

Die Krise und das Bauchgefühl

Wo liegen die tieferen Ursachen der Finanzkrise? Robert J. Shiller, Wirtschaftswissenschaftler der Yale-Universität und Bestseller-Autor, sprach auf dem diesjährigen Schroders Secular Market Forum über irrationales Anlegerverhalten und seine Folgen.

Seit Jahren stoßen die Vertreter der Behavioral Economics, die wirtschaftliches Verhalten vorrangig unter psychologischen Gesichtspunkten untersuchen, auf wachsendes Interesse. Dennoch betrachten Wirtschaftswissenschaftler die Marktteilnehmer noch viel zu oft als rational handelnde Wesen, die ökonomische Entscheidungen nach objektiver Abwägung von Vor- und Nachteilen treffen. Sie sind daher oft nicht in der Lage, drohende Wirtschaftskrisen vorherzusehen. Letzten Endes lässt sich auch die aktuelle Krise auf Entscheidungen der Marktteilnehmer „aus dem Bauch heraus“ zurückführen: So die Thesen, die Yale-Professor Robert J. Shiller auf dem Schroders Secular Market Forum 2009 vertrat. Im Zentrum des Vortrags standen die „Animal Spirits“ – ein Begriff, der auf den Ökonomen John Maynard Keynes zurückgeht und etwa mit Intuition oder Bauchgefühl zu übersetzen ist. Die „Animal Spirits“ können, so Shiller, unter fünf Aspekten analysiert werden: Vertrauen, Fairness, Arglist, Geldillusion und Geschichten.

Vertrauen ist ein zentraler Aspekt der Entscheidungsfindung. Wer sich entscheiden muss, entwickelt Prognosen über die Folgen seines Handelns. Die vorhandenen Informationen reichen aber oft für ein objektives Urteil nicht aus. Vertrauen ersetzt dann die rationale Abwägung. Dies gilt für Einzelpersonen, aber auch für Märkte: Vertrauen (oder ein Mangel daran) ist ansteckend. Übertriebenes Vertrauen führt dazu, dass die Marktteilnehmer überinvestiert sind und die Anlagemärkte zu teuer werden. Ein Vertrauensumschwung kann den Boom jedoch schnell ins Gegenteil verkehren. So in der aktuellen Krise, als ein plötzlicher Vertrauensverlust die Kreditmärkte abrupt zum Stillstand brachte.



Zuviel oder zuwenig Vertrauen? Beides kann Märkte aus dem Gleichgewicht bringen.

Das Konzept der **Fairness** ist laut Shiller von den Ökonomen bislang zu wenig beachtet worden. Dabei kann der Anspruch, fair zu bleiben, in vielen Fällen eine – ökonomisch – rationale Entscheidung behindern. Ein Beispiel sind Beschränkungen bei der Festsetzung von Löhnen und Gehältern, die wirtschaftliche Entscheidungen wesentlich beeinflussen.

Arglist bedeutet, dass eine wirtschaftlich handelnde Person sich zwar den Regeln gemäß korrekt verhält, dem Geschäftspartner gegenüber aber notwendige Informationen verschweigt. Arglistiges Handeln ist eine typische Erscheinung des Booms: Neue Gelegenheiten entstehen, Innovationen werden nicht vollständig verstanden, und wachsende Zuversicht führt dazu, dass die Marktteilnehmer ihre Vorsicht außer Acht lassen. Arglist erscheint so als negative Begleiterscheinung des Vertrauens und trägt nach Ende des Booms dazu bei, dass das Vertrauen im Markt schlagartig abnimmt. Ruinöse Geschäftspraktiken stehen auch in einem Zusammenhang mit einem allgemeinen Kulturwandel – ein Aspekt, der in der klassischen Wirtschaftswissenschaft gern übersehen wird.

Wenn die Marktteilnehmer die Folgen von Inflation und Deflation für ihre Anlageentscheidungen nicht

richtig einschätzen, spricht man von einer **Geldillusion**. Während der Weltwirtschaftskrise 1929 vergrößerte ein Rückgang der US-Konsumentenpreise um 25% bestehende Kreditschulden im vergleichbaren Umfang und führte zu Insolvenzen, da die Einnahmen und Profite nicht mehr ausreichten, die realen Kreditkosten zu decken. Aktuell ist es noch nicht soweit, so Shiller, doch reichen die bisherigen Maßnahmen aus?

Geschichten bewegen Märkte

Indem er den Begriff der **Geschichten** in die Diskussion einführt, entfernt sich Shiller besonders weit von den herkömmlichen ökonomischen Theorien. Das menschliche Bewusstsein entwickelt sich entlang von Geschichten, die allgemeines Interesse hervorrufen („Human Interest Stories“). Geschichten dienen dazu, Wissensinhalte im Gehirn zu organisieren und mit Sinn zu versehen. Erfolgsgeschichten – etwa der Aufstieg des Immobilienmagnaten Donald Trump – sind in Boom-Phasen beliebt, in Zeiten des Abschwungs wird besonders das Scheitern thematisiert.

Geschichten schaffen oder vernichten Vertrauen; mithilfe der Medien können sie sich wie eine Epidemie verbreiten und Volkswirtschaften und Finanzmärkte bewegen. Oft nähern sich



Schroders

Mehr als 200 Jahre Investments für Ihre Zukunft

unterschiedliche Märkte aufgrund gemeinsamer Geschichten in ihrer Entwicklung an. Damit dienen Geschichten nicht länger der Vermittlung von Tatsachen: Sie werden selbst zur Tatsache. In seiner früheren Veröffentlichung „Irrationaler Überschwang“ konnte Shiller zeigen, wie wichtig Geschichten über junge Leute, die in den späten 1990er Jahren mit Internetaktien quasi über Nacht ein Vermögen machten, für die Entwicklung der Internetblase waren.

Geschichten vom Anbruch einer „neuen Ära“ können einen Wirtschaftsboom auslösen, der jedoch nicht nachhaltig ist. Nach dem Zusammenbruch dienen Geschichten zur warnenden Erinnerung – doch sobald sie in Vergessenheit geraten, sind Unternehmen, Anleger und Konsumenten schnell bereit, unter dem Motto „Diesmal ist alles anders!“ neue Risiken einzugehen.

Story ohne Happy End: der US-Häusermarkt

Die aktuelle Krise bietet, so Shiller, ein perfektes Beispiel dafür, wie typische menschliche Verhaltensweisen die Entwicklung der Wirtschaft beeinflussen. Im Vorfeld der Krise haben es viele Ökonomen demnach versäumt, die Wirkungskraft der kursierenden Geschichten zu beachten, sich stattdessen auf rein quantitative Analysen zurückgezogen – und wurden vom plötzlichen Wirtschaftseinbruch überrascht.

Auslöser der Krise waren unhaltbar hohe Bewertungen am Häuser- und Aktienmarkt. Der US-Häusermarkt erlebte sogar die größte Blase seiner Geschichte. Hinter dieser Entwicklung

standen Geschichten von Hauskäufen als der bestmöglichen Investition und Befürchtungen hinsichtlich einer drohenden Landknappheit. Shiller wies darauf hin, dass vergleichbare Ängste bereits im Los Angeles der 1880er Jahre zu einem Immobilienboom geführt hatten. In den vergangenen Jahren zeigte der Gleichlauf der Immobilienpreise in London und Los Angeles, dass zwei Orte mit ganz unterschiedlichen Bedingungen von einer gemeinsamen Geschichte („Die Häuserpreise werden immer weiter steigen!“) getrieben wurden. Die bedenkenlose Vergabe von Hypotheken an Kunden, die sich aufgrund ihrer Vermögenssituation normalerweise nie ein Haus hätten leisten können, ist für Shiller ein typischer Fall von Arglist in einem boomenden Markt.

Die Verantwortung der Politik

Regierungen spielen in Krisenzeiten eine wichtige Rolle – nicht nur durch ihre Wirtschafts- und Finanzpolitik, sondern auch durch die Art und Weise, wie sie das Vertrauen der Märkte (wieder) herstellen. In der aktuellen Krise, so Shiller, waren die Regierungen der USA und Großbritanniens bemüht, aufkommende negative Geschichten, z.B. über einen drohenden Bankencrash, einzudämmen und für Vertrauen zu werben. Dies scheint aus Sicht Shillers weitgehend gelungen, wenngleich mangels ökonomischer Theorien auf eher pragmatische und intuitive Weise. Regierungen managen Vertrauen, betonte Shiller, aber die akademische Volkswirtschaft zieht es weiterhin vor, diese Tatsache zu ignorieren. ■



Robert J. Shiller ist Arthur-M.-Okun-Professor für Wirtschaftswissenschaften der Universität Yale und gilt als ein führender Vertreter der Behavioral Economics. 2000 sagte er in seinem Buch „Irrational Exuberance“ (dt.: Irrationaler Überschwang) das Ende der Internetblase voraus. Mit Wirtschafts-Nobelpreisträger George A. Akerlof veröffentlichte er 2009 „Animal Spirits“ (dt.: Animal Spirits: Wie Wirtschaft wirklich funktioniert, Campus Verlag).

Verkaufsprospekte: „Schroders Expert“ stellt kein Angebot und keine Aufforderung dar, Anteile am Schroder International Selection Fund (der Gesellschaft) zu zeichnen. Keine Angabe sollte als Empfehlung ausgelegt werden. Die Zeichnung von Anteilen an der Gesellschaft kann nur auf der Grundlage des aktuellen Verkaufsprospekts und des letzten geprüften Jahresberichts (sowie des darauf folgenden ungeprüften Halbjahresberichts, sofern veröffentlicht) erfolgen. Weitere fondsspezifische Informationen können dem aktuellen ausführlichen sowie dem vereinfachten Verkaufsprospekt entnommen werden, der kostenlos und in Papierform bei der Zahl- und Informationsstelle in Deutschland (UBS Deutschland AG, Stephanstraße 14–16, 60313 Frankfurt am Main sowie Schroder Investment Management GmbH, Taunustor 2, 60311 Frankfurt am Main [nur Informationsstelle]) erhältlich ist. **Risikohinweis:** Investitionen in die Gesellschaft sind mit Risiken verbunden, die im Verkaufsprospekt ausführlicher beschrieben werden. Der Wert einer Anlage und die Erträge aus dieser Anlage können schwanken und Anleger erhalten den investierten Betrag möglicherweise nicht in voller Höhe zurück, da die Preise von Anteilen und die Erträge aus diesen Anteilen sowohl fallen als auch steigen können. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein zwingender Hinweis auf den künftigen Wertverlauf. Durch Wechselkursschwankungen kann der Wert einer Anlage im Ausland steigen oder fallen. **Bildnachweis:** Schroders, soweit nicht anders angegeben. **Quellenhinweis:** Alle Drittangaben sind das Eigentum des oben angegebenen Dritten und werden ausschließlich zu ihrer internen Verwendung bereit gestellt. Diese Daten dürfen nicht vervielfältigt oder weiterverbreitet und nicht zur Schaffung von Finanzinstrumenten oder -produkten oder von Indizes verwendet werden. Sie werden ohne Gewähr bereitgestellt. Weder der Eigentümer der Drittangaben noch eine andere an der Veröffentlichung dieser Unterlagen beteiligte Partei haftet für etwaige Fehler. Der Wortlaut der besonderen Haftungsausschlüsse des Dritten kann unter den rechtlichen Informationen der Webseite www.schroders.de eingesehen werden. **Europäische Zinsrichtlinie:** Die hier genannten Fonds können möglicherweise in den Geltungsbereich der EU-Richtlinie 2003/748/EG (Besteuerung von Zinserträgen) fallen. Näheres unter www.schroders.de.