

Im Zweifel für die Freiheit der Finanzmärkte

Politiker machen Finanzmärkte für die Folgen ihrer disziplinlosen Haushaltspolitik verantwortlich, um vom eigenen Versagen abzulenken. Mit Regulierung wollen sie die Hoheit über den Markt zurückerobern. Doch die Einschränkung der Freiheit reduziert die Wohlfahrt. Von Michael Rasch

Schon im Griechenland der Antike sollen die Überbringer schlechter Nachrichten bestraft worden sein. Im Mittelalter rollten dann sogar die Köpfe der Boten schlechter Botschaften. Viele hundert Jahre später gibt es denselben Reflex aller Aufklärung zum Trotz noch immer, wenngleich wenigstens die Köpfe heutzutage bleiben, wo sie hingehören. Griechenland spielte auch jüngst eine Rolle und war Ausgangspunkt von Vernebelungsaktionen und Hetzkampagnen. Als sich die Kreditkonditionen des Landes zunehmend verschlechterten, machten Politiker (und viele Medien) die Finanzmärkte dafür verantwortlich, also Spekulanten im Allgemeinen sowie Hedge-Funds-Manager und Investmentbanker im Speziellen. Rating-Agenturen, die es diesmal wagten, ihrer Aufgabe nachzukommen und die Kreditwürdigkeit von unseriös haushaltenden Ländern herabzustufen, wurden gleich mit an den Pranger der öffentlichen Entrüstung gestellt.

Die Märkte läuten die Alarmglocke

Ursache und Wirkung wurden dabei allerdings verwechselt. Nicht die Arbeit der Marktakteure war die Ursache für die Explosion der Refinanzierungskosten von gewissen Staaten, sondern es war das unsolide Finanzgebaren in diesen Ländern. Das haben die jeweiligen Politiker zu verantworten, die daher lieber Finanzmarktteilnehmer zu Sündenböcken zu machen versuchen, um von ihrem eigenen Versagen abzulenken. Doch gerade indem sich institutionelle Anleger wie Pensionskassen und Versicherungen von griechischen Staatsanleihen trennten, weil ihnen diese zu riskant wurden oder Spekulanten mit hoher Sachkenntnis auf den steigenden Wert von Kreditausfallversicherungen für derlei Staatsanleihen wetteten, machten sie auf Missstände aufmerksam, läuteten quasi die Alarmglocke und übten so eine disziplinierende Wirkung aus. Hätten Griechenland und andere Staaten je mit «Sparen» begonnen, wenn die Märkte sie nicht dazu gezwungen hätten?

Durch eine verfehlte oder übermäßige Regulierung von Anlegern wie Hedge-Funds sowie von gewissen Finanzprodukten oder Mechanismen, mit denen man auf fallende Kurse wetten kann, besteht nun die Gefahr, dass derlei Warn- und Korrekturmechanismen unterdrückt werden. Beispielsweise kennen Hedge-Funds die Märkte, auf denen sie agieren, und die Produkte, die sie handeln, sehr gut und liefern daher oft früh wichtige Preissignale. Entgegen der öffentlichen Wahrnehmung sind Hedge-Funds keine Bedrohung der öffentlichen Ordnung. Mit Ausnahme von LTCM im Jahr 1998 musste nie ein Hedge-Fund aus systemischen Gründen gestützt werden, und es hat keiner je Staatshilfe beantragt. Das haben nur manche konventionelle Konzerne und einige der bereits stark regulierten Banken getan. Auch die Regulierung der Rating-Agenturen trägt mehr Züge von Aktionismus als von Effizienz. Dass etwa Ratings wirklich besser werden, wenn die Analytiker im Abstand von einigen Jahren die - teilweise sehr unterschiedlichen - Branchen wechseln müssen, darf bezweifelt werden. Allerdings sind Hedge-Funds, Banken und Rating-Agenturen ebenso wenig perfekt wie andere Unternehmen oder Regierungen. In einer Marktwirtschaft erweisen sich viele Annahmen als richtig, aber eben auch etliche Erwartungen und Kalkulationen als falsch. Deshalb muss neben dem Markteintritt auch der Marktaustritt möglich sein, sonst funktioniert der Ausleseprozess des Marktes nicht. Wer sich, wie Griechenland oder viele Firmen, auf den Markt begibt, muss mit Überraschungen und Sanktionen rechnen - diese können bisweilen sogar unberechenbar sein.

Unsinnig ist auch der Bann bzw. die Einschränkung von Produkten oder Mechanismen (Short Selling), mit denen Anleger auf fallende Kurse spekulieren. Bereits das kurzzeitige

Verbot von Leerverkäufen nach der Insolvenz von Lehman Brothers erwies sich nicht nur als wirkungslos, wie wissenschaftliche Studien inzwischen gezeigt haben, sondern sogar als kontraproduktiv: Die Verbote schränkten die Liquidität an den Börsen ein und vergrösserten so die Spannen zwischen Ankaufs- und Verkaufskursen. Auch die erhoffte Wirkung trat nicht ein. Der Absturz der betreffenden Wertpapiere wurde nicht gestoppt, viele fielen weiter deutlich stärker als der Gesamtmarkt, da Anleger die Papiere aus Risikogründen einfach nicht mehr im Depot haben wollten. Die Nutzlosigkeit von Leerverkaufsverboten haben inzwischen sogar viele Aufsichtsbehörden erkannt.

Vermutlich wird es dennoch immer wieder wider besseres Wissen - zumindest temporäre - Short-Selling-Verbote geben, weil Regulierer und Politiker die besorgte Öffentlichkeit lieber mit nutzlosem Aktionismus zu beruhigen suchen, als die tatsächlichen Effekte zu erklären. Das gilt umso mehr, als derlei Verbote oft Applaus bekommen, da Menschen intuitiv steigende Kurse für etwas Gutes und fallende für etwas Schlechtes halten. Doch entgegen dieser Wahrnehmung ist die Spekulation auf fallende Kurse nicht verwerflich. Es ist genauso legitim, auf fallende Kurse zu setzen, wie auf steigende - beides dient der effizienten Preisfindung. Diese Einsicht fehlt aber weitherum - oder warum führt die US-Börsenaufsicht SEC gesetzliche Handelspausen bei Kursstürzen von 10 Prozent ein, nicht aber bei Kursexplosionen von 10 Prozent?

Überversorgung der gegenwärtigen Wähler

Nicht die vermeintlich zügellosen Märkte sind schuld an den Refinanzierungsschwierigkeiten vieler Staaten, sondern unfähige und machversessene Politiker, die viel zu oft die gegenwärtigen Wähler zulasten von Kindern und Enkeln überversorgen - gemessen an den realen Knappheitsverhältnissen. Kein Unternehmen und keine Familie könnte so unseriös haushalten wie manche Minister - sie wären längst pleite oder müssten Privatinsolvenz anmelden. Dabei gehört die Vernunft, heute zulasten der gegenwärtigen Bedürfnisse für morgen zu sparen, ja gerade zu den bedeutenden Entwicklungen der Menschheit. Politikern, in ihrem Streben nach Ansehen und Machterhalt, geht diese Einsicht meist ab. Es fehlt ihnen allzu häufig an Rückgrat und Überzeugungskraft, um dem Volk die ungeschönte Wahrheit zu sagen.

Letztlich helfen die Finanzmärkte Politikern sogar, sich nicht in Wolkenkuckucksheimen zu verlieren, sondern sich mit den Realitäten auseinanderzusetzen. Die Hilfe ist nicht immer sanft, manchmal ist sie sogar sehr schmerzhaft. Deshalb versuchen Politiker, mit mehr Kontrollen, Vorschriften oder gar neuen Behörden, die Freiheit einzuschränken und die Marktkräfte auszuhebeln. Falsche und übermässige Regulierungen der Märkte, mit denen nur kurzfristig Symptome bekämpft, nicht aber Ursachen beseitigt werden, machen langfristig alles nur schlimmer, weil Probleme und Unwägbarkeiten noch später angegangen werden. Zudem finden die Marktkräfte oft einen anderen Weg: Der Handel geht von der Börse auf unregulierte Plattformen, Teile der Bilanzen werden ausgelagert in Spezialvehikel, oder die Marktteilnehmer weichen auf kaum regulierte Domizile irgendwo auf der Welt aus - all dies führt zu meist unerwünschter Intransparenz. Daher sollte ein Leitsatz in Europa derzeit mehr als je zuvor gelten: In dubio pro libertate - im Zweifel für die Freiheit.