



28 Port Leucate, Frankreich 1994



SUMPFBLÜTEN DER UNSICHERHEIT

Die Weltwirtschaft steckt in der Krise, die Börsenkurse sind im Keller. Zerstoben sind die Verheissungen der New Economy. Doch das ist alles halb so schlimm, sagen die Experten. Von Thomas Gull

Etwas Wehmut befällt einen schon, wenn man zurückdenkt an die Roaring Nineties, die Hand voll Jahre am Ende des vergangenen Jahrhunderts, als der Daueroptimist Bill Clinton an der «Brücke ins 21. Jahrhundert» werkelte und uns die New Economy die Transzendenz herkömmlichen Wirtschaftens verhiess: Dank neuer Technologien sollten mit minimalem Einsatz von Ressourcen im Handumdrehen maximale Gewinne gemacht werden können. An der Börse brachen alle Dämme: Insbesondere die

thaler deshalb nicht mehr als eine «Sumpfbülte der Unsicherheit». Die Globalisierung und die neuen Technologien boten viele, zu viele Optionen, von denen nicht klar war, welche sich realisieren lassen würden. In diesem Klima schossen die Spekulationen ins Kraut. Alles schien möglich, das Goldene Zeitalter der New Economy war angebrochen, und die Old Economy wurde etwas voreilig zu Grabe getragen. «Dahinter steht die alte Illusion des Paradieses, ohne viel zu arbeiten reich werden zu können»,

«Der Börsenboom war eine Sumpfbülte der Unsicherheit.»

Hansjörg Siegenthaler, Wirtschaftshistoriker

Kurse der Telekommunikations-, Medien- und Technologieaktien (TMT) erreichten schwindelerregende Höhen. Wie wir heute wissen, war es die hohe Zeit des «irrationalen Überschwangs», wie der amerikanische Starökonom Robert J. Shiller bereits damals diagnostizierte. Denn aus der Transzendenz wurde nichts, der Höhenflug ging jäh zu Ende, und heute sitzen wir auf dem harten Boden der Realität und warten auf den Aufschwung, den die Auguren von einem Quartal aufs nächste, von einem Jahr aufs andere verschieben.

Unerfreuliche Zeiten. Doch der Wirtschaftshistoriker ist guter Dinge: Hansjörg Siegenthaler, emeritierter Professor für Wirtschaftsgeschichte an der Universität Zürich, prophezeit das Ende der Krise. «Wir stehen heute dort, wo sich England zu Beginn der 1950er-Jahre befand, als der Aufschwung eingeleitet wurde.» Die Krise hat aus der Optik des Historikers, der sich weniger für die kurzfristigen Schwankungen als für die *longue durée* des Weltlaufs interessiert, ohnehin viel früher begonnen: Ende der 80er-Jahre. Der Börsenboom in den späten 1990er-Jahren war für Siegen-

erklärt Thorsten Hens, Professor für Finanzmarktökonomie an der Universität Zürich. Als Verhaltensökonom beschäftigt sich Hens mit irrationalem Verhalten in der Wirtschaft.

DER FLUCH DES SIEGERS

Doch weshalb konnte es so weit kommen? Bruno S. Frey, Professor für Sozialökonomie an der Universität Zürich, erinnert sich: «Man sagte: Wir leben in einer neuen, hochtechnologischen Welt. Die alten Lehren der Ökonomie gelten nicht mehr.» Das führte dazu, dass man sich der kollektiven Illusion riesiger Gewinnmöglichkeiten hingab. Hens illustriert dies am Beispiel der Übernahme von Mannesmann durch Vodafone im Jahr 2000: Vodafone bezahlte für jeden Kunden von Mannesmann 4000 DM. Ein unsinnig hoher Preis. «Die Anschlussgebühren für ein Natel belaufen sich auf 20 bis 30 DM pro Monat. Wie sollte man da innerhalb von etwa fünf Jahren im Durchschnitt 4000 DM aus den Kunden rausholen?», fragt sich Hens noch heute kopfschüttelnd. Die Ökonomen nennen dies «The Winner's Curse», den Fluch der Sieger, die ausser Acht lassen, dass sie gewinnen, weil

sie wahrscheinlich zu viel bezahlen. Der Fluch der Sieger traf auch jene, die im Rausch der späten 90er-Jahre zu spät ins Börsencasino einstiegen und es versäumten, rechtzeitig wieder auszusteigen: mit dem «Crash auf Raten», der im Frühjahr 2000 einsetzte, lösten sich Milliarden an Buchwerten in Luft auf.

Wer nun aber glaubt, die Klügsten seien jene, die gelassen abseits stehen, wenn alle anderen verrückt spielen, irrt. Das musste beispielsweise die UBS auf schmerzhaft Weise erfahren, als sie 1999 zum Ausstieg aus der Aktienhausse riet und dafür geprügelt wurde. Denn bei Investitionen ist der rationale Wert der Objekte nur ein Kriterium. Mindestens ebenso wichtig ist, wie man glaubt, dass andere das Objekt, beispielsweise die Aktie, bewerten. Man kann durchaus von einem «Bubble», das heisst von überhöhten Börsenkursen, profitieren, vorausgesetzt, man versteht, auf dem «Bullen» zu reiten. Von einem Bullen-Markt sprechen die Ökonomen, wenn die Stimmung an der Börse gut ist und die Kurse über einen längeren Zeitraum ansteigen. Ist die Stimmung schlecht und sinken die Kurse, ist der Bär los.

«Viele Investoren haben Ende der 90er-Jahre bewusst Aktien zu überhöhten Preisen gekauft», weiss Hens. Auch für dieses Verhalten haben die Ökonomen ein knackiges Label gefunden: Sie nennen es «The Greater Fool Theory». «Wer Aktien zu überhöhten Preisen kauft, hofft, dass es einen noch grösseren Idioten gibt, der sie ihm zu einem noch höheren Preis wieder abkauft», erklärt Hens. Die grössten Idioten sind demnach jene Spekulanten, die den höchsten Preis für die Aktien bezahlt haben, bevor sie vom Bullen abgeworfen werden und die Kurse abstürzen. Das auf kurzfristige Gewinnmaximierung angelegte Verhalten vieler Käufer und Verkäufer an der Börse erklärt teilweise auch die grossen Schwankungen. Hens weiss, weshalb dem so ist: «Die wenigsten halten Aktien, weil sie sich langfristig an Unternehmen beteiligen und damit reale Werte schaffen wollen. Die meisten halten Aktien, um

mittel- oder kurzfristig den Ertrag ihrer Investitionen zu optimieren.» Für Siegenthaler ist die Verkürzung der Zeithorizonte der «ökonomischen Akteure» ein Symptom der Verunsicherung und ein klares Indiz für die Krise. Die Folgen des Zauderns sind weitreichend. Weil sich niemand festlegen will, wird nichts mehr gewagt, es wird nicht mehr investiert, und Arbeitsplätze werden gestrichen, statt geschaffen. In Siegenthalers eigener Theorie über den Verlauf von Phasen wirtschaftlicher Prosperität und wirtschaftlicher Stagnation spielt die Verunsicherung eine Schlüsselrolle. Siegenthaler spricht von «fundamentaler Unsicherheit», in der die Menschen nicht wissen, wie sie die verfügbaren Informationen zu interpretieren haben. Phasen der Stagnation oder Rezession bezeichnet Siegenthaler als «Übergangsphasen», die durch ein hohes Mass an Unsicherheit gekennzeichnet sind. In den Übergangsphasen müssen

«Wer Aktien zu teuer kauft, hofft, dass es einen noch grösseren Idioten gibt, der sie ihm zu einem höheren Preis wieder abkauft.» Thorsten Hens, Ökonom

obsolet gewordene Gewissheiten und Strukturen durch neue ersetzt werden. Sind die neuen Strukturen geschaffen und besteht ein Grundkonsens darüber, wie es weitergehen soll, beginnt eine neue «Strukturphase», die durch hohes Vertrauen in die politischen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen geprägt ist.

WEICHE LANDUNG

Die letzte Börsenparty ging zu Ende, als die Ökonomen Anfang 2000 ausrechneten, welche Gewinne der TMT-Sektor der Ökonomie machen müsste, um die exorbitanten Aktienkurse zu rechtfertigen. Das Ergebnis war erschütternd: Die TMT-Branche hätte das Drei- oder Vierfache des gegenwärtigen weltweiten Bruttozialproduktes als Gewinn erwirtschaften müssen. «Spätestens zu diesem Zeitpunkt wurde allen klar, dass dies vollkommen unrealistisch ist», sagt Hens. Die Börse crashte. Anders als am Ende der Roaring Twenties, als am Black Friday die Börse kollabierte und danach innert kürzester Zeit die Weltwirtschaft in eine Krise stürzte, lief es diesmal glimpflicher ab. Die Börsenkurse bildeten sich schrittweise zurück.

Dass dem so war, ist für Hens eine Helden-geschichte mit dem Protagonisten Alan Greenspan, dem Direktor der amerikanischen Notenbank. Mit seiner klugen Zinspolitik habe Greenspan für das «soft landing» der Weltwirtschaft gesorgt: Während der Phase des irrationalen Überschwangs hatte der Notenbankchef sukzessive die Zinsen erhöht. Als die Stimmung kehrte, senkte er die Zinsen ebenso Schritt für Schritt. Statt eines Fenstersturzes im Vollrausch bescherte er der Weltwirtschaft damit die Gelegenheit, langsam auszunüchtern. «Wenn Greenspan nicht so besonnen gehandelt hätte, hätte dies Folgen gehabt wie 1929», vermutet Hens. Die Konsequenzen wären verheerend gewesen. Mit dem Zusammenbruch der Banken wären die Ersparnisse verloren gegangen, die Pensionskassen, die so Zeit gewannen, um ihre Portfolios umzuschichten, hätten Bankrott gemacht. Angesichts solch apokalyptischer Szena-

rien ist die Weltwirtschaft mit einem blauen Auge davongekommen. Psychologisch kann die weiche Landung jedoch auch Nachteile haben, wie Hens betont: «Cleverer Wissenschaftler weisen bereits darauf hin, dass Greenspans Strategie sozusagen eine Versicherung wäre, der «Greenspan-Hedge». Der Markt könnte das Spiel immer weiter spielen. Unbekümmert würde wieder ein hübscher Bubble aufgeblasen, immer im Wissen darum, dass es nie völlig kracht, weil Greenspan die Wirtschaft wieder sanft auf den Boden der Realität zurückführt.»

Da sind wir im Moment: auf dem Boden der Realität. Das sei gut so, findet Bruno S. Frey. «Die Vorstellung, dass man aus dem Nichts, nur durch das Spekulieren an den Finanzmärkten real reicher werden kann und zwar alle miteinander, ist völlig falsch. Es müssen Güter und Dienstleistungen hergestellt werden. Der ganze Finanzsektor dient nur dazu, dass alles etwas geölter läuft.» Frey plädiert deshalb für Illusionslosigkeit gegenüber den Finanzmärkten, die sich so lange von der Realität abgekoppelt hatten, «dass die Leute glaubten, das sei nun real.» Was nicht der Fall war. Eine weitere Illu-

sion, die zerstob, wie Frey anhand von Analogien zeigt: «Als die Eisenbahn kam, als das Auto erfunden wurde, dachten die Menschen: das ist die neue Welt. Jetzt wird alles anders. Schliesslich ist doch nicht alles so anders geworden. Die realen ökonomischen Verhältnisse haben sich nicht dermassen verändert. Langfristig kann man nicht mit Renditen von 20 oder 30 Prozent rechnen, wenn die Wirtschaft pro Jahr nur um zwei oder drei Prozent wächst. Das ist eine Illusion.»

DER NÄCHSTE BUBBLE KOMMT BESTIMMT

Die Phase der Ausnüchterung ist zwar einigermassen glimpflich abgelaufen, sie ist jedoch nicht ohne Konsequenzen. Neben dem Kater der Verunsicherung, der sich in der momentanen Krise ausdrückt, habe der Crash milliardenschwere «Opportunitätskosten» verursacht, analysiert Hens: «Mit dem Geld, das an der Börse verspielt wurde, hätten andere Dinge finanziert werden können.»

Allen Widrigkeiten zum Trotz: es wird wieder aufwärts gehen. Hens siehts pragmatisch: «Nach einer Weile weiss man: Schlimmer kann es nicht werden, und dann steigt das Vertrauen langsam wieder.» Siegenthaler prophezeit, dass sich im Moment eine neue Strukturphase formiert: «Aus Illusionen werden Perspektiven. Damit verknüpft ist die Verengung des Spektrums dessen, was man für realisierbar hält. Man wird klarer sehen, wo man in der Wirtschaft die Akzente tatsächlich setzen kann, welche Produkte sich durchsetzen werden.»

Der nächste Bubble kommt bestimmt. «Das Geld sucht angemessene Verzinsung. Die Blase auf dem Aktienmarkt ist geplatzt, das Geld ist in den Obligationenmarkt geflossen. Jetzt haben wir dort eine Übertreibung», diagnostiziert Hens, «Viele, die gedacht haben, ihr Geld sei nach dem Wechsel vom Aktien- in den Obligationenmarkt sicherer angelegt, haben den Teufel mit dem Beelzebub ausgetrieben.»

KONTAKT

Prof. Bruno S. Frey, bsfrey@iew.unizh.ch
Website www.iew.unizh.ch/grp/frey
Prof. Thorsten Hens, thens@iew.unizh.ch
Website www.iew.unizh.ch/institute/chairs/hens
Aktuelle Beiträge www.iew.unizh.ch/grp/hens
Prof. Hansjörg Siegenthaler, siegenthaler.hj@access.unizh.ch



32 «L'aire des champignons», Autobahn A6 (Paris–Lyon), Frankreich 1998

