



## Shiller, Fama und andere: Achtung, Blasen!

### Description

Gestern wurden in Stockholm die Wirtschaftsnobelpreise an Robert J. Shiller, Eugene F. Fama und Lars Peter Hansen übergeben. Zwei von ihnen warnen gegenwärtig vor einem kommenden Crash. Dabei vertreten die beiden, [Shiller und Fama, sehr unterschiedliche wissenschaftliche Ansätze](#).

Robert **Shiller** bekam seine Auszeichnung für die Untersuchung von Preisblasen in Immobilien- und Aktienmärkten. Er hatte kürzlich in einem Interview mit dem "Spiegel" gewarnt, die scharfen Anstiege bei Aktienkursen und Immobilien-Preisen könnten zu einer gefährlichen Blase führen und böse enden: „Ich bin am stärksten beunruhigt über den Boom bei US-Aktien, auch weil die Wirtschaft weiter schwach und fragil aussieht. Genauso sehen Blasen aus. Und die Welt ist immer noch sehr anfällig gegen Blasen.“

Bei den Verkäufen existierender Häuser war der Anteil der Cash-Transaktionen zuletzt sehr hoch. Im Mai zeigten sie mit 60% Anteil ein Topp, aktuell liegen sie bei 30% Anteil, der Durchschnitt kommt auf 15 bis 20%. Das weist auf Aktivitäten von wohlhabenden privaten und institutionellen Investoren hin, Familien kaufen normalerweise nicht bar. Diese Investoren spekulieren auf weiter steigende Hauspreise und verdienen zwischenzeitlich an den Mieten (siehe hierzu auch die [Empfehlung von Guggenheim Investments](#)!).

Shiller sagte dazu, die Investoren im Hausbereich sind keine Langfrist-Investoren, sie wollen vom kurz- und mittelfristigem Momentum profitieren. Wenn sie erkennen, dass dies nachlässt, steigen sie wieder aus. Ein Momentum-Play im Hausbereich liefert viel bessere Ergebnisse als im Aktien-Geschäft. Aus Shillers eigenen Untersuchungen geht hervor, dass die inflationsbereinigten US-Hauspreise eine deutliche Tendenz zur zyklischen Rückkehr zum Preisniveau von 1890 haben. Das unterstreicht, dass das Hausgeschäft kein Platz für Investoren ist, die an langfristigen Wertsteigerungen interessiert sind.

Was Aktien angeht, so liegen die Gewinnmargen der Unternehmen 50 bis 60% über ihrem historischen Mittelwert. So lange man nicht davon ausgeht, dass die Produktivität im gleichen Ausmass zugenommen hat (und dafür gibt es keine Belege), wird eine solche Übertreibung früher oder später korrigiert, sagt Shiller.

**Fama** hat es bisher stets abgelehnt, von Blasen zu sprechen, und er hält weiterhin die Fahne hoch, Märkte seien effizient. Andererseits spricht er sich vehement gegen die Rettung von Banken aus, weil "furchtbare Anreize" gesetzt werden, wie z.B., weiterhin hohe Risiken einzugehen. Angesichts der Entwicklung der Staatsverschuldung und der Tendenz, zunehmend Zinsen durch Neuaufnahme von Krediten zu



finanzieren, hatte Fama kürzlich der Nachrichtenagentur Reuters gesagt: "Es dürfte der Punkt kommen, wo die Finanzmärkte sagen, ihre Schulden seien nicht mehr werthaltig, sie könnten sich nicht mehr selbst finanzieren. Kommt es zu einer Rezession, wird sie weltweit sei." Und was den jüngsten US-Arbeitsmarktbericht angeht, wiederholt er: „Die Erholung auf dem Arbeitsmarkt ist schrecklich. Der einzige Grund, warum die Arbeitslosenquote bei 7% liegt, ist, dass die Leute aufgeben, nach Arbeit zu suchen.“

[Nouriel Roubini schreibt](#), fünf Jahre nach Platzen der Hauspreisblasen gibt es erneut Anzeichen für solche Entwicklungen in den Immobilienmärkten der Schweiz, in Schweden, Norwegen, Finland, Frankreich, Deutschland, Kanada, Australien, Neu-Seeland und in Großbritannien, besonders in London. In den Emerging Markets gibt es entsprechende Signale in Hong Kong, Singapur, China und Israel, sowie in den städtischen Ballungsräumen der Türkei, von Indien, Indonesien und Brasilien.

Die neuen Hauspreisblasen werden aber wohl noch nicht so bald platzen, weil die Kräfte weiter wirken, die sie aufblasen, insbesondere die lockere Geldpolitik und die Notwendigkeit eines Inflationsschutzes. Was aber in vielen Ländern zu beobachten ist, ist eine Zeitlupen-Widerholung der Entwicklung vor 2008. Und wie damals, so wird auch heute die Kollision mit der Realität umso häßlicher, je größer die Blasen werden, schreibt Roubini.

Und wo wir gerade bei Blasen sind: Der „**Economist**“ (h/t [Eurointelligence](#)) hat seine lange bestehende Tradition aufgegeben, überall Blasen zu identifizieren und „anzupieken“. Die [Zeitschrift](#) gesteht zu, dass die Asset-Preise wiederum verrückt spielen. Aber die Notenbanken sollten nicht versuchen, dagegen zu arbeiten, weil höhere Zinsen die Weltwirtschaft in Deflation stürzen könnten. Stattdessen sollten sie dafür sorgen, dass das billige Geld in Investitionen geht. Denn eine der großen Überraschungen der gegenwärtigen Phase sei es, dass das lockere Geld zwar die Assetpreise, jedoch kaum die Investitionen beeinflusst hat. Eine Erklärung könnte sein, dass der Kater der zurückliegenden Krise noch anhält, eine andere wäre die „[säkulare Stagnation](#)“ von Summers. Der „Economist“ fordert vor allem von den Regierungen öffentliche Investitionen.

#### **Nachtrag:**

(12.12.13) Für [Alexander Friedman](#) von UBS Wealth Management ist ein Shiller-KGV von 50% über dem historischen Mittel kein Hinweis auf eine Blase. Denn es schätzt die strukturellen Verschiebungen in Bevölkerungsstruktur, Inflation, Liquidität und Volatilität falsch ein. Dieses Mal ist es anders – das klassische Argument des [Massenwahns, den der Wirtschaftshistoriker J.K. Galbraith in seinem Werk "A Short History of Financial Euphoria" untersucht hat](#). Spekulation entwickelt demnach ihre eigene Dynamik, schreibt er. Sie produziert immer wieder Leute, die davon überzeugt sind, dass es neue kurstreibende Umstände gibt und folglich erwarten, dass der Markt hoch geht und oben bleibt.