

# Zehn Thesen zum Misstrauen in die Aktienmärkte

## Statement in der Podiumsdiskussion zum Thema „Vertrauen in die Kapitalmärkte“ am 20. August 2002 in Alpbach.

Stephan Schulmeister

*Das Ende des Aktienbooms im Frühjahr 2000 kann zweifach interpretiert werden. Erstens als bedingt durch die zum Teil kriminellen Handlungen einzelner Akteure. Zweitens als systemimmanente Entwicklung. Der Autor illustriert die letztere Sichtweise durch zehn Thesen. Diese gehen u. a. in Richtung Kurzfristigkeit, Verstärkung der Instabilität der Finanzmärkte durch computergesteuerte Transaktionen, Reduzierung der Rolle der Gütermärkte reduziere das Wirtschaftswachstum, Umverteilung zu Lasten weniger informierter Außenseiter.*  
JEL G 20, G 14, G 18, A 13

Das Thema „Vertrauen in die Kapitalmärkte“ wurde wohl nicht zuletzt aus Gründen der Aktualität an den Beginn dieser Tagung über Wirtschaftsethik gesetzt. Bilanzskandale bei großen US-Konzernen wie Enron oder WorldCom haben das Vertrauen der Anleger ebenso erschüttert wie Informationen, wonach Spitzenmanager von Technologie- und Internetfirmen zu den ersten gehörten, die persönlich gehaltene Aktien ihrer Firmen am Ende des Aktienbooms im Frühjahr 2000 verkauften, selbst enorme Gewinne einstrichen und gleichzeitig die Talfahrt der Kurse beschleunigten. Seither ist der Börsenwert der Aktiengesellschaften in den Industrieländern stärker gesunken als je zuvor in der Nachkriegszeit, in Deutschland etwa um fast 70% (in Japan waren die Aktienkurse schon zehn Jahre früher ähnlich stark gefallen). Die Entwertung des Aktienvermögens der privaten Haushalte (insbesondere auch des von ihnen indirekt in Form von Pensionsfonds gehaltenen Vermögens), aber auch der Aktienbestände von Unternehmen, Banken und Versicherungen hat wiederum wesentlich zur anhaltenden Konjunkturverschlechterung beigetragen.

Diese Entwicklungen können auf zwei unterschiedliche Weisen interpretiert werden. Im ersten Fall sieht man die Hauptursachen in kriminellen Handlungen einzelner Akteure, deutet die Entwicklung also als „Betriebsunfälle“, welche durch vertrauensbildende Maßnahmen zu überwinden sind. Diese reichen von strenger Bestrafung der Schuldigen, eidesstattlichen Erklärungen aller (übrigen) Spitzenmanager bis zu Steuerbegünstigungen für Aktionäre, um den Kursen wieder „auf die Sprünge“ (nach oben) zu helfen.

Im zweiten Fall interpretiert man diese Entwicklungen als „systemimmanent“ in folgendem Sinn: Bilanzfälschungen stellen nur die exzessiven Konsequenzen einer Vielzahl von auf Aktienmärkten typischen Verhaltensweisen dar, mit denen die Kurse über viele Jahre in die Höhe getrieben wurden und sich daher immer mehr von ihren „Fundamentalwerten“ entfernten (jenem Kurs, welcher dem realen Unternehmenswert bzw. ihren wahrscheinlichen Gewinnen in der Zukunft entspricht). In dieser Sicht ist der Kurssturz der letzten drei Jahre die notwendige Konsequenz des vorangegangenen „bubble“, „boom“ und „bust“. Diese bedingen einander und zeigen in ihrer Gesamtheit die für Finanzmärkte im allgemeinen typische Eigenschaft: sie produzieren ein systematisches Überschießen von Aktienkursen, Rohstoffpreisen, Zinssätzen und Wechselkursen nach oben und unten, Finanzmärkte generieren also „manisch-depressive“ Preisschwankungen in mehrjährigen Zyklen.

Ich möchte diese zweite (und damit meine) Sichtweise in zehn Thesen skizzieren, welche auch die Konsequenzen der inhärenten Instabilität der Finanzmärkte für die Realwirtschaft betreffen. Sie sind bewusst provokant formuliert, können und sollen in diesem Diskussionsbeitrag nicht bewiesen werden, können also auch als Hypo-Thesen verstanden werden. Als Denkanstöße mögen sie nützlich sein, insbesondere für jene, bei denen die Dynamik der Finanzmärkte schon Zweifel an deren ökonomischer Rationalität geweckt hat.

**These 1:** Kurzfristiges Denken und damit das Streben nach dem „schnellen Geld“, Emotionen wie Euphorie, Panik oder Geldgier und ihre Vernetzung zu Herdeneffekten gehören zur Essenz der Aktivitäten auf Finanzmärkten. Sie tragen entscheidend zu jenen Phänomenen bei, welche die Akteure selbst als „bull markets“ bzw. „bear markets“ bezeichnen, also die Abfolge von oft mehrjährigen Aufwärts- und Abwärtsbewegungen der Kurse. Diese Herdeneffekte würden in den letzten 20 Jahren zunehmend global synchronisiert, nicht zuletzt durch ihre Übertragung mittels elektronischer Informations- und Kommunikationssysteme. Das Phänomen „schubartiger“ Preisbewegungen nach oben und unten (irreguläre Zyklen) kann auf unterschiedlichen Zeitskalen beobachtet werden, von Minuten bis zu Jahren. Die Länge bzw. Dauer persistenter Kursschübe reicht deshalb von weniger als einer Minute bis zu mehrjährigen „bulls“ und „bears“ (diese kurz- und langfristigen Preistrends verlaufen freilich nicht stetig, sondern werden immer wieder von Gegenbewegungen unterbrochen).

**These 2:** Überwiegend professionelle Marktteilnehmer nutzen das Phänomen persistenter kurzfristiger Kursschübe („runs“) mit Hilfe computergesteuerter Spekulationssysteme (insbesondere jenen, die auf der „technischen Analyse“ basieren). Diese Systeme verwenden unterschiedliche Datenfrequenzen, von Tickdaten (in liquiden Märkten liefern diese etwa alle zehn Sekunden einen neuen Preis) bis zu Tagesdaten. Diese Modelle folgen Preisschüben und verstärken diese, indem sie dem jeweiligen Trend (sei er auch noch so kurzfristig) folgen, sie generieren etwa ein Kaufsignal, wenn eine Aufwärtsbewegung eine bestimmte Stärke erreicht hat. Die Verbreitung dieser Spekulationssysteme und insbesondere ihre Anwendung mit „schnellen“ Daten wurde durch die Informations- und Kommunikationstechnologien massiv gefördert. Nunmehr verwenden auch private Akteure solche Spekulationssysteme („day traders“).

**These 3:** Kurzfristiges Profitstreben, Emotionen, ihre globale Vernetzung zu Herdeneffekten, deren Ausnützung durch technische Spekulationssysteme haben gemeinsam mit der Entwicklung von für Spekulation besonders geeigneten Finanzinnovationen (Futures, Optionen und deren Kombinationen) dazu geführt, dass Aktienkurse, Rohstoffpreise, Zinssätze und Wechselkurse zunehmend destabilisiert wurden. Dies sind zugleich jene Preise, deren Stabilität für eine dynamische Entfaltung der Realwirtschaft von größter Bedeutung sind. Ihre Destabilisierung hat Realinvestition, Produktion und Außenhandel gedämpft und die Anreize für traditionell nur in der Realwirtschaft tätige Industriekonzerne erhöht, ihre Aktivitäten auf die Finanzmärkte zu verlagern. Die Verlagerung der Gewinnchancen von den Güter- zu den Finanzmärkten ist die wichtigste allgemeine Ursache dafür, dass sich das Wirtschaftswachstum in den letzten 30 Jahren im Vergleich zur ersten Hälfte der Nachkriegszeit halbierte (in dieser Phase waren die Finanzmärkte durch das „System Politik“ ruhig gestellt worden, sodass sich das unternehmerische Gewinnstreben auf realwirtschaftliche Aktivitäten konzentrieren musste).

**These 4:** Die wichtigste ökonomische Rationalität von (destabilisierender) Spekulation auf Finanzmärkten besteht in einer zweifachen Umverteilung. Erstens zwischen Händlern (wenn Devisenhändler A eine Aufwertung des Euro erwartet, Händler B aber eine solche des Dollar, so wird Händler A Euro für Dollar von Händler B kaufen – abhängig von der nachfolgenden Kursentwicklung wird einer der beiden gewinnen und zwar genau so viel wie der andere verliert), und zweitens zwischen Investoren (wenn ein Spitzenmanager Aktien seiner eigenen

Firma am Ende eines Kursbooms verkauft – etwa weil er gute Gründe zur Annahme hat, dass der Boom bald zu Ende geht – und zwar an einen offenbar weniger gut informierten (Privat)Anleger, so hat der erste vom Kursanstieg gewonnen, der zweite vom Kursrückgang verloren). In beiden Fällen handelt es sich um reine Umverteilungs- oder Nullsummenspiele (es werden keine zusätzlichen Werte geschaffen).

**These 5:** Die „Haupttrichtung“ der Umverteilung im Finanzkapitalismus geht von den Klein(Amateur)anlegern – direkt oder auch indirekt über diverse (Pensions)Fonds, die weniger flexibel reagieren können als etwa ein „hedge fund“ – zu den professionellen Händlern und Investoren (und ihren vermögenden Kunden). Damit das Umverteilungsspiel möglichst lange gespielt werden kann, muss dem Aktienmarkt stetig „frisches Blut“ zugeführt werden, kurz: es gilt, ihn zu beleben. Die genialste Idee dafür war, die Altersvorsorge durch Veranlagung in Aktien zu propagieren, denn damit mobilisierte man das Vermögen auch der (mittel)kleinen Leute für die Börse. Ein steter Strom zusätzlicher Nachfrage trieb die Kurse fast 20 Jahre lang in die Höhe, der Börsenwert der Unternehmen hatte mit ihrem realen Wert immer weniger zu tun. Es entwickelte sich ein Spiel „Des Kaisers neue Kleider“, wobei die Profis den Amateuren versicherten, wie edel bekleidet der Kaiser sei. Platzen musste der „bubble“ in jedem Fall und als erstes ausgestiegen sind natürlich die Profis.

**These 6:** Je größer in einer Ökonomie die Bedeutung von „finanzkapitalistischen“ Umverteilungsspielen wird, desto schwächer wächst der „Gesamtkuchen“. Dies wird durch einen Vergleich mit der gesamtwirtschaftlichen Performance in der ersten Hälfte der Nachkriegszeit, ihrer „realkapitalistischen“ Phase, deutlich. Damals setzte die Politik die Rahmenbedingungen so, dass sich das Gewinnstreben nur in der Realwirtschaft entfalten konnte. Damit wurde ein Positivsummenspiel „inszeniert“: Indem hohe Gewinne nur durch die Ausweitung des Realkapitals, der Produktion und indirekt auch der Beschäftigung erzielt werden konnten, hat das Profitstreben im Realkapitalismus die wirtschaftliche Dynamik vorangetrieben (im Finanzkapitalismus gilt das Gegenteil).

**These 7:** Der Finanzkapitalismus stellt eine solche Ausprägung einer Marktwirtschaft dar, die dem ökonomischen Interesse der großen Vermögen, insbesondere der Finanzvermögen, dient (also den Rentiers), nicht aber dem Interesse der (meisten) Unternehmen, also den Realkapitalisten. Wissenschaftlich legitimiert wird der Finanzkapitalismus durch die monetaristische Theorie (insbesondere die Schule von Chicago und ihre wichtigsten Exponenten wie Milton Friedman und Robert Lucas), er ist damit in eine umfassende gesellschaftspolitische Ideologie eingebettet, den Neoliberalismus. Dieser entfaltet seine Wirksamkeit auf zwei Ebenen, jener der politischen Praxis und jener der Rhetorik und wissenschaftlichen Verbrämung.

**These 8:** Auf der Ebene der politischen Praxis wurden durch die Durchsetzung der neoliberal-monetaristischen Forderung nach vollständiger Liberalisierung der Finanzmärkte seit Anfang der siebziger Jahre schrittweise jene finanzkapitalistischen Rahmenbedingungen geschaffen, welche folgende Resultate hervorbrachten: Halbierung des Wirtschaftswachstums, deshalb steigende Arbeitslosigkeit und zunehmender Sozialaufwand, Dämpfung der Steuereinnahmen (auch deshalb, weil die Erträge aus Finanzvermögen immer weniger belastet wurden bzw. werden konnten), anhaltend hohe Budgetdefizite, stark steigende Staatsverschuldung (zusätzlich gefördert durch die in Europa besonders ausgeprägte monetaristische Geldpolitik, welche das Zinsniveau relativ zur Wachstumsrate viel zu hoch hielt und noch immer hält). In einem bemerkenswerten „feed-back“ nützen die neoliberal orientierten Politiker jene Probleme, die sie selbst mitverursacht haben, insbesondere die hohe Arbeitslosigkeit und Staatsverschuldung, um ihre Hauptziele umso beharrlicher zu verfolgen: den Abbau des Sozialstaats bis hin zu seiner Transformation in einen „Almosenstaat“ und die Schwächung der Gewerkschaften. Die Maßnahmen reichen von Einschränkungen in der sozialen Pensions- und Krankenversicherung zugunsten individueller Eigenvorsorge bis hin zu Kürzungen der Arbeits-

losenunterstützungen in einer Zeit stark steigender Arbeitslosigkeit. Begründet wird all dies mit dem (durch die neoliberale Politik selbst verursachten) „Sachzwang“, die Staatsfinanzen zu sanieren (Reichskanzler Brüning lässt grüßen). In einem kaum wahrgenommenen „feedback“ bewirken all diese Maßnahmen eine weitere Abschwächung des Wirtschaftswachstums. Die Wirtschaftspolitik in der EU ist wie nie zuvor neoliberal orientiert, und sie ist deshalb wie nie zuvor auf Kontraktion angelegt.

**These 9:** Auf der Ebene von Rhetorik und wissenschaftlicher Verbrämung verheißt der Neoliberalismus Trost durch folgende Botschaft: „Wenn Du nur Deinem individuellen Eigennutz folgst, handelst Du gleichzeitig sozial durch die Kraft der ‚unsichtbaren Hand‘ des Marktes“ (die säkularisierte Form der göttlichen Vorsehung). Diese Verheißung einer Überwindung des Widerspruchs zwischen Eigennutz und Gemeinwohl, zwischen Egoismus und Moral, hat große Attraktivität, besonders für jene, die es besonders weit nach oben gebracht haben. Allerdings: die Glaubwürdigkeit dieser Botschaft wird durch die konkrete Wirklichkeit immer mehr erschüttert, denn die Ungleichheit hat im neoliberal-finanzkapitalistischen Zeitalter in einem in der Nachkriegszeit noch nie realisierten Ausmaß zugenommen, in den Industriegesellschaften ebenso wie global. Deshalb tut moralische Aufrüstung gerade in dieser Entwicklungsphase Not.

**These 10:** Nicht zuletzt aus diesem Grund nehmen in jüngster Zeit Debatten und Symposien über Wirtschaftsethik und „corporate social responsibility“ stark zu. So lässt sich auch das Thema dieser Tagung in einen allgemeinen Kontext der gesellschaftlichen Entwicklung stellen.

### Abstract

Ten statements about the distrust in stock exchanges

The end of the bullmarket in spring 2000 can be interpreted in two different ways. First, as caused by the partially criminal actions of individual actors. Second, as a systematic development. The author illustrates the latter view with regard to ten points (short termism, increased destabilization of capital markets by computer trading programmes, reduction of the role of real economy and real growth, redistribution of wealth at the expense of less informed outsiders).