

Das Prozedere

Was ist eine **Preisblase** überhaupt ? Der Begriff der Preisblase ist nicht eindeutig definiert und deshalb gibt es auch sehr viel Verwirrung darüber, ob irgendwo eine Preisblase vorliegt. Beinahe täglich liest man in der Presse, dass vermeintlich irgendwo eine Preisblase existiert. Auch in der wissenschaftlichen Literatur findet man sehr unterschiedliche Vorstellungen darüber, was eine Preisblase ist. Die gängigste Definition beschreibt eine Preisblase als eine starke Abweichung des Marktpreises von seinem fundamentalen Wert. Gleichzeitig ist zu beobachten, dass die Akteure vor allem deswegen kaufen, weil sie glauben, die Anlage später zu einem noch höheren Preis wieder verkaufen zu können. Die Motivation eines Kaufs ist also primär spekulativer Natur. Diese weitgehend akzeptierte Definition einer Preisblase sagt aber immer noch nichts über deren Ausmaß aus. Es gibt Autoren, die sprechen schon von einer Preisblase, wenn der Marktpreis den vermuteten Fundamentalwert um 10% übersteigt. Andere Autoren sprechen erst von einer Preisblase, wenn diese Abweichung 30%, 50% oder 100% beträgt. Wesentlich für die Unterscheidung zwischen einer Überbewertung eines Marktes und einer Preisblase ist, ob sie das Potenzial hat, eine schwere **Finanzkrise** auszulösen und großen ökonomischen Schaden anzurichten. Ein solches Gefahrenpotenzial bergen Preisblasen dann, wenn sie mit einer starken Kreditexpansion im Finanzsektor und einer hohen Investitionsnachfrage in der Realwirtschaft einhergehen. In diesem Fall ist die Wahrscheinlichkeit hoch, dass ein **kreditfinanzierter Investitionsboom** stattfindet, der auf sehr optimistischen Ertragerwartungen beruht, was sich wiederum in außergewöhnlichen Preissteigerungen auf den Finanzmärkten widerspiegelt. Sobald klar wird, dass sich die Ertragerwartungen nicht erfüllen lassen, platzt die Preisblase und die Kurse stürzen ab. Das negative Signal, das von den Finanzmärkten ausgeht, lähmt auch den Finanzsektor und die Realwirtschaft. Eine Vielzahl von Investitionsprojekten stellt sich plötzlich als unrentabel heraus und wird mit Verlusten eingestellt. Die Wirtschaft rutscht in eine Rezession und der Finanzsektor in eine Krise, denn ein hoher Prozentsatz der vormals vergebenen Kredite fällt nun aus. Man hat es also gleichzeitig mit einem **Zusammenbruch auf den Finanz- und Kreditmärkten sowie der Konjunktur** zu tun. Durch das hohe Kreditvolumen, das in der Vergangenheit vergeben wurde, dauert der Entschuldungsprozess, den die Kreditinstitute, Unternehmen und privaten Haushalte in einer Krise durchlaufen müssen, besonders lange und belastet die Konjunktur und den Staatshaushalt entsprechend schwer. Vor diesem Hintergrund wird in der folgenden Analyse nicht nur versucht, eine Bewertung des jeweiligen Finanzmarktes vorzunehmen, sondern es wird auch die Entwicklung der **Kreditexpansion und der privaten Investitionen in Relation zum Bruttosozialprodukt** über einen Zeitraum von zehn Jahren dargestellt. Sobald es sich zeigt, dass sowohl die Bewertung eines untersuchten Finanzmarkts als auch die Differenz von Krediten und Investitionen zum Bruttosozialprodukt außergewöhnlich hoch sind, sollten sich alle Akteure auf eine bevorstehende Finanzkrise einrichten.

Bei der **Bewertung eines Finanzmarktes** besteht folgendes grundsätzliches Problem: Ein fairer Wert lässt sich nicht mit Gewißheit bestimmen. Er hängt von zukünftigen Einnahmen ab und von dem zugrundgelegten Diskontierungsfaktor, mit dem die Einnahmen zu einem Gegenwartwert abdiskontiert werden müssen. Dieser Diskontierungsfaktor enthält eine Risikoprämie, die das Risiko einer Anlage widerspiegeln soll. Sowohl die zukünftigen Einnahmen als auch die zukünftigen Risiken sind naturgemäß unbekannt und können bestenfalls geschätzt werden. Um dieses Problem in den Griff zu bekommen, erfolgt die Bewertung, wo immer möglich, mit zwei unterschiedlichen Verfahren: Einmal mit Hilfe des beschriebenen Diskontierungsverfahrens und zum zweiten mit einer

vergleichsweise verlässlichen statistischen Methode, dem Kointegrationsverfahren. Dieses Verfahren setzt den Marktpreis in Relation zu makroökonomischen Variablen, sofern eine langfristige Gleichgewichtsbeziehung zwischen beiden besteht. Liegt der Marktpreis aktuell weit über dem Wert, der sich nach dieser Gleichgewichtsbeziehung oder dem Diskontierungsverfahren ergeben würde, könnte eine Preisblase vorliegen. Durch die Anwendung zweier weitgehend unabhängiger Verfahren wird das Risiko vermindert, zu einer falschen Einschätzung zu gelangen. Zeigen beide Verfahren dagegen eine außergewöhnlich hohe Überbewertung des Marktes an, dann ist eine solche Einschätzung auch in hohem Maße verlässlich. Nicht in jedem Fall lassen sich jedoch beide Verfahren anwenden. Es kann vorkommen, dass man statistisch keine Gleichgewichtsbeziehung zwischen einem Marktpreis und makroökonomischen Variablen findet. Beim Diskontierungsverfahren kann es in Niedrigzinsphasen zu Bewertungen kommen, die einfach keinen Sinn ergeben. Deshalb kann es sein, dass auf einzelnen Märkten nur das eine oder andere Verfahren angewendet wird. Auch bei den berechneten Abweichungen der Kredit- und Investitionsnachfrage zum Bruttosozialprodukt ist der vorgeschlagene Zehnjahreshorizont bei der Berechnung nicht immer einzuhalten und zwar dann, wenn es in der jüngeren Vergangenheit in dem betroffenen Land bereits zu einer Finanzkrise gekommen war. In diesem Verfall sind die Verwerfungen so groß, dass im Einzelfall entschieden werden muss, ab welchem Zeitpunkt es sinnvoll ist, mit dem Vergleich zu beginnen. Man kann natürlich kritisieren, dass diese Eingriffe die Analysen willkürlich machen, aber anders lässt es sich nicht durchführen.

Die Analysen werden nicht für alle Märkte und Länder durchgeführt, sondern nur für solche, die das Potenzial haben, über Ansteckungseffekte auch andere Länder oder sogar die gesamte Weltwirtschaft in Mitleidenschaft zu ziehen. Das sind vor allem **die Aktien-, Anleihen- und Immobilienmärkte der USA, des Euroraums und Chinas**. Eine **Aktualisierung der Ergebnisse** erfolgt zwei Mal im Jahr und zwar im März und September.

Für diejenigen Leser, die sich für einen detaillierten Einblick in die vorgenommenen Techniken interessieren, hänge ich meinen Aufsatz „Detecting Asset Price Bubbles: A Multifactor Approach“ an.

Ein weiterer Aufsatz, „An Assessment of Recent Reforms of Financial Regulation after the Financial Crises“ gibt einen Überblick über die Finanzmarktreformen nach der Finanzkrise im Jahr 2008 und beurteilt deren Wirksamkeit. Auch diesen Aufsatz stelle ich Ihnen hier zur Verfügung.