



FOTO: SEBASTIAN MAST/CONNECTED ARCHIVES

„Wunder“ gibt es heute nur noch an der Börse, nicht in der deutschen Wirtschaft

Die Aktienparty geht weiter

Börse Die Wirtschaft stürzt ab, während der DAX neue Höhen erklimmt? Das ist kein Widerspruch im System Finanzmarktkapitalismus

von **Stephan Schulmeister**

Seit zwei Jahren befindet sich Deutschland in einer hartnäckigen Stagnationskrise, verbunden mit wachsender Ungleichheit, Unzufriedenheit und Zukunftsangst. Umso größer der Trost, den Aktien spenden: Ihre Kurse sind um fast 70 Prozent gestiegen, sogar stärker als in den USA, wo die Realwirtschaft weiterhin wächst. Kürzlich schrieb die FAZ auf ihrer Titelseite: „Ein bisschen mulmig wird einem ja schon zumute, wenn die Börse Rekorde feiert, während die Wirtschaft bergab geht.“ Wenn schon einem konservativen Medium bei dieser Situation „mulmig“ wird, lohnt es sich, genauer hinzuschauen.

Das „Aktienwunder“ widerspricht der herrschenden Wirtschaftstheorie. Danach müsste der Börsenwert aller Aktien den „wahren“ oder „fundamentalen“ Wert aller Aktiengesellschaften widerspiegeln. Letzterer kann aber nicht steigen, während die Realwirtschaft stagniert und an Konkurrenzfähigkeit verliert. Wie lässt sich dieses Phänomen dann erklären?

Der Wert deutscher Aktien stieg seit 2022 um etwa 1.000 Milliarden Euro oder 25 Prozent des BIP (auf 2.800 Milliarden Euro). Da kann die Realwirtschaft getrost stagnieren, einen so hohen Vermögenszuwachs hätte sie nie geschafft. Mit dem Aktienboom setzt sich eine Entwicklung fort, die schon vor 40 Jahren begann: Bewertungssänderungen von Vermögen (Aktien, Anleihen, Immobilien, Rohstoffe, Bitcoins) wurden zur wichtigsten Quelle von Vermögenszuwächsen. Langfristig profitiert man vom Trend steigender Preise, man kauft etwa für sein Enkelkind einen dem DAX folgenden „Exchange Traded Fund“. Kurzfristig kann man zusätzlich die Kursschwankungen auszunutzen versuchen, indem man auf die Richtung der nächsten Kursbewegungen wettet. Stellt das Vermögen Eigenkapital dar wie Aktien oder Immobilien, so machen Kurs- beziehungsweise Preisstei-

gerungen alle ihre Besitzer reicher, und niemand wird ärmer – herrlich! Diese Bewertungsgewinne lassen sich auch realisieren, indem man Aktien nach einem Boom verkauft. Allerdings: Damit das „Aufwertungsspiel“ weitergeht, müssen die Kaufwünsche höher bleiben als die Verkaufswünsche. Andernfalls kann die Entwicklung kippen. Diese Gefahr ist „normalerweise“ umso größer, je länger ein Aufwärtstrend bereits andauert.

Doch der gegenwärtige Boom hat bereits 1982 begonnen, seither ist der DAX auf das 40-Fache (!) gestiegen. Unterbrochen wurde dieser Trend lediglich von zwei stärkeren „Korrekturen“: vom Platzen der „Internetbubble“ 2000 und von der Finanzkrise im Jahr 2008. Doch die Party soll weitergehen, schon werden für den DAX 21.000 oder sogar 25.000 Punkte ins Visier genommen. Und das mitten in der Rezession. Dieser längste Aktienboom aller Zeiten erfasste alle großen Börsen: Zwischen 1982 und 2023 stieg der Wert des globalen Aktienbestands von 2.900 Milliarden auf 113.800 Milliarden Dollar.

Der Boom war kein Zufall

Dass der Boom Anfang der 1980er Jahre einsetzte, ist kein Zufall. Denn zehn Jahre früher hatte der Transformationsprozess von einer real- zu einer finanzkapitalistischen „Spielanordnung“ begonnen. Bis dahin hatte sich das Profitstreben nur in der Realwirtschaft entfalten können: Bei festen Wechselkursen, stabilen Rohstoffpreisen und Zinssätzen unter der Wachstumsrate war durch Finanzinvestitionen nichts zu holen. Also konzentrierte sich das Profitstreben auf die Realwirtschaft, sie expandierte krisenfrei bei Vollbeschäftigung, der Sozialstaat wurde ausgebaut, die Staatsverschuldung sank. Fazit: Das „Wirtschaftswunder“ war gar kein „Wunder“, sondern Folge realkapitalistischer Anreizbedingungen (wie in China nach der Entfesselung des Profitstrebens durch die Reformen von Deng Anfang der 1980er Jahre). Der Wandel vom „Realkapitalismus“ zum „Finanzkapitalismus“ in den 1970er Jahren änderte alles. Wichtige Wegmarken dieser Entwicklung waren: die Aufgabe fester Wechselkurse 1971, die Ölpreisschocks 1973 und 1979, die Wahlsiege von Margaret Thatcher und Ronald Reagan, der Beginn einer extremen

Hochzinspolitik und die Schuldenkrise Lateinamerikas 1982. Dieser Prozess veränderte die Anreizbedingungen für die Kapitalvermehrung fundamental: Bei instabilen Wechselkursen und Rohstoffpreisen sowie Zinssätzen über der Wachstumsrate wurden Realinvestitionen teuer und unsicher, Finanzinvestitionen aber immer attraktiver. Das „schnelle“ Spekulieren wurde überdies durch die nach 1982 massenhaft entwickelten „Finanzinnovationen“ (auch Derivate genannt) gefördert.

Während die Aktienbörsen boomten, sank das Wachstum von Realinvestitionen und BIP von Jahrzehnt zu Jahrzehnt, die Krise breitete sich über 40 Jahre so langsam aus, dass ihre Symptome wie Arbeitslosigkeit, Staatsverschuldung und steigende Ungleichheit als „Sachzwänge“ erschienen, denen man sich anzupassen hätte (etwa durch Niedriglohnjobs). Ihr systemischer Charakter blieb verborgen. Denn zum Finanzkapitalismus gehören auch Theorien, die den Primat des Markts über die Politik legitimieren, die entsprechend angepassten Lehrbücher und damit die „Produktion“ überwiegend theoriekonformer Ökonomen, die Formulierung eingängiger Leitlinien für die Politik („Mehr privat, weniger Staat“ etc.), ihre Popularisierung durch Think-Tanks und Mainstream-Journalisten und die Ausblendung von „Marktversagen“ (das katastrophalste von ihnen ist die Erderhitzung).

Grundproblem: Innerhalb eines Denksystems kann man das Denksystem selbst nicht als Krisenursache erkennen. Und so erlebt unsere Volkswirtschaft gerade ein massives Aktienwunder, aber von einem neuen Wirtschaftswunder sind wir weit entfernt. Allzu kritische Fragen zu dieser absurden Situation stellt kaum jemand.

Wenn Real- und Finanzinvestitionen alternative Profitmöglichkeiten sind, dann sollten die Aktienbörsen in der Prosperitätsphase „geschlafen“ haben. Und genau dies war der Fall: Zwischen 1960 und 1981 sind der Realkapitalstock (Maschinen, Bauten etc.) und der Netto-Gesamtwert (Aktiva minus Schulden) der Aktiengesellschaften in Deutschland auf das Siebenfache gestiegen, die Aktienkurse blieben aber konstant. Ihr Börsenwert hat sich nur deshalb verdoppelt, weil die Unternehmen ihre Investitionen auch durch Aktienaussgabe finanzierten. Im Finanzkapitalismus kaufen sie

Seit 1982 ist der DAX auf das 40-Fache gestiegen. Von so einem Wachstum kann die Realwirtschaft nur träumen

hingegen ihre eigenen Aktien zurück und verstärken so den Boom. Ein anderes Beispiel verdeutlicht die Bedeutung der Anreizbedingungen: In den 1960er Jahren haben die deutschen Unternehmen (ohne Finanzsektor) annähernd so viele Kredite aufgenommen, wie die Haushalte sparten. Vereinfacht ausgedrückt: Durch Vermittlung der Banken verwandelten die Unternehmen das Sparen der Haushalte in Realkapital und Arbeitsplätze. Bei ausgeglichener Leistungsbilanz hatte der Staat einen ausgeglichenen Haushalt. Doch seit den 1970er Jahren nahmen die Unternehmen immer weniger Kredite auf und haben seit fast 25 Jahren Überschüsse: Statt Realkapital bilden sie immer mehr Finanzkapital.

Diese Entwicklung ist die Hauptursache steigender Staatsverschuldung: Wenn sowohl Haushalte als auch Unternehmen Überschüsse erzielen, kann dies nur jenen Staaten gelingen, deren Volkswirtschaft gegenüber dem Ausland einen Leistungsbilanzüberschuss erzielt, und dies ist Deutschland in exzessivem Ausmaß gelungen. Doch in Zeiten von Deglobalisierung und Protektionismus wird „das deutsche Exportweltmeisterum“ zu einem Fluch – Trump lässt grüßen.

Welche Rolle der Bitcoin spielt

Gleichzeitig hat sich das Streben nach Bewertungsgewinnen auf immer mehr Vermögensarten ausgeweitet: In den USA und Großbritannien erfasste es schon Mitte der 1990er Jahre die Immobilien, in Kontinentaleuropa erst nach der Finanzkrise 2008. Dazu kommen die Kryptowährungen, die Inkarnation von Finanzkapital im digitalen Zeitalter. Im Fall des Bitcoins schuf ein Algorithmus aus dem Nichts ein Vermögen von etwa 2.000 Milliarden Dollar (ein Bitcoin kostet derzeit 100.000 Dollar, etwa 20 Millionen von möglichen 21 Millionen Bitcoins sind schon „geschürft“). Mit der Vervielfachung der Preise von Erdöl und Erdgas und der nachfolgenden Inflation schwappte die Profitlogik der Finanzmärkte auf die Gütermärkte über. Am Beispiel von Immobilien wird der Unterschied zwischen real- und finanzkapitalistischem Profitstreben besonders deutlich: In den 1960er Jahren machte man Gewinn, indem man Häuser baute und verkaufte, heute, indem man bestehende Häuser kauft und mit Gewinn weiterverkauft. Im ersten Fall entsteht Wohnraum, und aus deren Produktion fließen allen Beteiligten Einkommen zu, im zweiten Fall werden nur die Vermögen von wenigen aufgewertet.

Wen wundert es bei diesem System noch, dass wir uns in einer Rezession befinden?

Volkswirtschaften wie die deutsche (oder die japanische) wurden durch den Wechsel von real- zu finanzkapitalistischen Rahmenbedingungen besonders stark getroffen. Denn Deutschland hat sich seit mehr als 150 Jahren auf Qualität und Innovationskraft seiner Sachgüterproduktion spezialisiert und nicht auf „Finanz-Alchemie“. Gleichzeitig ist aber ordoliberalismus neoliberales Denken in den Köpfen der Eliten besonders fest verankert. Also wird die „Aktienparty“ weitergehen: Jene Superreichen, die den größten Teil der Aktien halten, werden nicht verkaufen, und neue Investoren kommen hinzu. Die Aktionärsquote liegt in Deutschland bei lediglich 18 Prozent. Auch immer mehr kleinere Unternehmen der Realwirtschaft werden ihre Investitionen von Real- zu Finanzkapital verlagern. Dazu kommt die Abschwächung der Nachfrage nach deutschen Exportgütern, teils wegen schweren Versäumnissen der Industriepolitik, teils wegen zunehmendem Protektionismus.

Bei fortgesetzter Stagnation wird die Zahl von Arbeitslosen und „Niedriglöhnern“ weiter steigen, und damit auch Unzufriedenheit und Verbitterung – zumal die Lage der Staatsfinanzen eher eine Schwächung des Sozialstaats erwarten lässt als einen Ausbau: viel Rückenwind für die AfD. Früher oder später werden die Rechtspopulisten den schon von den Nazis betonten Gegensatz zwischen dem „raffenden“ und dem „schaffenden Kapital“ anprangern. Vielen Reichen wird ein weiterer Aufstieg der AfD dennoch keine Sorgen bereiten. Sie vertritt ja deren Interessen: Durch Senkung von Steuern und Staatsquote wird der Abbau von Sozialleistungen zum Sachzwang gemacht. Dann gilt: „Wir können uns den Sozialstaat nicht mehr leisten.“ Aber die Depots sind davon unberührt. Es bleibt also beim alten Credo: Die Reichen gehören nicht zum „wir“.

Stephan Schulmeister ist Wirtschaftsforscher in Wien. Sein Buch *Der Weg zur Prosperität* behandelt die Unterscheidung zwischen real- und finanzkapitalistischen „Spielanordnungen“ und ihre empirische Relevanz (Ecowing 2018, 480 S., 28 €)