

ÖVFA Publikationsreihe

Die Krisen und ökonomische Verantwortung

Ein Update zu Economic Responsibility 3.0



Alle Krisen - sei es Finanz-, Wirtschafts-, Vertrauens- oder Verschuldungskrise - verlangen nach einem umfassenden Verantwortungskonzept

- Wir leben in einer globalen Verschuldungskrise
- Quantitative Easing zeigt auch nicht den Weg aus der Krise
- Rating-Agenturen - ja, aber anders
- Japan und Deutschland: plötzlich geht es auch ohne Atom-Industrie
- Zukunft muss auf Innovation und Reduktion aufbauen
- Die 50 spezifischen Ansätze von "Economic Responsibility 3.0" (Juni 2011) sind nach wie vor gültig

Verantwortung und die Krisen - weiterführende Maßnahmen und Ideen zur Bewältigung und Vermeidung

Über ÖVFA (Österreichischen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management)

Seit ihrer Gründung im Jahr 1972 ist es Zielsetzung der Österreichischen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (ÖVFA), den Informationsfluss zwischen börsennotierten Unternehmen und Investoren zu fördern, Analysten, Fondsmanagern und sonstigen Anlegern eine Plattform für Erfahrungsaustausch zu bieten, das Wissen um den österreichischen Finanzplatz bei in- und ausländischen Investoren zu vertiefen und die Interessen ihrer Mitglieder in der Öffentlichkeit und im Rahmen wirtschaftspolitischer Initiativen zu vertreten. Insbesondere auf dem komplexen Gebiet der Vermögensveranlagung, das große Chancen aber auch viele Risiken in sich birgt, gilt es, Entscheidungsprozesse so effizient und transparent wie möglich zu gestalten.

Disclaimer

Diese Publikation ist als Denkanstoß in einem laufenden Diskussionsprozeß gedacht.

Es gilt sinngemäß die deutsche Version als Grundlage.

Impressum

Herausgeber und Medieninhaber (Verleger):
Österreichische Vereinigung für Finanzanalyse und
Asset Management - ÖVFA
Eßlinggasse 17/5, A-1010 Wien

© 2012 by ÖVFA

Alle Rechte, insbesondere das Recht der Vervielfältigung und Verbreitung sowie der Übersetzung, vorbehalten. Kein Teil des Werkes darf in irgendeiner Form (durch Photokopie, Mikrofilm oder ein anderes Verfahren) ohne schriftliche Genehmigung der Österreichischen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management reproduziert oder unter Verwendung elektronischer Systeme gespeichert, verarbeitet, vervielfältigt oder verbreitet werden.

A. Einleitung zu einem nachhaltigen Verantwortungs-Ansatz	3
B. Bemerkungen zu einem Follow-up der Publikation "Economic Responsibility 3.0" aus Juni 2011	7
1. Wir leben in einer globalen Verschuldungskrise	8
2. Eurozone vs. USA	9
3. Die Strategie des Gelddruckens (Quantitative Easing) ist auch nicht der Schlüssel zum Erfolg	9
4. Der Fall Griechenland liegt komplett anders	9
5. Eurobonds	10
6. Rating-Agenturen	11
7. Japan und Deutschland: es geht offensichtlich auch plötzlich ohne Atom-Industrie	13
C. Zusammenfassung/ Fazit Innovation und Reduktion	14

Fritz Mostböck, CEFA
office@ovfa.at

+43 (1) 533 50 50

Die Krisen und ökonomische Verantwortung

Die Verschuldungskrise lässt sich nicht nur auf die Eurozone reduzieren

(Ein Update zum EFFAS/OVFA Report on Economic Responsibility 3.0)

A. Einleitung zu einem nachhaltigen Verantwortungs-Ansatz

Die Krise, welche 2007 mit dem US-amerikanischen Subprime-Segment ihren Ursprung nahm, ist nicht überwunden. Es folgten eine Finanzkrise, eine Krise der globalen Realwirtschaft und letztendlich eine nach wie vor existente tiefe Vertrauenskrise an den Finanzmärkten. Die Auswirkungen der zuvorgegangenen Krisen stecken nun teilweise in stark gestiegenen Staatsverschuldungen fest. Dies trifft für einen Großteil westlicher Industrienationen zu (Eurozone, aber auch USA, Großbritannien, Japan insbesondere, etc.). Bei Griechenland ist das anders. Griechenland hatte schon immer eine hohe Verschuldung und Zahlen der Vergangenheit wurden offensichtlich geschönt. Auch Staaten wie Japan wußten in der jahrzehntelangen Vergangenheit mit hohen Staatsverschuldungen umzugehen, vorallem wenn sich diese zum Großteil im Inland refinanzieren lassen. Darüberhinaus folgten den Krisen in 2011 beispielsweise ausserordentliche Ereignisse wie die Atomkatastrophe in Fukushima oder die arabische Revolution. Kurz um: Vieles läuft unter nachhaltigen ESG-Gesichtspunkten (ESG* = Environmental, Social and Governance Issues) weltweit schief.

Verschärfte umfassende Transparenzerfordernisse werden für Kapitalmarkt-Investoren - welche über Staaten wie Unternehmen über deren zukünftige Finanzierungsfähigkeiten richten sollen - zunehmend wichtig sein. Der öffentliche Erfolgsdruck (und damit Kursperformancedruck) wird für Investoren kaum mehr Spielräume zulassen. Dafür steht mit einem weiteren Verlust von Vertrauen in einer vernetzten Finanzwelt zu viel am Spiel. Beim "E" wird zunehmend auf Umweltverträglichkeiten zu achten sein, beim "S" ist auf soziale wie gesellschaftliche Komponenten (Einhaltung Menschenrechte, etc.) Rücksicht zu nehmen und beim "G" stehen Governance-Aspekte wie strukturierte, nachvollziehbare -Abläufe in Unternehmen wie Staaten im Mittelpunkt. Letzteres trifft nicht nur auf die Vermeidung von Korruptions-Affären in Unternehmen zu, es betrifft auch geordnete Wohlverhaltensabläufe in der Politik. Zahlreiche Rücktritte von Politikern der jüngsten Zeit bestätigen weltweit eindrucksvoll, dass Vertrauen auch dort unbedingt wiederhergestellt werden muss. Warum? Investoren werden ihr Kapital verstärkt nur auf jene Staatsanleihen allozieren, bei denen sie politisches

Vertrauen für die Zukunft schöpfen. Andererseits werden darüberhinaus Staaten - in der aus dem Ruder gelaufenen Verschuldungssituation - ebenfalls darauf bedacht sein, Korruption einzudämmen, um an qualitativ hochwertiges Kapital zu kommen. Rankings in Korruptions-Indizes (z.B. von Transparency International) machen das öffentlich, dies sollte auch vor allem verstärkt in die Länderbeurteilung von Ratingagenturen einbezogen werden.

Betrachtet man jegliche Art von Krisen der jüngsten Zeit, so ist im Sinne eines Nachhaltigkeits-Ansatzes vieles schief gelaufen. Im Mittelpunkt der aktuellen Situation steht daher die Frage, wie zukünftige Krisen besser zu bewältigen sind oder sich überhaupt vermeiden lassen. Auf jeden Fall muss eine umfassende Lösung nicht nur gute Vorsätze sondern auch den Willen zur Veränderung beinhalten. Ein umfassender ESG-Ansatz zur Lösung von Krisen inkludiert auch die dem Erdbeben folgenden Umweltkatastrophen wie jüngst in Japan oder politische Krisen wie in arabischen Ländern (soziale Ungleichgewichte, Korruption, etc.). Beide Krisen aus dem Jahr 2011 lassen sich unter ESG-Gesichtspunkten einbeziehen.

Sämtliche Krisen sind spezifisch auf mangelnde allgemeine ökonomische wie (lokale) politische Verantwortung zurückzuführen. Andernfalls wäre es nicht zu fatalen Fehlern mit nachhaltig negativen Auswirkungen gekommen, die aus einem Mangel an Transparenz auf politischer wie wirtschaftlicher Ebene resultieren. In letzter Konsequenz führten diese Verfehlungen nicht nur zu enormen Abschreibungen bei direkt oder indirekt von der Finanzkrise betroffenen Unternehmen und Institutionen, sondern - noch schlimmer - sie zerstörten sämtliches Vertrauen in Finanzinstitutionen und der Kapitalwirtschaft generell. Die negativen Auswirkungen der Finanzmarktkrise 2007-2009 hatten letztendlich (zum Glück nur temporär) substantiell negative Konsequenzen für die globale Realwirtschaft bewirkt. All das mündete schlußendlich infolge massiv notwendig gewordener staatlicher Unterstützungsmassnahmen in teilweise exorbitant höheren Staatsschulden. Eine Realität, die uns sehr wahrscheinlich längerfristig (vermutlich fünf Jahre oder mehr) herausfordern wird. Die erreichten Höhen an Staatsschulden (im Vergleich zu Bruttoinlandsprodukten wie Budgetdefiziten) werden sich nur zäh und langsam abbauen lassen. Zum anderen dämpfen gegensteuernde Sparpakete von Staaten, welche nur langsam in Wirtschaftskreisläufe einfließen, wiederum die Konjunktur allgemein. Konjunkturelles Wachstum wird aber notwendig sein, um nachhaltig Schulden abzubauen. Ein Teufelskreis.

Transparente und geordnete Handlungen von Geschäftspartnern sowie ein korrekter Umgang miteinander schaffen letzten Endes Vertrauen und Glaubwürdigkeit in Wirtschaft wie auf Finanzmärkten. Genau dieses Vertrauen wurde während der Krise zerstört. Im originären Ausgangspunkt der Krise (2007) wurden offensichtlich Kredite am US-Immobilienmarkt (sogenanntes Subprime-Segment) zu leichtfertig vergeben. Ebenso wenig waren ganz offensichtlich darauf gebündelte strukturierte Finanzprodukte zu wenig ausgeklügelt oder im anderen Fall so

sophistiziert, dass sie nur mehr Wenige verstanden. Diese Finanzprodukte wurden lange Zeit erfolgreich gehandelt und in weiterer Folge weltweit exportiert, hohe Bonus-Tangenten für handelnde Marktteilnehmer sowie Gier taten ein Übriges. Die unglückseelige Rolle von Ratingagenturen zur Einschätzung dieser Produkte braucht wahrscheinlich nicht mehr zusätzlich beleuchtet werden. Mit schlussendlich drastisch fallenden Immobilienpreisen hatte dieses Treiben - wie man jetzt im Nachhinein weiß - einerseits die Finanzmärkte weltweit zum Einsturz gebracht und andererseits infolge exorbitanter Abschreibungen für Finanzinstitute wie anderen Unternehmen enorme negative realwirtschaftliche Auswirkungen verursacht. Auswirkungen dieser Art (Stichwort "Too big to fail") sind zu guter Letzt in Staatsverschuldungen angekommen, welche sich am Papier leider nicht so schnell wegwischen lassen.

Fast komischer aber auch tragischer Weise kommen exakt in solchen turbulenten Abwärtsphasen der Märkte auch andere Betrugsfälle zum Vorschein und fallen wie Kartenhäuser in sich zusammen. Hohe Staatsverschuldungen weiten sich auch deshalb dramatisch aus, da die Negativspirale infolge eines nicht unbedingt behutsamen, verantwortungsvollen und taktisch eher unklugen einzustufenden Verhaltens von Ratingagenturen, diesen Trend nach unten noch pro-zyklisch verstärkt. Ein wahrlicher Teufelskreis, der noch fest vermutete Mauern eines jahrzehntelangen etablierten Wirtschaftsgefüges zum Einstürzen bringt. Auch oft Gebilde die - bis dahin offensichtlich geschickt gemacht, kunstvoll verschleiert oder wegen Bedeutungslosigkeit unbeachtet (Stichwort Madoff) - vollkommen zusammenbrechen. Dadurch schraubt sich die Spirale weiter mit fehlendem Vertrauen in offene Flanken von Staatsverschuldungen und Finanzmärkte.

Kommunismus wie zügelloser vollkommen freier Neo-Liberalismus sind gescheitert. Dass das Prinzip der kommunistischen Planwirtschaft gescheitert und keine Alternative für nachhaltigen wirtschaftlichen Fortschritt darstellt (auch trotz jüngster zwangsweise umgesetzter Not-Verstaatlichungen), sollte hinlänglich bekannt sein und braucht nicht diskutiert zu werden. Ebenso ist aber auch das reine kurzfristige, sich von Quartal zu Quartal orientierende Shareholder-Value-Denken und der Ansatz des freien Neo-Liberalismus - das Prinzip, im Wesentlichen alles vollkommen frei und losgelöst Märkten zu überlassen - infolge der letzten Finanz-, Wirtschafts-, Vertrauens- und Verschuldungskrise kläglich gescheitert. Shareholder Value sollte eigentlich ein reines Ergebnis oder eine nüchterne Zahl repräsentieren, nicht aber eine Strategie oder ein umfassendes nachvollziehbares und nachhaltig ausgerichtetes Geschäftsmodell ersetzen. Dass die Krise nun in letzter Konsequenz mit voller Wucht in den Staatsverschuldungen angekommen ist und dort geparkt ist, sollte uns eindringlich zu Denken geben.

Es sollte sich aber aus der Situation etwas Positives ergeben. Je tiefer eine Krise greift, desto mehr Chancen, Möglichkeiten und Ideen werden sich provozieren lassen. Viele Menschen gelangen vor allem jetzt weltweit zur Einsicht, dass in der Art und Weise, wie wir in den vergangenen Jahrzehnten gelebt und gewirtschaftet haben, nicht mehr weitergemacht werden kann. Dieser Umstand wird uns deutlich über die durch Jahrzehnte

akkumulierten Staatsverschuldungen aufgezeigt. Eine Verschuldungskrise in der Dimension bleibt für länger festgefahren, Staatsverschuldungen kann man nicht in ein paar Monaten oder wenigen Jahren abbauen. Eine Verschuldungskrise kann aber wieder neue Krisen entstehen lassen bzw. infolge des fehlenden Vertrauens an Finanzmärkten wieder in die Realwirtschaft negativ zurückschwingen. Es wird wohl zumindest mehrere Jahre dauern, bis wir infolge von unvermeidbaren einschneidenden Maßnahmen klarer sehen werden. Bei vielen Wirtschaftsverantwortlichen, Finanzmarktteilnehmern wie Politikern, welche Verantwortung zu tragen haben und gewissenhaft mit dieser Umgehen müssen, wird - je länger die Verschuldungsproblematik andauert - ein rar gewordenes Verhalten zurückkehren müssen: jenes der Demut und Einsicht. Ein Gemütszustand bzw. eine Erkenntnis, welche in boomenden Wirtschaftsjahren vollkommen verloren gegangen ist.

ESG und ökonomische Verantwortung kann die Antwort sein. Die Einführung pro-aktiv ausgerichteter und nachhaltiger gelebter Verantwortung unter ESG (Environmental, Social, Governance)-Gesichtspunkten kann über Evaluierungen an Kapitalmärkten (Aktien wie Anleihen) erfolgreich Korruption bekämpfen, helfen soziale Konflikte zu vermeiden und Umweltmissionen so niedrig wie möglich zu halten. Hiezu bedarf es aber nicht nur politischen wie wirtschaftlichen Willen, sondern dieser Wille muss auch in die Praxis umgesetzt werden. Jegliche jüngste Form von Krisen - Finanz-, Vertrauens-, Wirtschafts- wie Verschuldungskrise, sowie auch die letzten Ereignisse in Japan (natürlich bis auf das Erdbeben selbst) - sowie die Krisen in den arabischen Staaten haben erstens mit ESG und zweitens mit Kapitalmärkten zu tun.

Um Vertrauen wiederzugewinnen, kann man nicht "den Kopf in den Sand stecken" und so tun, als wäre nichts geschehen. Es bedarf neuer, progressiver Forderungen für ein künftiges Regelwerk von Finanzmärkten allgemein. Gesetze und Regulierungsmaßnahmen allein werden in Zukunft kein besseres Finanzsystem provozieren. Von einer Überregulierung muss vehement abgeraten werden. Überregulierung bewirkt meist nur ineffizientes, starres Handeln und hohen Administrationsaufwand. Sicher lassen sich durch starke Regulierungsmaßnahmen zusätzliche Verwaltungs-Jobs schaffen, eine bessere Entwicklung wird das aber nicht herbeiführen. Dass der vollkommen freie Markt am anderen Ende des Spektrums keine Antwort als Patentrezept mehr liefern kann, ist nicht diskussionswürdig.

Das, was wir jetzt weltweit in einem funktionierenden System brauchen ist: Vertrauen. Gerade die Wiederherstellung verlorengegangenen Vertrauens sollte durch umfassende ESG-Ausrichtung provoziert werden und dies kann im Übrigen über Kapitalmärkte positive volkswirtschaftliche Effekte bringen. In Boomjahren entsteht Gier, in Rezessionsphasen kommen Angst und Panik. Genau aus diesen Übertreibungszuständen heraus muss durch das umfassende Übernehmen von Verantwortung in jeglicher Hinsicht noch mehr Transparenz geschaffen werden und wieder eine Balance zwischen beiden Extremen hergestellt werden. Ein Zustand von Vertrauen. Dabei wird auch Medien eine tragende Rolle zukommen, denn das, worüber und vor allem wie berichtet wird, ist oft stark

negativ überzogen, verstärkt und schürt geradezu Angst. Eine "negative Sensations-Story" verkauft sich eben besser. Eine höchstmögliche objektive Berichterstattung, welche sich auf Fakten reduziert, ist gefragt. Die ausschließliche Produktion von Negativ-Schlagzeilen wird uns nicht aus der aktuellen Situation helfen.

Vertrauen kann nur entstehen, wenn es umfassend gelebt wird. Vertrauen lässt sich nur wiederherstellen, wenn es auf einem umfassend gelebten "Verantwortungs"-Ansatz aller Individuen und Institutionen in Form von Organen und Mitarbeitern börsen- wie nicht börsennotierter Unternehmen und Gesellschaften, Regierungen und NGOs beruht. Das an sich richtige Prinzip des Stakeholder-Ansatzes (im Wesentlichen der enorm wichtige Kreis zwischen Aktionär, Kunde, Mitarbeiter und Lieferant) muss neu und umfassender definiert werden. Es muss - wie sich jetzt zeigt - auch ein Schulterschluss zu Staaten, Regierungen, Zentralbanken, NGOs und allen anderen in der Wirtschaft verantwortungsvoll handelnden Gesellschaften, Körperschaften, öffentlichen wie privaten Personen stattfinden. Es muss nicht nur die Rolle des Wohlergehens börsen- wie nicht börsennotierter Unternehmen selbst im Mittelpunkt stehen. Es muss ein fairer verantwortungsvollen Umgang mit Geschäftspartnern wie Konkurrenten aller Art mit einbezogen werden. Allerdings darf dadurch ein gesunder Wettbewerb im Sinne des Kunden weder in Frage gestellt noch gefährdet werden.

Aus der Situation heraus kann daher nur "pro-aktiv" gelernt werden. Die Zeichen für umfassende Veränderungen stehen gut. Je mächtiger und tiefgreifender die Krise ist, desto kompakter und zielgerichteter werden notwendige Maßnahmen und Korrekturen auch unangenehmer Natur sein müssen. Ein Prozess der durchaus als "reinigend" bezeichnet werden kann und der aller Voraussicht nach auch erstaunlich gute Ergebnisse für eine zukünftige Entwicklung bringen wird. Nur eine sachliche Analyse von Fundamentaldaten und -fakten - anstatt oberflächlicher Verallgemeinerung - kann den richtigen Pfad aus der Krise beschreiben.

Die oben diskutierten Themen und Maßnahmen sollen dazu beitragen, Orientierung zu finden und vor allem auch ein besser funktionierendes Finanzsystem zu erwirken. Orientierung, welche den als selbstverständlich geglaubten, nun aber herbeiersehnten, aber nicht leicht wieder zu erreichenden Zustand des Vertrauens herstellt und absichert. Vor allem dürfen die aktuell so hohen jährlichen Defizite und Gesamtverschuldungsniveaus nicht ausschließlich mit neuen rigorosen Steuerpaketen und erhöhten Ausgabenkürzungen bekämpft werden. Sparen ist prinzipiell gut, kann aber die Situation deutlich verschlimmern. Dies wäre eine völlig falsche wie fatale Strategie, mit der man jegliches Konjunkturwachstum abwürgt. Es bedarf daher völlig neuer Zukunftskonzepte. Eine konsequente Umsetzung einer globalen ESG-Strategie könnte über Jahrzehnte hinaus nachhaltiges Wachstum durch veränderte Werttreiber generieren, neue Beschäftigung schaffen und daher positiv zum Wohl der Allgemeinheit und der Umwelt beitragen. Gleichzeitig würde erhöhte Transparenz für Unternehmen wie Kapitalmärkte verlorenes Vertrauen und Glaubwürdigkeit wieder herstellen.

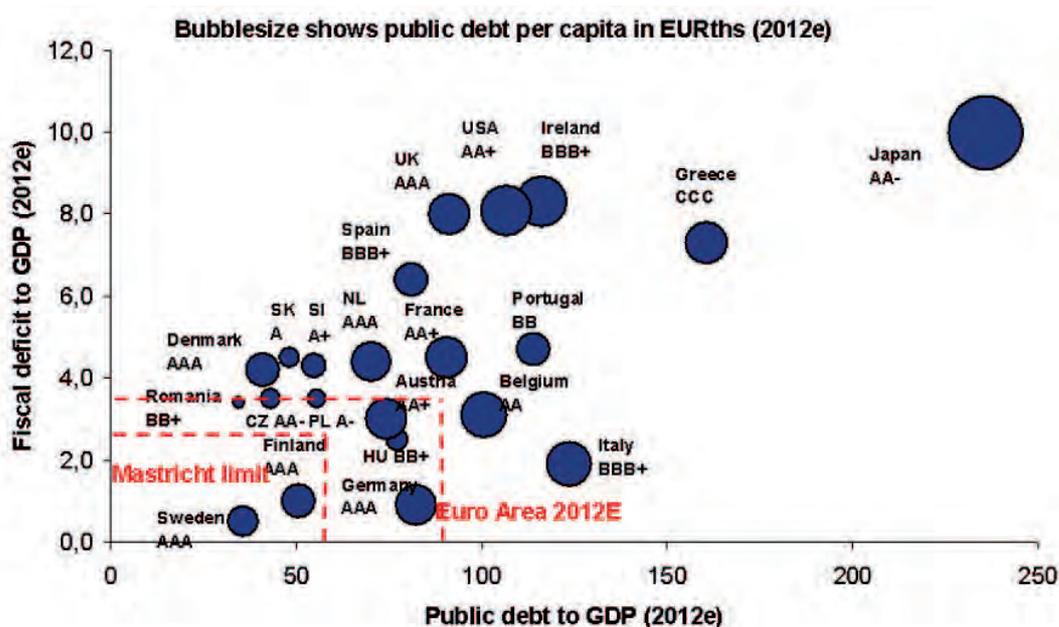
B. Bemerkungen zu einem Follow-up der Publikation "Economic Responsibility 3.0" aus Juni 2011

■ **1. Wir leben in einer globalen Verschuldungskrise**

Die Verschuldungskrise läßt sich nicht einfach nur auf die Eurozone reduzieren. Natürlich hat der Euro-Raum und haben vor allem süd-europäische Peripherie-Staaten ein Verschuldungsproblem. Die Eurozone hat zwar den Vorteil (wie die USA) eine gemeinsame Währung zu besitzen, doch finanzieren sich alle 17 Staaten der Eurozone souverän in Form eigener Staatsanleihen. Daher haben auch alle 17 Euro-Länder ihre eigenen Rentenmärkte mit 17 unterschiedlichen Renditeniveaus- und -strukturen. Dass die Eurozone hier insgesamt angreifbarer ist, verwundert nicht. Vorallem wenn es sich um kleinere Staaten wie Griechenland handelt (etwa 2% der Eurozonen-Wirtschaftsleistung), welche sich noch zum Großteil durch ausländische Investoren finanzieren lassen. Konzentriert man sich auf Fakten hinsichtlich Gesamtverschuldungen zu BIPs sowie Defiziten zu BIPs so ist klar zu erkennen, dass die USA, Großbritannien in vollkommen ähnlichen Problemen stecken. Japan hat seit Jahrzehnten ohnehin eine Verschuldung aufgebaut, die weit über jenen Niveaus der erwähnten Staaten liegt (zum Großteil aber im Inland refinanziert). Jedenfalls hat der Durchschnitt der Eurozone eine erwartete Verschuldung zu BIP (2012e) von etwa 92%, die USA eine von 107%, Großbritannien von 91% und Japan von etwa 240% (siehe Graphik). Daher lässt sich klar sagen, wir leben in einer globalen Verschuldungskrise. Investorensseitig erfolgt bisher keine wesentliche Länder-Differenzierung, was wiederum mit der heterogenen Finanzstruktur in der Eurozone zu tun hat.

Die Schuldenkrise ist eine globale Krise

(Gesamtverschuldung und Defizit)



Source: European Commission, IMF, Ratings by S&P

■ 2. Eurozone vs. USA

In Summe ist jedenfalls die USA - auf Fakten reduziert - aktuell klar höher verschuldet als der Durchschnitt der Eurozone (107% vs. 92% zu BIP). In beiden Währungsräumen gibt es eine Währung, aber eben im Euroraum keine gemeinsame Asset-Klasse in Form von Staatsanleihen. Es fällt auch oft das Argument, dass die Eurozone in sich von den größeren Industrieländern (Deutschland, Frankreich, teils Italien, Spanien) wiederum strukturell und industriepolitisch nicht eine Region mit vornehmlich südeuropäischen Peripherie-Staaten wie Griechenland, Portugal, etc. bilden kann. Dieses Argument ist prinzipiell absolut richtig. Aber es trifft auf die USA ebenso zu. So können Bundesstaaten wie Arkansas, Colorado, Dakota, Montana, Nevada oder Wisconsin, etc. zweifelsfrei ökonomisch nicht mit New York oder Kalifornien verglichen werden. Es existieren da wie dort enorme wirtschaftliche Unterschiede.

■ 3. Die Strategie des Gelddruckens (Quantitative Easing) ist auch nicht der Schlüssel zum Erfolg

Das Setzen auf die "Gelddruckmaschine" seitens Notenbanken in mehr oder weniger unlimitierter Form bringt in der Verschuldungssituation auch nicht den gewünschten Erfolg. Bisher ist damit beispielsweise in den USA der Arbeitsmarkt nicht so belebt worden wie erwartet, die konjunkturelle Entwicklung auch bei Weitem nicht so stimuliert worden wie erhofft. Das Wachstum liegt weiter unter dem Potentialwachstum. Die wichtigste Komponente, nämlich eine signifikante Reduktion von Defizit wie gesamter Verschuldung ist auch nicht eingetreten. Die einzige alternative Möglichkeit, irgendwann einmal damit Schulden wegzuinflationieren fällt bisher ebenfalls in die Kategorie einer bescheidenen theoretischen Übung. Für den enormen Aufwand im Rahmen dieser expansiven Geldpolitik und auch der Risiken die man damit eingeht, hätte zumindest schon über die letzten Jahre eine deutlichere Entspannung eintreffen müssen. Das ist im Wesentlichen nicht die Verantwortung Präsident Obamas, der seit Jahren eine eher nachhaltige Politik der Förderung des allgemeinen Wohlstandes, von z.B. Gesundheitsreformen und einer Energiewende vertritt, es ist im Wesentlichen wiederum die verfehlte Meinung des vollkommen freien Neo-Liberalismus, in der fälschlichen Annahme der "Markt wird alles heilen", koste es was es wolle.

■ 4. Der Fall Griechenland liegt komplett anders

Wie eingangs gesagt, läßt sich die Verschuldungskrise nicht einfach nur auf die Eurozone reduzieren. Wir leben mit historisch höchsten Verschuldungen mit teils verschiedenen relativen Höhen zu BIPs. Die ursprüngliche Krise, welche 2007 mit dem US-amerikanischen Subprime-Segment begann, wurde mit dem Handeln auf strukturierte Produkte dieses Subprime-Segments weltweit exportiert. Auch zahlreiche renommierte europäische Investmentbanken waren in diesen Geschäften tätig. Es folgten eine Finanzkrise, eine realwirtschaftliche Krise und diese tiefe Vertrauens- und Verschuldungskrise in der wir nun stecken. Doch das hat

eigentlich mit Griechenland gar nichts zu tun. Griechische Banken waren im handeln von Produkten auf das Subprime-Segment so gut wie nicht involviert. Griechenland hatte schon immer eine hohe Verschuldung und zum Eintritt in die Währungsunion wurden noch dazu offensichtlich Zahlen geschönt. Zweiteres hat mit (1.) Korruption zu tun und man weiss in etwa wo Griechenland bei Korruptions-Indizes (Transparency International) steht. (2.) Fehlt in Griechenland ein effektives Steuersystem. Solange Griechenland nicht fähig ist, das eigene Einkommen seiner Bürger vollständig zu erfassen bzw. zu bemessen, wird Griechenland nach wie vor einen extentiellen Teil an Steuereinnahmen nicht lukrieren können und die Schulden daher auch nicht abbauen können. Bei Griechenland liegen daher die Probleme ganz wo anders. Abgesehen davon, dass man natürlich Griechenland auch nicht mit großen wettbewerbsorientierten westeuropäischen Exportnationen strukturell vergleichen kann. In Griechenland sind die Probleme hausgemacht und zum sehr überwiegenden Teil auf (1.) fehlendes Steuereinkommen und (2.) Korruption basierend. Solange das Land selber diese schwerwiegenden Probleme nicht in den Griff bekommt - auch nicht mit der EU oder Eurozone - werden direkte monetäre Unterstützungen (EFSF, etc.) gar nichts bewirken. Auch der Troß aus Trojka, welcher von Zeit zu Zeit einfliegt und nur Sparmassnahmen überwacht, erkennt die wahren Probleme nicht und verfehlt damit seine Konsolidierungsaufgabe. Sollte einmal eine einheitliche Fiskalpolitik - die über kurz oder lang auch notwendig werden wird - für die Eurozone kommen, müssen im Fall Griechenland diese beiden Problemfelder als Voraussetzung ausgeräumt werden. Im anderen Fall wird der Eurozonen-Bürger immer für die griechische Staatsschuld aufkommen müssen.

■ 5. Eurobonds

Wie vorher erläutert, hat die Eurozone zwar den gleichen Vorteil einer einheitlichen Währung wie die USA, sie ist aber infolge 17 verschiedener Anleihemärkte und Renditen zu deren lokalen souveränen Staatsanleihen in diesen Ländern attackierbar. Wenn Europa einen einheitlichen Währungsraum haben will, wird es über kurz oder lang auf ein gemeinsames starkes geeignetes Finanzierungs-Vehikel - Eurobonds - hinauslaufen müssen. Dies wird aber nur über eine einheitliche Fiskalpolitik innerhalb der Eurozone möglich sein und damit einer teilweisen Aufgabe von nationalen souveränen Sonderrechten. Würde zur Emmission von Eurobonds eine nicht einheitliche Fiskalpolitik zur Anwendung kommen, wären diesen wiederum nur als Rettungsschirme gedacht, welche über bestimmte nationale Problemfelder gespannt werden könnten. Probleme würden mit eingeschränkter Transparenz nur zugedeckt werden können, gleichzeitig könnten einzelne Staaten fiskalpolitisch wieder machen können was sie wollen. Vorausgesetzt eine zukünftige Emmission von Eurobonds unter einer einheitlichen Finanzpolitik würde stattfinden können, dann würde das auch dem Entstehen einer großen liquiden Asset-Klasse entsprechen, welche vergleichsweise auch durchaus attraktive Renditen abwerfen würde. Wie oben erwähnt, besitzt der Durchschnitt der Eurozone eine geringere Gesamtverschuldung als die USA (92% vs. 107% zu BIP), in Summe würden aber Eurobonds durchschnittlich deutlich höhere Renditen

erbringen. Im globalen Vergleich könnten hier "Safe Haven"-Zuflüsse in eine noch dazu liquide Asset-Klasse zu attraktiven Zinsen stattfinden. Einziger Haken dabei bleibt, ob vorsichtige sehr konservativ auf vornehmlich Sparen ausgerichtete Staaten wie Deutschland bereit sind, höhere Zinsen über die Märkte zahlen zu wollen. Es stellt sich letztendlich auch die Frage, ob man einerseits aus dieser gemeinsamen Währung nur Vorteile ziehen will oder ob man irgendwann auch mal bereit ist, überregionale finanzielle Verantwortung zu übernehmen und auch Abstriche in Kauf zu nehmen. Im anderen Falle würde man über die Märkte wahrscheinlich nur mehr als "Bremser" wahrgenommen werden, welche nicht mehr bereit sind, eine pro-aktive Rolle zu spielen.

■ 6. Rating-Agenturen

Wir wissen welche zweifelhafte und unglückselige Rolle Ratingagenturen im Ausgangspunkt der Krise 2007 (US Subprime-Segment und die Beurteilung von strukturierten Produkten darauf) einnahmen. Wahrscheinlich standen ab dem Zeitpunkt Ratingagenturen ganz besonders im Rampenlicht, war doch auch während des Fortgangs der Krise deren Agieren eher beschleunigend wirkend. Während in konjunkturellen Aufschwüngen und Boomphasen an Finanzmärkten das Handeln von Rating-Agenturen quasi wenig Bedeutung besaß ("Business as usual"), da hier ohnehin realwirtschaftlich wie kursmäßig an den Finanzmärkten meist alles "Mainstream" im Steigen begriffen war. Das änderte sich allerdings im Abwärtstrend, das Handeln von Rating-Agenturen wurde kritischer beleuchtet, da vorher die Krise teils mitbegleitet und jetzt in der Abwärtsphase teils pro-zyklisch mitbeschleunigend. Wahrscheinlich muss auch festgehalten werden, dass sich Ratingagenturen ihrer unglückseligen Rolle vor und zu Beginn der Krise teils bewußt waren und nun aus Vorsicht besonders kritisch sein wollen. Das ist nachzuvollziehen, macht die Sache aber - aus Überreaktions- und Zyklizitäts-Gründen - nicht besser. Hierzu scheinen folgende Punkte erwähnenswert:

(a.) Das Phänomen eines "Credit-Watch"

Beim sogenannten Credit-Watch werden vorsorglich eines oder mehrere Länder oder andere Asset-Klassen unter Beobachtung gestellt. Eine detaillierte Analyse zu einzelnen Staaten liegt aber zu dem Zeitpunkt nicht vor. Konkret wurden z.B. in der europäischen Krise gleich mehrere Länder gleichzeitig unter Beobachtung gestellt. Unabhängig von ihrem relativen aktuellen Rating zueinander. Heißt: möglicherweise verliert das jeweilige Land das aktuelle Rating (oder auch nicht). Genauer weiß man erst konkret, wenn die tatsächlichen Ratings Tage oder Wochen darauf neu erstellt werden und mit einer etwas konkreteren Ausformulierung hierzu. Nur: Ratings sollten dazu da sein, Investoren, Marktteilnehmern und letztendlich auch Kunden von Ratingagenturen eine Guidance in jeglicher Marktphase zu geben. Nur was soll man konkret davon halten, wenn genau dieser Ausgang in der Bestätigung eines Ratings (oder auch nicht) ungewiss ist und noch dazu in unbestimmter Zukunft liegt? Eine Orientierung gibt das nicht, in einer schwierigen unsicheren Marktphase trägt das nur zu Verwirrung bei und wahrscheinlich zur Verstärkung eines

Abwärtstrends. Auf beispielsweise eine Aktien-Analyse umgelegt, welche z.B. auf Buy/ Hold/ Sell-Empfehlungen beruht, wäre das in etwa so, als würde ein Research-Haus X dem Unternehmen Y über die Marktkommunikation ausrichten lassen oder androhen, dass möglicherweise in der nächsten Zukunft das bestehende Buy-Rating fallen wird (oder auch nicht?). Ein compliance-mäßig wie auch unter "Best practice"-Gesichtspunkten äußerst zweifelhafter Vorgang.

(b.) Sehr breit variierte Rating-Skalen

Rating-Skalen sind mannigfaltig und haben vielfach meist 22-stufige oder mehr Rating-Kategorien (z.B. AAA bis D wie Default). Es bleibt auch hier zu hinterfragen, ob sich im System der vielen unterschiedlichen Abstufungen noch jemand auskennen kann. Es kann nur logisch sein, dass man bei einer solchen Vielzahl an unterschiedlichen Einstufungen auch flexibler agieren kann. Ob damit ein Mehrwert erzielt werden kann, ist fragwürdig.

(c.) Fehlen eines einheitlichen Evaluierungs-Standards

Die Beurteilung im Rating von Unternehmen lässt sich im Wesentlichen klar an einer Bilanz nachvollziehen. Bei Ländern ist das zunehmend schwieriger. Sicher gibt es Hard facts zu beurteilen (volkswirtschaftliche Kennzahlen, Verschuldungen, etc.) doch es fließen auch andere Faktoren und Soft facts (Politik, Konkurrenzfähigkeit, Alterstruktur, etc.) ein. Das macht die Analyse schon zunehmend schwieriger vor allem wenn Länder untereinander relativ zu beurteilen sind. Dennoch ist eines klar: es gibt keinen einheitlichen Standard für ein Bewertungsschema. Mehr oder weniger ist ein Bewertungsschema intern und nicht öffentlich zugänglich und damit eine "Black box". Wenn man bedenkt, dass es für viele Dinge im einfachen Leben aus Sicherheitsgründen mittlerweile gute Standards gibt (Automobilindustrie: Sicherheitsgurte, Airbags, etc.), warum gibt es das für Ratingagenturen nicht? Aus Wettbewerbsgründen kann es ja wohl nicht sein, weiss man doch von außen her ohnehin nicht, welches prinzipiell das Bessere sein kann/soll.

(d.) Müssen Ratings noch bindend in der Klassifizierung von Asset-Klassen sein?

Für Pensionskassen, Fondsgesellschaften, etc. sind in ihren Anlagerichtlinien quasi oft bindend bestimmte Ratingklassen (Qualitäts-Merkmal) zur Investition vorgesehen. Keiner hätte vor der Krise 2007 gedacht, dass der z.B. als sicher geltende Staatsanleihe-Markt auf globaler Ebene so zerüttet wird. Dennoch oder gerade deshalb bleibt klar zu hinterfragen, ob die bindende Aufnahme bestimmter Rating-Kategorien in Anlagerichtlinien noch Sinn macht. Gerade weil die Klassifizierung oft noch als quasi "sacrosanct" gilt, haben Ratingagenturen eine solche Marktmacht. Die oft fragwürdigen und zweifelhaften Verhaltensweisen, während der nun schon langjährigen Krise, haben uns definitiv etwas anderes gelehrt.

(e.) Eine Rating-Agentur mehr macht die Sache nicht besser

Es wird oft diskutiert, ob eine große (europäische) Rating-Agentur die aktuelle Lage verbessert. Es gibt einzelne kleinere durchaus ernst zunehmende Ratingagenturen in anderen Ländern als den USA (z.B. in China die Ratingagentur Dagong oder in Kanada die Ratingagentur DBRS, etc.) nur ist deren Marktanteil noch nicht groß genug. Sollte daher nur die Zielsetzung lauten, zu den drei großen Ratingagenturen eine vierte große aufzubauen, wird das die Situation nicht spürbar verbessern. Im Endeffekt erhöht sich die Anzahl eines Oligopols - also von nur wenigen marktdominierenden Anbietern - von 3 auf 4 marktbestimmenden Kräften. Von einem wirklichen Wettbewerb mit einer wahrlichen Fülle an unterschiedlichen Meinungen kann daher nicht gesprochen werden. Das wäre wahrscheinlich erst ein Zustand, bei dem in etwa 20 bis 25 Ratingagenturen in einem ernsthaften Wettbewerb stünden.

■ 7. Japan und Deutschland: es geht offensichtlich auch plötzlich ohne Atom-Industrie

Leider muss erst eine wirkliche Katastrophe passieren, bis ein Umdenken erfolgt. Das verheerende Erdbeben in Japan mit der anschließenden Atomkatastrophe haben eines - vorher völlig undenkbar - möglich gemacht: einen teilweisen Atomausstieg in Japan und ein sukzessiver Ausstieg von Deutschland. Eines ist hier klar zu sehen, es wurde nicht nur Umdenken provoziert, ein Atomausstieg läßt sich faktisch in die Realität umsetzen. Gerade bei solch energieintensiven und exportorientierten Industrieländern vorher völlig unvorstellbar. Ebenso ist es mutig, wenn sich das Management von großen globalen Unternehmen wie z.B. Siemens entscheidet, sich aus dem Atomgeschäft zurückzuziehen. Hier wurde die Energiewende wahrlich eingeleitet, es gilt nun langfristig auf effektive alternative Energiegewinnungsmöglichkeiten umzusteigen. Das das geht, wurde eindrucksvoll unter Beweis gestellt. Der Zug ist nicht aufzuhalten.

C. Zusammenfassung/ Fazit

In einer solch schwierigen globalen ökonomischen wie ökologischen Situation, deren verschiedene Krisen-Ausprägungen bis jetzt andauern und sich weiter fortsetzen, sollten im Wesentlichen alle zukünftigen Entscheidungen möglichst nachhaltig auf zwei Faktoren beruhen:

1. Innovation und
2. Reduktion.

Reduktion ist notwendig, weil wir offensichtlich über Jahrzehnte über unsere Verhältnisse lebten, finanziell wie konsumseitig. Reduktion ist nicht nur bei den exorbitant gestiegenen Staatsverschuldungen angesagt, Reduktion ist allgemein zum vielfältigen, oft sehr verschwenderischen Kostenabbau gemeint aber auch mit Hinsicht auf Reduzierung der Emissionen zulasten unserer Umwelt (siehe EFFAS/OVFA Report on Economic Responsibility 3.0, z.B. Punkte Wärmedämmung, etc.). Eine Reduktion in dieser Hinsicht hat unmittelbar mit Innovation zu tun.

Zum anderen - und das zeigt das Beispiel Griechenland in drastischer Weise - kann Reduktion nicht das einzige Mittel zur Bewältigung der Krise sein und auch nicht als Maßnahme geeignet, um zukünftigen Wohlstand zu generieren bzw. zu erhalten. Die Trojka-Kommission aus EU, EZB und IMF ist gut und schön, sie fährt aber ein einseitiges wenig innovatives zukunftsweisendes Konzept. Nur Innovation kann das einzige Element sein, um zusätzlich qualitatives (nicht quantitatives) ökonomisches Wachstum zu erzeugen. Nur eine extreme Umkehr zu qualitativen innovativen Maßnahmen kann neues Wachstum generieren und wird auch ökonomisch notwendig sein, um Staatsschulden zu reduzieren, Wohlstand und Frieden weltweit abzusichern. Transparenz als auch Reduktion bei Korruption spielen dabei wesentliche Elemente, um Innovation effektiv umzusetzen und auf Jahrzehnte auszurichten.

Die letzte Fassung der Publikation "Economic Responsibility 3.0", welche im Juni 2011 erschienen ist, enthält 50 spezifische Ansätze, die allesamt noch gültig sind. Sie basieren auf 1. Innovation (I) und/ oder 2. Reduktion (R):

A. Allgemeine Maßnahmen, die helfen können, eine Krise zu bewältigen

- | | |
|--|---|
| 1. Globale Integration ist sowohl mit Vor- als auch mit Nachteilen verbunden | I |
| 2. Erhöhter Kapitalbedarf für Banken | I |
| 3. Trennen des Investment Banking vom Kommerz- und Privatkundengeschäft | I |
| 4. Erhöhte Steuern für Banken | I |
| 5. Besteuerung von Finanzhandelstransaktionen nur als letzter Ausweg | I |
| 6. Bankenaufsicht | I |
| 7. Aufsicht und Bonus-Malus-Systeme | I |
| 8. Ratingagenturen | I |
| 9. Ratings - im Gegensatz zum Status Quo - vergeben auf integrierter Basis in Übereinstimmung mit den umfassenden ESG-Parametern | I |
| 10. ESG-Kriterien gewinnen für die künftige Beurteilung von Staatsanleihen an Bedeutung | I |
| 11. Finanzprodukte | I |
| 12. Transparente Gebührenaufteilung ist für effiziente Kapitalmärkte von Vorteil | I |
| 13. Finanzberichterstattung | I |
| 14. Integrierte Berichterstattung | I |
| 15. Der geeignete Kreditprozess als notwendiger Motor des Finanzsystems | I |
| 16. Regierungs- und Finanzinstitutionen sowie gelistete Unternehmen müssen separat bleiben | I |
| 17. Ausgleich von wechselseitigen langfristigen Staatsschulden | I |

B. Umwelt (Environment, E)

- | | |
|---|-----|
| 18. Die Atomenergieproduktion kann kein adäquates nachhaltiges, globales Energiekonzept sein, wenn man ihr potenzielles Risiko bedenkt | R |
| 19. Transparente Kommunikation in der Atomenergieproduktion und ihrer weiterverarbeitenden Industrie notwendig - das langfristige Ziel ist der Ausstieg aus der Atomindustrie | R |
| 20. Die Börsen werden zunehmend in Bezug auf Atomkraftwerksgruppen differenzieren - dieser Effekt kann genutzt werden, um eine Neubeurteilung auszulösen | R |
| 21. Grundlegende Strategie für die Zukunft: keine konventionellen Formen der Energieproduktion mehr! | I/R |
| 22. Automobilindustrie | I/R |
| 23. Luftfahrtindustrie | I/R |

Energieeffizienz hat enormes Potenzial (unter den Punkten 24 - 29)

- | | |
|---|---|
| 24. Stand-by-Regulierung für Haushaltsgeräte und Büromaschinen | R |
| 25. Regulierung von öffentlicher Beleuchtung und Beheizung sowie jener in Unternehmen | R |
| 26. Berücksichtigung von Energieeffizienz bei der Zuschlagserteilung von Ausschreibungen im öffentlichen oder privaten Bausektor | R |
| 27. Exkurs: Ein wahres Beispiel für Energieeffizienz, das funktioniert | R |
| 28. Wärmedämmung und Energieeffizienz haben enormes globales Potenzial | R |
| 29. Die Höhe von Gebäuden und architektonischen Meisterwerken sind schön anzusehen, aber nicht nachhaltig relevant, was die Energieeffizienz betrifft | R |
| 30. Wiederaufforstung und Ausweitung von adäquater Bodenbewirtschaftung als intelligente Gegenstrategie | R |
| 31. Selektive Konsumnachfrage wird geschürt und dies wird Exporte weltweit reduzieren | R |
| 32. Einführung sogenannter Ökosteuern | R |

33. Veränderung der Konsumkultur, die wir bis dato betrieben haben R

C. Soziales/Ethische Themen (Social, S)

34. Integrierte, erweiterte Investmentbeurteilung auf Basis von ESG-Kriterien auch für andere Anlagenklassen wie Staats- und Unternehmensanleihen, etc. I
35. Neubewertung oder Aussetzen von Ratings in außergewöhnlichen Situationen I
36. Mikrofinanzierung I
37. Ausbezahlte Boni vs. ausgeschütteter Dividende I/R
38. Bezüge der Manager und Vorstandsmitglieder vs. Durchschnittseinkommen pro Mitarbeiter I/R
39. Vollkommene interne und externe Transparenz bei Handelstransaktionen bei allen Finanzprodukten I
40. Umfassender Compliance-Ansatz I
41. Korruption und Bestechung müssen eliminiert werden R
42. Reduzierung (oder Besteuerung) von ungedeckten Leerverkäufen R
43. OTC (over-the-counter, außerbörslicher Handel) in Zukunft an der Börse I
44. Keine Bonuszahlungen in Zeiten von Kurzarbeit, massiven Stellenkürzungen und teilweiser Verstaatlichung ("too big to fail"-Ansatz) R

D. Unternehmensführung (Governance, G)

45. Überzogene Manager-Gehaltspakete sollten nicht zugelassen werden R
46. Festgeschriebene Gehaltsobergrenzen in Staatsbetrieben (direkter Anteil am Unternehmenskapital) R
47. Corporate Governance - weit mehr als das I
48. Aufwertung der Rolle von „non-executive“-Funktionen und nicht operativen Aufsichtsratsmitgliedern I
49. Risikomanagement I
50. Hedgefonds I

Fritz Mostböck, CEFA

Fritz Mostböck ist Absolvent der Wirtschaftsuniversität Wien (Studienrichtung Betriebswirtschaftslehre) und des ÖVFA/ EFFAS-Lehrganges für Finanzanalyse und Portfolio-Management (Abschluss mit CEFA = "Certified European Financial Analyst"). Seit 1996 ist Hr. Mostböck Head of Group Research sowie des Chefanalyst der Erste Group Bank AG. Als solcher zeichnet er für die Macro-, Fixed Income- und Aktienanalyse in Polen, der Tschechischen Republik, der Slowakei, Ungarn, Kroatien, Serbien, Rumänien, Türkei, Ukraine und Österreich verantwortlich. Darüber hinaus obliegt seinem Bereich die Verantwortung zur Formulierung der Gesamtveranlagungsstrategie, welche im Wesentlichen den Input für die Asset Allocation der Erste Group in den drei großen Währungsblöcken (USD, Euro, Yen) sicherstellt. Hr. Mostböck besitzt langjährige Erfahrung im Umgang mit global tätigen institutionellen Investoren, insbesondere mit jenen, welche in Zentral- und Osteuropa investieren. In seiner vorigen Position als lokaler Head of Research innerhalb der Bayerischen Vereinsbank Gruppe war er für das Analyseteam Österreich (Makro/ Fixed Income und Aktien) verantwortlich, wo Österreich sowie auch Teile Zentral- und Osteuropas abgedeckt wurden.

Seit 1998 ist er Mitglied des ÖVFA-Vorstandes (Österreichische Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management, www.ovfa.at), ab Juni 2012 wurde er zum zweiten Mal zum Präsidenten der ÖVFA gewählt. Seit dem Jahr 2006 ist Hr. Mostböck Vorstandsmitglied der EFFAS ("The European Federation of Financial Analysts Societies", www.effas.com), der Dachorganisation aller europäischen Analystenvereinigungen, welche etwa 17.000 Mitglieder in 27 europäischen Mitgliedsländern zählen. Zusätzlich bekleidet er das Amt des Vorsitzenden der EFFAS-Kommission im Bereich ESG (Environmental, Social, and Governance Issues) und ist Mitglied des Österreichischen Arbeitskreises für Corporate Governance und des Austrian Financial Reporting and Auditing Committee. Er ist Autor zahlreicher Bücher und veröffentlicht laufend Artikel in Finanzpublikationen und Fachzeitschriften. Von ihm stammen Artikel über die Kapitalmärkte in Zentral- und Osteuropa, sowie zu den Themenkreisen Corporate Governance und Corporate Responsibility.

O V F A
Oesterreichische Vereinigung für
Finanzanalyse und Asset Management



A member of EFFAS

www.ovfa.at