

Blasenkunde (2) – Merkmale und Ursachen

Description

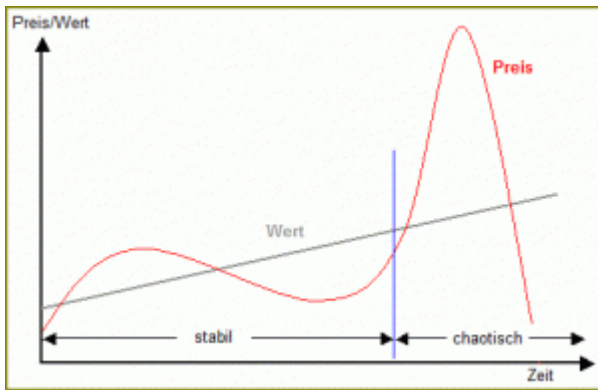
In einer Artikelserie wollen wir uns ausführlicher mit Blasenbildung an den Finanzmärkten beschäftigen. Dieser Teil befasst sich mit den ökonomischen und psycho-sozialen Voraussetzungen für eine Blasenbildung. Im ersten Teil wurden [ausgewählte historische Spekulationsblasen](#) vorgestellt. Der dritte Teil geht der Frage nach, wie Blasenbildung erkannt werden kann.

Nach der klassischen ökonomischen Theorie gelten Marktteilnehmer als rationale Wesen, die quasi als Roboter agierend den wahren Wert einer Ware objektiv einschätzen können. Mit dem Ziel der Gewinnmaximierung kaufen sie ein Asset, wenn sein Preis unter seinem Wert liegt und verkaufen darüber.

Die Hypothese vom effizienten Markt (efficient market hypothesis – EMH), für die [Eugene Fama mit dem Wirtschaftsnobelpreis ausgezeichnet wurde](#), besagt, dass u.a. wegen der Existenz dieses „Homo oeconomicus“ alle gegenwärtigen Informationen hinsichtlich eines Assets rasch in seinem Preis widerspiegelt werden.

Ich möchte mich hier nicht näher mit dem „Homo oeconomicus“ und der EMH beschäftigen, andererseits aber auch das irrationale Verhalten, auf das Shiller abstellt, nicht überstrapazieren. Klar ist aus meiner Sicht, dass Fama und Shiller zwei extreme, eher selten anzutreffende Marktphasen beschreiben. Shillers Verdienst ist es, den Einfluss von nicht-ökonomischen Faktoren auf das Verhalten von Marktteilnehmern herausgestellt zu haben.

Im folgenden Schaubild findet das, was man noch am ehesten mit einem Agieren des „Homo oeconomicus“, bez. der Existenz der EMH in Verbindung gebracht werden kann, in der Phase des stabilen (linearen/gedämpften) Systemverhaltens statt. Kleine Änderungen am Eingang dieses Systems (Wertverschiebungen) führen zu kleinen Änderungen an dessen Ausgang (Preisänderungen). Im Zeitablauf ergeben sich zyklische Anpassungsbewegungen um den Verlauf des Werts herum.



In der klassischen Theorie ist es ausgeschlossen, dass das Marktgeschehen aus dem Gleichgewicht gerät und zu exponentiell steigenden Preisen und mithin zu einer Blase führt. Bei geltender Hypothese vom effizienten Markt müsste diese Entwicklung von den Akteuren gesehen und frühzeitig korrigiert werden. Trotzdem kommt es immer wieder zu dem Punkt, dass eine stabile in eine chaotische (instabile) Marktphase übergeht, in der kleine Änderungen am Eingang des Marktsystems (Wertänderungen) überproportional große Änderungen an seinem Ausgang (Preisänderungen) hervorrufen – bis sich die Situation in einer „Fahnenstange“ schließlich umkehrt und in einem Crash korrigiert wird.

Die Rückkopplung von Preisänderungen auf das künftige Transaktionsverhalten ist in chaotischen Marktzuständen positiv, das System ist „ungedämpft“. Das technische „ungedämpft“ mag hier als Synonym für „unbesonnen“ stehen – die Anleger sind bereit, Kurssteigerungen aggressiv zu kaufen. Sie sind bereit, „jeden Preis zu zahlen“, berücksichtigen den inneren Wert des Assets nicht mehr.

Eine Blase liegt vor, wenn sich der Preis eines Assets zu weit von dessen Wert entfernt. Da der Wert eines Assets auch von zukünftigen Erwartungen hinsichtlich seines Ertrages abhängt, ist es nicht ganz trivial, festzustellen, wann die Blasenbildung tatsächlich beginnt. Dennoch ist das Unterfangen nicht von vorneherein zum Scheitern verurteilt, wie die Notenbanken auf der Welt seit Dekaden behaupten. Historische Erfahrungen und Trends geben Richtungen und Bezugspunkte vor, signifikante Abweichungen etwa von historischen Mittelwerten des Kurs-Gewinn-Verhältnisses bei Aktien liefern wichtige Hinweise. Wortmeldungen, die solche historische Bezugspunkte in Frage stellen ("dieses Mal ist es anders"), sind ein häufig ein Indiz für Übertreibungsphasen.

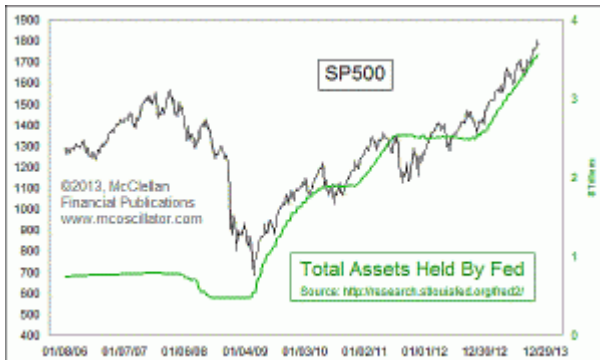
Zudem hilft die Untersuchung, wie sehr die Preisentwicklung einzelner Segmente der Finanzmärkte oder einzelner Assets zueinander korreliert sind. Je stärker und länger sie in dieselbe Richtung laufen, je eher ist von einem Herdentrieb-Verhalten auszugehen. Und je stärker der Herdentrieb ausgeprägt ist, je eher ist davon auszugehen, dass der Markt in eine Blase hineinläuft.

Des weiteren gibt die Gestalt von Kursverläufen Aufschluss. Zeigen sie (in einem größeren Zeitabschnitt) zunehmende Ähnlichkeit zu einem Geraden-förmigen Verlauf, ist das ein zuverlässiger Hinweis auf die Entwicklung einer Preisblase (vgl. das Schaubild!).

Notwendige und hinreichende Bedingungen für Preisblasen

Bei den **notwendigen Bedingungen** ist hauptsächlich an ökonomische Faktoren zu denken. Dabei ist die Liquidität die wichtigste Grundlage für das Entstehen von Preisblasen. Allerdings liegt hier keine Zwangsläufigkeit vor in dem Sinne, dass automatisch Blasen entstehen, wenn die Geldversorgung locker ist. Sie muss dazu „zu locker“ sein, was bedeutet, dass es in nennenswerten Ausmaß Liquidität gibt, die für das normale Geschäft in Real- und Finanzwirtschaft nicht benötigt wird. Diese Überschuss-Liquidität ist die Grundlage für Blasen in solchen Assets, bei denen diejenigen, die über diese Liquidität verfügen, mehr Ertrag erwarten als bei einer „sicheren“ (Spar-)Einlage.

Das [folgende Bild](#) zeigt den Gleichlauf von Fed-Bilanz (als Indiz für Überschuss-Liquidität) und Kurs des S&P 500:



Im Grunde ist es unerheblich, wie die Überschuss-Liquidität zustande kommt. Die jüngeren Preisblasen (siehe "[Blasenkunde \(1\) – Historische Spekulationsblasen](#)") wurden allesamt durch einen Kreditboom angefeuert. Die Verantwortung hierfür tragen letzten Endes die Zentralbanken. Es ist ihre ureigene Funktion, die Geldversorgung einer Volkswirtschaft angemessen zu steuern, damit es nicht zum „Minsky-Moment“ kommt. Und sie haben auch (nach wie vor) alle Werkzeuge dazu.

Minsky hat drei Phasen des Kredits identifiziert: In der ersten Stufe („hedged“) zu Beginn eines Aufschwungs achten Investoren darauf, dass die Einnahmen aus einer Investition die Rückzahlung des mit ihr finanzierten Kredits erlauben. Wenn sich die wirtschaftlichen Verhältnisse weiter stabilisieren, gehen sie zu spekulativeren Varianten über. Zunächst wird noch darauf geachtet, dass die Investition die Zinsen erwirtschaftet, der ursprüngliche Kredit wird durch einen neuen abgelöst („securitised“). Dann schließlich werden sogar Kredite zur Finanzierung der Zinsen aufgenommen („Ponzi“). Das Wirtschaftswachstum wird (auch dadurch) unsteter, die Erwartung, dass die Einnahmen der Investition am Ende ihre Kosten deckt, geht nicht auf. Die spekulative Finanzierungsblase platzt im sogenannten „Minsky-Moment“.

Bei den hinreichenden Bedingungen kommen hauptsächlich psycho-soziale Faktoren in Betracht. Neurologische Untersuchungen machen Verhaltensweisen und Einstellungen an bestimmten Hirnfunktionen fest. Solche Theorien gehen letztendlich zurück auf die Annahme, der Mensch habe im Laufe seiner Evolution bestimmte Verhaltens-Muster erworben, die ihn befähigen, in Gefahrensituationen bei unzureichender Information schnell zu reagieren. Diese (mittlerweile) quasi angeborenen Eigenschaften ("Instinkte") waren früher überlebenswichtig. Sie führen aber in den heutigen, komplexen sozialen Kontexten häufig zu reflexhaften Entscheidungen mit nicht optimalen Ergebnissen, weil sie oft auf dem basieren, was früher einmal funktioniert hat. Das wäre in einer statischen Welt angemessen, in einem sich schnell ändernden Umfeld ist es das jedoch häufig nicht. Daraus leitet sich u.a. die Behauptung ab, dass Angst ein schlechter Ratgeber ist – ebenso übrigens wie ihr anderes Gesicht, die Gier.



Näher am Marktgeschehen zeigt der [Heidelberger Ökonom Jörg Oechssler](#) in Labor-Experimenten, dass ungleich verteilte Informationen (Insiderwissen), aber auch übermäßiges Selbstvertrauen die Blasenbildung fördern. Er zeigt aber z.B. auch, dass Leerverkäufe helfen, Blasenbildung einzudämmen.

Eine [Informationskaskade](#) liegt dann vor, wenn alle Akteure bei rationalem Wahrscheinlichkeitskalkül unabhängig von ihrer privaten Information die gleiche Entscheidung treffen. Informationskaskaden liefern eine mögliche Erklärung für rationales Herdenverhalten von Menschen (Rational Herding).

Keynes hat mit seinem „[Beauty Contest](#)“ schlüssig gezeigt, dass die Preisbildung an den Finanzmärkten zu einem wichtigen Teil durch Herdentrieb zustandekommt. Es kommt nicht so sehr darauf an, was der einzelne Anleger zu einem bestimmten Asset meint, sondern darauf, welche Meinung er der Mehrheit der anderen Marktteilnehmer zuschreibt. Daraus folgt, dass rationales Verhalten im Sinne von Gewinnmaximierung bedingen kann, mit der Herde (und möglicherweise gegen seine eigenen Überzeugungen) zu laufen. Das ist nicht von vorneherein irrational.

Sobald eine Informationskaskade in Gang gekommen ist, lässt sich aus den vorangegangenen gleichgerichteten Entscheidungen der Individuen keine zusätzliche öffentliche Information mehr ableiten. Die Beteiligten entscheiden sich möglicherweise für die falsche Alternative. Dieses Risiko wächst mit Länge und Dauer der Sequenz, es kann ein „Zug der Lemminge“ entstehen, die gemeinsam in den Abgrund stürzen.

In solchen Situationen gewinnt die private Information an Bedeutung, indem man sich auf die Seite stellt und die Lage aus einer anderen Perspektive abseits der Masse neu bewertet. Man muss dann die Gier zügeln und letztlich als „Contrarian“ gegen den Strom schwimmen, um nicht in den Abgrund zu stürzen.

Im **Grenzbereich zwischen ökonomischen und psycho-sozialen Faktoren** liegt die Inflationsillusion. Untersuchungen haben ergeben, dass die Geldwertillusion eine wichtige Rolle in der Einschätzung eines Assets spielt. Buchgewinne können sich als pure Illusion erweisen, wenn man die Entwertung durch Inflation nicht berücksichtigt. Demgegenüber unterstellen klassische Theorien wie auch z.B. der Monetarist Milton Friedman, dass die Wirtschaftssubjekte Inflationseffekte einschätzen und berücksichtigen können, wenn sie Güter kaufen, Löhne erhalten oder zahlen.

Shiller behauptet, die Geldillusion habe zum US-Immobilien-Crash beigetragen: Die Hausbesitzer erinnerten sich eher an den jahrelang zurückliegenden Kaufpreis ihres Hauses als an andere damalige Preise. Mit Blick auf das gestiegene Hauspreisniveau unterlagen sie daher der Illusion, die Immobilienpreise seien besonders stark gestiegen. Dadurch fühlten sie sich reicher als sie sind und erwarteten zukünftig weitere Wertsteigerungen.

Die Inflationsillusion wirkt auch bei Aktien. Nach Arbeiten von Modigliani/Cohn (1979) und [Campbell/Vuolteenaho](#) (2004) missverstehen Anleger in einem inflationären Umfeld nominale, inflationsgetriebene Wachstumsraten von Dividenden und Gewinnen als real und extrapolieren sie. Die Inflationsrate spielt bei der Entwicklung der Anleiherenditen eine wichtige Rolle. Wenn Anleihegläubiger eine bestimmte positive reale Rendite erwarten, werden sie bei steigender Inflationsrate eine steigende nominale Verzinsung verlangen. Für die alternative Aktienanlage bedeutet das, dass damit zunächst auch ihr Ertragsrahmen steigt. Weiter anhaltende Inflation lässt die Anleihe-Rendite weiter steigen, die nominale Expansion von Gewinnen und Dividenden wird weiter gekauft usw. In einem entwickelten Inflationsszenario (mit Zweitrundeneffekten) kommt hinzu, dass den Unternehmen ihre höhere Preismacht hilft, ihre Margen zu steigern. Das untermauert die Anleger-Erwartung. Die Entwicklung führt schließlich zu Übertreibungen und enttäuschten Erwartungen an die Entwicklung der Aktienerträge.



Zusammenfassung und Anmerkungen:

Preisblasen basieren auf Überschuss-Liquidität. Ihr Entstehen wird durch psycho-soziale Faktoren begünstigt, aber nicht verursacht.

Eine Preisblase entwickelt sich mit dem Übergang des Systems des Preismechanismus vom stabilen in den chaotischen Zustand. Der stabile Systemzustand ist durch zyklische Anpassungsbewegungen des Preises an den Wert, der chaotische Systemzustand eher durch lineare Preisentwicklung losgelöst vom Verlauf des Wertes gekennzeichnet.

Wenn man der EMH von Fama praktische Bedeutung beimisst, so ist sie eher in den Anfängen des stabilen Zustands angesiedelt, Shillers irrationale Übertreibung ist eher nahe des Gipfels einer linearen Preisbewegung, also in einer weit entwickelten chaotischen Phase, anzutreffen.

Zweimal Angst, die eine wichtige Rolle spielt: Die Angst vor Verlusten und die Angst, zu wenig zu gewinnen (Gier).

[Minskys Theorie](#) steht im Widerspruch zur klassischen Auffassung, wonach die Märkte unter den Bedingungen „vollständiger Wettbewerb“ und „vollständige Information“ „von selbst“ zu einem Gleichgewicht zurückfinden. Sie zeigt, dass die Finanzierungsprozesse im (entwickelten Finanz-)Kapitalismus selbst destabilisierend wirken, die Instabilität also inhärent ist.

[Summers](#) ist kürzlich auf die „glorreiche“ Idee verfallen, aus dem Bug ein Feature zu machen, indem er Blasen zu Konjunkturprogrammen umdeutet.