

# Finanzmärkte sind keine Nullsummenspiele

Tausch und Raub: eine Antwort auf das Interview mit Matt Ridley

von Martin Janssen

**K**ritik an Finanzmärkten ist en vogue. Sie passt zum Zeitgeist. Das macht sie freilich nicht besser.

Matt Ridley lobt den Tausch in der Realwirtschaft und kritisiert den Tausch auf Finanzmärkten als Nullsummenspiel. Das kann man so nicht stehenlassen.<sup>1</sup>

In der Ökonomie gibt es die bekannten Konzepte des abnehmenden Grenznutzens im Konsum, des abnehmenden Grenzertrags und komparativer Vorteile in der Produktion sowie der Funktionsweise des Marktmechanismus. Daneben spielt die Idee der *subjektiven Ungleichheit des Tausches* in der Preistheorie eine wichtige Rolle; sie ist hier zentral.

Diese Idee besagt, dass Personen nur dann miteinander freiwillig Produkte, Dienstleistungen, Ideen, Finanzinstrumente etc. tauschen, wenn beide Parteien «ex ante», also vor dem Tausch,

**Es ist ein Irrtum zu meinen, mit Finanzinstrumenten würden nur erwartete Kursgewinne getauscht.**

glauben, es gehe ihnen nach dem Tausch besser als vorher. Ein Kilogramm Brot geht also nur darum für fünf Franken über den Ladentisch, weil sowohl der Bäcker als auch der Käufer im Zeitpunkt des Kaufes der Ansicht sind, dass sie subjektiv einen Nutzen aus der Transaktion erzielen. Ob diese beiden Ansichten «objektiv» richtig sind, ist unerheblich; was zählt, ist der *subjektive Nutzengewinn*.

Betrachten wir den Kauf eines Loses: Gewisse Leute würden nie ein Los kaufen. Und derjenige, der das Los kauft, weiss, dass er bis jetzt noch nie etwas gewonnen hat und dass es auch dieses Mal kaum anders sein wird. Und trotzdem kauft er ein Los, weil er sich durch den Kauf subjektiv besserstellt. Das ist ja das Besondere an der Marktwirtschaft: die Handelnden stellen sich subjektiv auch in solchen Fällen besser, in denen Dritte das nicht nachvollziehen können.

Der Handel mit Obligationen, Aktien oder strukturierten Finanzprodukten ist komplizierter. Selbstverständlich gilt auch hier, dass sich beide Parteien durch die Transaktion besserstellen,

**Martin Janssen**

ist Unternehmer und Professor für Finanzwissenschaft an der Universität Zürich.

sonst würden sie es ja nicht tun. Die Frage ist hingegen, was genau getauscht wird. Es ist ein Irrtum zu meinen, es würden nur erwartete Kursgewinne getauscht. Mit jedem Finanzinstrument werden vielmehr zwei Dinge gehandelt: erwartete Kursgewinne sowie – essentiell – ein Diversifikationsbeitrag an das Gesamtportfolio des Tauschenden, wobei das Gesamtportfolio auch sein Humankapital (Ausbildung, Wissen, Erfahrungen) umfasst. So macht es beispielsweise für einen Angestellten Sinn, zugeteilte Aktien seines Arbeitgebers selbst dann zu verkaufen, wenn er einen Kursanstieg erwartet. Der Grund ist klar: man möchte nicht mit seinem Arbeitseinkommen, mit Teilen seines Vermögens und mit dem Wert seines Humankapitals von den Entscheidungen eines einzigen Unternehmens abhängig sein.

Im Interview, das René Scheu mit Matt Ridley führte, hat es korrekte Aussagen zu den Finanzmärkten, aber auch solche, die falsch sind und zudem im Widerspruch mit zentralen Aussagen des Interviews stehen. Es ist richtig, dass auf Vermögensmärkten Erwartungen gehandelt werden, aber das gilt ja auch fürs einfache Los. Es ist auch richtig, dass bei Aktien und Häusern, die Erwartungen über viele Jahre abdecken, eher Übertreibungen bei den Erwartungen möglich sind als bei Brot, Gemüse und Bier. (Bei teurem Wein ist es schon anders.) Aber die Behauptung, dass an den Finanzmärkten ein Nullsummenspiel abläuft, ist absurd. Matt Ridley scheint sich wenig Gedanken über Erwartungswerte, Risikobeiträge an Portfolios und dergleichen gemacht zu haben. Die Cashflow-«Pakete», die an den Kapitalmärkten mit jedem Finanzinstrument gehandelt werden, sind mit Erwartungswerten und Diversifikationsbeiträgen an das Gesamtportfolio des Handelnden, nicht irgendeines aussenstehenden Beobachters, verbunden.

Dort, wo über Parasitismus und Raub gesprochen wird, werden im Interview nur Diebe, Räuber und Bürokraten erwähnt. Wären die Finanzmärkte ein Nullsummenspiel, wie Ridley behauptet, hätten sie hier ebenfalls erwähnt werden müssen. Spätestens hier hätte Matt Ridley merken müssen, wie inkonsequent seine Argumentation ist. ◀

<sup>1</sup> Matt Ridley: «Tausch oder Raub», in «Schweizer Monat», Ausgabe 994, S. 42 ff.