

Stephan Schulmeister

**Bullen, Bären, Krisen – fatale Folgen  
idealistischer Wirtschaftstheorien**

---

**Sonderdruck aus:**

**Makroökonomik im Dienste der Menschen**

Festschrift für Gustav A. Horn

Herausgegeben von  
Sebastian Dullien, Harald Hagemann, Heike Joebges,  
Camille Logeay und Katja Rietzler

---

Metropolis-Verlag  
Marburg 2019

# **Bullen, Bären, Krisen – fatale Folgen idealistischer Wirtschaftstheorien**

*Stephan Schulmeister*

Jede Theorie gleicht einer Brille, man kann mit ihr nur wahrnehmen, worauf die Brille den Blick fokussiert. In den Wirtschaftswissenschaften lassen sich zwei Theorietypen unterscheiden, die „idealistische Ökonomie“ und die „realistische Ökonomie“.

Die „idealistische Ökonomie“ geht von einem Idealzustand aus: Die Konkurrenz von Individuen auf Märkten führt zu einem allgemeinen Gleichgewicht, das den effizientesten Einsatz knapper Mittel und den maximalen Nutzen gewährleistet. Die Akteure werden als *nur* individuelle, *nur* rationale, *nur* eigennützige Wesen mit identischen Präferenzen und vollkommener Information „modelliert“.

Die „realistische Ökonomie“ geht vom Konkreten aus, berücksichtigt daher die „Polaritäten“ der Menschen als rationale *und* emotionale, individuelle *und* soziale, eigennützige *und* anteilnehmende Wesen, die ihre Erwartungen unter Unsicherheit bilden. Realistische Ökonomen begreifen sich selbst nicht als wertfreie Wissenschaftler, weil sie wissen: Neue Theorien werden in Reaktion auf – „rätselhafte“ – Entwicklungen in der Realität entwickelt, haben sie sich durchgesetzt, dienen sie als „Navigationskarte“ der Akteure und verändern so die Realität.

## *1. Idealistische und realistische Wirtschaftstheorien im „langen Zyklus“*

Wegen der Wechselwirkungen zwischen Theorieproduktion und Realität lässt sich Wirtschaftsgeschichte auch als Abfolge der Dominanz idealistischer bzw. realistischer Ökonomie darstellen. Rekapitulieren wir die letzten 150 Jahren im Zeitraffer.

Nach dem Revolutionsjahr 1848 entfaltete sich auch in Kontinentaleuropa die Dynamik kapitalistischer Akkumulation, insbesondere durch Ausbau der

Eisenbahnnetze und der Metropolen (erste Gründerzeit). Ende der 1860er Jahre setzte ein Spekulationsboom bei Aktien und Immobilien ein: Die in der Realwirtschaft akkumulierten Vermögen sollten nun auch durch Spekulation (Höherbewertung) „vermehrt“ werden, legitimiert durch die Theorie des „laissez-faire“.

Auf den Börsenkrach 1873 folgte die „lange Depression“: Die „soziale Frage“ wurde immer bedrückender, die Opfer der Krise organisierten sich in Gewerkschaften und sozialistischen Parteien, als „Navigationskarte“ diente ihnen die Theorie von Marx und Engels. Die „laissez-faire-Theorien“ kamen in Verruf, auch unter bürgerlichen Ökonomen wie den Vertretern der Historischen Schule. Sie forderten einen sozialpolitisch aktiven Staat („Kathedersozialisten“).

Auf das Erstarken der Arbeiterbewegung reagierte Reichskanzler Bismarck mit der Einführung des Sozialstaats als „Zuckerbrot“ und den „Sozialistengesetzen“ als „Peitsche“. Anhaltend wirkungsvoll blieb nur der Sozialstaat: Gemeinsam mit der Förderung der Industrialisierung bildete er die Basis für die realkapitalistische Aufschwungsphase der „belle époque“ (zwischen 1890 und 1914).

Bereits etwas früher wurde mit der Neoklassik eine neue Fundierung des Liberalismus geschaffen. Dieser Prototyp einer idealistischen Theorie beansprucht, die Totalität ökonomischer Interaktionen in zwei Funktionen (Angebot und Nachfrage), zwei Variablen (Mengen und Preise) und einem Grundprinzip (Gleichgewicht) abzubilden.

Die neoklassische Renaissance des „laissez-faire-Denkens“ prägte die wirtschaftliche Entwicklung erst nach dem Ersten Weltkrieg: Boomende Aktienspekulation führte zum Börsenkrach 1929, die nachfolgende Austeritätspolitik führte in die Große Depression und bereitete den Boden für den Aufstieg des Nationalsozialismus.

Das Lernen aus diesen Katastrophen resultierte – unter anderem – in einer neuen, von Keynes entwickelten, realistischen Wirtschaftstheorie. Am Beispiel der Finanzspekulation dokumentierte er die Bedeutung von Emotionen, ihre soziale Übertragung zu „market sentiments“ und deren Auswirkungen auf die Realwirtschaft.

Keynes' Theorie hatte also durchaus eine mikroökonomische Fundierung: Auch in ihren ökonomischen Interaktionen sind die Akteure Menschen, also durch Polaritäten wie rational/emotional oder individuell/sozial geprägt, die unter Unsicherheit handeln („homo humanus“ statt „homo oeconomicus“).

Daraus leitete Keynes zwei Hauptbotschaften ab: Erstens, das oberste Ziel der Wirtschaftspolitik ist Vollbeschäftigung. Um sie zu bewahren muss der Staat den Konjunkturschwankungen gegensteuern und langfristig die Ungleichheit in der Einkommensverteilung und die Arbeitszeit verringern.

Zweitens, Finanzspekulation ist radikal einzuschränken („euthanasia of the rentiers“).

Die „scientific community“ akzeptierte lediglich Keynes' Forderung nach einer aktiven Konjunkturpolitik, nicht aber seine Gedanken über die Rolle von Emotionen, Marktstimmungen und Unsicherheit und noch weniger seine Forderung, die Finanzmärkte prinzipiell anders zu behandeln als die Gütermärkte (anderenfalls hätte man die Neoklassik im Ganzen entsorgen müssen).

Stattdessen entwickelten „Trivial-Keynesianer“ wie Paul Samuelson die „neoklassische Synthese“ als Kompromiss: Auf der Mikroebene gilt weiter die Gleichgewichtstheorie, auf der Makroebene das IS/LM-Modell. Ihm fehlte jegliche Mikro-Fundierung, es bot daher (später) eine geeignete Angriffsfläche für die idealistischen „Gegen-Reformatoren“.

Die Politik akzeptierte hingegen – im Grundsätzlichen – die Forderung von Keynes nach strikter Regulierung der Finanzmärkte: Bei festen Wechselkursen, stabilen Rohstoffpreisen, Zinssätzen unter der Wachstumsrate und „schlummernden“ Aktienbörsen konnte sich das Gewinnstreben nur in der Realwirtschaft entfalten. Schon 1960 war in Europa Vollbeschäftigung erreicht.

Nun gingen die Gewerkschaften in die Offensive, sie forderten Mitbestimmung, Umverteilung und Ausbau des Sozialstaats und konnten dies – nicht zuletzt durch Streiks – teilweise durchsetzen. Der Zeitgeist drehte nach links (1968) und wurde zum Rückenwind der Sozialdemokratie. Schließlich erklärte die Umweltbewegung den Kapitalismus wegen seines „Wachstumswangs“ zum Auslaufmodell.

Ende der 1960er Jahre war die Zeit reif für den neoliberalen „Generalangriff“ gegen Keynesianismus und Vollbeschäftigungspolitik. Schon seit den 1930er Jahren hatten Friedrich A. von Hayek und seine Mitstreiter die Grundlagen dafür erarbeitet.

Nach dem Erfolg der „General Theory“ (1936) seines Gegenspielers Keynes konzentrierte sich Hayek auf Fragen der Gesellschaftspolitik, insbesondere darauf, wie man durch Beeinflussung der Intellektuellen die Gesellschaft nachhaltig verändern kann (sein Vorbild war die „linke“, sozialreformerische „Fabian Society“).

Mit seinem Buch „Der Weg zur Knechtschaft“ schuf Hayek 1944 den „Katechismus“ des Neoliberalismus. 1947 gründete er die „Mont Pèlerin Society“ (MPS) als Netzwerk ökonomischer Vordenker („original thinkers“), sonstiger Intellektueller wie „normale“ Professoren, Journalisten, etc. („second-hand dealers in ideas“) und Vermögende (zur Finanzierung von Lehrstühlen, Publikationen und Think Tanks).

In den 1950er und 1960er Jahren nutzten die „original thinkers“ ihre Zeit abseits des Mainstreams zur Entwicklung von Theorien, die ihre politischen

Ziele legitimierten (die meisten der unten angeführten Ökonomen waren MPS-Mitglieder):

- Mit einem Zirkelschluss „beweist“ *Friedman* (1953), dass es keine destabilisierende Finanzspekulation geben kann (er unterstellt, was erst zu zeigen wäre, das nämlich rationale Spekulation dominiert).
- Antizyklische Fiskalpolitik ist weitgehend sinnlos, weil der Konsum der Haushalte nicht von ihrem laufenden, sondern von ihrem Lebenseinkommen abhängt (*Friedman* 1957).
- Politik solle sich auf den Schutz der Freiheit der Bürger beschränken, insbesondere ihres Privateigentums (*Hayek* 1960).
- Laut der Theorie der „regulatory capture“ nützen staatliche Regulierungen in erster Linie privaten Akteuren (*Stigler* 1971).
- Aktivitäten von Politiker dienen primär ihren persönlichen Interessen („public choice school“ von James Buchanan und Gordon Tullock).
- Marktprozesse können auch das Problem der „sozialen Kosten“ – wie etwa jenes der Umweltbelastung – lösen (*Coase* 1960).
- Individuelle Nutzenmaximierung prägt alle zwischenmenschlichen Beziehungen, von der Partnerwahl bis zur Kinderliebe (*Becker* 1976).
- Die Große Depression wurde durch den Staat in Gestalt der Notenbank verursacht (*Friedman/Schwartz* 1963).

Mit seiner „presidential address“ bei der Jahrestagung der American Economic Association gab Milton Friedman 1967 das Signal zur neoliberalen „General-offensive“: Vollbeschäftigungspolitik sei nicht nur sinnlos, sondern schädlich. Wenn die Politik versuche, die Arbeitslosigkeit unter die „natural rate of unemployment“ zu drücken, so stiege nur die Inflation (*Friedman* 1968).

Auch dieser „Beweis“ ist tautologisch: Friedman nimmt an, dass der Output längerfristig durch Gleichgewichte auf den Güter- und Arbeitsmärkten determiniert ist (die Phillips-Kurve ist vertikal). Dann können monetäre Impulse natürlich nur inflationäre Effekte haben.

Als „Waffe“ gegen den Keynesianismus war Friedman's „Beweis“ aber blendend konstruiert. Als Ausgangspunkt wählte er jenes Modell, das wie kein anderes den (selbstgewissen) Glauben der „Trivial-Keynesianer“ an makroökonomisches „fine tuning“ zum Ausdruck brachte, die modifizierte Phillips-Kurve (*Samuelson/Solow* 1960). Sie impliziert: Die Politik könne wählen zwischen der Höhe der Arbeitslosigkeit und der Höhe der Inflation. Dies ist allein schon deshalb unsinnig, weil mit der Inflation auch die Nominalzinsen steigen und damit die Zinszahlungen (Akzeleratoreffekt: Steigt etwa die In-

flation um 2 Prozentpunkte und damit der Nominalzins von 4% auf 6%, so nehmen die Zinszahlungen bei flexibler Verzinsung um 50% zu). Die Unternehmer reagieren auf diese Kostensteigerung mit einer Reduktion von Investitionen und Arbeitsplätzen.<sup>1</sup>

Allerdings realisierte Friedman diesen Defekt der Phillips-Kurven-Theorie gar nicht. Sein Modell der „natural rate“ wurde deshalb so erfolgreich, weil es das Ende der 1960er Jahre größte makroökonomische Problem ansprach, die steigende Inflation, und dafür Gewerkschaften und die Vollbeschäftigungspolitik verantwortlich machte.

In den Wirtschaftswissenschaften nahm der Einfluss der Monetaristen zu. Da für sie gilt „money does not matter“, haben sie allerdings eine „Kleinigkeit“ übersehen: Geld wird nicht nur für Transaktionen mit Gütern verwendet ( $PQ \cdot Q$ ), sondern auch für Finanztitel aller Art ( $PF \cdot QF$ ). Korrekt lautet daher die Quantitätsgleichung

$$M \cdot V = PQ \cdot Q + PF \cdot QF$$

Da das Volumen der Finanztransaktionen um ein Vielfaches größer ist als jenes mit Gütern und viel stärker schwankt, ist eine stabile Beziehung zwischen der Geldmenge  $M$  und dem Güterpreisniveau  $PQ$  unmöglich.

Der erste Schritt in der Umsetzung neoliberaler Forderungen bestand in der Aufgabe fester Wechselkurse (1971). Der Dollar verlor in zwei Bärenmärkten jeweils etwa 25% an Wert (Abb. 2). Die OPEC-Länder reagierten mit zwei „Ölpreisschocks“ (1973 und 1979), die zwei Rezessionen nach sich zogen. Daher stiegen Arbeitslosenquote und Inflation gleichzeitig. Diese – von ihnen mitverursachte – Konstellation interpretierten die neoliberalen „master minds“ als Widerlegung der Phillips-Kurve und damit der keynesianischen Theorie „im Ganzen“.

Als Ersatz wurde die Gleichgewichtstheorie restauriert, um „rationale Erwartungen“ (RE) erweitert (Lucas 1972) und unter falschem Namen vermarktet („Neue Klassische Makroökonomie“ statt „alte neoklassische Mikroökonomie“).

Nachdem nicht-rationales Verhalten, soziale Interaktionen und Unsicherheit aus der Denkwelt entfernt worden waren, war auch für unterschiedliche Individuen kein Platz mehr. Daher konzentrierten sich die „neu-klassischen“

<sup>1</sup> Zinssteigerungen senken die Gewinne, Investitionen erfordern zusätzliche Kreditaufnahmen, die Relation Schulden/Gewinne steigt und mit einer Verzögerung von ein bis zwei Jahren gehen die Investitionen zurück. Die vielfach dokumentierte Korrelation zwischen einer zunehmend „inversen“ Zinskurve und einer Rezession ein bis zwei Jahre später spiegelt einen kausalen Zusammenhang wider.

RE-Ökonomen auf die Konstruktion von DSGE-Modellen, in denen es nur „repräsentative Agenten“ gibt.

In dieser Welt ist Fiskalpolitik sinnlos („Ricardian equivalence“ – Barro 1974), aber auch jede Makropolitik („Lucas critique“ – Lucas 1976). Konjunkturzyklen sind durch „Technologieschocks“ verursacht („real business cycles“ – Kydland/Prescott 1982). Roosevelt’s New Deal wird zur *Ursache* der Großen Depression erklärt (Prescott 1999).<sup>2</sup>

Aus diesen „mega-idealistischen“ Theorien wurden die Leitlinien der Wirtschaftspolitik abgeleitet, von der Liberalisierung der Finanzmärkte, der Privatisierung staatlicher Unternehmen, der Abschaffung des Arbeitnehmerschutzes, dem Rückbau des Sozialstaats bis zur Regelbindung der Fiskal- und Geldpolitik.

Die „totale Gleichgewichtstheorie“ wurde zur Grundlage der ökonomischen Lehrbücher und Studienpläne, die so geschulten Ökonomen verbreiteten sie, insbesondere in Medien und Politik (gefördert durch die wachsende Zahl neoliberaler „think tanks“).

Die idealistische Theorie hat die ökonomische Realität seit den 1970er Jahren in einem Dreischritt verändert: Politische Maßnahmen schaffen Probleme (z.B. „Ölpreisschocks“ und Rezessionen nach Aufgabe fester Wechselkurse), diese werden neoliberal interpretiert (Widerlegung der Phillips-Kurve) und danach neoliberal „therapiert“ (Hochzinspolitik samt Lohnzurückhaltung). Die „Therapie“ schafft neue Probleme (z.B. Dollaraufwertung und Schuldenkrise Lateinamerikas), die wiederum neoliberal interpretiert und „therapiert“ werden, usf.

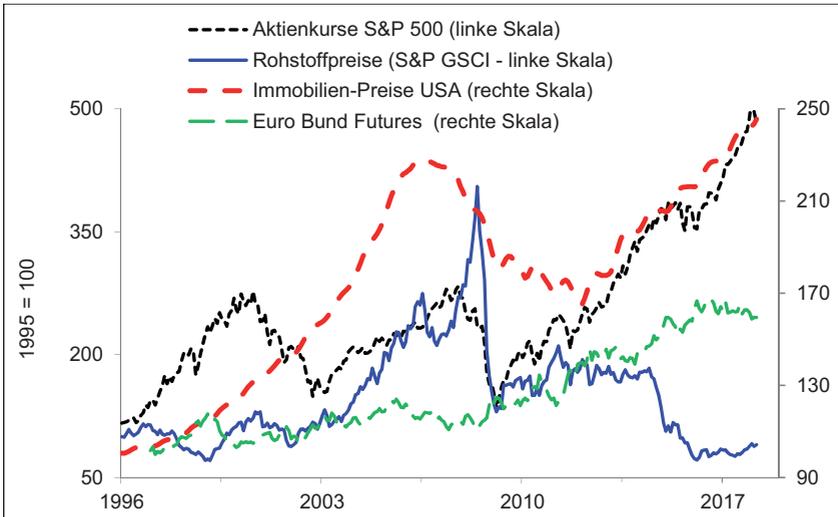
Die bisher letzte Etappe in diesem Prozess war die Finanzkrise 2008. Sie war das Ergebnis der Preisdynamik gerade auf jenen Märkten, welche dem idealen Markt der Gleichgewichtstheorie am nächsten kommen.

## 2. Systemische Ursachen von Finanzkrisen

Diese liegen im Muster der Preisdynamik auf den „freiesten“ Märkten: Die Werte von Aktien, Anleihen, Devisen sowie von Rohstoff- und Immobilienderivaten schwanken in einer Abfolge von „Bullen- und Bärenmärkten“. Im ersten Fall steigen die Preise übermäßig an, im zweiten Fall sinken sie (Abbildungen 1 bis 5).

<sup>2</sup> „In the 1930s, labour market institutions and industrial policy changed normal market hours. I think these institutions and actions are what caused the Great Depression.“ (Prescott 1999, 27)

Abbildung 1: „Bullen“ und „Bären“ auf den Finanzmärkten



Quelle: Yahoo Finance, Case-Shiller, Standard & Poors, onvista

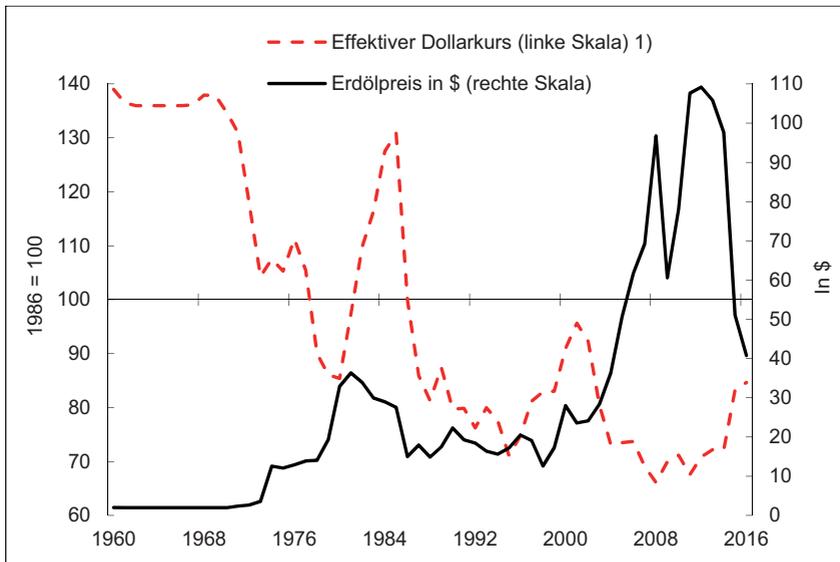
Auf einen der längsten Aktien-Bullenmärkte (die Kurse waren seit 1982 auf etwa das Zehnfache gestiegen) folgte zwischen 2000 und 2003 ein Bärenmarkt (in den USA sanken die Kurse auf etwa die Hälfte, in Deutschland noch stärker). Danach begannen nicht nur die Aktienkurse, sondern auch die Rohstoffpreise enorm zu steigen. Gleichzeitig setzte sich der Boom der US-Immobilienpreise fort (Abb. 1). Der wachsenden „Reichtum“ fast aller Vermögensbesitzer nährte die Illusion eines krisenfreien Kapitalismus („the great moderation“).

Ab 2007 fielen zuerst die Immobilienpreise und dann die Aktienkurse. Die Vermögensentwertung war drastisch: Zwischen 2007 und 2009 sank der Wert des Immobilien- und Finanzvermögens der US-Haushalte von 498% auf 350% ihres verfügbaren Einkommens. Mitte 2008 brachen auch die Rohstoffpreise ein (Abb. 1) und zwangen die betroffenen Entwicklungsländer, ihre Nachfrage nach Industriewaren zu senken.

Schwere Finanz- und Wirtschaftskrisen werden *immer* durch die mit Bullen- und Bärenmärkten verbundenen, *simultanen* Bewertungsänderungen von Vermögen und Schulden verursacht. So waren Immobilienpreise, Aktienkurse und Rohstoffpreise zuletzt zwischen 1929 und 1933 *gleichzeitig* gesunken.

Auch nach dem Börsenkrach 1873 führte der gleichzeitige Verfall dieser drei Vermögenspreise in eine „lange Depression“. Bullen- und Bärenmärkte prägen die Dynamik von Vermögenspreisen und sind für Trader ganz „normal“.

Abbildung 2: Langfristige Schwankungen von Dollarkurs und Erdölpreis



Quelle: OECD, IMF

Große Finanzkrisen sind daher die Frucht von „business as usual“ auf den „freiesten“ Märkten, außergewöhnlich ist nur die Gleichzeitigkeit mehrerer Bärenmärkte. Diese Ursache von Finanzkrisen wird bis heute nicht gesehen, weil in der Theorie nicht vorgesehen.

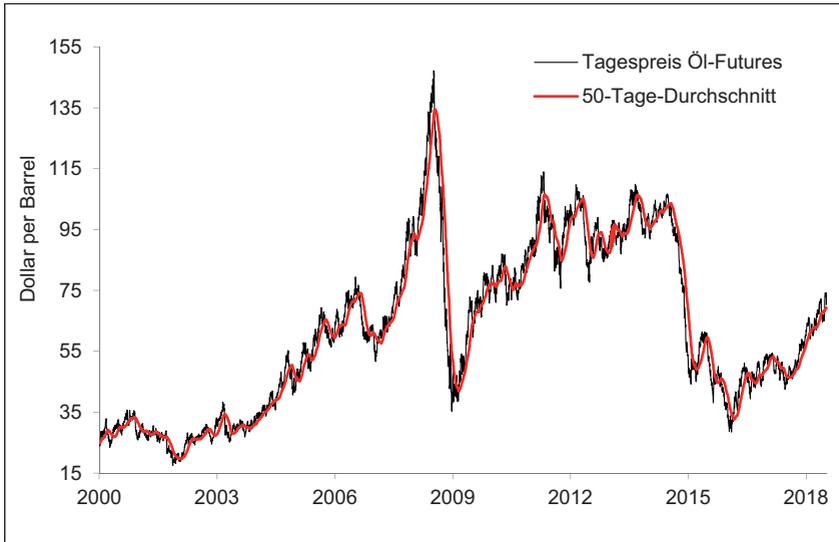
Deshalb haben alle Regulierungen nach 2008 den Prozess der Preisbildung nicht einmal berührt. Und deshalb wurde seit 2011 das Absturzpotential der nächsten Krise aufgebaut (Abb. 1): Aktien- und Immobilienpreise sind stärker gestiegen als vor der Finanzkrise 2008, und dazu kommt noch der Boom der Anleihekurse (Abb. 4).

### 3. Auswirkungen der „manisch-depressiven“ Finanzmärkte auf die Realwirtschaft

Bullen- und Bärenmärkte verändern den Wert der wichtigsten Vermögen und beeinflussen so die Realwirtschaft: Wer durch den Anstieg von Aktien- oder Anleihekursen „reicher“ wird, spart weniger, er freut sich auf eine höhere („kapitalgedeckte“) Pension, der Konsum boomt und das nährt wiederum die „Bullen“. Wenn die Kurse fallen, schmilzt das „fiktive Kapital“ (Marx) weg und die Wirtschaft schlittert in eine Krise.

Während der „Berg- und Talfahrt“ vollzieht sich ein Umverteilungsprozess: Wer rechtzeitig ein- bzw. aussteigt, gewinnt (als Gruppe die „Profis“), wer zu spät kommt, verliert (als Gruppe die Amateure einschließlich vieler Pensionsfonds).

Abbildung 3: Bullenmarkt und Bärenmarkt von Erdöl



Quelle: NYMEX

Besonders gravierend sind die Folgen von Dollarkursschwankungen. In den 1970er Jahren entwerteten zwei „Dollarbären“ die Exporterlöse der Rohstoffproduzenten. Davon waren die Ölexportureure des Mittleren Ostens am meisten betroffen. Sie reagierten 1973 und 1979 mit zwei „Ölpreisschocks“ (Abb. 2), die zwei Rezessionen nach sich zogen.

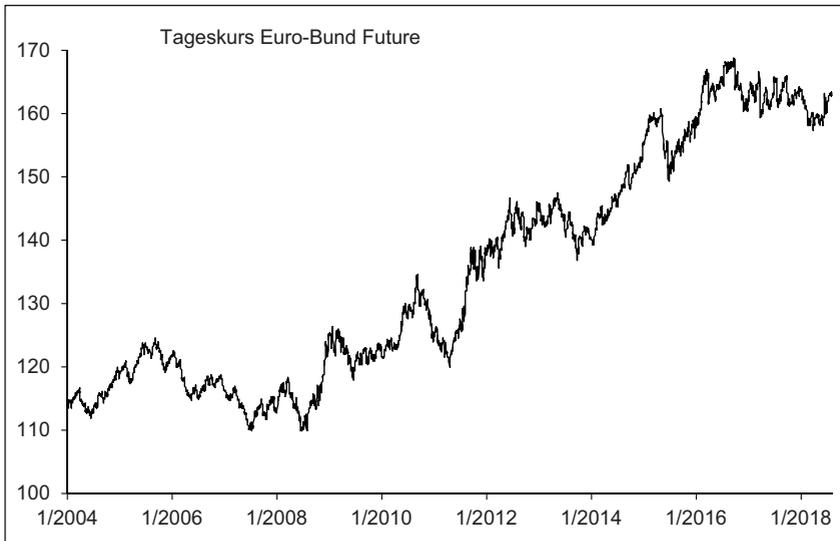
Gleichzeitig „verführten“ die Dollarentwertungen die Entwicklungsländer, insbesondere in Lateinamerika, Dollarkredite aufzunehmen. Der 1980 einsetzende Bullenmarkt wertete mit dem Dollar auch die Last von Dollarschulden auf – 1982 brach die Schuldenkrise Lateinamerikas aus. Nach ähnlichem Muster hatten Schwellenländer in Ostasien die Dollarabwertung seit 1985 zur Ausweitung von Dollarschulden genützt, zwei Jahre nach Beginn einer Dollaraufwertung (1995) brach die Schuldenkrise Ostasiens aus (Abb. 2).

Bei Rohstoffen verschiebt ein Bullenmarkt Einkommen von den Verbraucher- zu den Produzentenländern, ein Bärenmarkt verteilt in die „Gegenrichtung“ um. Die jeweils Benachteiligten schränken ihre Nachfrage stärker ein

als die jeweils Begünstigten sie ausweiten. Der globale „Netto-Effekt“ massiver Rohstoffpreisschwankungen ist negativ.

Besonders stark sind die realwirtschaftlichen Folgen schwankender Immobilienpreise. Boomen sie, so fühlt sich jeder reicher, der ein Haus besitzt, er kann zusätzliche Kredite aufnehmen, andere kaufen Immobilien als Spekulationsobjekte, wer noch kein Haus hat, möchte eines auf Kredit erwerben, Bauwirtschaft und Konsum boomen.

*Abbildung 4: Bullenmarkt deutscher Staatsanleihen*



Quelle: Onvista

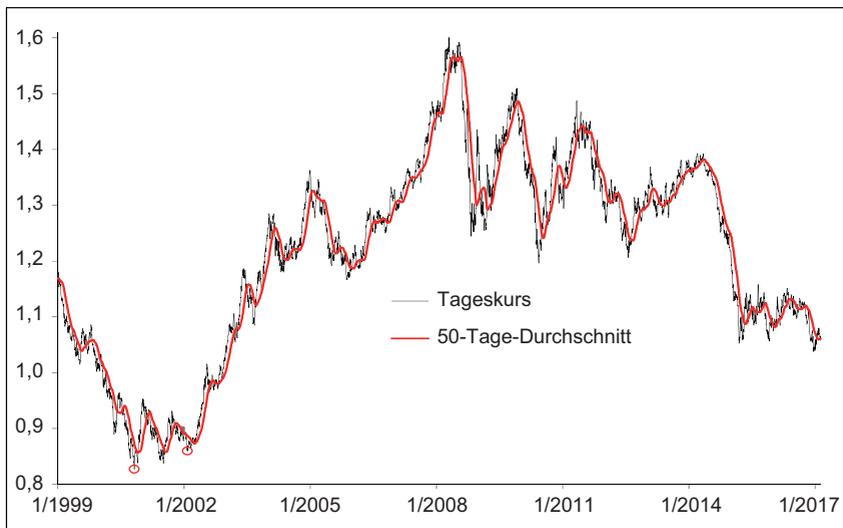
Im Bärenmarkt sinkt der Wert des Hauses unter jenen des Kredits, Millionen verlassen ihr Haus oder werden delogiert, die Bauwirtschaft bricht ein, die Preise fallen, Hedge Funds kaufen günstig ein und vermieten (auch) an die früheren Besitzer. Setzt wieder ein Bullenmarkt ein wie in den USA seit 2011 (Abb. 1), so profitieren vom Wertzuwachs der Häuser nicht mehr ihre Bewohner, sondern Investoren wie Blackstone oder BlackRock.

Nach der Finanzkrise 2008 wurden Staatsanleihen von massiven Bullen- bzw. Bärenmärkten erfasst: Spekulation auf den Staatsbankrott von Griechenland, dann von Irland, Portugal, Spanien und Italien ließ die Kurse der Staatsanleihen dieser Länder fallen (Bärenmarkt), gleichzeitig suchten „Investoren“ in Deutschland einen „sicheren Hafen“: In einem beispiellosen Bullenmarkt stiegen die Kurse deutscher Staatsanleihen stärker als je zuvor (Abb. 4).

Die „manisch-depressiven“ Schwankungen der Vermögenspreise beeinträchtigen die Realwirtschaft auch „strukturell“ (egal, ob sie steigen oder fallen), weil sie – vermeidbare – Unsicherheit schaffen.

Wie sehr die Schwankungen der „asset prices“ unternehmerische Aktivitäten in der Realwirtschaft „strukturell“ erschweren, ergibt sich indirekt aus der Entwicklung in den 1950er und 1960er Jahren. Damals konnten sich die Finanzmärkte nicht frei entfalten, Finanzspekulation war sinnlos, weil unprofitabel. Also entfaltete sich das Profitstreben nur in der Realwirtschaft. Das „Wirtschaftswunder“ war Folge dieser Anreizbedingungen, also gar kein „Wunder“.

Abbildung 5: Spekulationssystem für den Dollar-Euro-Kurs



Quelle: IMF

#### 4. Wie sich Bullen- und Bärenmärkte entwickeln

Die meisten Finanztransaktionen werden von computergestützten „trading systems“ ausgelöst. Sie verarbeiten nur vergangene Kurse (die Fundamentaltwerte werden ignoriert) und versuchen, das Phänomen von Kursschüben („trending“) zu nutzen: Die „trend-following systems“ kaufen (verkaufen) in der Frühphase eines Aufwärts(Abwärts)schubs, die „contrarian systems“ wechseln ihre Position in der Spätphase, um von einem Richtungswechsel zu profitieren.

Mehrere „runs“ auf Basis „schneller“ Daten, unterbrochen von kleineren Gegenbewegungen, akkumulieren sich zu einem Mini-Trend auf Basis relativ „langsamerer“ Daten. So resultieren mehrere Kursschübe auf Basis von Tick-Daten in einem Trend auf Basis von Minutendaten, mehrere „Minutentrends“ ergeben einen Trend auf Basis von 30-Minuten-Daten, usw.

Ein Bullen- bzw. Bärenmarkt entwickelt sich in einem stufenweisen Prozess, indem über mehrere Jahre (Mini-)Trends nach oben bzw. unten länger dauern als Gegenbewegungen. Dieses für *alle* Finanzmärkte typische Muster widerspricht der herrschenden Theorie total:

- „Asset prices“ sollten nur auf Grund von „fundamental news“ zum neuen Gleichgewichtswert *springen*.
- Trending ermöglicht profitable Spekulation nur auf Basis vergangener Kurse – Finanzmärkte sind nicht einmal schwach effizient.
- Das „technical trading“ verstärkt umgekehrt das Trending.
- Kursschübe akkumulieren sich zu Bullen- und Bärenmärkten, „overshooting“ ist daher nicht die Ausnahme, sondern die Regel.

Eine realistische Ökonomie kann diese Preisdynamik folgendermaßen erklären: In einer von *Unsicherheit* geprägten Welt, in der das Verhalten der Akteure von rationalen *und* emotionalen Faktoren beeinflusst wird, entwickeln sich Marktstimmungen durch *soziale Interaktion*: Ist die Stimmung optimistisch („bullish“), so werden die Akteure auf positive „news“ stärker reagieren (mehr „investieren“) als auf negative „news“. Daher dauern Aufwertungstrends während eines Bullenmarkts länger als die Gegenbewegungen (umgekehrt in einem Bärenmarkt).

Auslöser einer Richtungsänderung in der kurzfristigen Kursbewegung sind „news“. In Sekunden müssen Trader abschätzen, wie die anderen Trader reagieren werden. Sie bilden daher nur (qualitative) Erwartungen über die *Bewegungsrichtung* von Kursen.

Computergesteuerte Spekulationssysteme verarbeiten die von „news“ ausgelöste Kursbewegung und generieren Kauf- bzw. Verkaufssignale, die wiederum die Kursbewegung verstärken. Je länger ein Preistrend dauert, desto weniger Trader „springen auf“ und desto mehr Amateure wollen auch an der Kursentwicklung partizipieren.

Die Abbildungen 3 und 5 verdeutlichen die Wechselwirkungen zwischen Trending und technischer Spekulation am Beispiel eines simplen „trading systems“ („Kaufe, wenn der Kurs den gleitenden Durchschnitt von unten schneidet, und verkaufe im umgekehrten Fall!“).

„News-based trading“, die Verstärkung der dadurch ausgelösten Kursschübe durch „algo(rithmic) trading“ und persistente Marktstimmungen ge-

nerieren Bullen- bzw. Bärenmärkte, die deshalb endlich sind, weil ihre realwirtschaftlichen Folgen Gegenkräfte verstärken (so wird die nachhaltige Aufwertung einer Währung einen Abwertungsdruck aufbauen).

Langfristig schwanken daher Wechselkurse, Rohstoffpreise, Aktien- und Anleihekurse in mehrjährigen irregulären Zyklen um ihren Fundamentalwert ohne gegen dieses „Gravitationszentrum“ zu konvergieren. Genau diese Dynamik kann die idealistische Theorie nicht erklären. Denn sie kennt nur explosive Preispfade („bubbles“) oder Konvergenz zum fundamentalen Gleichgewicht nach „Schocks“.

### 5. *Persönliche Schlussbemerkung*

Für mich gehört Gustav Horn zu den herausragenden Vertretern der realistischen Ökonomie. Sie zeichnen sich durch konkretes, problemorientiertes, anteilnehmendes und eingreifendes Denken aus.

Konkretes Denken geht von Beobachtungen aus, also von der Empirie, freilich im Bewusstsein, dass Beobachtungen durch Vor-Stellungen (dazu gehören auch Theorien) selektiert und geordnet werden. An „ökonomische Gesetze“, gültig jenseits von Raum und Zeit, glaubt der realistische Ökonom nicht.

Aus dieser Haltung ergibt sich das problemorientierte und eingreifende Denken: Menschen sind nicht „den Märkten“ unterworfen, sie können und sollen die Ursachen von Problemen erforschen und Lösungen erarbeiten. Realistische Ökonomen – von Adam Smith bis John M. Keynes – sind Aufklärer.

Die Kraft dafür schöpfen sie auch aus der Anteilnahme am „Schicksal“ der Geschwächten, seien es die dem Grundherren Ausgelieferten zu Smith's Zeiten, Arbeits- und Hoffnungslose zu Keynes' Zeiten oder prekär Beschäftigte und MigrantInnen heute.

Noch nie hat eine idealistische Theorie so lange dominiert wie die restaurierte Neoklassik in den vergangenen Jahrzehnten. Diese „Verwissenschaftlichung“ der neoliberalen Weltanschauung machte aus Märkten, die Mittel zum Zweck sind (manche funktionieren, andere nicht), „den Markt“ als Subjekt, dem sich die Politik zu unterwerfen hat.

In diesen Zeiten als realistischer Ökonom arbeiten, bedeutet: Gegen den Mainstream schwimmen, und dazu braucht es auch Zivilcourage. Gustav hat(te) sie, und es hat sich für ihn und die MitarbeiterInnen „seines“ IMK sogar ausgezahlt – und für jene, denen die Aufklärungsarbeit des Instituts nützt. Und eine gute Kondition hat Gustav auch – vom Schwimmen gegen den Strom.

*Literatur*

- Barro, R. (1974): Are Government Bonds Net Wealth?, in: *Journal of Political Economy*, 82(6), S. 1095-1117.
- Becker, G. S. (1976): *The Economic Approach to Human Behavior*, Chicago: University of Chicago Press.
- Coase, R. (1960): The Problem of Social Cost, in: *Journal of Law and Economics*, 3(1), S. 1-44.
- Friedman, M. (1953): *The Case for Flexible Exchange Rates*, Essays in Positive Economics, Chicago University Press.
- Friedman, M. (1968): The Role of Monetary Policy, in: *American Economic Review*, 58(1), S. 1-17.
- Friedman, M., Schwartz, A. J. (1963): *A Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton University Press.
- Hayek, F. A. (1960): *The Constitution of Liberty*, University of Chicago Press.
- Kydland, F. E., Prescott, E. C. (1982): Time to Build and Aggregate Fluctuations, in: *Econometrica*, 50(6), S. 1345-1370.
- Lucas, R. E. (1972): Expectations and the Neutrality of Money, in: *Journal of Economic Theory*, 4(2), S. 103-124.
- Lucas, R. (1976): Econometric Policy Evaluation: A Critique, in: Brunner, K., Meltzer, A. (Hg.), *The Phillips Curve and Labor Markets*. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 1, American Elsevier, S. 19-46.
- Prescott, E. C. (1999): Some Observations on the Great Depression, in: *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 23(1), S. 25-31.
- Samuelson, P. A., Solow, R. (1960): Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy, in: *American Economic Review*, Papers and Proceedings, 50(2), S. 177-194.
- Stigler, G. (1971): The theory of economic regulation, in: *Bell Journal of Economics*, 2(1), S. 3-21.