



PROFESSOR BRUNO S. FREY, UNIVERSITÄT ZÜRICH, ÜBER DEN EINFLUSS DER BÖRSENKURSE AUF DIE WIRTSCHAFT

# Die Börse reflektiert nicht das reale Wirtschaftsgeschehen

Schalten wir am Morgen das Radio ein, hören wir als Wirtschaftsnachrichten die Börsenkurse; schauen wir am Abend fern, werden uns im Wirtschaftsteil die Aktienkurse präsentiert. Den ganzen Tag werden wir mit Börsennachrichten überhäuft. Dagegen wäre nicht viel einzuwenden, wenn nicht der Zustand der Wirtschaft mit dem Geschehen an den Börsen identifiziert würde. Dem Zuhörer und der Zuschauerin wird suggeriert, die Wertpapierkurse würden angeben, wie es um die Wirtschaft bestellt sei.

Folgerichtig werden heute die Analysten als massgebliche Fachleute zur Beurteilung der Wirtschaftslage angesehen. Was auch immer passiert, regelmässig werden sie über die Auswirkungen auf «die Wirtschaft» – spricht: auf die Börsenkurse – befragt. Der Natur des Finanzmarktes entsprechend, bieten sie in aller Regel nur recht beliebige Interpretationen an, warum ein bestimmter Aktienmarkt in der Vergangenheit gestiegen oder gefallen ist. Da es sich ohne Zweifel um kluge Leute handelt, finden sie einleuchtende Erklärungen dafür. Ob diese aber wirklich die auslösenden Faktoren waren, bleibt völlig offen. Wäre dies klar, könnten gute Prognosen über die künftige Börsenentwicklung geliefert werden, welche die Analysten selbst in Spekulationseingewinn ummünzen könnten. Den Markt systematisch zu schlagen ist aber gerade auch für Analysten kaum möglich.

**AUCH WENN HEUTE** in weiten Kreisen die Börse mit der Wirtschaftslage identifiziert wird, handelt es sich doch um einen verhängnisvollen Irrtum. Es besteht nur ein sehr indirekter und bestenfalls langfristiger Zusammenhang zwischen dem Finanzmarkt und der Wirtschaft als

Ganzes. Auch in der mittleren Frist, zum Beispiel auf vier oder fünf Jahre, kann eine prosperierende Wirtschaft von stagnierenden oder gar fallenden Börsenkursen begleitet sein. Hohes reales Wachstum, tiefe Arbeitslosigkeit und geringe Preissteigerungen brauchen sich keineswegs in hohen Aktienkursen widerzuspiegeln. Die Börse reflektiert nicht, was tatsächlich ist, sondern nur die Erwartungen einer bestimmten Gruppe von Personen, den Anlegern, über die zukünftigen Kurse. Es geht somit nie direkt um das reale Wirtschaftsgeschehen.

**DER GROSSE ÖKONOM** John Maynard Keynes hat diese Situation mit einem schönen Bild illustriert: Die Börse ist wie ein Schönheitswettbewerb, bei dem derjenige gewinnt, der die Siegerin am besten voraussagen kann. Es wäre falsch, auf diejenige Miss zu setzen, die objektiv am schönsten ist oder die man selbst für die Schönste hält. Vielmehr

«Die Börse mit der Wirtschaftslage zu identifizieren ist ein verhängnisvoller Irrtum.»

muss versucht werden, den Geschmack der übrigen Beurteilenden bestmöglich zu treffen. Auch auf den Aktienmärkten zählt nicht, welche Unternehmung objektiv oder nach eigener Beurteilung am besten arbeitet. Vielmehr entscheidet, was die übigen Investoren denken. Gerade aus diesem Grund sind Finanzmärkte für Moden, Gerichte und andere psychologische Einflüsse, die nichts mit der realen Situation zu tun haben, enorm anfällig.

Aus demselben Grund bedeutet umgekehrt eine boomende Börse nicht, dass die Wirtschaftslage besonders

gut wäre. Dies gilt insbesondere bei «Blasen», die auf ansteckende psychologische Prozesse zurückgeführt werden können. Der führende amerikanische Finanzmarktökonom Robert Shiller legt in seinem Buch «Irrationaler Überschwang» überzeugend dar, dass die heutigen Börsenkurse eine derartige Blase darstellen. Sie kann jederzeit platzen, aber der Kurssturz hat wenig oder gar nichts mit der Wirtschaftslage zu tun.

**SOLANGE DER HÖHENFLUG** der Aktienmärkte anhält, ist wohl an dieser allgemeinen Begeisterung für Finanzmärkte nichts zu ändern. Nach dem Crash gibt es dann hoffentlich wieder Wirtschaftsnachrichten, die diesen Namen verdienen. Aber schon heute wäre es realitätsvoll, wenn die Medien die Wirtschaft wieder als reales Phänomen begreifen würden. Wichtig für die allermeisten Menschen auf dieser Erde sind nicht die Börsenkurse, sondern die aktuelle Konjunkturlage (gemessen durch das Sozialprodukt), das mittel- und langfristige Wirtschaftswachstum, das Ausmass an Arbeitslosigkeit (in der EU sind immer noch rund neun Prozent der Arbeitswilligen arbeitslos) und nicht zuletzt auch der Standard und die Entwicklung der Einkommensverteilung.

Selbsterständlich gibt es Zusammenhänge zwischen der realen Wirtschaft und den Finanzmärkten. Sie sind jedoch anders, als uns meist suggeriert wird. Besonders wichtig ist der Zusammenhang mit der Einkommensverteilung. Gegenwärtig bewegt sich die Verteilung stark auseinander, was wesentlich auf die Explosion der Marginerinkünfte zurückzuführen ist. Sie haben es geschafft, ihr Einkommen mittels Aktienoptionen an die Börsenentwicklung anzukoppeln. Es wäre Zeit, sich mit den Auswirkungen – insbesondere den sozialen Spannungen – ernsthaft auseinander zu setzen.