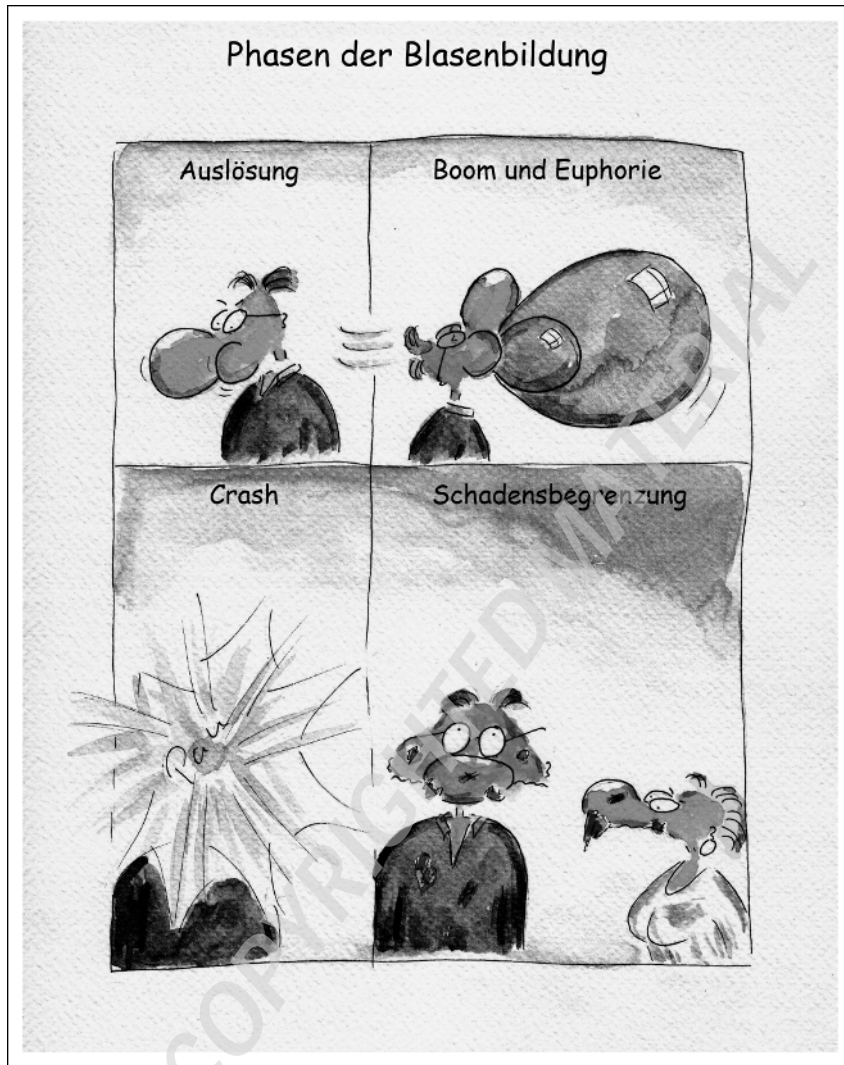


Spekulanten und Spekulationsblasen



Das Cartoon zeigt die Phasen einer Kaugummibläse. Es beginnt mit der Auslösung. Der Kaugummi wird gekaut und so die Blasenbildung vorbereitet. Anschließend folgt die Phase des Booms und der Euphorie. Luft wird in die Gummimasse geblasen. Zunächst ist die Blase noch klein und relativ stabil. Mit zunehmender Luftmenge wird sie größer, ihre Außenhaut dünner und ihre Volatilität höher. Dann kommt der Crash. Die Blase platzt. Dummerweise können hierbei auch noch bislang unbeteiligte Personen in Mitleidenschaft gezogen werden. Dann gilt es, den entstandenen Schaden zu begrenzen. Ersetzt man Kaugummi durch Aktien und Luft durch Geld, so erhält man eine Börsenblase und Varianten dieser Börsenblasen wollen wir uns im Folgenden anschauen.

Spekulanten und Spekulation

Spekuliert wurde schon immer. Von jeher wollten Menschen mit wenig Anstrengung allein durch Spekulation reich werden. Dabei ging es ihnen oft nicht nur um den Reichtum als Ergebnis, sondern auch um die monetäre Bestätigung dafür, dass sie den anderen überlegen sind, dass sie mit ihrem Geist die Zukunft besser erfassen können, als ihre Mitspieler.

Spekulation wird häufig verteufelt und Spekulanten werden als gierig und volkswirtschaftlich schädlich dargestellt. Gierig mag stimmen, aber volkswirtschaftlich schädlich sind Spekulationen und Spekulanten a priori nicht. Ein Spekulant, der den Kauf (Verkauf) eines Gutes in der Absicht durchführt, das gleiche Gut kurz darauf wieder mit Gewinn zu verkaufen (kaufen), kann durchaus wohlfahrtssteigernd und preisstabilisierend auf den Markt wirken. Sind beispielsweise wenige Spekulanten im Markt tätig und schätzen diese die zukünftige Preisentwicklung auch noch annähernd richtig ein, so wirkt ihr Handeln für gewöhnlich preisstabilisierend. Bei steigender Preiserwartung werden die Spekulanten das entsprechende Gut erwerben, um es zukünftig zu höherem Preis zu verkaufen. Hierdurch steigt der gegenwärtige Preis aufgrund der jetzt höheren Nachfrage, und es sinkt der zukünftige Preis aufgrund des dann steigenden Angebots. In der Summe nehmen die Preisschwankungen ab. In diesem Falle gewinnen alle Marktteilnehmer, die nicht spekulierenden Anbieter und Nachfrager des Gutes, aber auch die Spekulanten, die sowohl als Nachfrager als auch als Anbieter auftreten.¹⁾ Sind die Spekulanten hingegen nicht so gut informiert und schätzen sie die Preisentwicklung falsch ein, so wirkt die Spekulation destabilisierend, d.h. die Spekulation erhöht die Varianz (Schwankungsbreite) des Marktpreises. Auch in diesem Falle können die nichtspekulierenden Marktteilnehmer von der Spekulation profitieren. Diesmal aber auf Kosten der Spekulanten, die jetzt Verluste einfahren. Milton Friedman, Wirtschaftsnobelpreisträger von 1976, vertrat daher die Meinung, dass in diesem Falle die Verluste dazu

1) Nimmt man als Wohlfahrtsmaß die Marshall'schen Renten, so verlieren in der ersten Phase der Spekulation, also beim Kauf des Gutes durch die Spekulanten, die Konsumenten und es gewinnen die Produzenten, wobei der Gewinn der Produzenten größer ausfällt als der Verlust der Konsumenten. In der zweiten Phase, also beim Wiederverkauf des Gutes durch die Spekulanten, ist es umgekehrt. Jetzt gewinnen die Konsumenten, während die

Produzenten verlieren, wobei jetzt die Konsumenten mehr gewinnen als die Produzenten verlieren. In der Summe gewinnen also beide. Auch der Spekulant gewinnt, sofern sein Verkaufspreis über dem Einkaufspreis lag. Vgl. hierzu im Einzelnen: Aschinger, G., *Währungs- und Finanzkrisen, Entstehung, Analyse und Beurteilung aktueller Krisen*, Verlag Vahlen, München 2001, S. 3–7.

führen werden, dass diese Spekulanten aus dem Markt ausscheiden, so dass letzten Endes nur noch marktstabilisierende Spekulanten übrig bleiben und somit keinerlei staatliche Regulierung erforderlich ist. Findet hingegen keine Selbstselektion der Spekulanten statt, weil beispielsweise immer wieder neue unerfahrene Spekulanten in den Markt eintreten, kann es insbesondere dann zu Problemen kommen, wenn die Spekulanten ihre eingefahrenen Verluste nicht mehr selbst tragen können und so andere Gruppen wie zum Beispiel kreditgebende Banken in Mitleidenschaft ziehen – also dann, wenn Spekulanten mit hohem Fremdkapitalanteil operieren und der Spekulationsverlust dazu führt, dass sie ihr Fremdkapital nicht mehr zurückzahlen können. In diesem Falle verlieren die kreditgebenden Banken Eigenkapital, was wiederum ihr Kreditvergabevolumen reduziert. Geschieht so etwas auf breiter Front, so kann die gesamtwirtschaftliche Kreditvergabe zurückgehen und eine Rezession auslösen. Durch destabilisierende Spekulation entstandene Krisen können demzufolge einzelwirtschaftliche, volkswirtschaftliche oder gar weltwirtschaftliche Ausmaße annehmen. Zu ihrer Vermeidung sind daher regulierende Eingriffe des Staates angebracht. Wie solche Regulierungen aussehen können, gilt es am Ende dieses Buches zu diskutieren, nachdem zuvor die großen Spekulationsblasen der Geschichte vorgestellt wurden. Zunächst soll jedoch ein Blick auf die Entstehung und den Phasenverlauf von Spekulationsblasen geworfen werden.

Spekulationsblasen

Die Bezeichnung »Blase« im Zusammenhang mit Aktienkursen geht mindestens auf das Jahr 1720 zurück. Hier bildeten sich in England im Schatten der Südseegesellschaft (vgl. der entsprechende Abschnitt) zahlreiche sehr skurrile Aktiengesellschaften, die oft schon binnen weniger Wochen wieder vom Markt verschwanden. Das Volk nannte sie »bubbles«. Denn sie bildeten sich genauso einfach wie Seifenblasen und waren genauso schnell auch wieder verschwunden. So wie einströmende Luft eine Seifenblase aufbläht, so bewirkt einströmendes Kapital in einen Markt das Aufblähen der Preise. Genauso wie eine Seifenblase mit zunehmender Luftfülle immer stärker hin und her tanzt, genauso beginnen die Preise mit zunehmender Höhe immer stärker zu schwanken, ihre Volatilität nimmt zu. Genauso wie eine Seifenblase mit wachsender Größe leichter platzt, genauso steigt mit zunehmender Preishöhe die Wahrscheinlichkeit, dass die Preisblase »platzt«, der Preis also schlagartig in

sich zusammenfällt. Das Eingangscartoon zeigt die Blasenbildung an einer Kaugummiblaste. Die Blasenbildung läuft – wie im Cartoon zu erkennen ist – in mehreren Phasen ab.²⁾

Auslösung

Die Phase der Auslösung wird bei Minsky auch als »Verschiebung« bezeichnet. Eine solche »Verschiebung« oder »Auslösung« ist immer ein Ereignis, das eine tiefgreifende ökonomische Veränderung nach sich zieht. Die Gewinnaussichten eines bedeutenden Wirtschaftssektors werden durch dieses Ereignis gravierend verändert. Beispielsweise führten technische und organisatorische Innovationen im Transportbereich und in der Telekommunikation in den 1920er Jahren zu einer steigenden Produktivität und ließen die Renditeerwartungen in den Himmel wachsen. Ähnliches galt in den 1990er Jahren im Rahmen der Entwicklung und Verbreitung des Internets. Aber auch die Entwicklung von vielversprechenden – und zumeist nicht wirklich verstandenen – Finanzprodukten konnten solche Auslöser sein. In der Phase der Auslösung zeigten sich bei den Spekulationsobjekten noch geringe Renditen. Bei den hier vorgestellten Aktienblasen lagen diese Renditen durchschnittlich bei nur etwa 2 % und der Markt wies nur eine geringe Marktnervosität³⁾ auf (Indexwert: 100). Nach der Auslösung folgt der Boom.

Boom

In der Boomphase sind die Marktzinssätze in der Regel gering. Das Sparbuch bietet keine interessante Anlagealternative, wohl aber die Investition in einen aufstrebenden Markt. Die geringen Kreditzinsen verleiten überdies dazu, nicht nur eigenes Kapital zu investieren, sondern obendrein noch Kredite aufzunehmen, um auch dieses Geld in den aufstrebenden Markt zu investieren. Im Modell von Minsky speist sich der Boom aus dieser Ausweitung der Kreditaktivität, wodurch auch die Geldmenge erweitert wird. Die betrachteten Aktienblasen zeigen im Boom eine Index-

2) Das hier verwendete Phasenschema zum Ablauf einer Spekulationsblase ist eine leichte Modifikation des Phasenschemas von Hyman P. Minsky, das auch später von Charles P. Kindleberger verwendet wird. Vgl. Minsky, H. P., »Financial Stability Revisited: The Economics of Disaster«, in: *Board of Governors of the Federal Reserve System, Reappraisal of the Federal Reserve Discount Mechanism*, Washington D.C., June, Vol. 3, S. 95–136.;

Kindleberger, Ch. P., *Manien, Paniken, Crashes. Die Geschichte der Finanzkrisen dieser Welt*, Börsenmedien AG, Kulmbach 2001.

3) Die hier verwendete Marktnervosität ist ein Index, der die Schwankungen (Volatilitäten) der betrachteten Marktpreise als Abweichungen von ihren linearen 30 Tagetrends misst. Der Index ist in der Phase der Auslösung auf 100 normiert.

rendite von durchschnittlich 25%. Der Markt reagiert noch relativ unaufgeregt, die Marktnervosität steigt um etwa 20% (Indexwert: 120). Im Cartoon ist die Kaugummiblaste noch relativ klein und somit auch stabil. Immer mehr Investoren treten in den Markt, es kommt zur Euphorie.

Euphorie

Positive Rückkoppelungen führen zur Phase der Euphorie. Überzogene Gewinnerwartungen rufen weitere Investitionen hervor, diese wiederum führen zu steigenden »Gewinnen«, die steigenden »Gewinne« wiederum regen zu weiteren Investitionen an, die die »Gewinne« wiederum steigen lassen usw. Charles Kindleberger, ehemals Professor am MIT, zitierte an dieser Stelle den Ausspruch eines Kollegen – einen Ausspruch mit einem zartbitteren Beigeschmack: »Es gibt nichts Ärgerlicheres und nichts trübt das Urteilsvermögen mehr, als einen Freund reich werden zu sehen.«⁴⁾ Dann muss man es einfach auch versuchen. Und schon wieder gibt es einen Freund, der einen Freund reich werden sieht und so fort. Es entsteht ein Schneeballeffekt. Immer mehr Kapital fließt in den Markt, wodurch sich die Kurse immer weiter von ihren fundamental zu rechtfertigenden Werten entfernen. Die Blase füllt sich. Am Aktienmarkt steigen die Indexrenditen in der Phase der Euphorie auf rund 85% im Durchschnitt der betrachteten Blasen. Gleichzeitig wird den (professionellen) Marktteilnehmern diese Überbewertung zunehmend bewusst und die Marktnervosität nimmt durchschnittlich um über 200% zu (Indexwert: 280). Dann kommt das Ende der Euphorie.

Ende der Euphorie

In dieser Phase, sofern man diesen Zeitraum überhaupt als eigene Phase betrachten will, steigen die Kurse nicht mehr. Der Markt bewegt sich unter hoher Nervosität seitwärts. Bei den in diesem Buch betrachteten Spekulationsblasen weist diese Phase eine durchschnittliche Jahresrendite von -5% bei gleichbleibend hoher Marktnervosität auf (Indexwert: 280). Die hohen Marktpreisschwankungen weisen darauf hin, dass den Anlegern die Überbewertung ihrer Anlagen durchaus bewusst ist. Jedes negative Marktsignal, z. B. die Äußerung einer zentralen Persönlichkeit wie dem Zentralbankchef, Wirtschaftsminister, Wirtschaftsanalyst oder Vorstand einer in der Blase involvierten Aktiengesellschaft kann jetzt zum Platzen der Blase führen. Mindestens aber löst es starke Kursschwankun-

4) Vgl. Kindleberger, Ch. P., *Manien, Paniken, Crashes. Die Geschichte der Finanzkrisen dieser Welt*, Börsenmedien AG,

Kulmbach 2001, S. 32 und den dort angegebenen Literaturverweis.

gen aus. Nach besonders starken Schwankungen kommt es dann häufig am Montag darauf zum Crash.

Crash

Nach starken Kursschwankungen in der Vorwoche kommen die Anleger am Wochenende zum Nachdenken und entscheiden sich jetzt »auszusteigen«. Am Montag überwiegen dann die Verkaufsaufträge und es kommt zu stark fallenden Kursen. Diese wiederum bewegen weitere Anleger zum schnellen Verkauf, um sich vor höheren Kursverlusten zu schützen. Eine Kettenreaktion tritt ein. Der Crash ist da. In den betrachteten Spekulationsblasen fiel die Indexrendite um durchschnittlich -33% und die Marktpreisschwankungen, gemessen in der Marktnervosität, legten nochmals deutlich zu (Indexwert: 400). Und dies hat volkswirtschaftliche Konsequenzen.

Volkswirtschaftliche Konsequenzen einer geplatzten Blase

Durch den Kursverfall verlieren jetzt viele Anleger ihr investiertes Kapital. Und da ein Großteil der Investitionen mit Hilfe von Bankkrediten durchgeführt wurde, wobei das Investitionsobjekt, also im Regelfall die Aktien oder die Immobilie, der Bank als Sicherheit diente, passiert jetzt Folgendes: Die Kreditsicherheiten verlieren an Wert, wodurch viele Darlehen nicht mehr ausreichend besichert sind. Die Banken fordern daher die Stellung weiterer Sicherheiten oder fordern – wenn diese nicht gestellt werden können – ihr Darlehen zurück. Viele der Anleger werden so zum Verkauf ihrer Aktien oder Immobilien gezwungen. Die Verkäufe wiederum sorgen für einen weiteren Preisdruck auf den Märkten und lassen den Wert der Sicherheiten noch weiter fallen. Die Kurse fallen letztlich so stark, dass mit den Erlösen aus den Wertpapier- oder Immobilienverkäufen die ursprünglich aufgenommenen Darlehen nicht mehr zurückgezahlt werden können. Die Darlehen werden notleidend und die Banken verlieren Eigenkapital. Da gemäß internationaler Regeln (Basel I und II) das Kreditvergabevolumen der Banken an ihre Eigenkapitalhöhe geknüpft ist, führt der Verlust an Eigenkapital zu einer Begrenzung der Kreditvergabemöglichkeiten. Neue Kredite werden somit nicht oder nur noch zögerlich herausgelegt. Unternehmen können nicht mehr investieren und Haushalte weniger kreditfinanziert konsumieren. Aber auch die übrigen Marktteilnehmer haben teilweise erhebliche Summen auf den Anlagemärkten verloren. Sie fühlen sich ärmer und werden daher ihren Kon-

sum einschränken. Diese Kaufkraftrückgänge veranlassen die Unternehmen ihre Produktion zurückzufahren, wodurch es mittelfristig zu Entlassungen kommt, welche weitere Kaufkraftrückgänge nach sich ziehen usw. Die Krise ist in der realen Wirtschaft angekommen.

Der obige Prozess ist idealtypisch und sicher vereinfacht dargestellt. In der Wirtschaftsgeschichte finden wir höchst unterschiedlich ablaufende Spekulationsblasen und nicht jede geplatzte Blase zieht gleich volkswirtschaftlich ernste Konsequenzen nach sich. Jede Spekulationsblase ist etwas anders. Oft ist schon nicht klar erkennbar, wann eine Phase endet und eine andere beginnt. Manchmal bilden sich Spekulationsblasen binnen weniger Monate, manchmal benötigen sie viele Jahre. Auch kommen Spekulationsblasen auf höchst unterschiedlichen Märkten vor. Die Spekulationsobjekte reichen von Gewürzen, Pflanzen und den verschiedensten Rohstoffen über Edelmetalle, Devisen, Aktien, Immobilien bis hin zu Kunstwerken und Derivaten. Kurzum nahezu alles scheint geeignet, um zum Objekt der Begierde zu werden. Schauen wir uns elf Blasen etwas näher an.