

Das Blasen-Dilemma

Wer die Gefahren spekulativer Übertreibungen vermeiden will, sollte darauf hinwirken, dass an den Anlagemärkten bessere Regeln eingeführt werden – und Leerverkäufe erleichtern statt erschweren. **JOACHIM VOTH**

Die Aktienkurse steigen steil, Gewinne und Dividenden hinken hinterher. Die Wirtschaft entwickelt sich positiv, aber es gibt keinen massiven Boom und keine Explosion der Produktivität. Alarmiert von den immer neuen Höchstständen an den Börsen macht sich die Zentralbank mehr und mehr Sorgen um die Entstehung einer Spekulationsblase und die drohenden Gefahren für die Stabilität des Finanzsystems – schliesslich ist man erst wenige Jahre zuvor knapp einer enormen Finanzkrise entkommen.

Eine Beschreibung des Dilemmas vieler Notenbanken im Jahr 2014? Nein. Im Mai 1927 entschied die Deutsche Reichsbank unter ihrem Präsidenten Hjalmar Schacht, der Spekulation an den Aktienmärkten einen Riegel vorzuschieben, nachdem sich zuvor innerhalb von achtzehn Monaten die Kurse mehr als verdoppelt hatten. Alle Grossbanken mussten sich auf Geheiss der Reichsbank verpflichten, die Vergabe von Wertpapierkrediten zurückzufahren. Die Intervention «funktionierte» – an der Berliner Börse brachen die Kurse nach Bekanntwerden der Intervention auf breiter Front ein und erholten sich bis zum Ende der Weltwirtschaftskrise nicht mehr.

Ähnlich wie 1927 in Deutschland geht heute wieder die Angst vor neuen Spekulationsblasen an den Märkten für Finanzanlagen und Immobilien um – und der Ruf nach Eingriffen der Zentralbanken wird lauter. In Deutschland schlug jüngst die Bundesbank Alarm wegen angeblicher Übertreibungen bei den Hauspreisen. In den USA liess Fed-Chefin Janet Yellen wissen, dass sie Tendenzen zu «Übertreibungen» bei einzelnen Anlageklassen wie beispielsweise den Hochzinsanleihen sehe. In der Schweiz werden immer neue Restriktionen für die Kreditvergabe an Immobilienkäufer umgesetzt.

Kernproblem Blasenerkennung

Spekulationsblasen sorgen in der Tat für enorme wirtschaftliche Verwerfungen. In der Expansionsphase wird Kapital in Sektoren gelenkt, in denen es auf längere Sicht nur minimale Rendite abwirft; den Talenten, die in der falschen Industrie anfangen, geht es kaum besser. Platzt eine Blase, sinken Konsum und Vertrauen; im schlimmsten Fall ist die Stabilität des Finanzsystems bedroht, und die kostspielige Rettung von Banken wird notwendig.

Der Versuch, die Übertreibungen nach oben und unten zu vermeiden, sieht auf den ersten Blick nach vorausschauender und kluger Politik aus. Doch die Fein-

steuerung der Anlagemärkte birgt langfristig enorme Gefahren für die Geldpolitik der Zentralbanken und die Stabilität des Finanzsystems. Das Hauptproblem ist das Identifizieren von Übertreibungen an den Anlagemärkten. Die Intervention der Reichsbank 1927 sorgte bald dafür, dass die Emission neuer Aktien versiegt; ohne frisches Eigenkapital waren viele Firmen (von der Hyperinflation gebeutelt) deutlich unterkapitalisiert. Die Grossbanken mit umfangreichen Aktienportfolios sahen wegen fallender Kurse ihr Eigenkapital dahinschmelzen und wurden zögerlicher in der Kreditvergabe. Die wirtschaftlichen Folgen liessen nicht lange auf sich warten. Der Höhepunkt des Konjunkturzyklus kam viel früher als in den USA, bereits 1927. Getrieben durch fallende Investitionen ging die Wirtschaftsleistung zurück.

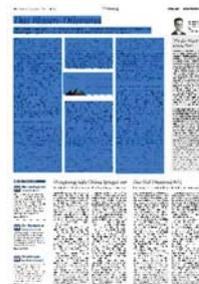
Die Reichsbank griff eine Spekulationsblase an, die keine war – die Kursexplosion nach 1923, nach dem Ende der Hyperinflation, stellte lediglich eine Normalisierung der Bewertungen dar. Was heute leicht aus den langen Reihen der Kursnotierungen berechnet werden kann, war eine Überforderung der damaligen Ökonomen bei der Reichsbank. Die Aktion der Reichsbank ist



«Eine Feinsteuerung der Anlagemärkte durch Zentralbanken ist unmöglich.»

Teil der Geschichte fehlgeleiteter Interventionen von Notenbanken – auch das Federal Reserve 1929 und die Bank of Japan 1989 trugen mit ihren Aktionen nicht zur Stabilität an den Finanzmärkten bei. Auch wenn heutige Zentralbanken mit besseren Daten und Methoden arbeiten, bleibt das Grundproblem, dass Spekulationsblasen nicht objektiv messbar und identifizierbar sind. Bis heute tobt in der Wissenschaft die Diskussion, ob der US-Aktienmarkt 1929 und im Jahr 2001 überbewertet war – mit guten Argumenten auf beiden Seiten.

Im Kern ist mit «Blase» immer eine Abweichung des Marktpreises vom Fundamentalwert gemeint – und Letzterer ist nicht empirisch beobachtbar, sondern stets abhängig von einem Modell, das auf Schätzungen von zukünftigen Gewinnen, Zinsen und Risikoauflägen



Finanz und Wirtschaft
8021 Zürich
044/ 248 58 00
www.fuw.ch

Medienart: Print
Medientyp: Publikumszeitschriften
Auflage: 27'017
Erscheinungsweise: 2x wöchentlich

Themen-Nr.: 377.012
Abo-Nr.: 1070143
Seite: 3
Fläche: 49'530 mm²

basiert. Insofern lässt sich nie sagen, ob die Differenz durch Fehlverhalten an den Anlagemärkten oder durch ein ungenügendes Modell zu erklären ist. Die theoretischen Schwierigkeiten, klar zu definieren, wann ein Markt überbewertet ist, sowie die folgenschweren Fehlinterventionen von Notenbanken in der Vergangenheit legen es nahe, dass eine Feinsteuerung der Anlagemärkte durch Zentralbanken unmöglich ist.

Derzeit bewegt sich die Geldpolitik in die umgekehrte Richtung. Die jüngste Finanzkrise hat zu einer enormen Ausweitung des Interventionsinstrumentariums der Zentralbanken geführt. Erstens sind dank unkonventioneller Massnahmen wie Quantitative Easing die Bewertungen der Anlagemärkte direkt zur Zielvariablen für die Zentralbanken geworden. Zweitens haben Notenbanken mit sogenannten makroprudenziellen Massnahmen wie kontrazyklischen Kapitalpuffern und Kreditvergaberegeln ihren Einfluss auf das Geschehen an den Finanzmärkten stark erweitert. Damit ist der Grundstein für eine fundamentale Neudefinition des Auftrags von Notenbanken gelegt. Im 19. Jahrhundert eingeführt, weil nach allgemeiner Ansicht der Preis für kurzfristige Kredite nicht dem Markt überlassen werden durfte, sind Zentralbanken mittlerweile tief in die Steuerung der Kosten langfristiger Risiken – der Renditen von Aktien, Junk Bonds und Immobilien – verstrickt.

Klar ist, dass durch Spekulation und Überbewertungen massive negative Folgen drohen, wie die Ereignisse seit 2007 gezeigt haben. Gleichzeitig ist eine Zentralplanung von Marktpreisen und -risiken weder wünschenswert noch realistisch. Zentralbanken sind, wie die Geschichte zeigt, dieser Herkulesaufgabe kaum gewachsen. Was sollte stattdessen getan werden?

Gleiche Chancen für Long und Short

Der legendäre Hedge-Fund-Manager George Soros, der mit seinen Leerverkäufen das britische Pfund 1992 aus dem Europäischen Währungssystem EWS hinausdrängte, gab vor kurzem einen bemerkenswerten Anlagetipp: Wenn er eine Spekulationsblase sehe, dann kaufe er kräftig nach. Die Preisüberhebung wird so noch schlimmer, doch im Regelfall lohnt es sich. So praktiziert von Soros während der Nasdaq-Blase (2000) und im Goldboom (2010/11). Einige Hedge-Fund-Kollegen Soros', die stattdessen auf fallende Kurse im Nasdaq (2000) spekuliert hatten, gingen pleite, bevor die Notierungen sanken.

Soros' Rat zeigt, warum es zu enormen Preisüberhebungen kommt: weil kluge Investoren, die eine Blase identifizieren, besser nicht dagegen wetten. Woran das liegt, hängt vor allem mit der mangelnden «Waffengleichheit» zwischen Long- und Short-Investoren zusammen. Eine Aktie kaufen ist leicht, leer verkaufen ist

schwer und wird durch das Verbot nackter Leerverkäufe noch schwerer. Hinzu kommt, dass in Krisenzeiten Leerverkäufe häufig ganz verboten werden. An den Märkten für Immobilien sind Leerverkäufe so gut wie unmöglich.

Wer ernsthaft die Gefahren spekulativer Übertreibungen vermeiden will, sollte darauf hinwirken, dass bessere Regeln an den Anlagemärkten die Soros-Formel aushebeln und stattdessen Blasen effektiv angegriffen werden können, auch und gerade durch effektive Leerverkäufe. Mit anderen Worten: Statt auf makroprudenzielle Eingriffe und Feinsteuerung des Aktienzyklus durch die Zentralbanken zu setzen, sollte für Chancengleichheit an den Märkten durch faire Regeln für Long- und Short-Investoren gesorgt werden. So liessen sich die meisten Fehlentwicklungen bereits frühzeitig stoppen.

.....
Joachim Voth ist Professor an der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Universität Zürich.