

„Dieses Buch ist mein Lebenswerk.“

– George Soros



Die **Alchemie**
der **Finanzen**

Börsenbuchverlag

George Soros

George Soros
Die Alchemie der Finanzen

George Soros

Die Alchemie
der **F**inanz**en**

Börsenbuchverlag

Die Originalausgabe erschien unter dem Titel
The Alchemy of Finance – Reading the Mind of the Market
bei Simon & Schuster Inc.

Copyright der Originalausgabe 1987:
© George Soros. Alle Rechte vorbehalten.

Copyright der deutschen Ausgabe:
© Börsenmedien AG, Kulmbach

4. Auflage 2012

Aus dem Amerikanischen von Axel Retz
Druck: CPI – Ebner & Spiegel, Ulm

ISBN 978-3-938350-39-3

Alle Rechte der Verbreitung, auch die des auszugsweisen Nachdrucks,
der fotomechanischen Wiedergabe und der Verwertung durch Datenbanken
oder ähnliche Einrichtungen vorbehalten.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der
Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
sind im Internet über <<http://dnb.d-nb.de>> abrufbar.

BÖRSEN  MEDIEN
AKTIENGESELLSCHAFT

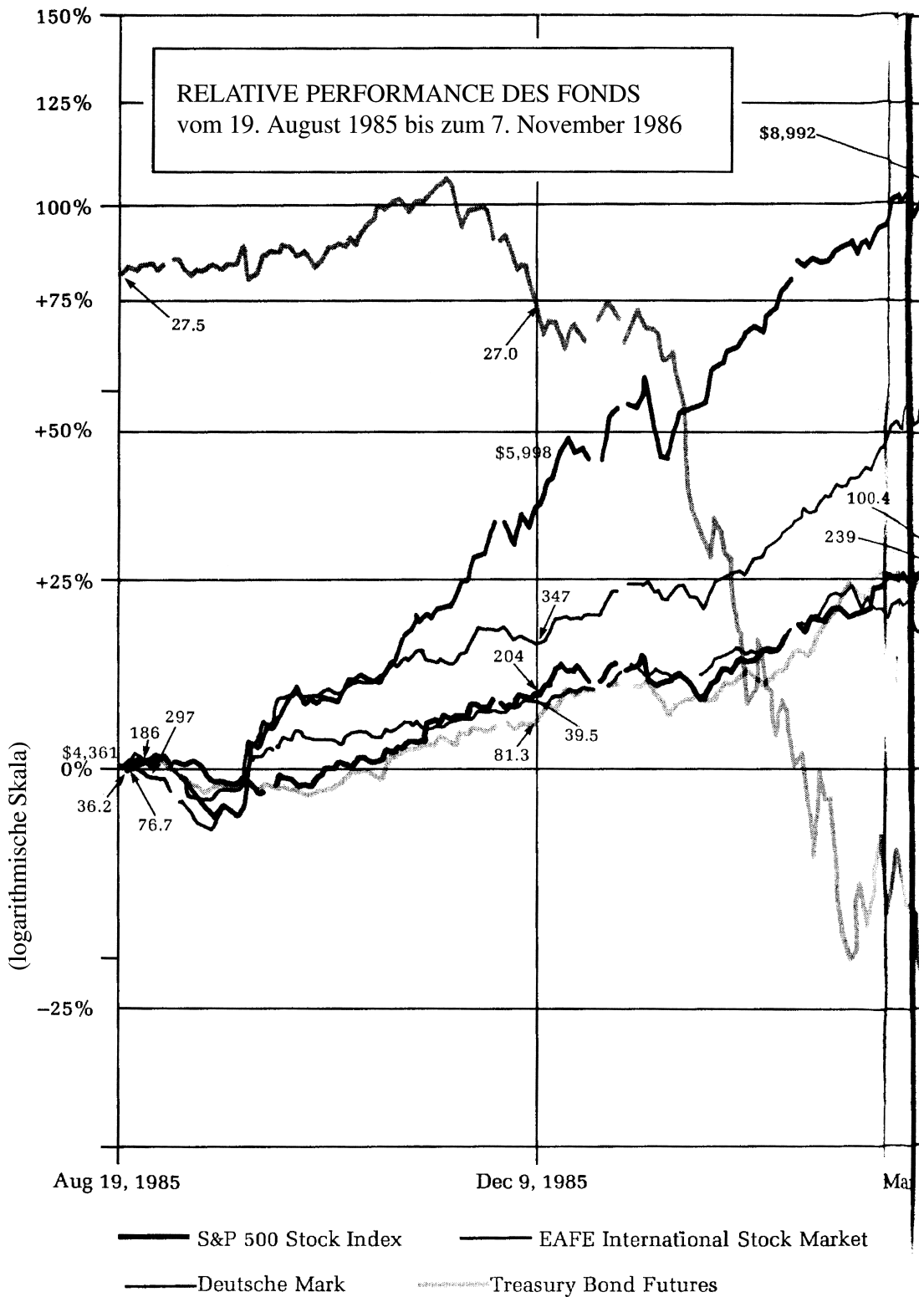
Postfach 1449 • 95305 Kulmbach
Tel: +49 9221 9051-0 • Fax: +49 9221 9051-4444
E-Mail: buecher@boersenmedien.de
www.boersenbuchverlag.de

Für Susan,
ohne die dieses Buch wesentlich früher
fertig gewesen wäre.

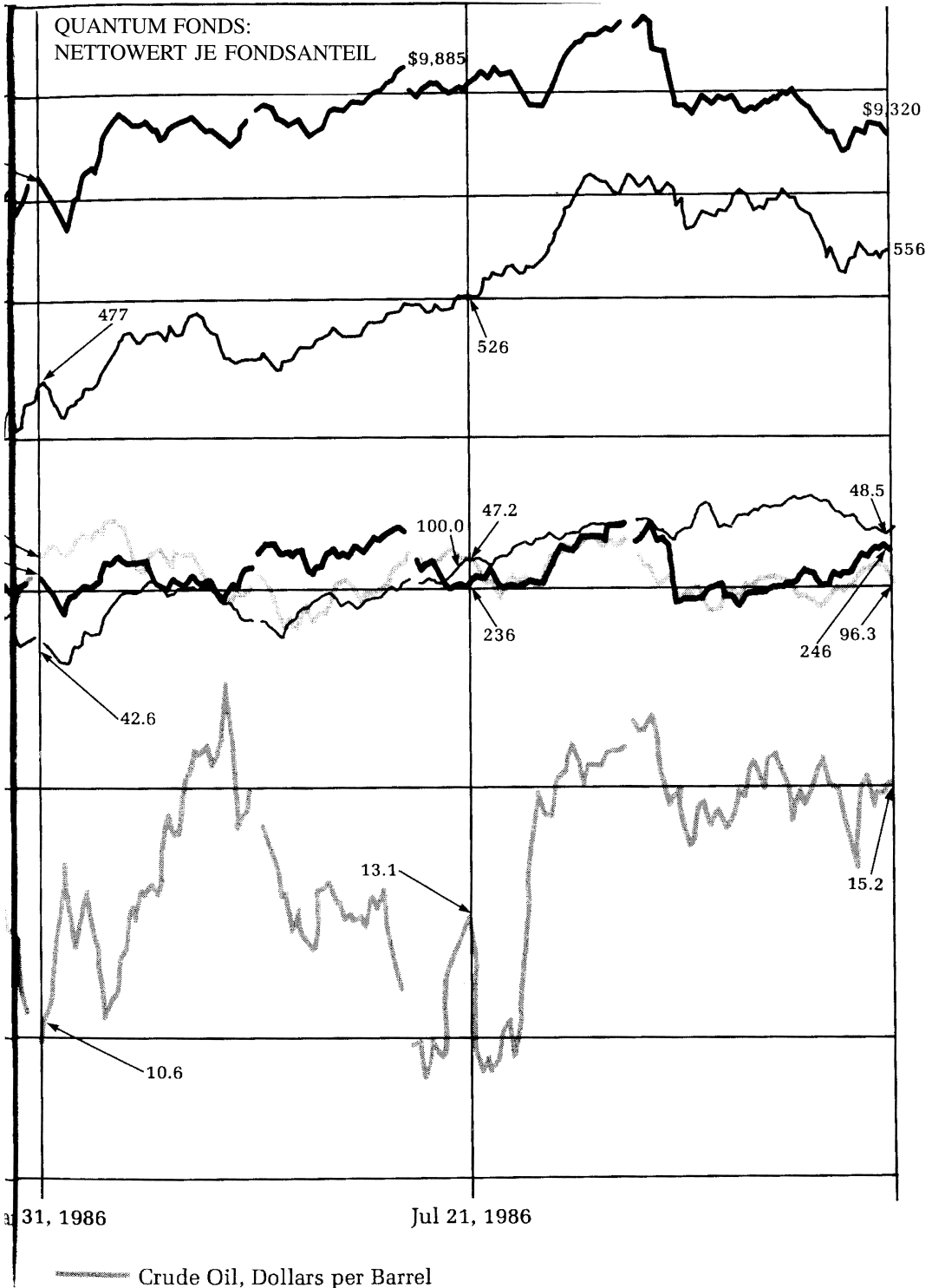
DANKSAGUNG

Eine Reihe von Leuten hat das ganze Manuskript oder Teile davon auf verschiedenen Stufen seines Entstehens gelesen. Es sind zu viele, um sie alle aufzulisten, aber ich möchte ihnen allen für ihre Hilfe und ihre Kritik danken. Insbesondere Byron Wien hat seine Aufgabe weit mehr als erfüllt, indem er das Manuskript auf drei verschiedenen Stufen der Entwicklung las und kommentierte. Besonderer Dank gebührt auch Antonio Foglia, der die Grafiken zum Real-Time-Experiment erstellte. Larry Chiarello beschaffte das Datenmaterial.

Meinen Dank möchte ich auch dem Team ausdrücken, das zur Performance des Quantum-Fonds während der Dauer des Experiments beigetragen hat: Bill Ehrmann, Gary Gladstein, Tom Larkin, Robert Miller, Steven Okin, Joe Orofino, Stephen Plant, Allan Raphael und Anne Stires.



(S&P Aktien-Index, EAFE Internationaler, Aktienmarkt, Rohöl,



Dollar pro Barrel, Deutsche Mark, Futures auf Treasury Bonds)

INHALT

Geleitwort

Vorwort

Einleitung

Teil I

THEORIE

- | | | |
|----|---|----|
| 1. | Die Theorie der Reflexivität | 37 |
| | Ungleichgewicht 37 | |
| | Das Problem des unvollkommenen Verstehens 41 | |
| | Das Problem der Sozialwissenschaften 43 | |
| | Die Voreingenommenheit der Marktteilnehmer 50 | |
| | Das Konzept der Reflexivität 51 | |
| | Reflexivität contra Gleichgewicht 53 | |
| 2. | Reflexivität im Aktienmarkt | 57 |
| 3. | Reflexivität in den Währungsmärkten | 83 |
| 4. | Der Kreislauf von Kredit und Kontrolle | 95 |

Teil II

HISTORISCHE PERSPEKTIVE

- | | | |
|----|---|-----|
| 5. | Das Internationale Schuldenproblem | 105 |
| 6. | Das kollektive System der Kreditgewährung | 117 |
| 7. | Reagans imperialer Kreislauf | 125 |
| 8. | Entwicklung des Bankensystems | 133 |
| 9. | Amerikas „Oligopolarisation“ | 143 |

Teil III

DAS REAL-TIME-EXPERIMENT

10. Der Ausgangspunkt: August 1985	155
11. Phase 1: August 1985 - Dezember 1985	163
12. Kontrollperiode: Januar 1986 - Juli 1986	211
13. Phase 2: Juli 1986 - November 1986	251
14. Der Anschluß: November 1988	303

TEIL IV

AUSWERTUNG

15. Das Gebiet der Alchemie der Finanzen: Eine Auswertung des Experiments	313
16. Das Dilemma der Sozialwissenschaften	325

TEIL V

REZEPTE

17. Freie Märkte versus Steuerung	333
18. Auf dem Weg zu einer internationalen Zentralbank	341
Wechselkurse 345	
Internationale Schulden 346	
Öl 350	
Eine internationale Währung 355	
19. Das Paradoxon der systematischen Reform	359
20. Der Crash von 1987	363

Epilog	379
--------	-----

Literaturverzeichnis	385
----------------------	-----

Anhang	387
--------	-----

GELEITWORT

Vierhundertdreundsiebzig Millionen zu eins. So stehen die Wetten gegen den von George Soros von 1968 bis 1993 als Manager des Quantum-Fonds aufgestellten Investment-Rekord. Dieser Investment-Rekord ist die unanfechtbarste Widerlegung der Random-Walk-Hypothese, die es je gegeben hat!

Als Trader in der zweiten Hälfte der wilden 70er und 80er in die Jahre gekommen, empfand ich *Die Alchemie der Finanzen* als ein irgendwie revolutionäres Buch. Erinnern Sie sich daran: Das war die Zeit, als in der Investmentszene Trendfolge und Indexierung modern waren. Es war die Zeit, in der die technische Analyse (die Untersuchung der Kursbewegungen als Werkzeug der Kursprognose) ihren Zenit durchlief. Trader meiner Generation bewaffneten sich mit Charts und von Computern ausgeworfenen Grafiken, die den künftigen Kursverlauf vorhersagten. Tag für Tag saßen wir in einer ohrenbetäubenden Kakophonie von Informationsflut vor den Bildschirmen, wie hypnotisiert von blinkenden Lichtern und sich ständig ändernden Daten. Ausgenommen vielleicht die Elliott-Wellen-Theorie, wurde jedes intellektuelle System zum Verständnis des Ablaufs sozialer, politischer und wirtschaftlicher Ereignisse in bemerkenswerter Weise vergessen, nur um sicherzustellen, daß man Teil des sich immer mehr beschleunigenden Prozesses war.

Für mich war *Die Alchemie der Finanzen* wie ein Blitz aus heiterem Himmel. Da sie Sachverhalte erklärte, die dermaßen komplex und überwältigend waren, ließ sie mich einen gewaltigen Satz nach vorne tun, indem ich einen Schritt zurücktrat. In einer Zeit, in der soviel Geld mit Geschichte machenden Ereignissen verdient wurde – von der Erpressung des Silbermarktes durch die Hunt-Brüder 1979 bis zur Übernahme von RJR Nabisco durch KRK 1989 –, ist Herr Soros' Theorie der Reflexivität der erste moderne, nicht-technische Versuch, das dynamische Wechselspiel zwischen den am Prozeß Beteiligten zu beschreiben und vorherzusagen. Darin liegt die Brillanz dieses Buches. Es beschreibt die Dynamik des Weges zwischen Punkten extremer Bewertung im Markt einerseits und einem Gleichgewichtszustand. Das

ist besonders wichtig für den Durchschnittsanleger. Wie oft sind wir nahe am Kurstief richtigerweise long und nahe am Top einer größeren Marktbewegung long gewesen? Da wir aber den Ablauf großer Kursbewegungen nicht verstanden, war unser Durchhaltevermögen in diesen Positionen (wie auch unsere Gewinne) gering. Soros gibt uns einen entscheidenden Einblick in diesen Ablauf und damit ein größeres Vertrauen in unsere Anlagen. Das macht 70% jeder erfolgreichen Anlage aus.

Wenn ich eine der unausweichlichen Pechsträhnen habe, die jeder Anleger einmal erlebt, nehme ich mir *Die Alchemie* und schaue mir noch einmal Soros' Vorgehen an. Wenn ich mir ansehe, wie er mit diesen Widrigkeiten umgeht, so ist das ein exzellenter Leitfaden, um die Kette der negativen Verhaltensweisen zu durchbrechen, die ab und an jeden Anleger heimsucht. Gewinnen ist ansteckend. Und dieses Buch, randvoll mit Beispielen für Verhaltensweisen im Trading, reizt dazu, ihm nachzueifern. Wichtig ist, daß Soros' Intellekt ihm das Selbstvertrauen und die innere Kraft gibt, an seinen Positionen auch während kritischer Phasen festzuhalten. In dieser Hinsicht gesellt sich *Die Alchemie* als zeitloser Ratgeber des Marktes zu Edwin Lefèvres *Reminiscences of a Stock Operator*. Und als solcher sollte Soros auf der Hut sein! Meine Lieblingsszene in *Patton*, einem Film zum Zweiten Weltkrieg, ist die, wo US-General George S. Patton Wochen damit zugebracht hat, die Schriften seines deutschen Widersachers, des Feldmarschalls Erwin Rommel zu lesen, und ihn schließlich in einer heroischen Panzerschlacht in Tunesien niederwirft. Patton, der den Sieg wittert, als er von seinem Kommandostand aufs Schlachtfeld geht, brummt vor sich hin „Rommel, Du großartiger Bastard. Ich habe Dein *Buch* gelesen!“ Genug der Worte.

Die *Alchemie* ist auch eine exzellente wirtschaftliche und politische Beschreibung der jüngsten Geschichte. Von der unwissentlichen Ausarbeitung eines Plans zur Lösung des Fiaskos um die Savings and Loan-Banken in den Vereinigten Staaten sechs Jahre im voraus (Seite 139) bis zur Vorhersage des Aktien-Crashes von 1987 zwei Jahre im voraus (Seite 196) zeigt sich Soros als *der* große Marktvisionär unserer Zeit.

Die Geschichtsschreibung wird sich wahrscheinlich an Soros als denjenigen Spekulanten erinnern, der sich 1992 mit der Bank von England angelegt (und die englische Bevölkerung von der Rezession befreit) hat. Sein Gewinn in Höhe von Milliarden Dollars ist einfach zu groß, als daß die Geschichtsschreiber ihn übersehen könnten. Herr Soros selbst würde wahrscheinlich lieber als großer Ökonom oder sogar als Wissenschaftler in Erinnerung bleiben. Ich werde mich aber aus einem noch wichtigeren Grund an ihn erinnern, für den er nicht die verdiente Anerkennung gefunden hat. Er ist jemand, der sich ernsthaft um den Zustand der menschlichen Gesellschaft kümmert und ihn zu verbessern sucht. Seine zahllosen und großartigen philanthropischen Bemühungen weisen ihn als einen der großen Wohltäter der Geschichte aus. Selbst heute, im Alter von 62, verfolgt er die Aktivitäten seiner sechs Stif-

– 13 –

tungen mit der Kraft und dem Einsatzwillen eines engagierten Neulings, der seinen Aufstieg in der Finanzwelt gerade erst begonnen hat, und der 18 Stunden am Tag rund um den Globus für seine Sache arbeitet. Er stellt nicht nur Schecks aus, was ja jeder wohlthätige Mensch tun kann. Er ist ein engagierter, arbeitsbesessener Mensch, der sich auch körperlich für die Lebensqualität derjenigen einsetzt, die weniger Glück hatten als er selbst. Und das, genau das ist ein Zeichen von Größe.

Paul Tudor Jones II

VORWORT

Sieben ereignisreiche Jahre sind vergangen, seit *Die Alchemie der Finanzen* zum ersten Mal veröffentlicht wurde. Mein Investmentfonds, der Quantum-Fonds, hat sich weiter prächtig entwickelt: Die Anteilseigner haben trotz eines Rückschlages beim Crash von 1987 einen durchschnittlichen Gewinn von 35,8% pro Jahr erzielt. Der Quantum-Fonds hat auch einige Sprößlinge hervorgebracht, von denen sich einige besser entwickeln als das Huhn, das goldene Eier legt. Anfang 1989 entschlossen wir uns, einen Teil der Gewinne an unsere Anteilseigner auszuschütten – entweder in bar oder in Form von Anteilen an den neu geschaffenen Fonds. Daher managen wir jetzt sieben Fonds mit einer Gesamt-Einlagensumme von über 10 Mrd. US\$.

Im Management des Fonds bin ich zunehmend inaktiver geworden. Ich hatte das Glück, durch *Die Alchemie der Finanzen* auf Stanley Druckenmiller zu treffen. Er managte damals einen anderen Fonds, und er interessierte sich für mich, da er von meinem Buch fasziniert war. Wir unterhielten uns ein paarmal, und schließlich trat er in meine Firma ein. Anfänglich fand er es schwer, mit mir zusammenzuarbeiten. Obwohl ich ihm eine Menge Verantwortung übertrug, behinderte ihn meine Anwesenheit, und er fühlte, daß er nicht so gut war wie vor Eintritt in meine Firma. Gottlob wurde ich in zunehmendem Maße in den revolutionären Prozeß verwickelt, der zum Zusammenbruch des Kommunismus führte. Ich baute damals gerade ein Netz von Stiftungen in der kommunistischen Welt aus, was eine Vielzahl von Reisen an Orte mit sich brachte, an denen die Kommunikationsmöglichkeiten ziemlich dürtig waren. Im Sommer 1989 teilte ich Stan mit, daß er die Verantwortung für den Fonds alleine übernehmen müsse. Seitdem gibt es zwischen uns keine Schwierigkeiten mehr. Ich wurde zum Trainer und er zum Teilnehmer am Wettkampf. Unsere Performance verbesserte sich, und wir durchliefen eine Phase anhaltenden Wachstums. In jedem der letzten drei Jahre erzielten wir Gewinne von in der Spitze über 50%. Obwohl wir bereits früher zweimal eine ähnliche Blütezeit erlebt haben, ist dies angesichts unserer außergewöhnlichen Größe doch eine außerordentlich gute Performance. Druckenmiller ist nicht nur ein guter Fondsmanager, er ist auch ein guter Partner. Unter

seiner Führung waren wir in der Lage, unser Management-Team zu vergrößern und zu verbessern, so daß es jetzt eine Stärke hat wie niemals zuvor. Zufälligerweise bekam ich so durch den Erfolg meines Geschäftes die Belohnung für meine philanthropischen Aktivitäten. Dieser Erfolg ermöglichte es mir, mein Netz der Stiftungen in einem halsbrecherischen Tempo auszubauen.

Meine Rolle beim Zusammenbruch des Kommunismus ist eine andere Geschichte, die nicht hierhergehört. Zu diesem Thema habe ich ja nun auch schon zwei Bücher geschrieben, nämlich 1990 *Opening the Soviet System* und 1991 *Underwriting Democracy*. Es verdient hervorgehoben zu werden, daß ich mich in meinen philanthropischen Aktivitäten in Osteuropa von genau den gleicher Philosophie leiten ließ wie in den Finanzmärkten. Wie der Leser bei der Lektüre dieses Buches erfahren wird, betrachte ich die Entwicklungen in den Finanzmärkten als einen historischen Prozeß. Das macht meine Theorie auch außerordentlich gut anwendbar auf historische Prozesse wie den Zusammenbruch des Kommunismus. Ich wandte also meine Theorie an, und alles in allem ließ sie mich kommende Entwicklungen besser antizipieren als die meisten Menschen. Wie ich herausfand, besteht ein großes Maß an Übereinstimmung zwischen dem Prozeß von Boom und Zusammenbruch an den Finanzmärkten und dem Aufstieg und Niedergang des Sowjetischen Systems.

Es ist eine Ironie des Schicksals, daß ich nicht wegen meiner Aktivitäten in Osteuropa bekannt wurde, sondern wegen der Gewinne, die ich im Britischen Pfund erzielte, als England am 16. September 1992 den Wechselkursmechanismus verließ. Ich wurde augenblicklich berühmt, erst in England und dann in der ganzen Welt. Als bekannt wurde, daß der Quantum-Fonds einen großen Block an Newmont Mines gekauft hatte, haussierte der Goldpreis. Obwohl ich selbst zum Gold keinerlei Stellungnahme abgab, wurden mir alle möglichen Aussagen zugeschrieben. Ich versuchte mehrmals, sie zu dementieren, aber ohne Erfolg. Obwohl ich den Status einen Gurus nicht gesucht hatte, konnte ich ihn nun, nachdem er mir übergestülpt worden war, nicht mehr ignorieren. Ich begrüßte diesen Status sogar, da ich dachte, daß er dabei hilfreich sein würde, die Ohren der Menschen auch für meine Aussagen zu politischen Themen zu öffnen. Das war aber nicht so einfach, wie es aussah. Als ich sagte, daß die Hochzinspolitik der Bundesbank im Begriff war, kontraproduktiv zu wirken, antworteten die Märkte mit einem Druck auf die Deutsche Mark. Als ich meine Stimme aber gegen die europäische Politik gegenüber Bosnien erhob, wurde ich entweder nicht zur Kenntnis genommen, oder man meinte, daß ich mich auf ein Feld begeben hätte, daß zu weit außerhalb meiner Fachkenntnis lag. Besonders übel erging es mir in Frankreich, wo ich wiederholt vor einer Spekulation gegen den Franc warnte, weil ich nicht für den Zusammenbruch dessen verantwortlich gemacht werden wollte, was vom Europäischen Wechselkursmechanismus noch üb-

riggeblieben war. Dennoch schob man mir die Schuld in die Schuhe. Die französische Regierung wies meinen Rat noch nachdrücklicher zurück, als sie es mit meinen spekulativen Aktivitäten getan hätte.

Das zeigt, daß Spekulanten spekulieren, aber ihren Mund halten sollten.

Meine Bekanntheit als Guru im Finanzbereich hat eine enorme Nachfrage nach *Die Alchemie der Finanzen* ausgelöst, insbesondere nach dieser Neuauflage. Ich muß eingestehen, daß sich mein Denken seit der Zeit der Niederschrift dieses Buches erheblich weiterentwickelt hat, aber ich habe mich dabei mehr mit historischen Prozessen, nicht mit denen des Finanzwesens beschäftigt. Ich kann meine neuen Gedanken nicht hier in diesem Vorwort zusammenfassen – ich werde wohl noch ein weiteres Buch schreiben müssen. Sobald meine Zeit es zuläßt, werde ich das tun; schon jetzt aber gibt es einen wichtigen Punkt in meiner Theorie, den ich hier vorbringen will, um dieses Buch in eine Linie mit meinen derzeitigen Gedanken zu bringen.

In *Die Alchemie der Finanzen* stelle ich die Theorie der Reflexivität so vor, als ob sie zu allen Zeiten gültig wäre. Das ist richtig in den Sinne, daß der wechselseitige Feedback-Mechanismus, der das Markenzeichen der Reflexivität ist, jederzeit ins Spiel kommen kann, aber es ist trifft nicht in dem Sinne zu, daß er auch tatsächlich ständig wirkt. In den allermeisten Situationen ist er so schwach, daß man ihn getrost vernachlässigen kann. Wir können unterscheiden zwischen Zuständen, die sich nahe am Gleichgewicht befinden und in denen ein bestimmter Korrekturmechanismus dafür sorgt, daß sich Wahrnehmung und Realität nicht zu weit voneinander entfernen, und Zuständen, die fern von einem Gleichgewicht sind, in denen ein reflexiver, doppelter Feedback-Mechanismus wirkt, und in denen es ohne eine signifikante Veränderung der vorherrschenden Bedingungen – einer Änderung des Systems – keine Tendenz zur Annäherung von Wahrnehmung und Realität gibt. Auf den ersten Fall läßt sich die klassische ökonomische Theorie anwenden, und die Divergenz zwischen Wahrnehmungen und der Realität kann als unbedeutende Störung vernachlässigt werden. Im zweiten Fall hingegen wird die Theorie des Gleichgewichts unbedeutend, und wir stehen vor einem eindimensionalen historischen Prozeß, in dem die Veränderungen sowohl in den Wahrnehmungen als auch in der Realität unumkehrbar sind. Es ist wichtig, zwischen diesen beiden Tatbeständen zu unterscheiden, weil das, was bei dem einen normal ist, bei dem anderen anomal ist.

Die Idee einer Unterscheidung zwischen Zuständen nahe am Gleichgewicht und solchen fern vom Gleichgewicht findet sich in *Die Alchemie der Finanzen*. Am Ende von Kapitel 1 habe ich zwischen alltäglichen Ereignissen und historischen Veränderungen unterschieden, aber ich habe die Tragweite dieser Unterscheidung unterschätzt. Ich habe diese Unterscheidung als „tautologisch“ bezeichnet. Heute halte ich das für einen Fehler. Die Tautologie ist nur aufgetreten, weil ich der Sache nicht tief genug auf den Grund ging

und für eine Tautologie hielt, was in Wirklichkeit ein grundlegender Unterschied in der Struktur der Ereignisse ist.

Bei den meisten mit einer wissenschaftlichen Methode untersuchten Phänomenen folgt ein bestimmter Zustand auf einen anderen unabhängig davon, wie irgendjemand darüber denkt. Die von den Sozialwissenschaften untersuchten Phänomene haben denkende Beteiligte, und das kompliziert die Geschichte. Wie ich zu zeigen versucht habe, sind die Ansichten der Beteiligten von Hause aus voreingenommen. Anstelle einer geradlinigen Verbindung zwischen einem Zustand und dem nachfolgenden besteht ein ständiger Zick-Zack-Kurs zwischen dem objektiven, beobachtbaren Zustand und den Beobachtungen der Beteiligten: Die Beteiligten stützen ihre Entscheidungen nicht auf den objektiven Zustand, sondern auf ihre Interpretation dieses Zustandes. Das ist ein wichtiger Unterschied, der weitreichende Konsequenzen hat. Er bringt ein Element der Unbestimmtheit mit sich, das den Gegenstand der Untersuchung weniger gut zugänglich macht für solche Verallgemeinerungen, Vorhersagen und Erklärungen, wie sie den guten Ruf der Naturwissenschaften begründet haben. Und eben genau weil das so störend ist, haben die Sozialwissenschaften im allgemeinen und die Wirtschaftstheorie im besonderen ihr Bestes getan, um dieses Element der Unbestimmtheit auszuschalten oder zu ignorieren. Ich habe mich mit diesem Bestreben auseinandergesetzt und einen alternativen Ansatz entwickelt, der die Voreingenommenheit der Beteiligten zum Ausgangspunkt nimmt.

Im Rückblick betrachtet, bin ich mit meinen Behauptungen zu weit gegangen. Es gibt viele Situationen, die man mit Erfolg untersuchen kann, indem man die Voreingenommenheit der Beteiligten als gegeben hinnimmt und das durch sie möglicherweise erzeugte Element der Unbestimmtheit vernachlässigt. Nur in ganz bestimmter Hinsicht und unter ganz bestimmten Umständen wird diese Unbestimmtheit bedeutsam. Sie kommt dann ins Spiel, wenn die Erwartungen hinsichtlich der Zukunft einen Einfluß auf das gegenwärtige Verhalten haben – was in den Finanzmärkten der Fall ist. Aber selbst dort muß ein bestimmter Auslösemechanismus betätigt werden, damit sich die Voreingenommenheit der Beteiligten nicht nur auf die Kurse, sondern auch auf die sogenannten Fundamentals auswirkt, die angeblich kursbestimmend sind. Offensichtlich ist es mir nicht gelungen, diesen Punkt klar genug herauszuarbeiten. Die Aussage meines Buches wird üblicherweise in den Feststellungen zusammengefaßt, daß die Werturteile der Beteiligten stets voreingenommen sind, und daß die vorherrschende Voreingenommenheit die Kurse beeinflußt. Wäre das alles, was ich zu sagen habe, wäre es kaum der Mühe wert gewesen, ein Buch darüber zu schreiben. Meine Kernaussage ist, daß es Situationen gibt, in denen sich die Voreingenommenheit nicht nur auf die Kurse, sondern auch auf die sogenannten Fundamentals auswirkt. Das ist der Punkt, an dem die Reflexivität wichtig wird. Das ist nicht immer der

Fall; wenn es aber geschieht, folgen die Kurse einem anderen Schema. Sie spielen dann auch eine andere Rolle: Sie spiegeln dann nicht nur die sogenannten Fundamentals wieder, vielmehr werden sie selbst zu einem der Fundamentals, das die Kursentwicklung beeinflußt. Diese rekursive Beziehung macht die Kursentwicklung ungewiß und das sogenannte Gleichgewicht belanglos.

Niemand würde bestreiten, daß die einzelnen Beteiligten mit voreingenommenen Ansichten arbeiten; die allgemeine Einschätzung lautet aber, daß die Voreingenommenheit der Beteiligten als ein temporärer Ausrutscher, als zufälliger Fehler vernachlässigt werden kann. In diesem Punkt bin ich anderer Ansicht. Ich glaube, daß man diesen Sachverhalt dadurch besser verdeutlichen kann, daß man eine Trennlinie zwischen Zuständen nahe am Gleichgewicht und Zuständen fern vom Gleichgewicht zieht, anstatt eine allgemeine Theorie der Geschichte vorzustellen, die auf dem ständigen Zick-Zack-Kurs zwischen den Wahrnehmungen und der Realität basiert, wie ich das in *Die Alchemie der Finanzen* getan habe. Das heißt nicht, daß an der allgemeinen Theorie irgendetwas verkehrt wäre, es bedeutet nur, daß dem Konzept der Reflexivität mehr Gewicht zukommt, wenn man es für die Fälle reserviert, in denen der zweifache Feedback-Mechanismus auch tatsächlich arbeitet.

Die Alchemie der Finanzen hat sich dem Studium derartiger Fälle verschrieben. Das eindeutigste Beispiel findet sich in einer Kapitalaufnahme, bei der eine zeitweise Überbewertung von Aktien in Gewinne pro Aktie konvertiert wird, indem man neue Aktien zu überhöhten Preisen ausgibt. In den meisten der beschriebenen Fälle schließt die Voreingenommenheit der Beteiligten einen faktischen Denkfehler ein. Ein Beispiel: Ende der 70er Jahre verliehen international tätige Bankiers zuviel Geld an die Entwicklungsländer, da sie nicht erkannten, daß die von ihnen zur Ermittlung der Kreditwürdigkeit der Schuldnerländer verwandten sogenannten Verschuldungskoeffizienten sich in dem Sinne reflexiv verhielten, als daß sie durch ihre eigene Kreditpolitik beeinflußt wurden. Die Voreingenommenheit muß aber nicht notwendigerweise einen faktischen Fehler beinhalten. Wie in Kapitel 3 gezeigt wird, ist ein frei fluktuierendes Wechselkurssystem wegen des Einflusses der trendfolgenden Spekulation dem Wesen nach instabil; dennoch verfolgen die Spekulanten die richtige Strategie, indem sie dem Trend folgen.

Gemessen an der Reaktion der Öffentlichkeit, die hauptsächlich aus den Kommentaren von Journalisten besteht, die das Buch nur oberflächlich oder auch überhaupt nicht gelesen haben, bin ich nicht besonders erfolgreich damit gewesen, die Bedeutung der Reflexivität herauszustellen. Nur der erste Teil meines Argumentes – nämlich daß die vorherrschende Voreingenommenheit die Kurse beeinflußt – scheint zur Kenntnis genommen worden zu

sein. Der zweite Teil – daß die vorherrschende Voreingenommenheit unter bestimmten Umständen auch die sogenannten Fundamentals beeinflussen kann, und daß Kursveränderungen ihrerseits weitere Kursveränderungen verursachen können – scheint untergegangen zu sein.

Diesen Fehler habe ich mir zumindest teilweise selbst zuzuschreiben. Da die Reflexivität die Struktur der Ereignisse verändert, habe ich versucht, das Konzept der Reflexivität als einen allgemeingültigen Weg zur Betrachtung der Kurse vorzustellen – als eine Art einer allgemeinen Theorie à la Keynes, nach der die Abwesenheit von Reflexivität einen Sonderfall darstellt. Besser wäre es gewesen, die Reflexivität selbst als den Sonderfall zu bezeichnen, weil der Reflexivität erst durch den Umstand Bedeutung zuwächst, daß sie nur zeitweilig wirkt. Sobald die Bedeutung der Reflexivität und die Unangemessenheit der gängigen Ansicht erst einmal erkannt worden wären, wäre die Zeit reif gewesen, die allgemeine Theorie der Reflexivität vorzulegen.

Ich habe aber eine Rechtfertigung vorzubringen. Ich habe die Reflexivität nicht zuerst in den Finanzmärkten beobachtet, sondern sie als ein abstraktes philosophisches Konzept entwickelt, noch bevor ich in den Finanzmärkten aktiv wurde. Anders ausgedrückt, versagte ich als philosophischer Spekulant, bevor ich als Finanzspekulant Erfolg hatte. Offensichtlich hat sich mein Versagen als Philosoph auf mein Buch übertragen, da ich das Konzept der Reflexivität – das sich beobachten und in Gewinn unmünzen läßt – nicht so klargemacht habe, wie das möglich gewesen wäre. Wenn man etwas Neues entdeckt, hat man den verständlichen Hang, dessen Bedeutung zu überschätzen. Genau das habe ich mit der Reflexivität getan. Mit der Vorstellung einer allgemeinen Theorie der Reflexivität bin ich zu früh zu weit gegangen. Ich habe behauptet, daß die Wirtschaftstheorie falsch und „Sozialwissenschaft“ ein falscher Begriff ist. Diese Behauptungen sind übertrieben. Da Zustände fern vom Gleichgewicht nur zeitweilig auftreten, ist auch die Wirtschaftstheorie nur zeitweilig falsch. Und die Trennlinie zwischen Natur- und Sozialwissenschaften ist nicht ganz so klar definiert, wie sie es nach meinem Buch zu sein scheint. Diese Einschränkungen machen die Reflexivität aber eher bedeutsamer als unwichtiger.

Ist das Konzept der Reflexivität erst einmal etabliert, so scheint sich sein Anwendungsbereich zu vergrößern. Es ist möglich, die Kursentwicklung aller Finanzmärkte zusammengenommen als einen reflexiven, historischen Prozeß zu begreifen. Ich habe das in *Die Alchemie der Finanzen* getan, als ich Reagans „imperialen Kreislauf“ analysierte, und ich habe seit der Veröffentlichung des Buches weitere Beispiele gefunden, wie den deutschen imperialen Kreislauf nach dem Fall der Berliner Mauer (s. Anhang: „Die Aussichten für einen Zerfall Europas“). Wie ich am eigenen Leibe erfahren mußte, besteht aber die Gefahr, das Konzept der Reflexivität zu weit zu treiben. Es gibt lange, ereignislose Phasen, in denen die Finanzmärkte nicht mit dem

reflexiven Konzept in Einklang zu stehen scheinen, sondern vielmehr an Zufallsbewegungen erinnern, wie sie von der Theorie des effizienten Marktes vertreten werden. Unter diesen Umständen ist es besser, gar nichts zu tun, statt eine reflexive Hypothese zu verfolgen.

Behandelt man die Reflexivität mehr als ein intermittierendes Phänomen denn als einen universell gültigen Zustand, so eröffnen sich erfolgversprechende Felder für die Forschung. Eine Frage stellt sich zum Beispiel von ganz alleine: Wie können die Zustände nahe am Gleichgewicht bzw. fern vom Gleichgewicht voneinander unterschieden werden? Worin besteht das Unterscheidungsmerkmal? Ich habe über diese Frage lange nachgedacht und die Ansätze einer Antwort gefunden. Ob ich sie klar zu formulieren vermag, wird sich in meinem nächsten Buch zeigen. Es wird sich um die Frage der Werte drehen und nicht nur für die Finanzmärkte, sondern für die Gesellschaft insgesamt von Bedeutung sein. Mein nächstes Buch – so es jemals geschrieben wird – wird eine Theorie der Geschichte, nicht eine des Geldes zum Gegenstand haben. Auf welche Weise das Schema von Boom und Zusammenbruch der Finanzmärkte sich auf historische Prozesse anwenden läßt, dafür liefere ich ein Beispiel im Anhang, wo ich einen Vortrag abdrucke, den ich am 29. September 1993 über „Die Aussichten für einen Zerfall Europas“ hielt.