

Bubbles and Crashes: Teil der neuen Normalität, aber nicht zwingend Vorboten einer Finanzkrise

Nachdem die Märkte für Risky Assets in den letzten Monaten immer wieder scharfe Korrekturen und Bärenmärkte gesehen haben, bei vorangegangenen Bewertungs-extremen wie am chinesischen Aktienmarkt sogar auch regelrechte Crashes erlebten, stellen sich Finanzmarktteilnehmer die Frage, was deren Auslöser war und wie groß die Gefahr für weitere Abstürze oder gar eine neue Finanzkrise sein könnte.

Finanzblasen: positive Rückkopplungseffekte

Crashes setzen vorangegangene Finanzblasen voraus, und meist sind diese nicht von „Irrational Exuberance“ geprägt, sondern werden in ihrer Entwicklung durchaus skeptisch begleitet, wie auch die Aufwärtsbewegung seit März 2009, nämlich als Produkt der exorbitanten Liquiditätsflut der Notenbanken. Zunächst stellt sich also die Frage: Warum wachsen Finanzblasen prozyklisch weiter, obwohl viele Marktteilnehmer sie schon als solche betrachten?

Als Grundursache ist eine Eigenschaft der heutigen Finanzmärkte zu sehen, die George Soros schon in den achtziger Jahren in seiner „Theory of Reflexivity“ formulierte: Höhere Preise können bei finanziellen Vermögenstiteln – auch bei verbreiteter Skepsis der Marktteilnehmer – zu höherer Nachfrage führen. Die höhere Nachfrage bei höheren Preisen erklärt sich größtenteils aus der Tatsache, dass die Marktwerte von finanziellen Vermögenstiteln die Höhe der Assetseite der Bilanzen und der Transaktionsgewinne der Finanzmarktteilnehmer inklusive zum Beispiel privater Immobilienkäufer definieren und damit deren Leverage- und Risikotragfähigkeit. Es handelt sich um einen positiven Rückkopplungseffekt, steigende Preise führen zu höherer Risiko- und Verschuldungstragfähigkeit und diese wiederum zu

höhere Nachfrage nach riskanten Vermögenstiteln.

Umgekehrt schwinden bei sinkenden Kursen bilanzielle Reserven und Handelsgewinne und die Fähigkeit, riskante Vermögenstitel zu halten. Am schnellsten wirkt dieser Effekt bei der Zwangsliquidierung gehebelter Long-Positionen, wie etwa der Aktienkäufer auf Margin am chinesischen Aktienmarkt. In Wertpapiermärkten produzieren die immer stärker verbreiteten trendfolgenden automatisierten Anlage- und Hedging-Strategien weitere Verkäufe, wenn Kurse unter ein gewisses Niveau ge-

fallen sind und erhöhen damit die Wahrscheinlichkeit eines weiteren Abwärtstrends.

Prozyklischer Mechanismus durch Fusionen und Übernahmen

Ein anderer prozyklischer Mechanismus der Aktienmärkte ergibt sich aus Fusionen und Übernahmen, die jüngst wieder ein Niveau wie zuletzt 2007 erreicht haben: Höhere Aktienmarktbewertungen erhöhen die Attraktivität von Unternehmensübernahmen, da mit ihnen sowohl der Wert der eigenen Aktie als Übernahmewährung steigt, aber auch die der Aktien von Konkurrenten und damit die Gefahr, selbst Ziel eines Übernahmeversuchs zu werden. Außerdem verbessern sich die Möglichkeiten der Kreditfinanzierung einer Übernahme. Dieses Beispiel zeigt, dass steigende Assetpreise nicht nur die Möglichkeit, sondern für manche Finanzmarktteilnehmer geradezu einen Zwang zu höherer Risikonahme und somit prozyklischem Verhalten darstellen.

Weitere Beispiele für solche „Forced Buyers“ sind die Value-Investoren der neunziger Jahre, die durch die Tech-Bubble gezwungen wurden, ihre relativen Untergewichtungen in überbewerteten Technologie-Aktien abzubauen. Mit Blick auf die Lebensversicherer mit lang laufenden Zinsverpflichtungen lässt sich fragen, ob mit dem weit unter den Garantiezins gedrückten Zinsniveau die Wiederanlage nicht in immer höhere Bonitäts- oder Illiquiditätsrisiken gezwungen wird.

Eine ganz neue Qualität des „Forced Buying“ von riskanten Vermögenswerten haben natürlich die negativen Zinsen für Staatsanleihen hervorgebracht: Alle Investoren, die nur das Minimalziel des Kapitalerhalts verfolgen, sind gezwungen,

Florian Stärk, MEAG, Vermögensmanager Munich Re und ERGO, München

Im heutigen Finanzsystem registriert der Autor eine Reihe von prozyklischen Mechanismen, die die Bildung von Finanzblasen geradezu erzwingen. Als erstes Beispiel verweist er auf den schon in den achtziger Jahren beschriebenen positiven Rückkopplungseffekt aus steigenden Preisen für Vermögenswerte, die ihrerseits zu einer höheren Risiko- und Verschuldungstragfähigkeit führen und damit eine höhere Nachfrage nach riskanten Vermögenstiteln auslösen. Einen weiteren prozyklischen Mechanismus der Aktienmärkte sieht er durch Fusionen und Übernahmen ausgelöst. Und eine ganz neue Qualität des forcierten Kaufs riskanter Vermögenswerte schreibt er den negativen Zinsen für Staatsanleihen zu. Befeuert werden all diese begünstigenden Faktoren für eine Blasenbildung durch eine überreichliche Liquiditätsversorgung, mit der viele Notenbanken eine seit Jahren anhaltende Wachstumsschwäche beheben wollen. Blasenbildung und Crasheszenarien bilden für den Autor längst nicht mehr den Ausnahmezustand, sondern sind inhärenter Bestandteil der globalen Finanzmärkte. (Red.)

riskante Anlagen zu erwerben, und zwar mit zunehmend höheren Risiken, da selbst kurz laufende Unternehmensanleihen schon mit negativen Renditen notierten. Umgekehrt führt die zusätzliche Nachfrage aufgrund der Geldschwemme der Notenbanken bei Staatsanleihen zu gigantischen Blasen. Dies gilt insbesondere für Euro-Staatsanleihen, die das wesentliche Merkmal der „Risikofreiheit“, nämlich die Möglichkeit des Souveräns, notfalls genügend Geld zur Bedienung seiner Staatsschuld drucken zu lassen, gar nicht besitzen, weil der wahre Herrscher über den Euro, nämlich die Europäische Zentralbank, eben nicht notwendigerweise dieselben Ziele hat wie der jeweilige Mitgliedsstaat – wie das Griechenland feststellen musste.

Es gibt im heutigen Finanzsystem also nach wie vor eine ganze Reihe solcher prozyklischen Mechanismen, die Bildung von Finanzblasen nicht nur weiter ermöglichen, sondern bei reichlicher Liquiditätsversorgung geradezu erzwingen. Dies ist auch den Regulatoren nicht verborgen geblieben, die durch verschiedene Maßnahmen einige dieser Verstärkermechanismen zu durchbrechen versuchen, beispielsweise die Ansteckung von Banken über Derivate-Exposure durch weitgehende Kollateralisierung beziehungsweise „Central Counterparties“ (CCPs).

Rolle der Notenbanken

Andererseits ist die überreichliche Liquiditätsversorgung als Hauptursache von Blasenbildungen selbst auf das massive Eingreifen der Notenbanken zurückzuführen, die ihren nach der Finanzkrise wieder entdeckten Auftrag, für Finanzmarktstabilität zu sorgen, bisher meist dahingehend interpretiert haben, dass sie mindestens für den Erhalt, besser aber noch für das stetige Anwachsen der Assetpreise und die damit einhergehende Verbesserung der Bankbilanzen sorgen sollten. Ferner sollen überschuldete Staaten und andere systemisch wichtige Großschuldner durch Minimierung der laufenden Zinslast solvent gehalten werden.

Entsprechend vorsichtig sondieren Notenbanken die Reaktionen der Märkte bei der möglichen Reduktion ihrer Stützungsmaßnahmen, wie die endlosen Diskussionen um das „QE-Tapering“ und „Liftoff“ der US-Notenbank Fed zeigten. Die erwähnte Einführung von Negativzinsen durch einige

Notenbanken muss in diesem Sinne als vorletztes Mittel zur Inflationierung der Assetmärkte durch Herbeiführung von erzwungener Assetnachfrage gedeutet werden – und natürlich als Waffe im Abwertungswettlauf. Mit klassischen realwirtschaftlichen Argumenten lassen sich negative Zinsen jedenfalls nicht begründen; realwirtschaftlich sind sie zur Erzeugung von Kreditnachfrage oder Konsumentenpreis-inflation vielfach belegt unwirksam. Ihre weitergehende Nutzung als Stützungsmaßnahme der Notenbanken benötigt allerdings die Abschaffung des Bargelds, um den Banken zu erlauben, diese ohne Bank-Run an Einlagenbesitzer weiterzugeben: kein Zufall also, dass diese Idee und die von virtuellem Blockchain-Geld derzeit auch im Zentralbankumfeld so intensiv diskutiert werden.

Minsky als Vordenker

Wie aber können Blasen trotzdem platzen? Wann bricht die positive Prozyklik zusammen? Zunächst natürlich einfach dadurch, dass sich der marginale Überhang der Assetnachfrage in sein Gegenteil verkehrt. Ein dafür grundlegender Mechanismus wurde auch bereits um 1980 dargelegt, und zwar durch Hyman Minsky in seiner „Financial Instability Hypothesis“: Der zunehmende Einsatz von Leverage in einer Blase lässt schließlich auch sogenannte „Ponzi Borrower“ auf den Plan treten, das heißt Schuldner, die den Zinsdienst für ihre Kreditaufnahme nicht aus laufenden Cashflows bedienen können, sondern auf einen höheren Wiederverkaufspreis hoffen müssen und schon bei länger stagnierenden

Kursen wieder verkaufen müssen: der sogenannte „Minsky Moment“.

Minskys Theorie zeigt deutlich die entscheidende Rolle von Kreditaufnahme und niedrigem Zinsniveau für die Bildung von Spekulationsblasen. Ohne die dadurch finanzierte Nachfrageausweitung fehlten einer Blase bald die marginalen Käufer und ohne die dadurch entstehende Überschuldung mancher Teilnehmer würde sie nicht platzen.

In ihrem Artikel „Leveraged Bubbles“ wurde von Jorda/Schularik/Taylor auch anhand eines großen historischen Datensatzes gezeigt, dass es die Kreditfinanzierung ist, die eine Blase für die gesamte Volkswirtschaft bedrohlich macht: Dadurch werden bei ihrem Platzen nicht nur Buchgewinne und Wohlstandsillusion vernichtet, sondern auch Kreditaktiva auf der Bilanz der Gläubiger (meist Banken) und somit durch Ansteckung der Aktiva durch Passiva (Contagion) potenziell eine Finanzkrise und eine hartnäckige „Balance Sheet Recession“ ausgelöst.

In der stetig wachsenden Kreditfinanzierung beziehungsweise den gesamtwirtschaftlichen Verschuldungsniveaus liegt auch die Grundursache für die zunehmende Häufigkeit von Blasen in den vergangenen Jahrzehnten. Diese wiederum ist Ergebnis der großen Versuchung des seit 1972 angewendeten ungedeckten „Fiat Money“-Geldsystems für Notenbanken und Regierungen, durch billiges Geld und dadurch mögliche erhöhte Verschuldung von Haushalten, Unternehmen und Staaten, Nachfrage- und

Finanzplatz Deutschland und die internationalen Kapitalmärkte

Kapitalmarkt in Theorie und Praxis

Herausgegeben von Fritz H. Rau und Peter Merk
2010. 476 Seiten, gebunden, 85,00 Euro.
ISBN 978-3-8314-0838-2.

Fritz Knapp Verlag | 60553 Frankfurt/Main

Postfach 70 03 62 | Tel. (069) 97 08 33-21 | Fax (069) 707 84 00
E-Mail: vertrieb@kreditwesen.de | www.kreditwesen.de



Wachstumsschwäche ihrer Volkswirtschaften – etwa als Globalisierungsverlierer – zumindest temporär zu übertünchen.

Beispiel Immobilienblasen

Der Mechanismus des Platzens sei noch am Beispiel der recht häufigen und besonders schädlichen Immobilienblasen erläutert: fallende oder auch nur seitwärts bewegende Häuserpreise bringen insbesondere für spekulative Käufer mit hohen Verschuldungsgraden und niedrigen Cashflows Refinanzierungsprobleme und/oder Default-Anreize (wie im Falle von Non-Recourse-Loans in der US-Subprime-Krise) mit sich, oft auch erzwungene Ausfälle durch die makroökonomischen Folgen (höhere Arbeitslosigkeit durch geringere Bautätigkeit) sinkender Immobilienpreise. Diese Ausfälle führen dann zu Zwangsverstärkungen und verstärken die Abwärtsbewegung bei den Immobilienpreisen. Manchmal reicht es aber auch für das Platzen einer Blase, dass schlicht die marginalen Käufer ausbleiben, weil gerade die letzten möglichen „Forced Buyer“ in den Markt gezwungen wurden: Die Tech-/Dot-com-Blase etwa platzte im März 2000, just nachdem die hartnäckigsten Tech-Skeptiker und Value-Investoren wie der berühmte Tiger Fund gezwungen worden waren, ihre Short-Positionen nach jahrelangen Verlusten zu schließen.

Wie groß ist die Gefahr für kreditinduzierte Ansteckung und entsprechend verheerende ökonomische Folgen inklusive Finanzkrise derzeit? Überschuldete Ponzi-Borrower sind in Zeiten immer noch historisch sehr niedriger Renditen eher selten und neben den einschlägigen Staaten mit problematisch hohen Schuldenständen und chinesischen Aktienkäufern am ehesten unter chinesischen Immobilien- und Stahlunternehmen oder hochverschuldeten Energieunternehmen auszumachen. Der weitere weltweite Schuldenzuwachs fand seit der Finanzkrise weitgehend in den Emerging Markets statt, die von einem deutlich niedrigeren Verschuldungsstand starteten, im Falle Chinas diesen aber sehr schnell erhöhten. Entsprechend noch niedrig, wenn auch rasch steigend, sind die Defaultquoten.

Ob die aus den Ponzi-Borrowern entstehenden Defaults in diesem Zinsumfeld und angesichts der mit allen Mitteln in den Markt eingreifenden chinesischen und

europäischen Notenbanken ausreichen, um genügend Verluste auf der Assetseite weiterer Finanzmarktakteure oder realwirtschaftlichen Schaden zum Beispiel in China zu produzieren, um mittels Ansteckungseffekten eine Abwärtsspirale in Kursen von allen „Risky Assets“ auszulösen, ist fraglich. Der klassische „Vicious Cycle“ in Emerging Markets (fallende Assetpreise produzieren Kapitalflucht, diese fallende Währung, diese steigende Zinsen, diese wiederum ...) setzt relativ offene Kapitalmärkte und Fremdwährungsverschuldung voraus; das ist in China nicht gegeben, dafür aber eine massive Kapitalflucht von vermögenden Inländern. Somit ist eher eine realwirtschaftliche als eine finanzwirtschaftliche Ansteckung anderer Länder zu befürchten.

Risiko starker oder gar fataler Nebenwirkungen

Ferner sollten die weiterhin extrem niedrigen beziehungsweise negativen Zinsen weiterhin für viele „Forced Buyers“ von „Risky Assets“ sorgen. Je später und damit höher diese aber in den Markt eingestiegen sind, desto leichter können sie aber auch durch einen anderweitig ausgelösten Kurseinbruch und den Zwang, Verluste zu begrenzen, zu „Forced Sellern“ werden. Und: Die durch regulatorische Eingriffe stark reduzierten Handelsbücher der Banken, wie die etwa durch Algo-Trading veränderte Marktstruktur im Aktienhandel, haben möglicherweise die Fähigkeit der Finanzmärkte herabgesetzt, initiale Schocks zu absorbieren; diverse Flash Crashes (sehr kurzlebige Kurseinbrüche) in eigentlich hochliquiden Märkten nähren diese Befürchtungen.

Während sich die Notenbanken weiterhin bemühen, die Folgen der Finanzkrise zu überwinden und es nicht zu einer neuen kommen zu lassen, wagen sie sich beim Versuch, neue marginale Impulse bei einem nach klassischen Maßstäben bereits ausgereizten geldpolitischen Arsenal zu schaffen, immer tiefer in bislang unbetretene Regionen vor, wo ihnen volkswirtschaftliche Schulmeinungen nur wenig Unterstützung anbieten können: So können diese zur Wirkung des Anwachsens und Schrumpfens von Notenbankbilanzen wenig beitragen, da diese in ihren Modellen meist nicht vorkommen. Das Vorgehen der Notenbanken entspricht also dem ungetesteten Einsatz neuentwickelter Pharmaka

ohne deren Wirkungsmechanismus richtig zu verstehen: Das Risiko unerwünschter, starker oder gar fataler Nebenwirkungen ist hoch. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich BIZ als Dachorganisation der Notenbanken warnt in ihren Finanzstabilitätsberichten regelmäßig davor.

Natürlich gibt es in der Volkswirtschaft inzwischen eine Vielzahl von Versuchen, all diese Zusammenhänge und damit die Ursachen von Bubbles and Crashes auch theoretisch zu verstehen. Neben den Arbeiten von Schularick sind hier etwa die Arbeiten des Niederländers Dirk Bezemer zu nennen, der feststellt, dass in den letzten Jahrzehnten nur die Kreditvergabe an die Finanzwirtschaft inklusive der Immobilienkäufer relativ zur gesamten Volkswirtschaft gestiegen ist und diese für Zusatznachfrage und Höherbewertung von Assets verantwortlich ist. Die von den Notenbanken viel beschworene Kreditvergabe an die Realwirtschaft ist hingegen in ihrem Anteil zum Bruttosozialprodukt mehr oder weniger seit mindestens 70 Jahren konstant, da sie auch ein entsprechendes Wachstum desselben erzeugt; dies zeigt sehr eindrücklich die Bedeutung von Kredit- und Verschuldungsausweitung für die wachsenden Bewertungen von Vermögenswerten.

Die Vollgeld-Initiative in der Schweiz oder eine Reihe von anderen alternativen Ansätzen zur Neugestaltung des Geldwesens zeugen von hohem Veränderungswillen und Besorgnis selbst außerhalb akademischer Kreise oder auch von ehemaligen Bankern und Aufsehern wie Adair Turner. Ob allerdings die Erkenntnisse aus all diesen Bemühungen rechtzeitig Auswege aufzeigen können, wie man den ungebrochenen Trend zu immer größerer Abhängigkeit von Notenbankeingriffen und weiter steigender weltweiter Gesamtverschuldung eindämmen oder gar umkehren kann, ist mehr als fraglich und trägt zur hohen Verunsicherung der Finanzmarktteilnehmer bei.

Eines aber ist sicher: Bubbles and Crashes sind leider nicht – wie von der klassischen Volkswirtschaft behauptet – der irrationale Ausnahmezustand, sondern inhärenter Bestandteil der Finanzmärkte, zumindest nach deren massiver Ausweitung durch erhöhte Verschuldung seit den achtziger Jahren. Marktteilnehmer sind gut beraten, sich dafür zu wappnen. ■■■■■