



ILLUSTRATION: PM HOFFMANN

Blase, Krise und retour

Eine alternative Erzählung über die Finanzkrise und die Gefahr einer Wiederholung

ANALYSE:
STEPHAN SCHULMEISTER

Nach einer Katastrophe wie der Finanzkrise 2008 fragt man: Wer ist schuld? Wie konnte das passieren? Wie können wir die Folgen eindämmen? Aus der Suche nach Antworten ergaben sich Standarderklärung und Therapie der Krise.

Leichtsinnige Banker in den USA hätten an nahezu mittellose Haushalte Wohnbaurdarlehen vergeben (NINJA: „no income, no job, no assets“), diese zu Wertpapieren gebündelt (CDO: „collateral debt obligation“) und sie weltweit verkauft, begünstigt durch öffentliche Fördermittel und niedrige Zinsen. Als diese zu steigen und die Immobilienpreise zu fallen begannen, wurden immer mehr Kredite „faul“. Schließlich verloren fast zehn Millionen Haushalte ihr Heim, die CDOs wurden wertlos. Die Lehman-Bank war das schwächste Glied in der Kette, ihre Pleite löste eine Schockwelle aus, welche die ganze (Finanz-)Welt erfasste.

Darauf rettete die Politik die (meisten) übrigen Banken und schnürte Konjunkturpakete, der stärkste Wirtschaftseinbruch der Nachkriegszeit war jedoch unvermeidlich. In Europa begann man schon 2010, die enorm gestiegene Staatsverschuldung durch eine Sparpolitik zu bekämpfen, die

Wirtschaft stagnierte darauf fast zehn Jahre lang und schrumpfte in Südeuropa. Denn „Finanzalchemisten“ begannen ein neues Spiel, das Wetten auf den Staatsbankrott. Um die Märkte zu „beruhigen“, verordnete die Politik den Bürgern einen Sparkurs.

Dieses „Narrativ“ beschreibt die laufenden Ereignisse, ihre Ursachen liegen aber tiefer, nämlich in der Preisdynamik auf den „freiesten“ Märkten von Aktien, Anleihen, Devisen, Rohstoffen und Immobilien: Ihre Werte schwanken in einer Abfolge von „Bullen- und Bärenmärkten“. Im ersten Fall steigen die Preise/Kurse über mehrere Jahre übermäßig an, im zweiten Fall sinken sie. So sind die Aktienkurse in den USA zwischen 1995 und 2000 fast auf das Dreifache gestiegen und danach nahezu ebenso stark gefallen (siehe Abbildung Seite 15). Das bedeutet: Im Boom werden Aktienbesitzer „reicher“, danach machen „Bären“ sie wieder ärmer.

Solche Bewertungsänderungen beeinflussen die Realwirtschaft: Wer reicher wird, spart, er freut sich auf eine höhere Pension (wenn „kapitalgedeckt“), der Konsum boomt, und das nährt wiederum die „Bullen“. Wenn die Kurse fallen, schmilzt das „fiktive Kapital“ (Marx) weg und die Realwirtschaft schlittert in eine Krise.

Während der „Berg- und Talfahrt“ vollzieht sich ein Umverteilungsprozess: Wer

rechtzeitig ein- bzw. aussteigt, der gewinnt (als Gruppe: die „Profis“), wer zu spät kommt, der verliert (als Gruppe: die „Amateure“). Gedankenexperiment: Wenn der Wert aller Aktien am Anfang und am Ende der „Fahrt“ gleich wäre, gibt es insgesamt keine (Bewertungs-)Gewinne, doch die Vermögen der Profis sind gewachsen, jene der Amateure geschrumpft.

Bei Rohstoffen verschiebt ein Bullenmarkt Einkommen von den Verbraucher- zu den Produzentenländern, Erste schränken ihre Nachfrage stärker ein als die begünstigten (Entwicklungs-)Länder sie ausweiten (können), das Wachstum der Weltwirtschaft wird gedämpft. Das gilt auch, wenn Bärenmärkte Einkommen zu den Industrieländern umverteilen: Sie weiten ihre Nachfrage nicht so stark aus, wie die Produzentenländer sie einschränken (müssen). Der globale „Netto-Effekt“ massiver Rohstoffpreisschwankungen ist daher negativ (siehe etwa die Folgen der Erdölpreisschwankungen).

Am stärksten sind die realwirtschaftlichen Effekte schwankender Immobilienpreise. Boomen sie, so fühlt sich jeder reicher, der ein Haus besitzt, andere kaufen Immobilien als Spekulationsobjekte, wer noch kein Haus hat, möchte eines auf Kredit erwerben: Bauwirtschaft und Konsum boomen,

10 JAHRE LEHMAN-PLEITE

Interview
Wilhelm Molterer über seine letzten Wochen als Finanzminister
SEITE 16

Inside View
Nikoletta Kiss beschreibt ihre Jahre als Beraterin in der Finanzbranche
SEITE 18

besonders in den USA (dort „haftet“ nur das Haus, nicht auch der Kreditnehmer persönlich). Im Boom, der zur Finanzkrise führte, feierte man den krisenfreien Kapitalismus als die „great moderation“.

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, Hedgefonds kaufen günstig ein und vermieten (auch) an die früheren Besitzer (Blackstone ist heute der größte Immobilienbesitzer in den USA, auch öffentlich geförderte Immobilien gehören nun dem Fonds – wie der Buwog im kleinen Österreich). Setzt wieder ein Bullenmarkt ein wie in den USA seit 2011 (siehe Abbildung), so profitieren vom Wertzuwachs der Häuser nicht mehr ihre Bewohner, sondern die Investoren.

Bullen- und Bärenmärkte sind für Trader das „Normalste“ auf der Welt, sie berücksichtigen fast automatisch, ob die Stimmung „bullish“ oder „bearish“ ist. Selten allerdings kommen drei Bärenmärkte gleichzeitig vor und genau das passierte 2007/2008: Wie die Abbildung zeigt, brachen zuerst die Immobilienpreise, dann die Aktienkurse und schließlich die Rohstoffpreise ein. Denn davor hatten drei analoge Bullenmärkte die drei wichtigsten Vermögensarten drastisch aufgewertet und die Illusion eines krisenfreien Kapitalismus genährt. Wie gezeigt, hat schon ein ausgewachsener „Bär“ erhebliche Folgen für die Realwirtschaft, aber drei große „Bären“ auf einem Fleck, das ist zu viel (diese Konstellation ergab sich zuletzt 1929).

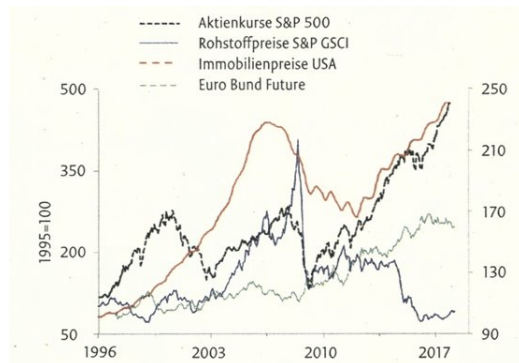
Die Finanzkrise war also die Frucht von „business as usual“, ungewöhnlich war nur die Koinzidenz von drei Bärenmärkten, nicht aber die „manisch-depressiven“ Schwankungen der „freiesten“ Märkte an sich. Brechen mehrere gleichzeitig ein wie 1873 (ausgehend vom Börsenkrach in Wien) oder 1929 (ausgehend von New York), folgen schwere Krisen.

Für Mainstream-Ökonomen kann es keine Bullen- und Bärenmärkte geben, ihre Gleichgewichtsmodelle können höchstens explosive Preispfade nach oben erklären („bubbles“), nicht aber die mehrjährigen (irregulären) Zyklen um die „Fundamentalwerte“ als „Gravitationszentrum“. Die systemische Hauptursache der Finanzkrise wird daher bis heute nicht gesehen, weil in der Theorie nicht vorgesehen.

Deshalb haben alle Regulierungen den Prozess der Preisbildung nicht einmal berührt, und deshalb bauen wir seit 2011 das Absturzpotenzial der nächsten Krise auf (siehe die Abbildung): Wieder sind mächtige „Bullen“ herangewachsen auf den Aktien- und Immobilienmärkten, und dazu kommen noch die „Jungbullen“ auf den Anleihemärkten (um Staatspleiten zu verhindern, mussten die Zentralbanken die Zinsen auf null setzen, und das hat natürlich die Anleihenkurse erhöht und zusätzlich die Aktien- und Immobilienbullen genährt).

Aber wie entwickeln sich Bullen- und Bärenmärkte in der Praxis, das Trading wird doch immer schneller, wie können sich dann mehrjährige Trends entwickeln?

Die meisten Transaktionen werden von computergestützten, zunehmend „automatisierten“ Systemen ausgelöst („technical“ oder „algo trading“). Sie verarbeiten nur vergangene Kurse, Informationen über die Fundamentalwerte werden ignoriert. Diese Systeme versuchen, das Phänomen von Kursschüben („trending“) zu nutzen, und verstärken es damit zugleich: Die „trend-following systems“ kaufen (verkaufen) in



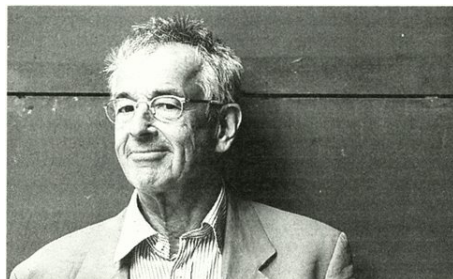
Aktien und Immobilien haben wieder Werte wie direkt vor der Finanzkrise 2008 erreicht

der Frühphase eines Aufwärts-(Abwärts-) trends, die „contrarian systems“ konzentrieren sich umgekehrt auf die Spätphase eines Trends, um von einem Richtungswechsel zu profitieren.

Mehrere Trends auf Basis relativ „schneller“ Daten, unterbrochen von kleineren Gegenbewegungen, akkumulieren sich zu einem Trend auf Basis relativ „langsamer“ Daten. So resultieren mehrere Preisschübe auf Basis von Tick-Daten (sie erfassen jeden realisierten Preis) zu einem Trend auf Basis von Minuten-daten, diese akkumulieren sich wieder zu einem Trend auf Basis von 30-Minuten-Daten und diese zu Trends auf Basis von Tagesdaten usw.

Über mehrere Jahre dauern Trends nach oben länger als nach unten und akkumulieren sich in einem stufenweisen Prozess zu einem Bullenmarkt. Ein Bärenmarkt entwickelt sich analog, indem Trends nach unten länger dauern als nach oben (dieses Faktum widerspricht der herrschenden Theorie total, nach der Preise aufgrund neuer Informationen – „news“ – zum neuen Gleichgewichtswert springen müssten).

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 Aufwärtstrends während eines Bullenmarkts länger als die Gegentrends, der Preis steigt in einem stufenweisen Prozess (umgekehrt in einem Bärenmarkt). Auslöser einer Richtungsänderung in der Kursbewegung sind



Stephan Schulmeister ist selbstständiger Wirtschaftsforscher in Wien. Der Ökonom war 40 Jahre lang wissenschaftlicher Mitarbeiter am Wirtschaftsforschungsinstitut (WIFO). Er ist Autor zahlreicher Publikationen. Zuletzt veröffentlichte er das Buch „Der Weg zur Prosperität“, eine kritische Abhandlung über das Verhältnis der Finanzmärkte zur Realwirtschaft

„news“. In Sekunden müssen Trader abschätzen, wie die anderen reagieren werden. Um die Komplexität extrem rascher Entscheidungen auf jenes Minimum zu reduzieren, das ausreicht, um Gewinne zu machen, bilden Händler lediglich Erwartungen über die Bewegungsrichtung von Kursen. So wird ein Händler bei einer überraschenden Dollarzinsenkung – „im Normalfall“ – blitzartig auf eine Euroaufwertung setzen („Richtungserwartung“).

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.

Jede Theorie gleicht einer „Brille“, man kann damit nur wahrnehmen, worauf sie fokussiert ist. In der Gleichgewichtstheorie ist der Mensch ein nur rationales und nur individuelles Wesen („homo oeconomicus“), der seine quantitativen Erwartungen bei vollkommener Information „rational“ bildet. Die Bestimmungsgründe für die Dynamik spekulativer Preise können mit der „neoklassischen Brille“ nicht gesehen werden wie die Rolle von Unsicherheit, der Emotionen, ihre Bündelung zu Marktstimmungen, die Dominanz von Richtungserwartungen etc.

Daher suchen die nach der herrschenden Theorie ausgebildeten oder ihr als „common sense“ folgenden Eliten die Ursache der Finanzkrise und ihrer vielfältigen Folgen bei Schuldigen – von den Bankern, Ratingagenturen über „die“ Griechen bis zum Sozialstaat. Dann ist man wieder zu Hause im alten Denksystem: Freie Märkte lenken mit unsichtbarer Hand die ökonomischen Prozesse hin zum Bestmöglichen.

Die Auseinandersetzung mit den systemischen Ursachen der Krise ist zu belastend für die Eliten: Wenn das Denksystem selbst das Hauptproblem wäre, dann hätten sie ja selbst zum Heranwachsen der Krise beigetragen. Besonders unerträglich wäre die „kognitive Dissonanz“ für jene „master minds“, welche vor fast 50 Jahren begannen, die neoliberale „Gegenreform“ durchzusetzen, also die „marktreligiöse Theorie“ samt „homo oeconomicus“ und damit indirekt die „Befreiung“ der Finanzmärkte.

Besonders peinlich: Schon in den 1930er-Jahren hatte der britische Ökonom John Maynard Keynes erklärt, dass der Mensch auch in der Wirtschaft und gerade in der Finanzwelt seinem Wesen nach ein rationales und emotionales, ein individuelles und soziales Wesen ist, das unter der Bedingung elementarer Unsicherheit agiert, dass also die Theorie einen „homo humanus“ braucht. Erst dann könne man begreifen, warum die Ursachen schwerer Krisen immer im „money making“ lägen. Um den Kapitalismus vor sich selbst zu retten, müsse man daher die Finanzmärkte strikt regulieren („euthanasia of the rentier“).

Die Politik hat sich in den 1950er- und 1960er-Jahren an diese Empfehlung gehalten, die Ökonomen – auch die meisten „Keynesianer“ – haben hingegen Keynes' Gedanken über Unsicherheit, Emotionen, Herdenverhalten und die fatalen Folgen der „love of money“ sogleich verdrängt – anderenfalls hätten sie die gesamte Gleichgewichtstheorie entsorgen müssen. Doch dieses Luftschloss war schon vor Jahrzehnten ihr Zuhause geworden.