 1,6-fache entspricht. Im Vergleich dazu hat sich die Realwirtschaft um das 1,2-fache erhöht.

Abb. 30: Entwicklung des Finanz- und Realsektors in der Eurozone am Gesamtvermögen, 1999, 2008, 2016



Die Analyse stellt zwei Ergebnisse sicher. Erstens zeigen die Krisenjahre dasselbe Muster wie in Österreich und Minskys Hypothese wird bestätigt. Zweitens hebt sich die Entwicklung Österreichs von der Entwicklung der Euroländer ab. Während die Euroländer seit Anfang des Jahrtausends einen kontinuierlichen Anstieg des Finanzsektors mit anschließender Stagnation verzeichneten, zeigen die Entwicklungen in Österreich einen rasanten Anstieg bis 2008, gefolgt von einem rasanten Abfall seit 2008. Auf der europäischen Ebene ist diese Entwicklung über die expansive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank zu erklären. Für Österreich trifft diese Erklärung nicht zu. Mögliche Antworten lassen sich möglicherweise in einer tiefer gehenden verhaltensökonomischen Untersuchung finden. Im Rahmen dieser Arbeit ist diese Fragestellung nicht weiter zu beachten.

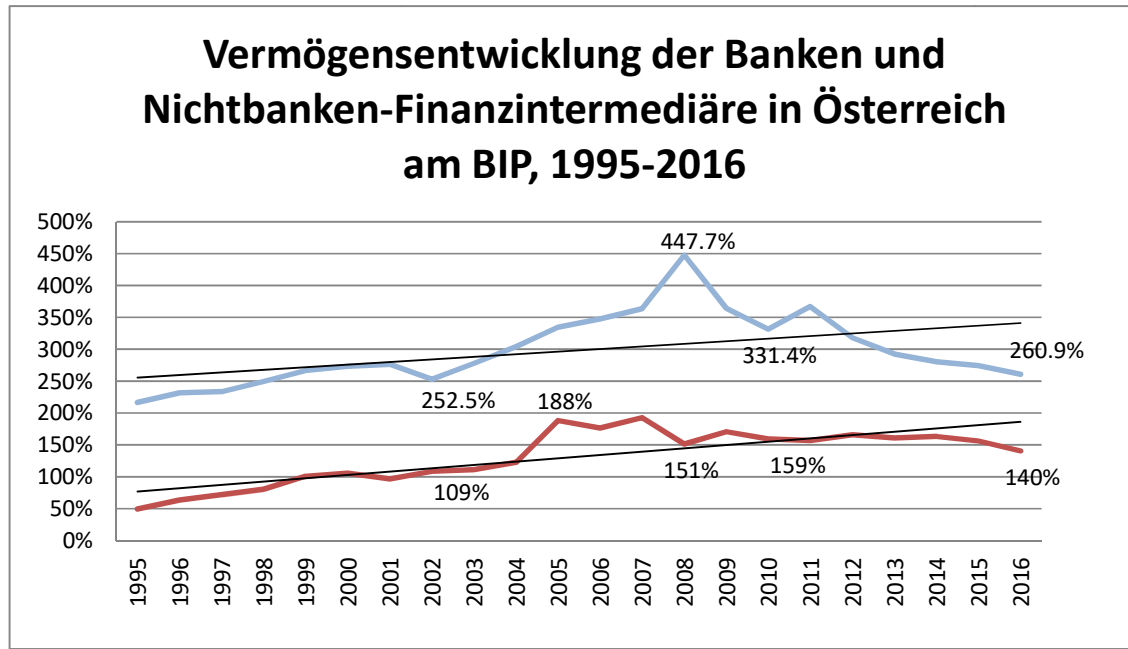
Insgesamt zeigt der Vergleich, dass die Finanzialisierung in der Eurozone erheblich stärker gegeben ist als in Österreich. Dies betrifft vor allem die Entwicklung nach 2008. Ausgehend von den theoretischen Überlegungen in Kapitel vier, ist davon auszugehen, dass die systemischen Risiken im Euroraum zugenommen und gleichzeitig jene in Österreich abgenommen haben.

3.3 Entwicklung der Banken und Nichtbanken-Finanzintermediäre in Österreich und in der Eurozone

Das Kapitel beschäftigt sich nun eingehend tiefer mit den beiden wichtigsten Aggregaten des Finanzsektors, nämlich der Entwicklung der Banken und Nichtbanken-Finanzintermediäre. Ziel ist es, Größe und Bedeutung der jeweiligen Finanzintermediäre, vor allem die Entwicklung des Schattenbankensektors, hier als Nichtbanken-Finanzintermediäre abgebildet, zu ermitteln.

3.3.1 Entwicklung des Gesamtvermögens der Banken und Nichtbanken-Finanzintermediäre in Österreich 1995-2016

Abb. 31: Vermögensentwicklung der Banken und Nichtbanken-Finanzintermediäre in Österreich am BIP und am Gesamtvermögen, 1995-2016



Ersteller: Timur Aygünes, Quelle: OeNB.

Abb. 32: Entwicklung der Banken und Nichtbanken-Finanzintermediäre in Österreich am Gesamtvermögen, 1995-2016

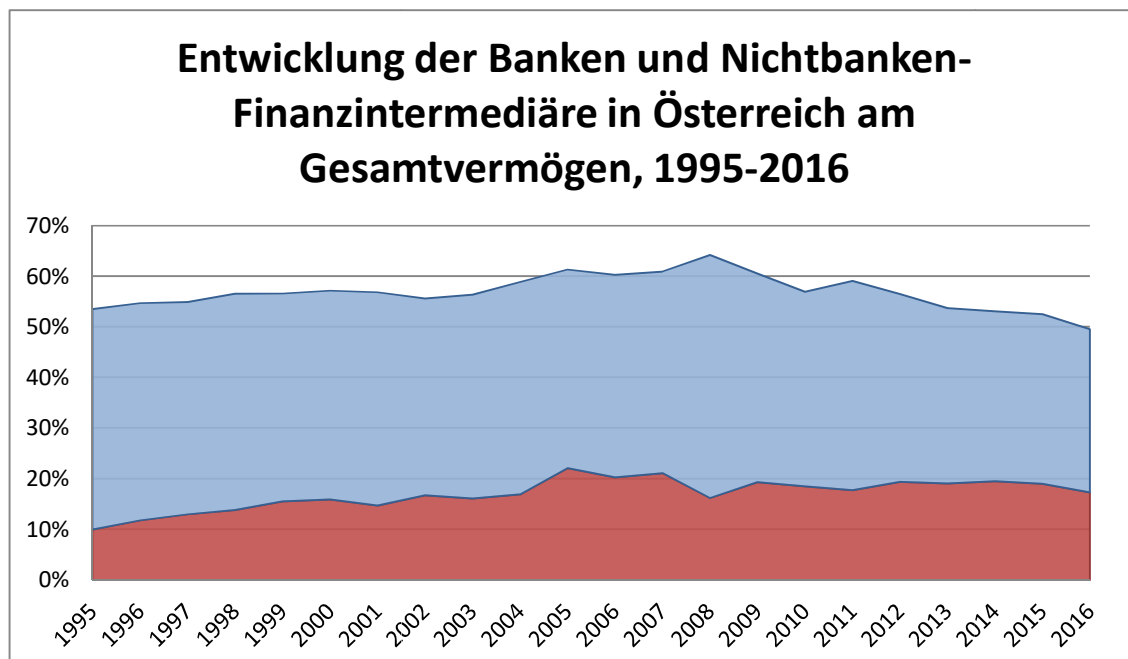
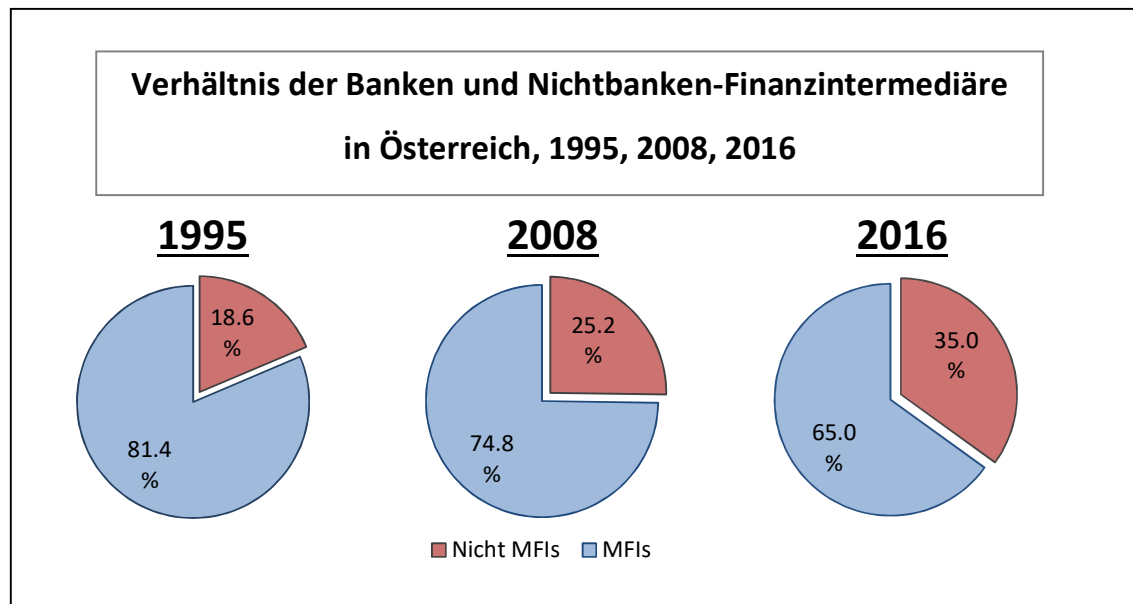


Abb. 31 und Abb. 32 zeigen die Vermögensentwicklung der Banken und Nichtbanken-Finanzintermediäre in Österreich zwischen 1995 und 2016 jeweils am BIP und am Gesamtvermögen. Im untersuchten Zeitraum lag der Vermögensanteil der MFIs bis zur großen Krise über 50%. Die Daten zeigen, dass kurz nach der Jahrtausendwende das finanzielle Vermögen der Banken einbricht (2002) bzw. bei den Nichtbanken-Finanzintermediären stagniert. Seitdem kam es zu einem massiven Vermögensgewinn der Banken, insbesondere der Nichtbanken-Finanzintermediäre. Die Nichtbanken-Finanzintermediäre hatten 1999 noch einen Anteil am Gesamtvermögen von 10,0%, welcher sich schon im Jahr 2005 mit 22,1 % mehr als verdoppelte. Bis 2007 hielten sie noch einen Anteil von 21,1% bevor sie erhebliche Verluste eingefahren haben. Gemessen am BIP zeigen die Banken auch einen massiven Ausreißer im Jahr 2007. Dieser ist auf das verhältnismäßig schwache Wachstum des Bruttoinlandprodukts zurückzuführen. Bei den Nichtbanken-Finanzintermediären gab es einen Vermögenseinbruch schon im Jahr 2008. Ihr Anteil sank von 2007 mit 21,1% auf 16,2% im Jahr 2008. Bei den MFIs war es leicht versetzt, Sie waren von der Krise erst ein Jahr später betroffen. Lag der Wert 2005, 2006 und 2007 jeweils bei 40%, so gab es noch im Jahr 2008 einen erheblichen Sprung auf 48% (höchster Stand im untersuchten Raum). Danach flacht der Graph allmählich ab. 2016 liegt der Wert nur noch bei 32%.

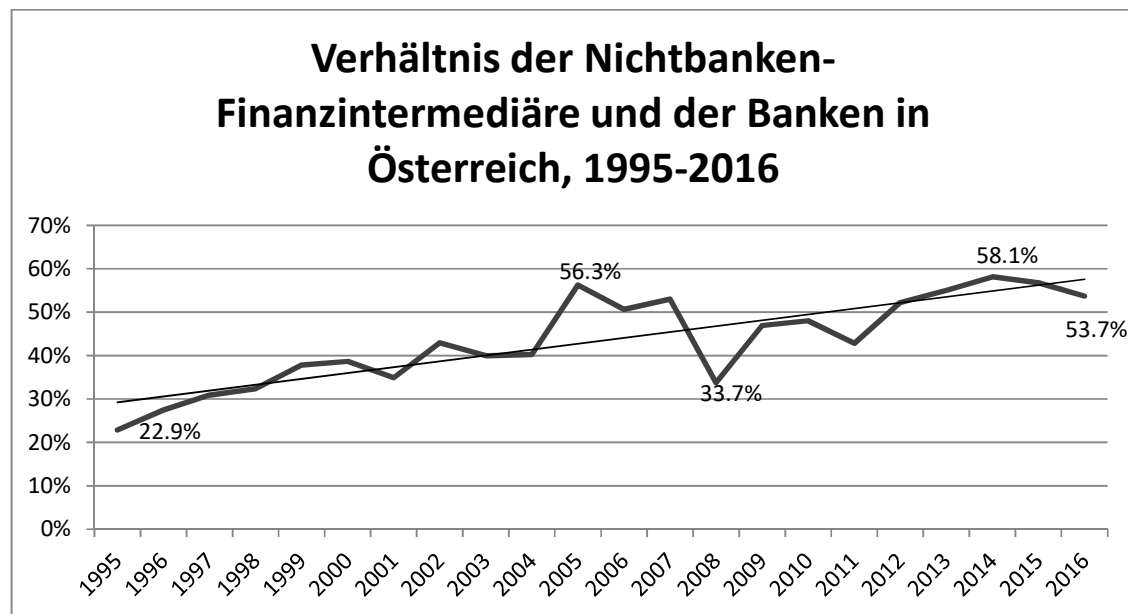
Abb. 33 schildert das Verhältnis der Banken und Nichtbanken-Finanzintermediäre zueinander (100% stellt das gesamte Vermögen des Finanzsektors bzw. der finanziellen Kapitalgesellschaften). Machten die Nichtbanken-Finanzintermediäre 1995 noch 18,6% am gesamten Finanzsektor aus, so gab es in Österreich einen Anstieg von 25,2% im Jahr 2008 und im Jahr 2016 sogar 35,0%. Abb. 34 zeigt das Verhältnis zwischen Nichtbanken-Finanzintermediären und Banken über die gesamte Zeitreihe. Wie man erkennen kann, dokumentiert die Entwicklung einen über die gesamte Zeit allmählichen Vermögens- und damit einen Bedeutungszuwachs der Nichtbanken-Finanzintermediäre gegenüber den Banken. Die beiden Einbrüche nach 2000 und 2007 zeigen, dass Nichtbanken-Finanzintermediäre weniger Vermögen bzw. mehr Vermögensverluste gemacht haben als der Bankensektor. Dadurch liegt der Schluss nahe, dass vor allem die Nichtbanken-Finanzintermediäre an den Spekulationen beteiligt waren.

Abb. 33: Verhältnis der Banken und Nichtbanken-Finanzintermediäre in Österreich, 1995, 2008, 2016



Ersteller: Timur Aygünes, Quelle: OeNB.

Abb. 34: Verhältnis der Nichtbanken-Finanzintermediäre und der Banken in Österreich, 1995-2016

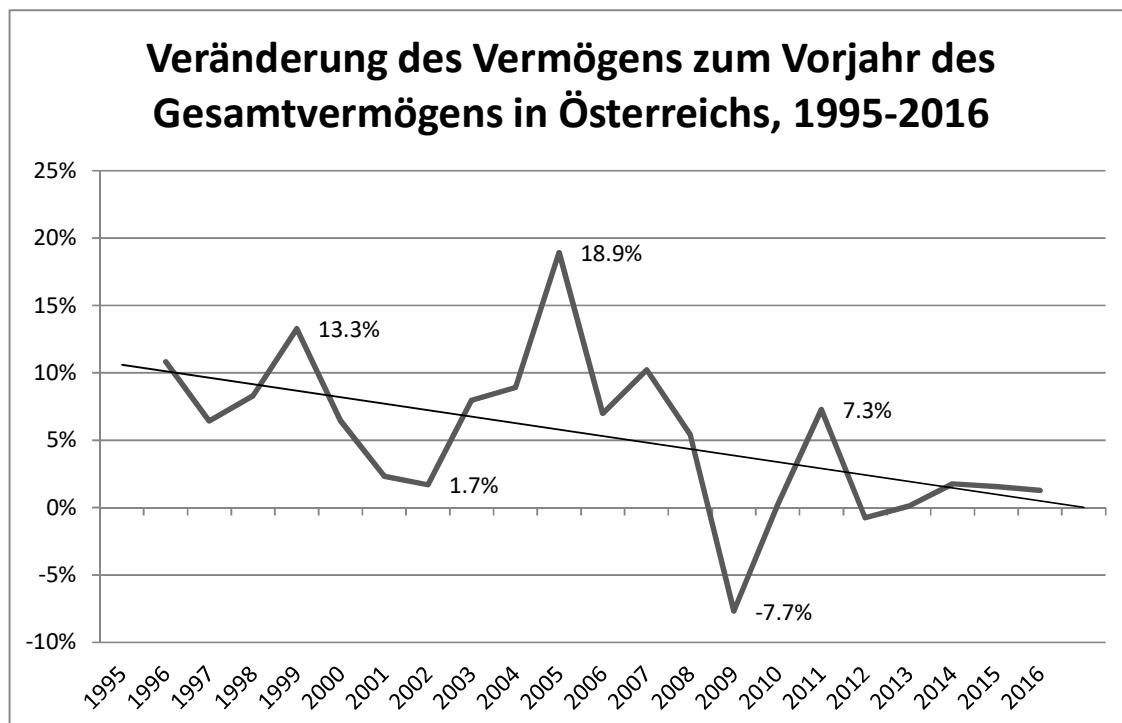


Ersteller: Timur Aygünes, Quelle: OeNB.

Betrachtet man nun genauer die Entwicklung und analysiert die Veränderungen zum Vorjahr, dann werden einige sensible Zeitpunkte deutlich, wie dies Abb. 35 illustriert. Zunächst fällt auf, dass der Graph um einiges volatiler ist. Das liegt daran, weil hier die prozentualen Zuwächse bzw. Abgänge dargestellt werden. Anders als Abb. 25 kann man nun auch den Einfluss der

Dotcom-Blase sehr gut beobachten. 1997 gab es noch einen Zuwachs von 6,8%, 1998 um 9,1% und 1999 waren es schon 15,3%. Als die Blase um die Jahrtausendwende geplatzt ist, gingen die Zuwächse rasant zurück und erreichten 2002 den vorzeitigen Tiefpunkt mit 1,7%. Festzuhalten ist, dass es innerhalb dieser Zeit keinen Rückgang des Vermögens gab, sondern immer noch ein Gewinn zu beobachten ist. Ab 2002 gab es wieder Zuwächse, allerdings in deutlich höherem Ausmaß. Bis 2005 ist ein massiver Zuwachs von 47,1 % festzustellen. Dabei dokumentiert allein das Jahr 2005 einen Zuwachs von 23,3%. Im Jahr 2007 kam dann der große Einbruch, der in der Folge 2009 zu einem negativen Zuwachs von -7,1% führte. Danach erholte sich das Vermögen relativ rasch wieder zum Positiven und hat sich im Jahr 2014 (1,8%), 2015 (1,6%) und 2016 (1,3%) auf wenige Prozentpunkte stabilisiert.

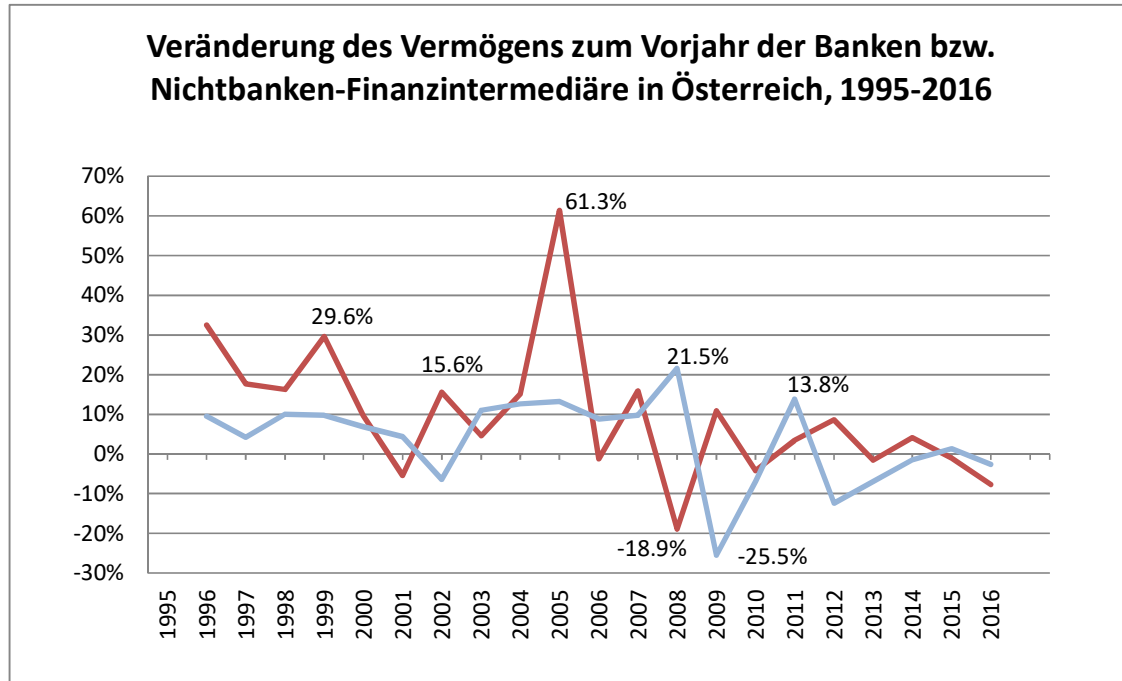
Abb. 35: Veränderung des Vermögens zum Vorjahr des Gesamtvermögens in Österreich, 1995-2016



Ersteller: Timur Ayyünes, Quelle: OeNB.

Abb. 36 gliedert den Finanzsektor weiter auf in MFIs und Nicht-MFIs. Ziel ist es, den Schwankungen nachzugehen und sie dem entsprechenden Aggregat zuzuordnen.

Abb. 36: Veränderung des Vermögens zum Vorjahr der Banken bzw. Nichtbanken-Finanzintermediäre in Österreich, 1995-2016



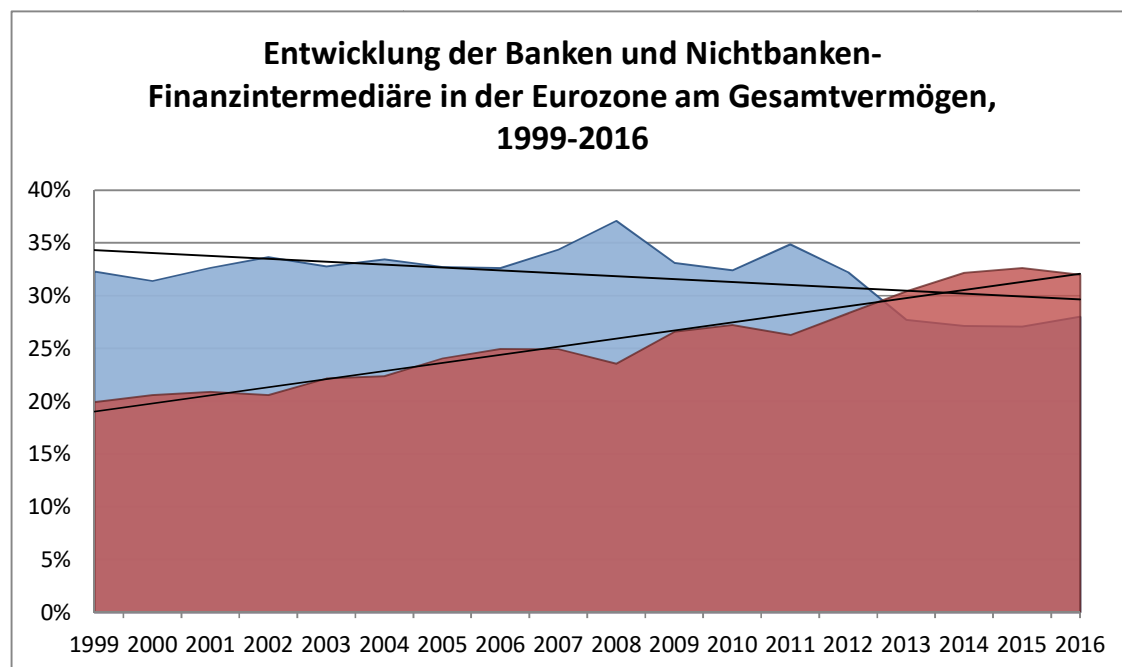
Ersteller: Timur Ayyünes, Quelle: OeNB.

Wie die Abbildung zeigt, hatten sowohl Banken als auch Nichtbanken-Finanzintermediäre in Österreich Verluste aufgrund der Dotcom-Blase und vor allem aufgrund der Finanzkrise 2007 zu tragen. Allerdings hatten Nichtbanken-Finanzintermediäre in beiden Krisen wesentlich höhere Abschreibungen zu tätigen als Banken. Bis zum Jahr 2000 gab es massive Zuwächse. 1996 als auch 1999 dokumentieren Zuwächse von jeweils 30%. Auch in den Jahren dazwischen waren sie beachtlich (1997: 18%, 1998: 16%). Während dieser Zeit hatten die MFIs lediglich Zuwächse im Durchschnitt von 8-9%. Zum Platzen der Dotcom-Blase hatten die Nichtbanken-Finanzintermediäre im Jahr 2001 Zuwächse von -5,4%, MFIs erst ein Jahr später im Jahr 2002 mit -6,0%. Für beide Akteure kam es relativ rasch zur Erholung. MFIs haben vor allem 2003 (12,4%), 2004 (14,4%) und 2005 (15,3%) größere Zuwächse erzielt. Bei den Nicht-MFIs sieht dieser Zeitraum deutlich anders aus. Waren die Zuwächse 2002 (15,6%), 2003 (4,6%) und 2004 (15,2%) schon relativ hoch, so kam es im Jahr 2005 mit 61,3% zu einem massiven Vermögenszugewinn. Der massive Sprung im Jahr 2005 (Abb. 35) ist also auf die Nichtbanken-Finanzintermediäre zurückzuführen. Danach gingen die Zuwächse auf beiden Seiten moderat weiter, bis es zur Finanzkrise kam und beide Aggregate Abschreibungen zu verzeichnen hatten. Wie man

erkennen kann, hatten beide negative Zuwächse (Nicht-MFIs: im Jahr 2008 waren dies -18,9% und für MFIs -20,3%). Festzuhalten ist, dass im Jahr 2008 die MFIs einen erstaunlich hohen Vermögensgewinn dokumentieren, und zwar 27,4%. Dies ist mit Abstand der höchste Wert im Untersuchungszeitraum. Eine mögliche Interpretation ist, dass man in Österreich zunächst auf die Banken auszuweichen versuchte und sich dort sicher sah. Als dann klar wurde, dass der Interbankensektor auch einbrach, waren auch die regulierten Banken betroffen und hatten im nächsten Jahr einen starken Vermögenseinbruch.

3.3.2 Entwicklung Gesamtvermögen der Banken und Nichtbanken-Finanzintermediäre in der Eurozone 1999-2016

Abb. 37: Entwicklung der Banken und Nichtbanken- Finanzintermediäre in der Eurozone am Gesamtvermögen, 1999-2016

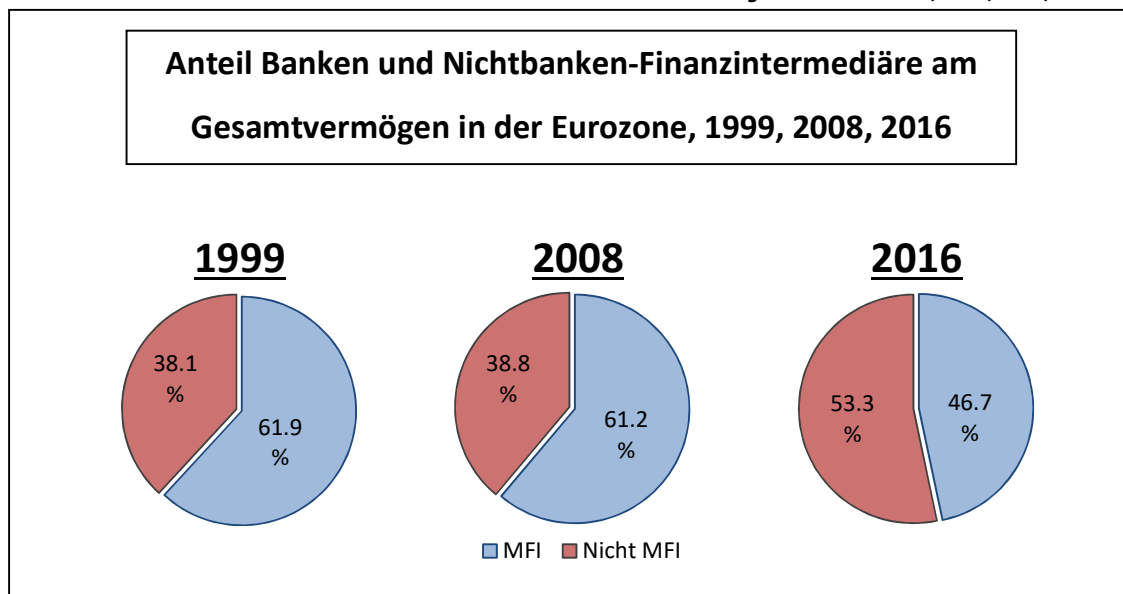


Ersteller: Timur Aygünes, Quelle: OeNB, EZB.

Auch auf der Eurozone ist mit Beginn des Untersuchungszeitraumes ein deutlich höherer Anteil des gesamten Vermögens der Banken dokumentiert. Die Trendlinien verdeutlichen, dass sich dies zum Ende des Untersuchungszeitraumes jedoch ändert. Der Schnittpunkt befindet sich zwischen 2013 und 2014. Im Gegensatz zu Österreich ist der vermögende Anteil der MFIs mit etwa 10% deutlich geringer. So ist etwa 1999 der Anteil der österreichischen MFIs am gesamten österreichischen Vermögen 41,3%, während die europäischen MFIs am gesamten europäischen

Vermögen nur einen Anteil von 32,3% ausmachen. Auch die Lücke ist nicht nur augenscheinlich größer jeweils zwischen den einzelnen Aggregaten: Den österreichischen Banken und Nichtbanken-Finanzintermediäre trennen etwa 40%, während den europäischen Banken und Nichtbanken-Finanzintermediäre noch 1999 etwa 10% trennen. Letzteres ändert sich zum Ende des Untersuchungszeitraumes. Ab 2013 zeigen die Daten, dass das Vermögen der Nichtbanken-Finanzintermediäre über dem Vermögen europäischer Banken liegt. Der Zuwachs der Nichtbanken-Vermögen zeigt Abb. 38. Die Abbildung ist analog zu Abb. 33, bei der beide Aggregate mit 100% den gesamten Finanzsektor abbilden. An dieser Stelle wird wieder die für Europa untypische Entwicklung Österreichs deutlich. 1999 war der Anteil der Nichtbanken-Finanzintermediäre noch bei 38%, bis 2008 änderte sich dieser Stand nur um 1 Prozentpunkt, und zwar stieg es leicht auf 39% an. Ab 2013 überholte jedoch das Vermögen der Nichtbanken-Finanzintermediäre das Vermögen der Banken und hatte 2016 einen Anteil von 53%.

Abb. 38: Anteil Banken und Nichtbanken-Finanzintermediäre am Gesamtvermögen in der Eurozone, 1999, 2008, 2016

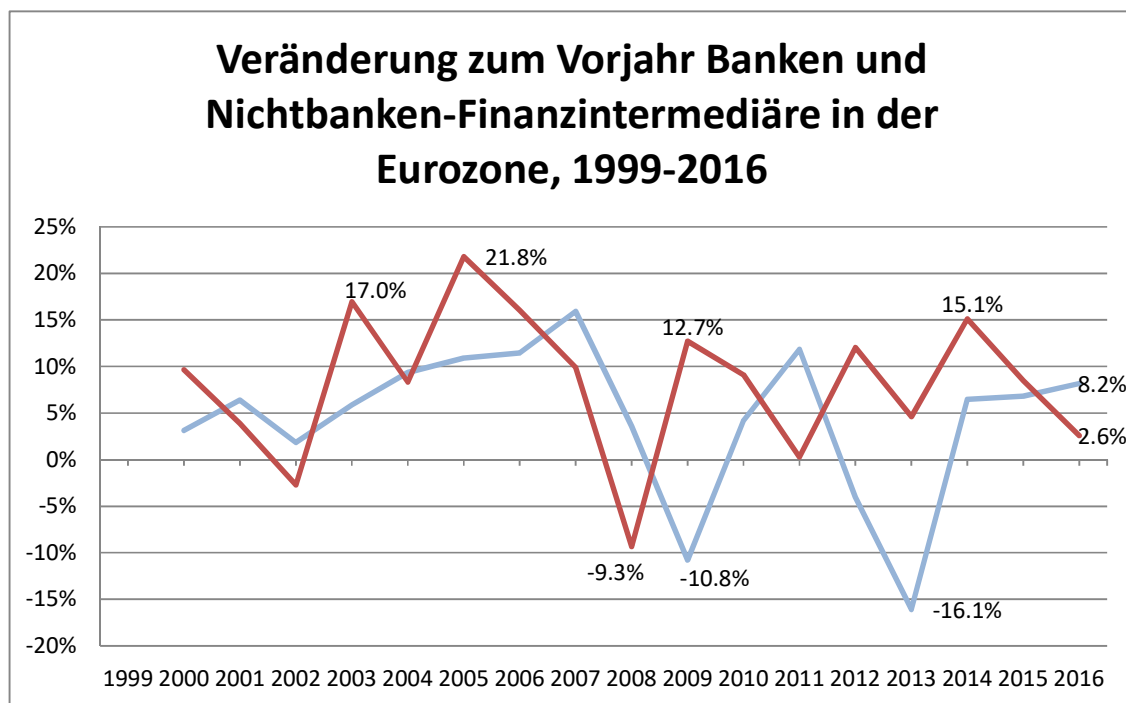


Ersteller: Timur Ayyünes, Quelle: OeNB, EZB.

Die Veränderungen der Vermögenszuwächse auf europäischer Ebene zeigen ein ähnliches Bild. Dotcom-Blase als auch Finanzkrise sind deutlich zu erkennen. Allerdings spielen die Nichtbanken-Finanzintermediäre im Vergleich zu den Banken eine weniger kontraststarke Rolle als in Österreich. Die europäischen Banken in Summe waren weniger von der Dotcom-Blase betroffen als die europäischen Nichtbanken-Finanzintermediäre. Wie auch in Österreich liegt

der Schluss nahe, dass die Nichtbanken-Finanzintermediäre stärker an den Spekulationen beteiligt waren als die Banken. 2002 haben die Nichtbanken-Finanzintermediäre mit -2,7% sogar Verluste eingefahren, während Banken ein Plus von 1,8% verbuchen konnten. Wie wir vorhin in Österreich sehen konnten, waren es vor allem die Nichtbanken-Finanzintermediäre, die den Finanzsektor vor der Finanzkrise 2007 anstiegen lassen haben. Nicht ganz so stark, aber dennoch höher liegend, hatten die europäischen Nichtbanken-Finanzintermediäre ebenfalls ein stärker wachsendes Vermögen als die Banken. Für die Nichtbanken-Finanzintermediäre erfolgte 2007 der Einbruch und hatte ein Tiefstand bei -9,3% im Jahr 2008. Die Banken hatten 2007 ebenfalls den Einbruch und folgten mit einem vorzeitigen Tiefstand von -10,8% im Jahr 2009. 2012 (-4,0%) und 2013 (-16,1%) kam es zu einem weiteren schweren Einbruch, bei dem die Banken an Vermögen verloren.

Abb. 39: Veränderung zum Vorjahr Banken und Nichtbanken-Finanzintermediäre in der Eurozone, 1999-2016



Ersteller: Timur Aygünes, Quelle: OeNB, EZB.

Abgesehen von einigen Schwankungen haben die Nichtbanken-Finanzintermediäre sich in derselben Zeit stabil entwickelt. Sie haben sogar Zuwächse gemacht.

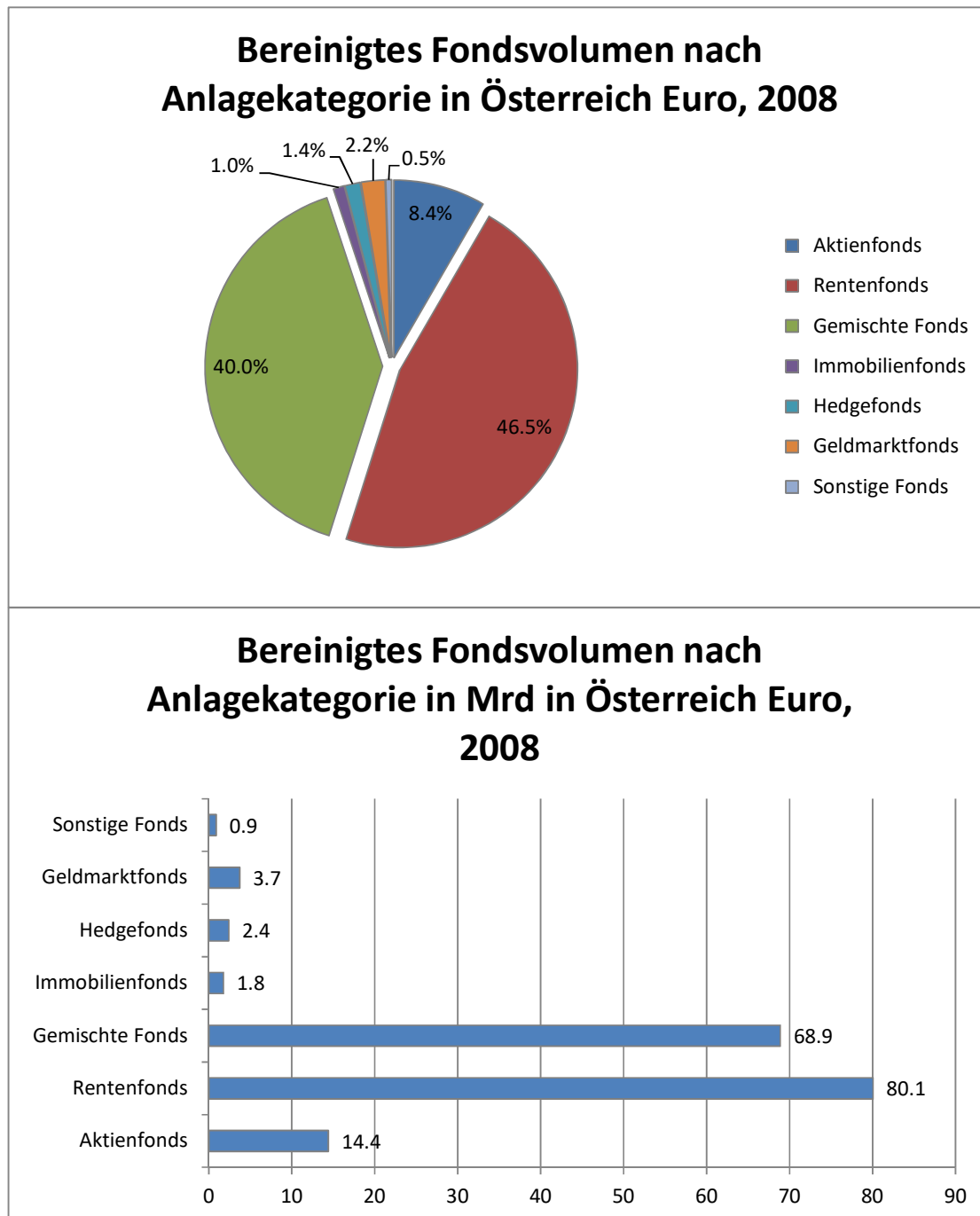
3.4 Entwicklung der Investmentfonds in der Zeit nach der Krise in Österreich

Kapitel 3.4 betrachtet die in Österreich verwalteten Investmentfonds auf der Ebene der Anlagekategorien und der Ebene der Anleger. Ziel ist es über die Veränderung der Investmentfondsstrukturen einen Einblick auf systemische Risiken zu erhalten.

Abb. 40 zeigt das bereinigte Fondsvolumen nach Anlagekategorie in Österreich von 2008.¹⁶⁷ Mit 46,5% und 40,0% machen die Rentenfonds bzw. gemischten Fonds den überwiegend größten Anteil aus. Die Drittgrößte Anlagekategorie stellen die Aktienfonds mit 8,4%. Immobilienfonds, Hedgefonds, Geldmarktfonds und sonstige Fonds spielen in Österreich so gut wie keine Rolle.

¹⁶⁷ Für die Errechnung der Anlagekategorie wurde die Summe aus Publikums- und Spezialfonds verwendet.

Abb. 40: Bereinigtes Fondsvolumen nach Anlagekategorie in Österreich 2008

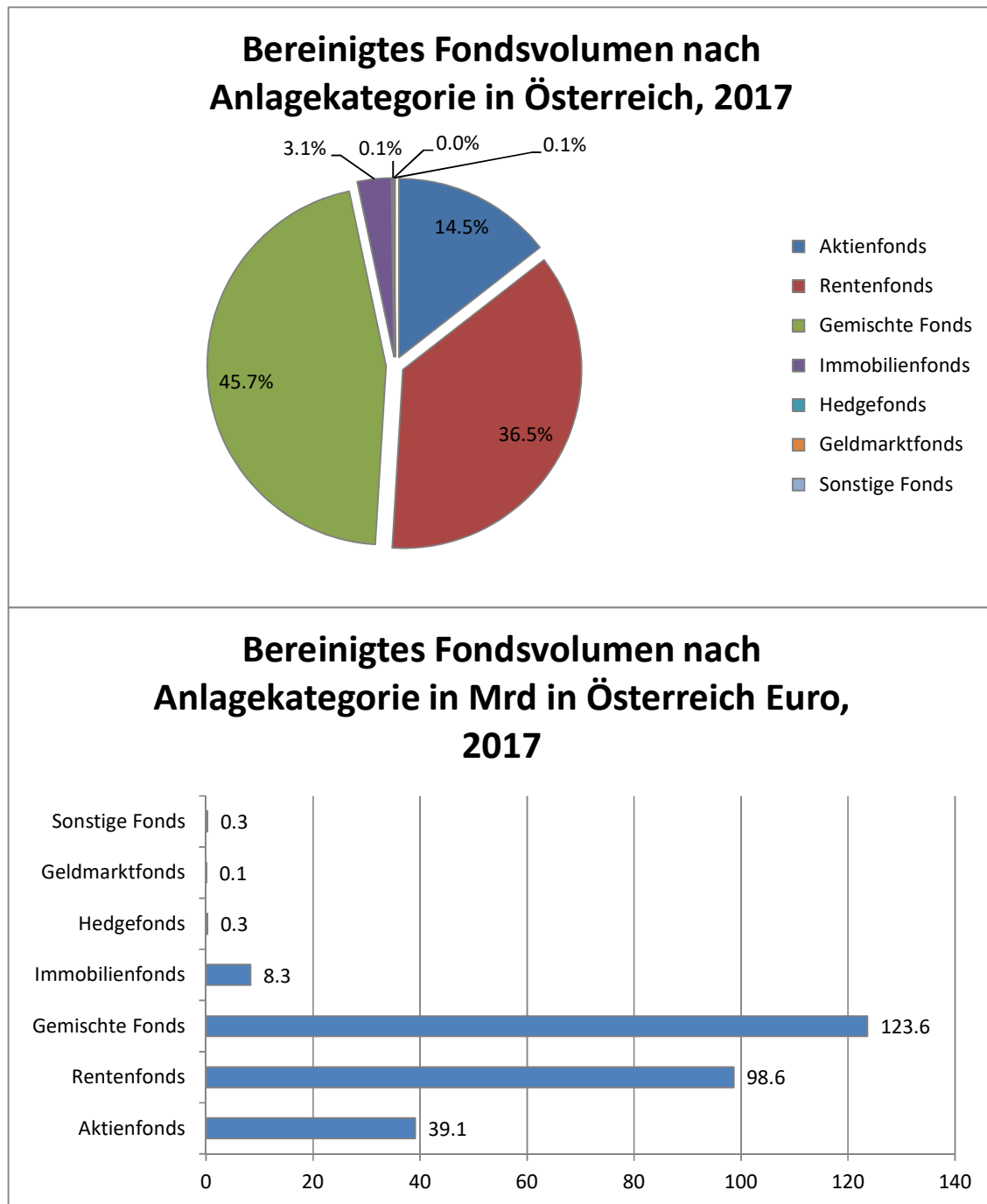


Ersteller: Timur Ayyünes, Quelle: OeNB.

Die Investmentfondsstruktur von 2017 hat sich leicht geändert. Abb. 41 zeigt, dass nun die gemischten Fonds mit 45,7% den größten Anteil ausmachen. Dagegen machen Rentenfonds nur noch 36,5% aus. Das Fondsvolumen von Aktien dagegen hat sich fast verdoppelt und spielt mit 14,5% nun eine größere Rolle als noch im Jahr 2008. Die restlichen Fonds spielen auch im Jahr

2017 kaum eine Rolle. Beachtlich hingegen ist, dass sich der Anteil der Immobilienfonds verdreifacht hat (von 1,0% auf 3,1%). Geldmarktfonds, Hedgefonds und sonstige Fonds machen zusammen nicht mehr als 0,25% aus. Die Entwicklung von 2008 zu 2017 zeigt das typische Verhalten nach einer Krise. Die Österreichischen Anleger suchen offenbar nach sicheren Anlagekategorien (Gemischte Fonds) und ziehen sich aus hochriskanten Investitionen (Hedgefonds) zurück. Gleichzeitig ist die Nachfrage nach Alternativen mit höheren Renditen gestiegen (Aktien).

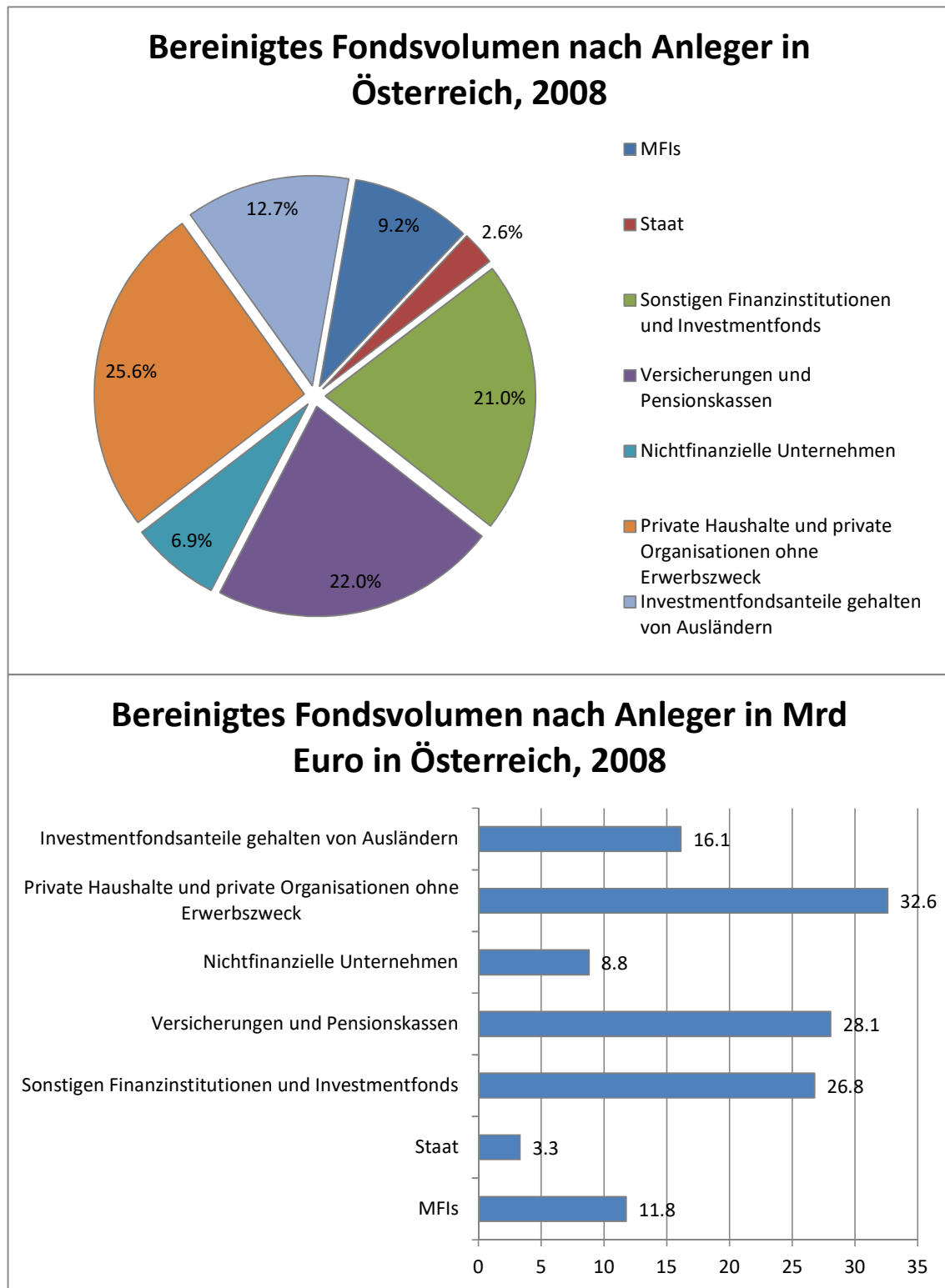
Abb. 41: Bereinigtes Fondsvolumen nach Anlagekategorie in Österreich 2017



Ersteller: Timur Ayyünes, Quelle: OeNB.

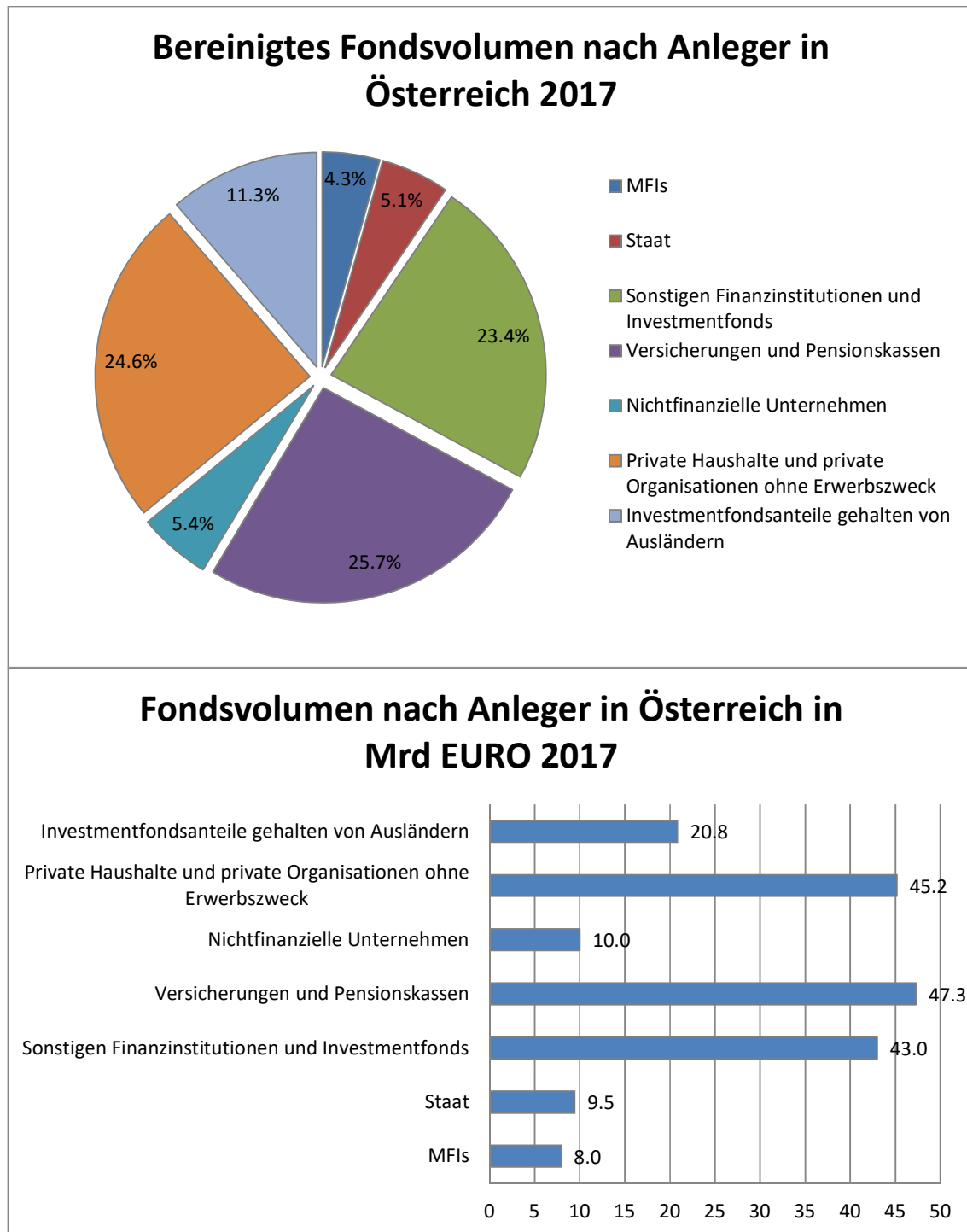
Die Analyse des (bereinigten) Fondsvolumens nach Anleger zeigen Abb. 42 (für 2008) und Abb. 43 (für 2017).

Abb. 42: Bereinigtes Fondsvolumen nach Anleger in Österreich 2008



Ersteller: Timur Ayyünes, Quelle: OeNB.

Abb. 43: Bereinigtes Fondsvolumen nach Anleger in Österreich 2017



Ersteller: Timur Ayyünes, Quelle: OeNB, EZB.

Den größten Anteil an den in Österreich gehaltenen Investmentfonds hielten 2008 private Haushalte und private Organisationen ohne Erwerbszweck mit 25,6%, Versicherungen und Pensionskassen mit 22,0% und Sonstige Finanzinstitutionen und Investmentfonds mit 21,0%.

Zusammen machen sie etwa 2/3 aus (68,6%). Der Vergleich zu 2017 macht deutlich, dass sich die Struktur kaum verändert hat. Der Anteil der privaten Haushalte und privaten Organisationen ohne Erwerbszweck ist in etwa gleich geblieben. Versicherungen und Pensionskassen sind auf 25,7% angestiegen und sonstige Finanzinstitutionen und Investmentfonds haben sich auf 23,4% erhöht. Der Staat hat seinen Anteil auf 5,1% erhöht und die MFIs haben Anteile verloren, nämlich von 9,2% auf 4,3%. Die größte Veränderung ist damit bei den MFIs festzustellen. Mit Blick auf den Schattenbankensektor zeigen die Ergebnisse, dass sich ihr Anteil an den Investmentfonds erhöht, während sich der Anteil Banken verringert hat. Daraus lässt sich schließen, dass Banken weniger mit dem Schattenbankensektor vernetzt sind und der Schattenbankensektor stärker die eigenen Risiken übernimmt.

4 Schluss und Ergebnisse der Analyse

Die Ergebnisse aus Kapitel 3 zeichnen ein deutliches Bild über die Verschiebungen des Finanzsektors in Österreich und in der Eurozone ab. Sie belegen eine anhaltende Finanzialisierung im Euroraum bei gleichzeitig abnehmender Finanzialisierung in Österreich. Diese Ergebnisse werden von Abb. 25 bis Abb. 30 dargestellt. Über die Entwicklung seit der Finanzkrise dokumentieren Abb. 40 bis Abb. 43.

Die sektorale Untersuchung in Kapitel 3.2 hat deutlich gemacht, dass die Bedeutung des Finanzsektors in Österreich seit 2008 zurück gegangen ist. Bis zur Finanzkrise wurde der Finanzsektor in Österreich sowie in der Eurozone vermögender und hinsichtlich der Realwirtschaft, d.h. am BIP, wichtiger. Seit 2008 kam es zu unterschiedlichen Entwicklungen. Während der Finanzsektor in Österreich seither an Bedeutung verlor, weisen die Daten auf eine Stagnation für die Eurozone hin. Im letzten untersuchten Jahr, 2016, lag das österreichische Vermögen des Finanzsektors sogar unterhalb des österreichischen Vermögens im Realsektor.

In Kapitel 3.3 wurden zwei Aggregate, Banken und Nichtbanken-Finanzintermediäre, ausführlicher analysiert. Für Österreich lag das Vermögen der Banken gegenüber der Nichtbanken-Finanzintermediären in der Vergangenheit als auch gegenwärtig viel höher. Der Vergleich auf der europäischen Ebene macht auch hier die unterschiedliche Entwicklung Österreichs gegenüber der Eurozone deutlich. Das Vermögen der Nichtbanken-Finanzintermediäre ist in der Eurozone annähernd so groß wie das des Bankensektors. Seit 2013 liegt das Vermögen der europäischen Nichtbanken-Finanzintermediäre sogar über dem der europäischen Banken. Zwar zeigt der europäische Finanzsektor seit 2008 keinen erheblichen Bedeutungszuwachs und dokumentiert seither eine Stagnation, allerdings werden Nichtbanken-Finanzintermediäre zunehmend vermögender als Banken. Somit werden die in Kapitel 2.3.3 besprochenen systemischen Risiken aus Schattenbankenstrukturen größer. Österreich kennzeichnet sich mit einer starken Bankenstruktur und ist weniger mit den Risiken des unregulierten Finanzmarktes konfrontiert.

Hinsichtlich der sektoralen Betrachtung sowie der Analyse der Banken und Nichtbanken-Finanzintermediäre nimmt Österreich eine Sonderstellung in Europa ein. Angesichts der in Kapitel 2 besprochenen Theorie, ist diese Entwicklung für die Finanzmarktstabilität als

entsprechend positiv zu bewerten. Österreichs Entwicklung steht im europäischen Vergleich gut da. Ungeachtet der Vorteile, ist die Mitgliedschaft in der Währungsunion problematisch, weil die österreichische Geldpolitik an die europäische gekoppelt ist. Insofern, dass Finanzkrisen sich auf andere Länder leicht übertragen können, dies trifft im Besonderen auf Mitglieder einer gemeinsamen Währungsunion zu, ist die Finanzmarkstabilität in Österreich dennoch durch die Finanzialisierung aus dem Ausland gefährdet.

Über die Krisenentwicklung und die Niedrigzinspolitik lassen die Ergebnisse dieser Arbeit keinen zufriedenstellenden Schluss zu. Hat die expansive Geldpolitik die schwache Konjunktur gestützt oder wird sie zu einer erneuten Krise führen? Klar ist, dass seit Beginn der niedrigen Zinsen die Nichtbanken-Finanzintermediäre in der Eurozone zugenommen hat. Außerdem hat die Finanzialisierung in Österreich seither abgenommen. Unklar ist wie sich die Einkommensverhältnisse der Haushalte entwickeln werden. Wie kurz in Kapitel 2.3.2.4 angesprochen wurde, ist mit einer weiteren Polarisierung zu rechnen, weil niedrige Einkommensklassen tendenziell weniger in Wertpapiere investieren. Kapitel 3.4 hat sich mit der Entwicklung der Investmentfonds in der Zeit nach der Krise in Österreich beschäftigt. Die Ergebnisse zeigen, dass die viel kritisierten Hedgefonds in Österreich kaum eine Rolle spielen. Für das Jahr 2017 machen sie weniger als 0,5% aus. Risiken aus diesem Bereich sind zumindest in Österreich nicht gegeben. Eine große Rolle spielen nach wie vor die Pensionskassen und neuerdings die gemischten Fonds, die vermutlich durch die Suche nach sichereren Anlagemöglichkeiten durch Streuung der Risiken als eine Reaktion auf die Niedrigzinspolitik zurückzuführen ist. Zu den attraktiven Anlageformen gehören auch zunehmend Aktien. Mit einem Sprung von 9% im Jahr 2008 auf 16% im Jahr 2017 hat sich der Anteil nahezu verdoppelt. Das in Aktien investierte Vermögen ist von 14,4 Mrd. Euro im Jahr 2008 auf 39,1 Mrd. Euro im Jahr 2017 angestiegen. Diese Entwicklung ist allerdings aufgrund der expansiven Geldpolitik wenig verwunderlich. In Österreich spielen Aktien nach wie vor keine große Rolle. Die Analyse über das Fondsvolumen nach Anlegern verdeutlicht, dass sich Banken vermehrt aus den Investmentfonds zurückgezogen haben. Gleichzeitig haben sich die Investitionen von Versicherungen, Pensionskassen, den Investmentfonds selbst und des Staates erhöht. Diese Entwicklungen sind einerseits gut, denn die Investoren haben sich aus hochriskanten Investmentfonds zurück gezogen und investieren in sichere Fonds. Andererseits kommt es lediglich zu einer Verlagerung des Risikos hin zum Schattenbankensektor. Die Risiken müssen

vermehrt vom Schattenbankensektor selbst getragen werden. Zum Beispiel würde das Platzen einer Immobilienblase diesmal weniger den Bankensektor und den Staat treffen, der letztlich für den Ausfall bürgt. Auf der anderen Seite ist der Staat ein zunehmend wichtiger Investor von Investmentfonds geworden. Unklar Außerdem fällt die Verschiebung des Risikos weniger ins Gewicht, angesichts der engen Vernetzung zwischen Schattenbanken und Bankensektor. Im Gegenteil, die Risiken verlagern sich vermehrt auf einen schlechter regulierten Finanzmarkt, der tendenziell stärker außer Kontrolle gerät als ein regulierter Markt. Die Entwicklung über das Verhältnis der Nichtbanken-Finanzintermediären zu den Banken deutet auf einen allmählichen Bedeutungszuwachs hin. Demzufolge kommt es zu einem Anwachsen eines unregulierten Finanzmarktes. Der große Vorteil ist jedoch, dass der Schattenbankensektor in Österreich kaum eine Rolle spielt, während der Finanzmarkt eine starke Bankenstruktur aufweist. Der unregulierte Markt ist klein. Aufgrund der Größe des Bankensektors liegen daher die systemischen Risiken des österreichischen Finanzmarktes nach wie vor bei den Banken selbst. Regulatorische Tätigkeiten und Bestimmungen der Aufsicht sollten sich auf die Risiken im Bankensystem selbst konzentrieren.

Literaturverzeichnis

- AALBERS, M. B. (2016). *The Financialization of the Housing. A political approach*. London/ New York: Routledge Verlag.
- ALHEID, G. (2012). *Herdenverhalten auf Finanzmärkten*. Hamburg: Diplomica Verlag.
- AMTSBLATT DER EUROPÄISCHEN ZENTRALBANK. (2015). *VERORDNUNG (EU) 2015/730 DER EUROPÄISCHEN ZENTRALBANK vom 16. April 2015 zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 1011/2012 über die Statistiken über Wertpapierbestände (EZB/2012/24) (EZB/2015/18)*. Abgerufen am 17.06.2018 von <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX%3A32015R0730>
- ASSA, J. (Januar 2012). Financialization and its Consequences: the OECD Experience. *Finance Research*, 1, S. 35-39.
- BANK FÜR INTERNATIONALEN ZAHLUNGS AUSGLEICH. (März 2000/2001). *71. Jahresbericht*. Abgerufen am 17.06.2018 von <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2001g.htm>
- BERG, B. (2009). *Finanzkrisen und Hedgefonds. Finanzmagier oder Krisenauslöser*. Wiesbaden, 1. Auflage: GWV Fachverlag.
- BOARD, F. S. (Juli 2016). *EU Shadow Banking Monitor Nr. 1*. Abgerufen am 17.05.2018 von https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/20160727_shadow_banking_report.en.pdf
- BORD, V. M., & SANTOS, J. A. (Juli 2012). The rise of the Originate-to-Distribute Model and the Role of Banks in Financial Intermediation. *FRBNY Economic Policy Review*, S. 21-34. Abgerufen am 01.02.2018 von <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/12v18n2/12>
- CHRISTIE, W. G., & HUANG, R. D. (1995). Following the pied piper: Do individual returns herd around the market. *Financial Analysts Journal*, 51(4), S. 31–37.
- DEUTSCHE BUNDESBANK. (2016). *Die Studie zur wirtschaftlichen Lage privater Haushalte (PHF)*. Abgerufen am 01.04.2018 von <https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Studie>

n/die_studie_zur_wirtschaftlichen_lage_privater_haushalte.pdf?__blob=publicationFile

- DEUTSCHMANN, C. (2014). Vorwort. In A. NÖLKE, & M. HEIRES (Hrsg.), *Die politische Ökonomie der Finanzialisierung* (S. 11-19). Frankfurt am Main: Springer Fachmedien Verlag.
- DEVENOW, A., & WELCH, I. (1996). Rational Herding in Financial Economics. *European Economic Review*, 40, S. 603-615.
- DHAENE, J., LINDERS, D., SCHOUTENS, W., & VYNCKE, D. (2012). The Herd Behavior Index: A new measure for the implied degree of co-movement in stock markets. *Insurance: Mathematics and Economics*, 50(3), S. 357–370.
- DUMÉNIL, G., & Lévy, D. (2001). Costs and Benefits of Neoliberalism: A Class Analysis. *Review of International Political Economy*, 8(4), S. 578-607.
- DUMÉNIL, G., & LÉVY, D. (2002). Neoliberalism: The Crime and the Beneficiary. *Review*, S. 393-400.
- EPSTEIN, G. A. (2005). *Financialization and the World Economy*. Cheltenham: Edgar Elgar Verlag.
- FINANCIAL STABILITY BOARD. (Juli 2016). *EU Shadow Banking Monitor Nr.1*. Abgerufen am 17.05.2018 von https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/20160727_shadow_banking_report.en.pdf
- FINANCIAL STABILITY BOARD. (2017). *EU Shadow Banking Monitor Nr. 2 vom 02. Mai*. Abgerufen am 17.05.2018 von http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/20170529_shadow_banking_report.en.pdf
- FINANCIAL STABILITY BOARD. (2017). *Global Shadow Banking Report vom 5. März 2018*. Abgerufen am 17.05.2018 von <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P050318-1.pdf>

- FRIEDBERG, B. (2015). *Personal Finance. An Encyclopedia of Modern Money Management*. California/ Colorado: Greenwood Verlag.
- FROUD, J., HASLAM, C., JOHAL, S., & WILLIAMS, K. (2000). Shareholder Value and Financialization: Consultancy Promises, Management Moves. *Economy and Society*, 29(1), S. 80-110.
- FROUD, J., HASLAM, C., JOHAL, S., & WILLIAMS, K. (2001). Finanzialisierung und ihre Folgen. *Kurswechsel 2*, S. 7-17.
- GISCHER, H., HERZ, B., & MENKHOFF, L. (2012). *Geld, Kredit und Banken. Eine Einführung*. Heidelberg, 3. Auflage: Springer Verlag.
- GLEBE, D. (2008). *Börse verstehen: Die globale Finanzkrise. Alles über die Finanzkrisen dieser Welt*. Norderstedt: Spinbooks Verlag.
- HOTT, C. (2002). *Finanzkrisen. Eine portfoliotheoretische Betrachtung von Herdenverhalten und Ansteckungseffekten als Ursache von Finanzkrisen*. Abgerufen am 09.02.2018 von <http://www.risknet.ch/fileadmin/eLibrary/Herdenverhalten-Diss-2002.pdf>
- IONESCU, C. (2012). The Herd Behavior and the Financial Instability. *Annals of the University of Petrosani, Economic*, 12(1), S. 129-140.
- KESSLER, O., & WILHELM, B. (2014). Finanzialisierung und die Performativität des Schattenbanksystems. In A. NÖLKE, & M. HEIRES (Hrsg.), *Die Politische Ökonomie der Finanzialisierung* (S. 97-115). Wiesbaden: Springer Fachmedien Verlag.
- KIM, C., LEE, W., CHOI, Y. H., & AHN, J. (2013). *Analyzing Herd Behavior in Global Stock Markets: An Intercontinental Comparison*. Abgerufen am 25.02.2018 von <https://arxiv.org/pdf/1308.3966.pdf>
- KLUG, T., LOCAREK-JUNGE, H., & MIHM, M. (2009). Rationale Marktübertreibungen im Zusammenhang der aktuellen Finanzmarktkrise. *Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung*, 78(1), S. 25-39.
- KRIPPNER, G. (Juli 2005). The financialization of the American economy. *Socio-Economic Review*, 3, S. 173-208.

- KRIPPNER, G. (2011). *Capitalizing on Crises. The Political Origins of the Rise of Finance*. Cambridge/ Massachusetts/ London: Harvard University Press.
- LÄHM, M. V. (2004). *Hedgefonds, Banken und Finanzkrisen. Die Bedeutung außerbilanzieller Leverage-Effekte durch Finanzderivate für das Risikomanagement von Finanzinstituten und das systemische Risiko des globalen Finanzsystems*. Dissertation Freie Universität Berlin: Deutscher Universitäts-Verlag.
- LAZONICK, W., & O'Sullivan, M. (2000). Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance. *Economy and Society*, 29, S. 13-35.
- LUX, T. (Juli 1995). Herd Behavior, Bubbles and Crashes. *The Economic Journal*, 105(431), S. 881-896.
- MAUG, E., & NAIK, N. (1995). *Herding and Delegated Portfolio Management: The Impact of Relative Performance Evaluation on Asset Allocation*. Abgerufen am 17.06.2018 von <https://www.chesler.us/about/about%20files/herding.pdf>
- MINSKY, H. P. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. Abgerufen am 17.06.2018 von http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/144
- MINSKY, H. P. (1992). *The Financial Instability Hypothesis, Working Paper Nr. 74*. Abgerufen am 22.05.2018 von <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp74.pdf>
- MISHKIN, F. S. (2006). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. Boston/ San Francisco/ New York/ London/ Toronto/ Sydney/ Tokyo/ Singapore/ Madrid/ Mexico City/ Munich/ Paris/ Cape Town/ Hong Kong/ Montreal: Pearson International Edition (7.Auflage).
- NÖLKE, A., & HEIRES, M. (2011). Finanzkrise und Finanzialisierung (Überarbeitete Fassung des Beitrags aus Kessler, Oliver). In O. Kessler (Hrsg.), *Die Politische Ökonomie der Weltfinanzkrise* (S. 37-52). Heidelberg: VS Verlag. Abgerufen am 17.06.2018 von http://www.fb03.uni-frankfurt.de/43202676/Finanzkrise_und_Finanzialisierung.pdf
- ÖSTERREICHISCHE NATIONALBANK. (17. 03 2018). Abgerufen am 30.01.2018 von ÖSTERREICHISCHE NATIONALBANK: <https://www.oenb.at/Statistik/Standardisierte-Tabellen/gesamtwirtschaftliche-finanzierungsrechnung.html>

- ÖSTERREICHISCHE NATIONALBANK. (2018). *Finanzmärkte*. Abgerufen am 30.01.2018 von <https://www.oenb.at/Finanzmarktstabilitaet/Finanzmaerkte.html>
- ÖSTERREICHISCHE NATIONALBANK. (2018). *Finanzmarktstabilität*. Abgerufen am 30.01.2018 von <https://www.oenb.at/Finanzmarktstabilitaet.html>
- ÖSTERREICHISCHE NATIONALBANK. (2018). *Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung*. Abgerufen am 17.03.2018 von <https://www.oenb.at/Statistik/Standardisierte-Tabellen/gesamtwirtschaftliche-finanzierungsrechnung.html>
- PALLEY, T. I. (2007). *Financialization: What It Is and Why It Matters (Working Paper No. 525)*. Abgerufen am 08.12.2017 von https://www.boeckler.de/pdf/p_imk_wp_04_2008.pdf
- PALLEY, T. I. (2014). *Financialization. The economics of finance capital domination*. New York: Palgrave Macmillan.
- Parlament, E. (2013). *Verordnung des europäischen Parlaments und des Rates zum europäischen System volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen auf nationaler und regionaler Ebene in der Europäischen Union (ESA 2010)*.
- PATTERSON, D. M., & SHARMA, V. (2007). *Did Herding Cause the Stock Market Bubble of 1998-2001*. Abgerufen am 17.02.2018 von <https://pdfs.semanticscholar.org/f04d/2d5ae95c23b1e4aafa4089c8dac159de2b26.pdf>
- PHILLIPS, K. P. (2002). *Wealth and democracy. A political history of the American rich*. New York: Broadway books.
- RAJESH, R., & SIVAGNANASIHI, T. (2000). *Banking Theory. Law and Practice*. Neu-Delhi: Tata McGraw-Hill Publishing Company Limited.
- RAMSKOGLER, P. (2014). Die Rolle von Banken und institutionellen Investoren in der Krise. *Kurswechsel*, 4, 5-15.

- REDAK, V. M., & HENRY, R. (2013). Geldverhältnis und Krise. In R. Atzmüller, J. Becker, & U. Brand (Hrsg.), *Fit für die Krise. Perspektiven der Regulationstheorie* (S. 239-257). Münster: Verlag Westfälisches Dampfboot.
- ROTZOLL, K. (2008). *Leitfaden zum wissenschaftlichen Arbeiten*. Universität Bochum.
Abgerufen am 29.11.2017 von https://www.ruhr-uni-bochum.de/woa/infos/lf_wiss_arbeiten.pdf
- SCHARFSTEIN, D. S., & STEIN, J. (Juni 1990). Herd Behavior and Investment. *The American Economic Review*, 80(3), S. 465-479.
- SCHNYDER, M. (2002). *Die Hypothese finanzieller Instabilität von Hyman P. Minsky: ein Versuch der theoretischen Abgrenzung und Erweiterung*. Diss. Freiburg.
- SHARMA, S., & BIKHCHANDANI, S. (2001). Herd Behavior in Financial Markets. *IMF Staff Papers*, 47(3), 279-310.
- SKINTZI, V. D., & REFENES, A. N. (2005). Implied correlation index: A new measure of diversification. *Journal of Futures Markets*, 25(2), 171–197.
- SOROS, G. (2013). *Die Analyse der Finanzkrise und was die bedeutet weltweit*. Norderstedt: Finanzbuch Verlag (4.Auflage).
- STATISTIK AUSTRIA. (2018). Abgerufen am 18.06.2018 von https://www.statistik.at/web_de/statistiken/wirtschaft/preise/verbraucherpreisindex_vpi_hvpi/index.html
- STATISTIK AUSTRIA. (2018). *Verbraucherpreisindex*. Abgerufen am 01.04.2018 von https://www.statistik.at/web_de/statistiken/wirtschaft/preise/verbraucherpreisindex_vpi_hvpi/index.html
- STOCKHAMMER, E. (2004). Financialisation and the Slowdown of Accumulation. *Cambridge Journal of Economics*, 28(5), S. 719-741.
- STOCKHAMMER, E. (2014). Entstehung der Krise des finanz-dominierten Akkumulationsregimes. Eine postkeynesianische Perspektive auf Finanzialisierung. In

- A. NÖLKE, & M. HEIRES (Hrsg.), *Die Politische Ökonomie der Finanzialisierung* (S. 33-49). Wiesbaden: Springer Fachmedien Verlag.
- VOßKAMP, P. (2014). *Finanzkrisen verstehen. Minskys Hypothese der finanziellen Instabilität und die Anwendung auf die Finanzkrise von 2007*. Hamburg: Bachelor/Master Publishing.
- WAGNER, J., WICHO, M., & ZHAN, J. C. (2017). *Kreditintermediation des Nichtbanken-Finanzsektors*. Abgerufen am 17.05.2018 von https://www.oenb.at/dam/jcr:863f24f3-2413.../07_Wagner_Statistiken_3_17.pdf
- WELTBANK. (2018). Abgerufen am 13.06.2018 von <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG>
- WETZEL, D. J. (2017). Das Wettbewerbsdispositiv im flexibilisierten Kapitalismus. Eine vergleichende Analyse. In R. DIAZ-BONE, & R. HARTZ (Hrsg.), *Diskurs- und Dispositivanalyse Perspektiven auf Märkte und Organisation* (S. 327-349). Wiesbaden: Springer-Verlag.
- WICHELS, D. (2002). *Gestaltung der Kapitalmarktkommunikation mit Finanzanalysen*. Wiesbaden: Springer Fachmedien (1. Auflage).
- WILLIAMS, K. (2000). From Shareholder Value to Present-Day Capitalism. *Economy and Society*, 29, S. 1-12.