

Aktien - Das virtuelle Kapital

Kommentar von Stephan Schulmeister im Standard vom 22. Jänner 2001 - mit freundlicher Genehmigung des Autors

In der herrschenden Wirtschaftstheorie spiegeln Aktienkurse die erwarteten Gewinne der Unternehmen und damit ihren realen (Fundamental)Wert wider. In der Realität zeigt sich ein anderes Bild. So stiegen die Aktienkurse (S&P 500) in den USA zwischen 1992 und 1999 um 228% und der Unternehmenswert zu laufenden Kursen (Marktkapitalisierung) um 232%. Gleichzeitig nahm der reale Unternehmenswert (Realkapital zu Gütermarktpreisen und sonstige Aktiva minus Verbindlichkeiten) aber nur um 47% zu. In Deutschland ergab sich eine ähnlich diskrepante Entwicklung. Sie ist typisch für eine "finanzkapitalistische" Phase der Wirtschaftsentwicklung.

Das zentrale Element des "Finanzkapitalismus" besteht darin, dass immer mehr Akteure ihr Vermögen durch Halten von und Spekulieren mit Finanztiteln mehren wollen und deshalb in geringerem Maß produktiv investiert wird als im "Realkapitalismus". So fließen dem Unternehmenssektor in den USA seit 20 Jahren durch den Aktienmarkt keine Finanzmittel etwa für Realinvestitionen zu, da die Emissionen (insbesondere neuer Firmen) durch die Aktienrückkäufe "etablierter" Unternehmen ausgeglichen werden. Einem deshalb annähernd konstanten Aktienvolumen steht aber eine steigende Nachfrage gegenüber, welche insbesondere von den Pensionsfonds, Konzernen, Banken und Privatanlegern ausgeht (gefördert durch die zunehmende Ungleichheit in der Einkommensverteilung).

Kein Wunder, dass die Kurse unter diesen Bedingungen nahezu explodierten. Wenn der Aktienboom auch nicht die "fundamentals" widerspiegelte, so beeinflusste er doch umgekehrt die realwirtschaftliche Entwicklung. In den USA stimulierten die enormen Bewertungsgewinne den Konsum (die Sparquote fiel gegen Null), und zwar auch deshalb, weil sie die Zahlungen der Pensionsfonds an Pensionisten steigerten. In Deutschland dominierten hingegen negative Effekte: Statt real zu investieren erwarben (große) Unternehmen lieber selbst Aktien; denn mit der (erwarteten) Rendite infolge von Kurssteigerungen konnte die Rentabilität von Realinvestitionen nicht mithalten. Gleichzeitig stimulierte der Aktienboom den Konsum kaum, da der Aktienbesitz in Deutschland viel weniger breit gestreut ist als in den USA und Pensionsfonds nur geringe Bedeutung haben.

Das aufschaukelnde Wechselspiel zwischen Aktieneuforie und Konsumboom hat folgendes Dilemma immer mehr verschärft: Die zunehmende Überbewertung der Aktien ließ die Dividendenrendite gegen Null sinken; damit die Renditeansprüche der Anleger erfüllt werden, müssen deshalb die Kurse weiter steigen. Je weiter sie sich dadurch von den "fundamentals" entfernen, desto größer wird wiederum die Gefahr eines "crash" oder eines nachhaltigen Kursrückgangs. Die Hauptzeche werden dann - wie bei einem "Pyramidenspiel" - die "Späteinsteiger" zahlen, insbesondere auch jene, die für ihr Alter zusätzlich durch den Erwerb von Aktien vorsorgten (direkt oder über Pensionsfonds).

Wegen dieses Dilemmas hat die US-Notenbank in den letzten 2 Jahren die Zinsen deutlich erhöht: der Aktienboom sollte gebrochen und eine nicht zu starke "Korrektur" erreicht werden. Zumindest ersteres ist gelungen. Seit dem Frühjahr 2000 sinken die Kurse, jene der Technologiewerte allerdings stärker als vermutlich angepeilt (nämlich um 50%). Diese Entwicklung hat zur Verschlechterung der Konsumtenstimmung und (damit) zur Konjunkturabschwächung in den USA beigetragen.

Um die Gefahr eines nachhaltigen Rückgangs der Aktienkurse zu mildern, hat Greenspan kürzlich die Zinsen wieder überraschend gesenkt. Es scheint aber zweifelhaft, ob mit diesem Mittel überhaupt eine Stabilisierung der Aktienmärkte erreicht werden kann. Denn spekulative Märkte schwanken generell zwischen zwei Grundstimmungen, Optimismus (bis zur Euforie) bei einem "bull market" oder Pessimismus (bis zur Depression) bei einem "bear market". Konkret bedeutet dies: senkt die US-Notenbank die Zinsen bis der Rückgang der Aktienkurse gestoppt ist (analog zu den Zinserhöhungen im Aktienboom), so könnte die Entwicklung in einen neuerlichen "bull market" kippen, die Kurse würden sich dann wieder "nach oben" von den Fundamentalwerten entfernen.

In der "realkapitalistischen" Prosperitätsphase der sechziger Jahre war die Entwicklung ganz anders verlaufen als im Finanzkapitalismus der letzten 20 Jahre: Der reale Wert der Unternehmen stieg - insbesondere als Folge der hohen Investitionsdynamik - viel stärker als ihre Bewertung zu den nahezu stagnierenden Aktienkursen. Dazu hat die Tatsache wesentlich beigetragen, dass sich die Unternehmen durch Aktienemissionen stetig zusätzliches Kapital für die realwirtschaftliche Expansion beschafften (Aktienrückkäufe waren bedeutungslos). Dadurch stieg das Aktienvolumen, was wiederum die

Kursentwicklung dämpfte.

Diese Entwicklung entsprach dem Grundzug des "Realkapitalismus": das unternehmerische Gewinnstreben entfaltete sich auf den Gütermärkten, verbunden mit einem stetigen Wachstum von Realkapital, Produktion und Beschäftigung, gleichzeitig blieben die Finanzmärkte stabil. Ihre Rolle war es, der Realwirtschaft zu dienen und nicht umgekehrt.

Stephan Schulmeister ist Wirtschaftsforscher in Wien