



## Memos statt Value

**RAHIM TAGHIZADEGAN**

*Die GameStop-Episode ist keineswegs ein Beispiel für irrationales Anlegen. Verrückt ist vielmehr die grenzenlose Geldflut.*

Die Episode um den GameStop-Aktienrausch fand medial wohl deshalb so viel Aufmerksamkeit, weil sie sich gut für zwei populäre, sich widersprechende Erzählungen eignet. Eine Interpretation, vor allem in Europa, sieht eine Bestätigung der Börsenskepsis und der Wichtigkeit des Kleinanlegerschutzes. Die andere Interpretation, vor allem in den USA, sieht einen Kampf David gegen Goliath, von organisierten Kleinanlegern gegen finanzkräftige Hedge Funds, die mit Optionen sympathische Unternehmen unter Druck setzen. Beide gehen an der Realität vorbei.

Nach gewohnten Bewertungsmaßstäben scheinen sich US-Aktien, ganz unabhängig von der aktuellen Episode, in einer Blase zu befinden. Doch es wäre ein schwerer Anlegerfehler, die Märkte vorschnell für irrational zu erklären. Wirklich «verrückt» im Sinne einer Ausnahmesituation ist die grenzenlose Ausweitung der Basisgeldmenge. Die damit betriebene Stützung von Anleihen mit realem - Negativzins führt die klassische Einschätzung ad absurdum, in Staatsanleihen einen konservativen Massstab für die Anlage zu sehen.

Betrachten wir die in Europa beliebteste und verständlichste Anlage als Vergleich: Es ist rational, wenn Investoren in Immobilien diese nicht panisch abstoßen, obwohl mittelfristig die Nachfrage aus Gründen der Demografie, des Auflassens von Büros und Läden sowie wegen Solvenzproblemen wohl sinken und das Risiko steuerlicher Belastung steigen wird. Jedes Angebot von Immobilien ist eine Nachfrage nach Bankguthaben, und um die wird es nicht besser bestellt sein. Warum sollte man dann Aktien bei steigendem Kurs-Gewinn-Verhältnis gegen Dollar abstoßen? Die magere Entwicklung europäischer Aktien im Vergleich zu amerikanischen ist gewiss kein Hinweis auf mehr Rationalität, sondern wohl eingepreiste Zukunftssorge und Standortzweifel.

### Alternative zum klassischen Sparen

Die europäischen Vorbehalte gegenüber Aktienanlagen und der vermeintliche Anlegerschutz beschleunigen bei expansiver Geldpolitik nur die Ausdünnung mittelständischer Ersparnisse. Die in den Vereinigten Staaten weitere Verbreitung von Fintechs zur Aktienanlage mit gebührenfreien Modellen hat einer wachsenden Schicht von Kleinanlegern eine Alternative zum geldpolitisch obsolet gemachten Sparen im Sparschwein, auf dem Konto oder in Staatsanleihen ermöglicht. Immer mehr Amerikaner schieben ihre Dollarstimuli sofort in Aktienwerte, um der Zentralbank nicht mehr einen Schritt hinterher, sondern voraus zu sein.

Die beträchtliche Volatilität auf den Finanzmärkten kann natürlich zu grossen Verlusten führen, insbesondere bei unerfahrenen Investoren. Diese Volatilität wird derzeit von den Robinhood-Kleinanlegern zwar verstärkt, doch gewiss nicht verursacht. Es ist auch zu früh, diese Verstärkungseffekte zu bewerten. Sie könnten ein Entdeckungsprozess sein, der Wege aus der künstlichen Überkorrelation von Vermögenswerten weist. Völlig falsch ist, dass die Politik diese Kleinanleger vor ihren eigenen Fehlern schützen müsste.

Das Geschäftsmodell von Robinhood u.a. ermuntert zum Trading, das zwar für die meisten ungünstiger als das Halten von Indexfonds, aber dank Geldpolitik wohl nicht ungünstiger als das Halten von Dollarbeträgen ist. Immerhin führt es zu einem aktiven Interesse an Finanzmärkten. Es ist völlig absurd, anzunehmen, dass ein durchschnittlicher Politiker mehr Ahnung oder Gespür für Märkte, mehr «Rationalität» als ein durchschnittlicher Klein-Trader hätte und Letzteren daher schützen müsste oder könnte.

Das «irrationale» Pumpen der GameStop-Aktie von 18 auf 325 Dollar, mit anschließendem Absturz auf 53 Dollar, lässt die Masse der Anleger dumm und kindisch erscheinen. Doch ihre Motive sind in Foren dokumentiert. Keine Spur von Täuschung über das Unternehmen, kein Unwissen über Volatilität oder Finanzinstrumente, keine Betrugsabsichten sind erkennbar. Sogar der reichste Mensch der Welt spielte kurz mit bei einem Spiel auf freiwilliger Basis, moralisch sauberer als jede Lotterie, denn der Erwartungswert war eben nicht gewiss negativ. Der Kurseinbruch war nicht Folge des Aufdeckens einer Täuschung, einer «irrationalen» Panik oder von Anfängerfehlern. Er war tatsächlich eine Folge des Anlegerschutzes.

In diesem Fall waren es die rigiden Vorgaben für Pfändernachschuss bei steigender Volatilität bei verzögertem Clearing. Diese Art von Regulierung mildert Marktschwankungen nicht, sondern schützt Clearingstellen und verhindert Innovationen, die sofortigen Ausgleich ermöglichen könnten. Schon in der grossen Finanzkrise hatten Mechanismen dieser Art den «Stress» erhöht, statt ihn zu senken. In der aktuellen Episode musste Robinhood plötzlich 3,4 Mrd. Dollar an Zwischenfinanzierung auftreiben. Obwohl das gelang, musste der Kauf von GameStop-Aktien mehrere Tage unterbunden werden. Nur Verkäufer und keine Käufer — das würde jede Aktie zum Kurssturz bringen.

Das Kaufverbot nährte die Erzählung eines organisierten Kampfes von Kleinanlegern gegen den Goliath Finanzindustrie. Der Fonds Melvin Capital hatte auf fallende GameStop-Kurse gesetzt und wurde böse überrascht vom plötzlichen Kleinanlegerinteresse. Ein anderer Fonds, Citadel, sprang mit Notliquidität bei und beteiligte sich an Melvin. Schnell verbreiteten sich Verschwörungstheorien: Janet Yellen hatte von Citadel für zwei Vorträge 810'000 Dollar erhalten. Verschwörungstheorien drücken berechtigtes Misstrauen aus, auch wenn sie letztlich eine fiktive Rationalisierung plausibler Muster sind. Yellens selbstverständliches Abkassieren ist ein Symptom für die ungeheure Schiefelage des Finanzsystems, in der Ökonomik als Cantillon-Effekt bekannt.

Die Schiefelage zeigt sich auch darin, dass der Anlegerschutz Finanzkartelle schützt: Die Fonds, die sich verwettet hatten, bedurften eines Fünftels weniger Zusatzliquidität als Robinhood, und doch wurde Letztere mehr gescholten. Es ist aber auch Unsinn, Hedge Funds zu verteufeln: Sie sind bloss Instrumente. Die Dominanz von Derivaten, Leerverkäufen und kreditgehebeltem Optionshandel ist ein Symptom der geldpolitischen Blähungen, nicht die Ursache.

### Digital Natives erkennen Potenzial

Viele Kleinanleger werden ihren Einsatz in dieser Pokerrunde verlieren. Anstelle von Fundamentalanalyse haben sie gekauft, was andere kauften. Das für «irrational» und «ahnungslos» zu halten, wäre ein Hinweis auf erstaunliche Ahnungslosigkeit über die Natur verzerrter Finanzmärkte. Während Value-Anlagen aktuell nahezu am schlechtesten abschneiden, war letzten Monat die Kryptowährung

Doge eines der «besten» Investments. Sie ist buchstäblich ein Witz. Die Finanzmärkte sind im ironistischen Zeitalter angekommen, wie es der Philosoph Hermann Schmitz nannte. Die Digital Natives erkennen die Rückkopplungseffekte und die Selbstbezüglichkeiten, aber auch das unglaubliche Potenzial dieser Netzwerkeffekte in einer Welt vermeintlicher Alternativlosigkeit. Ihre Memes sind kein Ausdruck geplanter Organisation, sondern von spontaner Ordnung.

Wenn der SPDR S&P Retail ETF alternativlos GameStop kaufen «muss», weil alle sie kaufen, ist das Ausdruck der höchstmöglichen Finanzrationalität. Wenn junge Menschen in einer Zeit rationalistischer Lustfeindlichkeit, in vollem Bewusstsein der Ironie, grenzenlos geschöpfte Dollar tauschen gegen digitale Sammlerstücke, soll das «irrational» sein? In diesem Fall sind es Erinnerungsmarken an eine Zeit, als Videospieelläden und Kinos Freude bereitet haben, und an eine Episode, in der man gemeinsam die «Empty Suits» ärgern konnte, die profitierenden Blender der Finanzmärkte.

*Dieser Beitrag ist am 10. Februar 2021 in der Finanz und Wirtschaft erschienen.*

*Rahim Taghizadegan ist Rektor des Scholarium in Wien und assoziierter Forscher am Liberalen Institut. Er lehrt an der University of Applied Sciences in Krems.*

Februar 2021



---

Dieser Text ist verfügbar online unter: <https://www.libinst.ch/?i=memes-statt-value>

© Copyright 2021 **Liberales Institute**