

Casino-Kapitalismus?

Christian Müller

Google beweist es ganz eindeutig: „Casino-Kapitalismus“ respektive „Kasino-Kapitalismus“ steht mit weit über 50.000 Treffern hoch in der Gunst der Onlinegemeinde. Internetnutzer aber auch mehr oder weniger sinnvolle Bücher gleichnamiger Autoren bezichtigen dabei das Casino, einen wichtigen Anteil Schuld an der gegenwärtigen Wirtschaftskrise zu tragen.

Was ist dran an diesem Vorwurf? Nicht viel, kurz gesagt, denn diese Anklage unterstellt unbeabsichtigt eine Welt, die so möglicher Weise gar nicht existiert. Doch der Reihe nach: Im Casino, sagen wir beim Roulette, wetten die Spieler auf eine Zahl und auf dem Aktienmarkt wetten Händler auf Aktienkurse. Lässt sich nun die Wette auf ein bestimmtes Zahlenfeld mit einer Wette auf einen Aktienkurs vergleichen? Falls das der Fall wäre, könnte „Casino-Kapitalismus“ tatsächlich als brauchbare Metapher für eine aus dem Ruder gelaufene Wirtschaftsordnung herhalten.

Schauen wir uns Casino-Spiele daher etwas genauer an. Eine Wette auf die roten Felder beim Roulette ist zum Beispiel mit einem erwarteten Verlust verbunden, da in einem fairen Spiel die Wahrscheinlichkeit dafür, dass die Kugel auf einem roten Feld landet ein winziges Bisschen geringer ist als alle anderen Möglichkeiten zusammen. Der maximal mögliche Gewinn ist aber gerade nur genauso hoch wie der Einsatz, so dass mit einem Verlust gerechnet werden muss. Auch beim Black Jack, Poker usw. lassen sich die Wahrscheinlichkeiten für einen bestimmten Spielausgang oder eine bestimmte Verteilung der Karten angeben. Dies ist deshalb möglich, weil sich unter gleichen Umständen im Durchschnitt immer das gleiche Resultat einstellt und wir diesen Zusammenhang mit statistischen Gesetzen erfassen können.

Will man nun die Börse mit einem Casino vergleichen, wären die Aktienhändler die Roulettekugel und der Aktienkurs das Zahlenfeld, in das die Kugel springt. Die Händler müssten sich statistischen Gesetzmässigkeiten folgend, auf bestimmte Preise einigen. Es müsste also möglich sein, einen voraussichtlichen Preis anzugeben, der sich im Durchschnitt unter gleichen Bedingungen immer wieder einstellt. Beim Roulette ist das einfach zu verstehen. Einmal geworfen, springt die Kugel hin und her, rotiert, und findet schliesslich zu einem der 37 Löcher. Auf dem Weg von der Hand des Groupiers bis zum Stillstand ist die Kugel vielen verschiedenen Einflüssen ausgesetzt, die für sich genommen zwar perfekt durch physikalische Gesetze vorausgesagt werden können, aber in der Summe so kompliziert sind, dass nur Wahrscheinlichkeitsaussagen sinnvoll sind. Die entscheidende Frage lautet also, ob dasselbe auch für die Aktienmärkte gilt.

Wenn es so wäre, müssten wir uns Aktienhändler vorstellen wie Roulettekugeln, die, äusseren Kräften völlig ergeben, nach einigem Hin und Her einen Preis mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit akzeptieren. Dieser Vergleich zeigt jedoch bereits den fundamentalen Unterschied. Händler sind zu jedem Zeitpunkt urteils- und handlungsfähig und somit keineswegs irgendwelchen Kräften ausgeliefert. Im Zweifel können sie auch einfach Nein sagen und den Deal nicht abschliessen. Das ist völlig unmöglich für die Roulettekugel. Im Gegensatz zum Glücksspiel ist die subjektive Händlerentscheidung sogar Bedingung für das Entstehen eines Aktienpreises; Glücksspiele könnten dagegen auch ohne den Menschen stattfinden.

Mangels exakter Kenntnisse der individuellen Handlungsmotive aller Beteiligten auf dem Aktienmarkt behilft sich die Wirtschaftswissenschaft jedoch derselben Mittel wie

im Fall von Glücksspielen. Anstatt alle subjektiven Faktoren und Umstände, die auf den Händler einwirken in die Preisberechnung einfließen zu lassen, was zwar theoretisch wünschenswert, praktisch aber unmöglich ist, versuchen mathematisch-statistische Modelle, die möglichen Ergebnisse durch statistische Verteilungsfunktionen abzubilden. Unter der Hand mutiert so ein völlig subjektiver Prozess zu einem objektiven Vorgang. Die wissenschaftliche Forschung hat sich konsequenter Weise entsprechend darauf konzentriert, immer kompliziertere Modelle zu bauen und zu beherrschen, anstatt den Einfluss der subjektiven Entscheidung zu respektieren.

Frühzeitig haben Autoren wie etwa Keynes auf diesen strukturellen Widerspruch hingewiesen. In der Literatur und auch in der Praxis hat sich aber die objektivistische Methode vollständig durchgesetzt. Manche Hedgefondmanager und Handelsabteilungen gründen ihre Kauf- und Verkaufsentscheidungen sogar nahezu ausschliesslich auf solche Modelle. Beispielhaft für diese Entwicklung ist auch die Verleihung des Nobelpreises für Wirtschaft 1997 an die beiden Wissenschaftler Robert Merton und Myron Scholes für die Entwicklung einer Formel zur Bewertung von derivativen Finanzprodukten wie Optionen. Das Rückgrat ihrer Methode ist die Annahme einer Normalverteilung für Aktienrenditen. Damit unterstellen sie aber implizit, dass sich die Händler wie eine Roulettekugel verhalten: getrieben von äusseren Einflüssen und ohne eigenen Entscheidungsspielraum.

Lässt sich aus der Verwendung der objektiven Methode nun direkt das Versagen der Finanzmärkte ableiten? Die Antwort ist zwiespältig. Zum einen kann der alternative, subjektive Ansatz gar keine Preisprognosen liefern, er kann also nicht für eine Verbesserung der Preisbestimmung herangezogen werden. Hingegen liefert er einige interessante Erklärungen für bestimmte Marktphänomene.

Nimmt man subjektive Faktoren als Basis für die Preisbildung, so ist intuitiv verständlich, dass die Volatilität der Preise steigen muss, wenn viele Individuen an der Preisbildung beteiligt sind. Tatsächlich gibt es in der Literatur das gut dokumentierte, so genannte „lunch break puzzle“. Das dabei zu lösende Rätsel besteht darin, dass die durchschnittlichen Preisausschläge während der Mittagspause abnehmen. Ähnliches lässt sich für die Feriensaison beobachten, wenn ebenfalls die Anzahl der aktiven Händler geringer ist als üblich. Wenn die Händler durch objektive statistische Prozesse gesteuert würden, wären die durchschnittlichen Preisausschläge aber unabhängig von der Händleranzahl. Auch auf dem Devisenmarkt haben die Autoren Evans und Lyons ähnliche Beobachtungen gemacht, wobei sie Handelsvolumina statt Anzahl Händler untersucht haben. Für den Schweizer Aktienmarkt lässt sich dieser Zusammenhang ebenfalls zeigen, indem die Anzahl von Einzeltransaktionen innerhalb kleiner Zeitintervalle als Näherung für die Anzahl Händler betrachtet wird (Müller, 2008).

Damit stellt sich die Frage nach der Motivation von Finanzmarktakteuren. Zweifelsohne ist die wichtigste die Spekulation. Die traditionelle Literatur weist Spekulationen eine bedeutende Rolle beim Ausgleich von wirtschaftlichen Ungleichgewichten zu. Diese Ungleichgewichte sind aber nur ein anderer Ausdruck für die Hand des Groupiers oder die Schwerkraft beim Roulette, da sie laut Modell die Entscheidungen der Händler bestimmen sollen. Trotz ihrer unbestrittenen Eleganz haben folglich faktisch alle diese Modelle damit zu kämpfen, dass die empirischen Daten zumindest nicht für sie, häufig sogar gegen sie sprechen, was jeweils als Puzzle diskutiert wird. In der Welt der subjektiven Preisbildung dagegen ist Spekulation identisch mit Preisfindung. Das bedeutet unter anderem, dass Vorschläge zu wie auch immer gestalteten Handelsbeschränkungen, Kontroll- und Rechnungslegungsvorschriften wenig Erfolg versprechend sind für die Verhinderung weiterer Blasen, so lange Spekulanten einen Weg an ihnen vorbei finden. Hingegen erscheint das Rezept des Nobelpreisträgers Tobin

zur Verringerung der spekulativen Transaktionen in einem völlig neuen Licht. Tobin befürwortete eine Steuer auf Börsentransaktionen insofern sie reine Spekulationsgeschäfte ausschalten würde.

Mit Hilfe des subjektiven Ansatzes ist auch verständlich, dass die traditionelle Methode direkt zu systemischen Risiken führt. Je mehr Beteiligte glauben, dass Aktienpreise objektiven Gesetzen folgen, desto eher werden alle Banken, Hedgefonds, Ratingagenturen und so weiter die selben oder zumindest sehr ähnliche quantitative Modelle verwenden. Zusammen genommen synchronisieren diese Modelle so Kauf- bzw. Verkaufsentscheidungen. Entweder empfehlen alle Modelle zu verkaufen, was einhergeht mit einer Kaufwelle und zur Entstehung von so genannte Blasen beiträgt, oder es können starke Kursstürze ausgelöst werden. Im extremen Fall bräche sogar der Markt komplett zusammen, da alle Marktteilnehmer entweder ausschliesslich kaufen oder verkaufen wollten. Alle diese Phänomene sind im letzten, turbulenten Jahr der Finanzkrise aufgetreten.

Haben wir uns nun den Casino-Kapitalismus beschert und damit die Krise unausweichlich werden lassen? Wohl kaum, denn verglichen mit der anarchistischen Gewalt der Finanzmärkte, ist das Casino ein sicherer Hafen der statistischen Gesetzmässigkeit. In einem echten Casino-Kapitalismus hätte es folglich eine solche Krise gar nicht geben können. Wäre damit der Casino-Kapitalismus also gar eine Lösung für die Finanzmarktkrise? Das wäre er ganz sicher nicht, doch soll diese Frage ein anderes Mal behandelt werden. Fürs erste wäre zu wünschen, dass das Casino nicht weiterhin rhetorisch haftbar gemacht wird für eine Krise, die es mit Sicherheit nicht zu verantworten hat.

Christian Müller

Zürich, 22. Juni 2009

www.s-e-i.ch

© Christian Müller 2009. Licensed under a [Creative Commons License](https://creativecommons.org/licenses/by-nc/3.0/de/) - Attribution-NonCommercial 3.0 Germany

Evans, M. D. D. and Lyons, R. K. (2002). Order flow and exchange rate dynamics, *Journal of Political Economy* 110(1): 170 – 180.

Hartmann, P., Manna, M. and Manzanares, A. (2001). The microstructure of the euro money market, *Journal of International Money and Finance* 20(6): 895–948.

Müller, C. (2008). Rationally 'irrational': Theory and empirical evidence, Centre for Economic Policy, [Working Paper 08-07](http://ssrn.com/abstract=1162790), 2008. (<http://ssrn.com/abstract=1162790>)