

## Märkte auf dem Prüfstand

### *Für ein neues Rollenverständnis zwischen Markt und Staat*

Das Narrativ vom «guten Markt und schlechten Staat» steht im Zentrum einer laufenden Debatte in der Schweizer Politik und Gesellschaft. Anhaltender Wohlstand scheint dieser Formel Recht zu geben, die darin besteht, die überlegene Effizienz der Märkte möglichst breitflächig zur Lösung gesellschaftspolitischer Herausforderungen zu nutzen und demgegenüber staatliche Interventionen auf ein Minimum zurückzubinden. Inzwischen ermöglicht der Rückblick auf die letzten 50 Jahre eine Klärung der Frage, ob dieses Narrativ seine Versprechen tatsächlich einlösen konnte.

### **Ineffizienz**

Finanzmärkte scheinen den idealen Lehrbuchbedingungen von Markteffizienz sehr nahe zu kommen: Wertpapier werden bei oft hoher Liquidität und Preistransparenz in Echtzeit gehandelt und es herrscht intensiver Wettbewerb zwischen den Akteuren. Umfangreiche empirische Untersuchungen haben jedoch selbst unter diesen Bedingungen verbreitete Ineffizienz offengelegt und die von Eugene Fama propagierte «Market efficiency hypothesis» in wesentlichen Teilen widerlegt. Neben Ineffizienzen im täglichen Marktgeschehen kommt es auch immer wieder zum totalen Versagen, wie zuletzt 2008, als sich Vermögenswerte in Höhe von 50'000 Milliarden \$ (entspricht dem Weltbruttosozialprodukt, 16) in Luft auflösten. Die geplatzte Blase korrigierte eine gigantische Fehlallokation von Kapital und riss unzählige Länder in die tiefste Rezession seit dem zweiten Weltkrieg (17). Während die Banken weltweit staatliche Hilfen in Höhe von mehr als \$ 10'000 Milliarden (17) erhielten, verloren viele Bürger ihr ganzes Vermögen, wie beispielsweise 10 Millionen Amerikaner ihre Häuser. Diese Finanzkrise war keine Ausnahme. Die Banking Crisis Database des IMF (18) zählt zwischen 1970 und 2017 weltweit 150 Banken Krisen, wobei deren Häufigkeit zunimmt, seit die Finanzmärkte in den 80ern dereguliert wurden. Auch die Schweiz wird regelmässig durch Banken Krisen erschüttert wie zum Beispiel als die Spar- und Leihkasse Thun in Schieflage geriet oder der LTCM Fond, die UBS oder CS. Obwohl die Finanzmärkte den idealen Lehrbuchbedingungen recht nahekommen, geraten ausgerechnet sie überdurchschnittlich oft in eine Krise. Aber auch Gütermärkte kranken an Ineffizienz. Dort kommt es genauso zu Preisverzerrungen (11) und Fehlallokationen, wie leere Shoppingcentren oder das Swissair Debakel dokumentieren. Die allgegenwärtigen Ineffizienzen in den Märkten verursachen hohe Wohlstandsverluste.

### **Abschöpfung**

Das Wirtschaftswachstum sowie das kollektive Sparen in den Sozialsystemen haben riesige Vermögen geschaffen. Im Zuge dessen wuchs eine Asset Management Industrie heran (4, 5), mit der eine beispiellose Vermögenskonzentration einherging (4). Umfangreiche quantitative Analysen (5, 10) ergaben, dass gut 700 Institutionen über direkte und indirekte Beteiligungen 80% des globalen Aktienkapitals besitzen. BlackRock, der weltweit grösste Aktionär, ist direkt in 16'000 Unternehmen investiert. Aus praktischen Gründen nutzen diese Investoren ihre riesige Machtfülle jedoch kaum aus. Bei BlackRock beschäftigen sich gerade einmal 50 Personen mit den Beschlüssen der unzähligen Generalversammlungen ihrer Portfoliogesellschaften. Ferner wird etwa die Hälfte der Vermögen passiv investiert, um Verwaltungskosten zu minimieren (4). Dort gehört die aktive Ausübung von Aktionärsrechten nicht zum Geschäftsmodell. So stimmen institutionelle Investoren aufgrund fehlender Ressourcen vorwiegend im Sinne des Managements (4), wodurch viel Macht und Kontrolle von den Eigentümern zur Unternehmensführung übergeht. Darüber hinaus verstärken Aktienbeteiligungsprogramme die Gleichschaltung der Interessen zwischen Management und institutionellen Investoren. Infolge dieser Entwicklungen konzentrieren sich Märkte heute fast ausschliesslich auf die Erwirtschaftung kurzfristiger Renditen sowie die Maximierung des Shareholder Value. William Lazonick hat dieses Marktregime mit «schrumpfen & ausschütten» (downsize and

distribute) bezeichnet, im Gegensatz zum davor herrschenden Regime, das auf Reinvestition in produktive Geschäftstätigkeiten beruhte («retain and reinvest»). Bis in die 70er Jahre haben Unternehmen ihre Gewinne je etwa zur Hälfte reinvestiert und als Dividende ausgeschüttet. Seither wurden die Reinvestitionen stetig zurückgefahren, auf heute nur noch 10%. Demgegenüber werden 90% der Gewinne ausgeschüttet, vor allem über Aktienrückkäufe (6). Aktienbörsen haben sich damit von einer Finanzierungsquelle in ein Instrument der Kapitalabschöpfung gewandelt. Dieses Bild zeigt sich auch an der Schweizer Börse: der Beschaffung von frischem Aktienkapital betrug 2022 CHF 10 Mrd. währenddem sich die Kapitalrückführung auf CHF 58 Mrd. belief (19, 20, 21). Institutionelle Investoren legen die abgeschöpften Mittel vorwiegend über den Sekundärmarkt in andere Finanzprodukte an und leisten damit keinen Beitrag zur Wertschöpfung in der Realwirtschaft. Während Digitalisierung und künstliche Intelligenz Ängste vor Massenarbeitslosigkeit schüren, dürften die weltweit sinkenden Investitionsraten (1) ein mindestens ebenso grosses aber kaum wahrgenommenes Risiko für die künftige Beschäftigung darstellen. Das Ungleichgewicht zwischen Investieren und Abschöpfen erzeugt somit erhebliche Wohlstandsverluste sowie Risiken für die künftige Beschäftigung.

### **Marktkonzentration**

In den Industrienationen findet ein langanhaltender Trend zu steigender Marktkonzentration statt (1, 3, 12). Damit geht eine Abnahme des Wettbewerbs einher, was sich wiederum in überhöhten Preisen und Gewinnen (Renten) niederschlägt. Monsanto besitzt beispielsweise 90% aller genetischen Sojavarianten und 80% bei Mais, was es dem Unternehmen erlaubte, seit 2001 seine Preise für dieses Saatgut zu verdoppeln (30). Ein Kartellverfahren gegen dieses missbräuchliche Verhalten konnte Monsanto erfolgreich abwehren (30). Die Kreativität welche in die Suche von Renten gesteckt wird, kennt kaum Grenzen. Zum Beispiel zahlen Pharmaunternehmen ihren Konkurrenten Geld, damit sie nach Patentablauf keine billigen Nachahmerpräparate auf den Markt werfen. Solche «pay-for-delay» Vereinbarungen verursachen bei den amerikanischen Konsumenten jährliche Mehrkosten von \$ 3.5 Mrd. In Europa sind diese Praktiken verboten (30). Empirische Untersuchungen zeigen, dass mangelnder Wettbewerb Übergewinne von typischerweise 15-50% (2) und Produktivitätsverluste von bis zu 40% verursacht (12). Dies hat zum niedrigen Produktivitätswachstum beigetragen, unter dem die Schweiz und andere Industrienationen leiden (31). Zudem lassen sich rund 80% des Aktienwerts amerikanischer Unternehmen auf Renten zurückführen (12). Eine Studie von INFRAS (11) zeichnet ein ähnliches Bild, wonach wegen mangelndem Wettbewerb auch in der Schweiz erhebliche Renten abgegriffen werden.

Steigende Marktkonzentration begünstigt auch das Lobbying (22), welches zu den profitabelsten Tätigkeiten überhaupt zählt. Zum amerikanischen Energiesektor gibt es Untersuchungen, welche die Rendite von Lobbying auf durchschnittlich 140% schätzen (24). In Einzelfällen können sie auch viel höher liegen, wie zum Beispiel das erfolgreiche Lobbying für ein günstiges Steuergesetz in den USA, mit einer Rendite von 22'000% (23). Der Lobbying Index von Strategas Research Partners, bildet die Aktienperformance der 50 am aktivsten lobbyierenden Firmen im S&P 500 ab. Seit 2000 schlägt dieser Lobbying Index den S&P 500 konstant um jährlich 5-10% (25, 26). Bei diesen extremen Renditen verwundert nicht, dass die Ausgaben für Lobbying sowie die Anzahl Lobbyorganisationen stark wachsen. Sowohl in den USA wie auch in Europa sind je etwas mehr als 10'000 Lobbyorganisationen aktiv (27). Lobbying vermag nicht nur aus der Einflussnahme auf die Gesetzgebung Profit zu schlagen, sondern auch über den Zugang zu Subventionen. Der neueste IWP Bericht zu diesem Thema (13) beziffert die jährlichen Subventionen in der Schweiz auf CHF 48 Mrd., wovon die grosse Mehrheit wohlfahrtsmindernd wirkt.

Die Gründe für die zunehmende Machtkonzentration sind vielfältig. Ein starker Treiber ist die Plattformökonomie, in der Netzwerkeffekte zu «winner takes all» Märkten führen. Google, Facebook oder Amazon sind Beispiele für solche quasi Monopole. Auch regulatorische Eintrittsbarrieren wie zum Beispiel Telekollizenzen, die Raumplanung oder Patente können Marktkonzentration begünstigen. Weiterhin erklären schwache Kartellgesetze oder deren zaghafte Durchsetzung dieses Phänomen. Die geistigen Väter unserer heutigen Marktordnung, darunter Milton Friedman oder George Stigler,

hiessen private Monopole gut, da sie Ausdruck einer überlegenen Effizienz seien und sie die Therapie (Staatsintervention) für schlimmer als die Krankheit (Marktversagen) hielten (7). Dass dieses schädliche Gedankengut auch heute noch fortlebt, brachte Peter Thiel auf den Punkt, ein erfolgreiche Silicon Valley Unternehmer und Milliardär, als er zu Protokoll gab, Wettbewerb sei etwas für Verlierer (12).

### **Innovation**

Innovation gedeiht am besten dort, wo Ideen und Informationen ungehindert fließen können. Das Zusammenleben auf engem Raum begünstigt diesen Austausch, weshalb die Bildung von Städten den ersten Innovationsschub der Menschheitsgeschichte auslöste (28). Ereignisse wie der Buchdruck oder das Internet potenzierten den Fluss an Ideen und Information, was zu weiteren Innovationsschüben führte. Auch Märkte bringen viele Akteure und Informationen zusammen. In Verbindung mit Wettbewerb und der Aussicht auf Gewinne bildet dieser Raum einen guten Nährboden für innovative Ideen. Paradoxe Weise behindert der Markt aber auch Innovation, weil Unternehmen Wettbewerbsvorteile anstreben, indem sie Informationen geheim halten und Wissen schützen. Diese Innovationshemmnisse dominieren vor allem in Märkten mit geringem oder sehr intensivem Wettbewerb. Dazwischen besteht eine positive Korrelation zwischen Wettbewerb und Innovation (1, 2), was sich am Beispiel von Bell Labs zeigt, dem Forschungsbereich des ehemaligen amerikanischen Telefonmonopolisten AT&T. Ein Urteil der amerikanischen Kartellbehörden hob die Patente von Bell Labs auf und zwang das Unternehmen das entsprechende Knowhow öffentlich zugänglich zu machen, was die Innovation im Telekommunikationssektor nachweisbar belebte (2). Wie auch Steven Johnson in seiner Geschichte der Innovation (28) nachzeichnet, bringen offene Innovationsprozesse am meisten erfolgreiche Ideen hervor und nicht kompetitive Märkte. Die Vorstellung, der Markt sei die wichtigste oder sogar einzige Innovationsquelle, ist ein Mythos.

### **Kollateralschäden**

Exxon Mobile weiss seit den 80er Jahren, dass fossile Brennstoffe das Klima schädigen, hat diese Einsicht jedoch geheim gehalten. Monsanto hat interne Untersuchungen zur gesundheitlichen Gefährdung ihrer dioxinhaltigen Produkte jahrelang unter Verschluss gehalten (29). Mit verzerrten Studien und Desinformation verharmloste die Tabakindustrie über Jahrzehnte das Rauchen (8). UBS und CS zahlten in der letzten Zeit Bussen von CHF 15 Mrd ([www.finews.ch](http://www.finews.ch)) wegen Steuerbetrugs, Missachtung von internationalen Sanktionen, Geldwäscherei und Preisabsprachen. VW Dieselskandal, LIBOR Manipulationen, Wirecard, Gammelfleisch, Enron, Cambridge Analytica, CumEx Skandal, veruntreute Retrozessionen... die Liste von Tricks und Betrug mit denen im Markt gearbeitet wird, lässt sich beliebig fortsetzen. Es handelt sich nicht um Einzelfälle, sondern um systeminhärente Praxis. Verstöße werden stiefmütterlich behandelt, wodurch sich das Risiko lohnt. Der Zwang zur Gewinnmaximierung, verleitet nicht nur zu Missbrauch, sondern schafft auch Externalitäten wie die Übernutzung natürlicher Ressourcen oder verhindert die Bereitstellung wichtiger Güter wie neue Antibiotika. Öffentliche Güter haben einen hohen Wert aber keinen Preis. Allem deshalb einen Preis zu geben, damit der Markt spielen kann, löst das Problem nicht automatisch. Wie die Finanzkrise 2008 zeigte, hatten viele Finanzprodukte einen Preis aber keinen Wert. Kollateralschäden verursachen nicht nur hohe gesellschaftliche Kosten, sondern unterminieren auch das Vertrauen, welches eine wichtige Ressource für das Funktionieren liberaler Gesellschaften bildet.

### **Neues Rollenverständnis**

Eine Gruppe von Ökonomen in den USA hat in der ersten Hälfte des letzten Jahrhunderts das Narrativ des «guten Marktes und schlechten Staates» als Gegenmodell zur regulierten, sozialen Marktwirtschaft der Nachkriegszeit entworfen. Unter Jimmy Carter begannen diese Ideen in der Politik Fuss zu fassen. Der Durchbruch kam mit Ronald Reagan und in Europa mit Margret Thatcher. Programmatisch erklärte Reagan 1981 «Die Regierung ist nicht die Lösung unseres Problems; die

Regierung ist das Problem". Clinton trug diese Fackel weiter: «Die Ära des grossen Staates ist vorbei» (1996). Auch Trump folgte diesem Leitmotiv, indem er einen «allumfassenden Staat» (deep state) zum grossen Feind stilisierte. Mit der Rückbindung des Staates wurden gleichzeitig Märkte dereguliert, in der Hoffnung die Wirtschaft durch angebotsökonomische Impulse zu beleben und die so geschaffene Wertschöpfung über den «trickle down» Effekt bis an die Basis der Gesellschaft zu bringen, was aber kaum funktionierte. Das Narrativ des «guten Marktes und schlechten Staates» gründete auf rein theoretischen Überlegungen die jeder empirischen Grundlage entbehrten (7). Inzwischen können wir auf fünf Dekaden praktischer Evidenz zurückblicken und feststellen, dass die durch umfassende Deregulierung entfesselten Märkte weder frei, fair, effizient noch nachhaltig funktionieren. Die extremen Beispiele aus den USA veranschaulichen, wohin eine auf die Spitze getriebene «laissez faire» Politik führen kann. Sie spielt in erster Linie denjenigen Marktakteuren in die Hände, welche genug Ressourcen besitzen, um die Marktregeln zu ihren Gunsten zu drehen. Zudem werden Forderungen nach mehr Markt oft nur aus Opportunismus propagiert. Sobald ein Gewitter aufzieht, verstummen sie und die sonst so verpönten Staatsinterventionen sind plötzlich willkommen, sei es zur Rettung der UBS, CS, Swissair, Axpo, sei es für Coronahilfen oder für die unzähligen Subventionen.

Märkte sind nicht gut oder schlecht per se. Sie folgen den Spielregeln, welche ihnen Politik und Gesellschaft vorgeben. Das diagnostizierte Marktversagen stellt nicht die Institution des Marktes in Frage. Vielmehr ist es Ausdruck von unzureichenden Marktregeln. Forderungen nach mehr oder weniger Staat oder die Abschaffung des Kapitalismus zugunsten einer neuen Utopie, zielen an der eigentlichen Kernfrage nach den richtigen Spielregeln vorbei. Um den Weg für bessere Marktregeln frei zu machen, gilt es zuerst das überholte, aus dem letzten Jahrhundert stammende Narrativ vom «guten Markt und schlechten Staat» zu beerdigen und ein neues Rollenverständnis zwischen diesen beiden Institutionen zu schaffen. Zeitgemässe und durch die Erfahrung der letzten Jahrzehnte abgestützte Spielregeln, verlangen eine stärkere Bändigung schädlicher Marktkräfte durch den Staat. Das bedeutet nicht eine Aufblähung der Bürokratie oder mehr Regulierung, vielmehr geht es um eine höhere staatliche Wirksamkeit bei der Gestaltung und Durchsetzung von fairen, effizienten Marktregeln, wie beispielsweise beim Kartellrecht oder der Finanzmarktaufsicht. Dazu gehört genauso eine Korrektur von überregulierten Bereichen wie zum Beispiel Bau und Raumplanung, die unter einem Gesetzeswerk mit 140'000 Artikeln ersticken (14). Es sollte im ureigensten Interesse liberaler Marktverfechter liegen, mit neuen Spielregeln das vorherrschende Marktversagen zu beheben, denn nur so lässt sich auch in Zukunft eine breite gesellschaftliche Zustimmung zur liberalen Marktordnung erhalten.

Dominik Włodarczak,

## Quellennachweise:

1. IMF: The rise of corporate market power and its macroeconomic effects, 2019
2. IMF: Competition, Innovation and inclusive growth, 2021
3. IMF: Global declining competition, 2019
4. OECD: Corporate ownership and concentration, 2022
5. Glattfelder J, Battiston S, Vitali S: The network of global corporate control, 2011
6. Lazonick W, Shin J: Predatory value extraction, 2020
7. Oreskes N, Conway E: The big myth, 2023
8. Oreskes N, Conway E: Merchants of doubt, 2010
9. Acemoglu D, Johnson S: Power and progress, 2023
10. Glattfelder J, Battiston S: The architecture of power: patterns of distribution and stability in the global ownership network, 2012
11. INFRAS: Hohe Preise in der Schweiz: Ursachen und Wirkung, 2003
12. Stiglitz J: People, power and profits, 2019
13. Schaltegger C, Mosler M, Blohm L: IWP Subventionsreport, 2023
14. Avenir Suisse: Auswege aus dem Regulierungsdickicht, 2014
15. Rogoff K, Reinhart C: This time is different, 2009
16. IMF: Bank credit during the 2008 financial crisis: a cross-country comparison, 2010
17. IMF: Financial stability report, May 2009
18. IMF : Systemic banking crises revisited, 2018
19. SIX, Geschäftsbericht 2022
20. Janus Henderson: Global dividend index
21. Janus Henderson: Share buybacks
22. Showalter R: Democracy for sale: examining the effects of concentration on lobbying in the United States, 2021
23. Alexander R, Scholz S, Mazza S: Measuring rates of return for lobbying expenditures
24. Kang K: Policy influence and private returns from lobbying in the energy sector, 2015
25. Economist: Money and politics: ask what your country can do for you, 1 October 2011
26. Barrons: Lobbying index beats the market, 27 April, 2018
27. [www.lobbyfacts.eu](http://www.lobbyfacts.eu)
28. Johnson S: Where good ideas come from, 2010
29. Rickelmann R: Tödliche Ernte
30. Reich R: Saving capitalism, 2015
31. Baldi G: Unsere Produktivität hält nicht Schritt, in NZZ vom 23.5.2017