

Hintergrund

Oktober 2005

Bonds, Bubbles und andere
Ungereimtheiten

©2005. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Alte Mainzer Gasse 37, 60311 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung von Lazard oder deren assoziierter Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder Lazard noch deren assoziierte Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Weder diese Veröffentlichung noch ihr Inhalt noch eine Kopie dieser Veröffentlichung darf ohne die vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Lazard auf irgendeine Weise verändert oder an Dritte verteilt oder übermittelt werden. Mit der Annahme dieser Veröffentlichung wird die Zustimmung zur Einhaltung der o.g. Bestimmungen gegeben.

Bonds, Bubbles und andere Ungereimtheiten

- ◆ Kapitalmarktblasen und Crashes – der Prozess der schöpferischen Zerstörung (Schumpeter) – sind untrennbare Bestandteile des Kapitalismus. In der Kapitalmarktliteratur wurden über einen Zeitraum von 360 Jahren 450 größere Blasen und Crashes gezählt.
- ◆ Im Mittelpunkt der Analysen von Kapitalmarktblasen steht das manische Verhalten der Investoren als Masse. Die Geschichte der Blasen und Crashes ist die Geschichte des irrationalen Verhaltens des Menschen in der Masse. Gier und absurde Erwartungen, oft befeuert durch billiges Geld und billige Kredite im Rahmen einer überexpansiven Geldpolitik, sind die Stellschrauben eines unaufhaltsamen Booms, der (oft aufgrund eines unerwarteten Ereignisses) in einer Abwärtsspirale endet, wenn die Euphorie in die Panik des Crashes übergeht.
- ◆ Die moderne Chaostheorie versucht, Bubbles und Crashes wissenschaftlich zu modellieren. In der Sprache der Wissenschaft ist Chaos ein nicht prognostizierbares Verhalten, das dennoch strengen Regeln und Ordnungen unterliegt, die man mathematisch als komplexes dynamisches System modellieren kann („deterministisches Chaos“).
- ◆ Das Wort „Bubble“ bedeutet nicht einfach, dass eine Assetklasse im Vergleich zu einem fairen Wert überbewertet ist, sondern dass die Überbewertung von grotesker Größenordnung ist, so dass eine unvermeidliche Korrektur nahezu die Gesamtheit der vorhergehenden Kursgewinne in kürzester Zeit ausradiert. Das Platzen der Bubble löst einen Schock aus, der zu einem anhaltenden Preisverfall und einer längerfristigen Krise führt. Bei allen historisch belegten Kapitalmarktercrashes gingen immer zwischen 75 % und 99 % der vorhergehenden Kursgewinne verloren.
- ◆ Daher halten wir den Begriff „Bond Bubble“ zur Beschreibung des heutigen Niedrigzinsumfelds für falsch. Aktien-, Immobilien- und Rohstoffmärkte sind von ihren Risiken und ihrer Volatilität her nicht mit Rentenmärkten zu vergleichen. Renten sind die Assetklasse, in die man aus Gründen der Risikobegrenzung investiert, Aktien sind die Assetklasse zur Ertragssteigerung. Aktienanleger suchen die Chance, Rentenanleger meiden das Risiko. Dies kann im Rentenmarkt zwar zu Übertreibungen aufgrund hoher Risikoaversion der Anleger führen, ist aber nicht vergleichbar mit der Goldgräberstimmung, die Übertreibungen in anderen Assetklassen erzeugt. Die Rentenmärkte sind zudem in stärkerem Maße von (volkswirtschaftlichen) Fundamentaldaten bestimmt als andere Assetklassen.
- ◆ Bei den Hauptanlegern, welche die gegenwärtige Rentenhausse tragen, gibt es keine Anzeichen für Überoptimismus, Euphorie oder Verkennung der Wirklichkeit. Asiatische Zentralbanken, risikoaverse Institutionen und von Asset-Liability-Matching gesteuerte Investoren werden von sehr unterschiedlichen Motiven getrieben, aber ihr Ansatz ist eher strategisch oder risikovermeidend. Ihr Verhalten liefert keinen Hinweis auf eine Bond Bubble.

Bonds, Bubbles und andere Ungereimtheiten

Finanzmarktblasen und traditionelle Portfoliotheorie

Seit den 70er Jahren bildet die klassische Portfoliotheorie nach Harry M. Markowitz die Grundlage des Denkens der meisten institutionellen Anleger und die Basis fast aller Modelle zur Kapitalmarktbeurteilung.¹ Sie beruht auf der Annahme informationseffizienter Märkte und setzt voraus, dass alle Informationen allen Anlegern gleichzeitig zur Verfügung stehen. Markowitz ging davon aus, dass die Informationen von den Investoren in ihrer Rolle als rationale „Homo Economicus“ auf Basis einer einheitlichen Erwartungsbildung und unter Zugrundelegen von nüchternen Risiko-Ertrags-Kalkülen in Kapitalanlageentscheidungen umgesetzt werden.

An einem effizienten Kapitalmarkt spiegeln die Marktpreise stets vollständig und ohne zeitliche Verzögerung alle relevanten Informationen wider. Der Preis eines Finanzprodukts ist zu jedem Zeitpunkt als gewichteter Durchschnitt aus allen Nachrichten der Vergangenheit und allen Erwartungen der Zukunft zu interpretieren und spiegelt immer die bestmögliche Schätzung (bzw. Prognose) des inneren Wertes wider (Theorie der rationalen Erwartungen). Die am Markt gehandelten Preise schwanken zwar (leicht) um diesen inneren Wert, aber Richtung und Ausmaß der Abweichungen sind rein zufällig und nicht prognostizierbar. Die Vergangenheit kann nicht zur Vorhersage der Zukunft verwendet werden (Random Walk-Hypothese).² Dies bedeutet in der Modellwelt der klassischen Portfoliotheorie, dass es keine systematischen Abweichungen zwischen dem inneren Wert eines Finanzprodukts und dem Marktpreis geben kann, und dass deshalb weder die Fundamentalanalyse noch die technische Analyse oder sonstige Analysetechniken zur Verbesserung von Prognosen, zur Ertragssteigerung oder zur Risikobegrenzung der Kapitalanlagen genutzt werden können.

Im Rahmen der Modellwelt der traditionellen Portfoliotheorie sind viele reale Erscheinungen der Kapitalmärkte nicht zu erklären (man nennt sie des-

halb Anomalien).³ Wenn die Portfoliotheorie die Wirklichkeit korrekt widerspiegelte, dürfte es weder saisonale Effekte wie den Januareffekt, noch den Small Cap-Effekt oder den Home Bias der Anleger, noch exzessive Volatilität oder Autokorrelation innerhalb von Finanzmarktzeitreihen (d. h. die statistische Häufung von positiven oder negativen Monaten kurz hintereinander) geben. Insbesondere kann die traditionelle Kapitalmarkttheorie das Auftreten von Kapitalmarktblasen – die wir als von Panik, Gier und Anlegerirrationalität getriebene groteske Über- und Unterbewertungen im Vergleich zum fundamentalen inneren Wert definieren – nicht erklären.⁴

Aus der Erkenntnis heraus, dass die schönste Theorie nichts nutzt, wenn sie die Wirklichkeit nicht erfasst, hat man in den letzten Jahren einige Fortschritte bei der Entwicklung adäquaterer Kapitalmarkttheorien erzielt. Insbesondere im Rahmen der Behavioral Finance (Verschmelzung der Erkenntnisse von Wirtschaftswissenschaften, Verhaltenswissenschaften, Soziologie und Psychologie) hat man sich sehr intensiv mit denjenigen Phänomenen beschäftigt, welche die traditionelle Kapitalmarkttheorie nicht erklären kann. Durch die intensive Beschäftigung mit der Psychologie der Investoren wurden Erkenntnisse bei der Frage gewonnen, wann, wie und warum irrationales Verhalten und euphorisch übersteigerte Erwartungen von Investoren zur Keimzelle der Blasenbildung an den Kapitalmärkten werden.⁵

Auch die klassische Theorie rationaler Erwartungen hat mittlerweile ihre Modelle verfeinert, um nachzuweisen, dass rationale Erwartungen und Bubbles unter gewissen Annahmen koexistieren können, dass es also große rationale Abweichungen der Marktbewertungen vom fundamentalen Wert geben kann („Rational Price Bubbles“).⁶

Dies wird meist mit Agency-Problematiken erklärt, die dadurch entstehen, dass Geldgeber und Investoren nicht identisch sind. Einerseits können die Banken nicht wirklich kontrollieren, wie das Geld investiert wird, das sie verleihen. Andererseits können die Kunden eines institutionellen Asset Managers nicht perfekt kontrollieren, wie der Asset Manager ihr Geld investiert. Im Modell rationaler Erwartungen haben Kreditnehmer bzw. Asset Manager in einem Umfeld asymmetrischer Information (und aus ihrer Sicht asymmetrischer Chancen-Risiko-Profile) Anreize, ihre Risiken über das Maß hinaus zu erhöhen, das der originäre Geldgeber einginge. Sie können in einem Umfeld überexpansiver Geldpolitik trotz rationalen Verhaltens aller Beteiligten zum Entstehen einer Kapitalmarktblase beitragen.⁷

Bubble Trouble Everywhere

Nachdem die Existenz von (irrationalen) Kapitalmarktblasen lange geleugnet worden ist, haben die Erfahrungen mit der New Economy-Blase der 90er Jahre, die im Jahre 2000 platzte und in eine dreijährige Aktienmarktbaissé mündete, eine Flut von Veröffentlichungen zum Thema „Aktienmarktblasen“ ausgelöst.⁸ Die Erfahrungen der Jahre 2000-2003 haben die Denkweisen vieler Investoren völlig umgekrempelt und die Ausrichtung der Kapitalanlagen diametral verändert. Auf eine Phase des Überoptimismus, in der die Erträge gar nicht hoch genug sein konnten und Risiken ignoriert wurden, folgte eine Zeit des Überpessimismus, in welcher der Wunsch nach Risikovermeidung so dominant war, dass die langfristigen Ertragspotenziale der einzelnen Assetklassen keine im Anlageprozess nur noch eine untergeordnete Rolle spielten. Vor diesem Hintergrund ist nicht überraschend, dass die meisten Anleger die Aktienhausse der Jahre 2003-2005 komplett verpassten. Von einer nüchternen Ertrag-Risiko-Abwägung rationaler Investoren im Sinne der klassischen Kapitalmarkttheorie konnte zu keinem Zeitpunkt die Rede sein.

Fast noch charakteristischer für die gegenwärtige Situation scheint uns zu sein, dass das Wort „Bubble“ in den letzten Jahren zu einem regelrechten Modebegriff geworden ist (die Verwendung des Begriffes „Bubble“ selbst hat inzwischen Blasencharakter).⁹ Chinabubble, Immobilienbubble, Roh-

stoffbubble, Goldbubble, High Yield Bubble, Emerging Markets Bubble, Hedge Fund Bubble, Private Equity Bubble, Konsumbubble, Derivatebubble und natürlich Rentenbubble – wo auch immer irgendetwas ansteigt, wird sofort der Begriff „Blase“ als Totschlagsargument verwendet. Dies ist das Spiegelbild des extrem risikoaversen Anlegerverhaltens der letzten Jahre. Dies ist zwar verständlich, aber permanente Angst ist eher Paranoia als ein guter Ratgeber.

Die Erkenntnisse der modernen Kapitalmarkttheorie legen nahe, dass die Kapitalmärkte zwar weit davon entfernt sind, informationseffizient im Sinne von Markowitz oder gemäß der Theorie der rationalen Erwartungen zu sein, aber sie sind auch nicht völlig irrational. Der größte Teil der Kapitalmarktvolatilität lässt sich mit Hilfe der Kapitalmarkttheorie erklären. Kapitalmarktblasen treten zwar immer wieder auf und spielen eine wichtige Rolle im Prozess des Kapitalismus, aber das heißt noch lange nicht, dass alle Assets zu allen Zeiten permanent völlig fehlbewertet und mit Blasencharakteristika ausgestattet sind.

Vor diesem Hintergrund ist es wichtig, sich detaillierter mit dem Begriff „Bubble“ zu beschäftigen. Nach einer Einführung in die Theorie und Empirie der Kapitalmarktblasen wollen wir am Beispiel des Rentenmarktes untersuchen, ob Symptome für eine Bond Bubble vorliegen (und feststellen, wie schwierig es ist, eine Bubble konkret nachzuweisen).

Die Geschichte der Kapitalmarktblasen

Kapitalmarktblasen und Crashes sind untrennbare Bestandteile des Kapitalismus. Nicht umsonst spricht einer der geistigen Väter der Marktwirtschaft, Josef Schumpeter, vom Prozess der schöpferischen Zerstörung als Kernelement der Überlegenheit des Kapitalismus.¹⁰

Abbildung 1: Überblick über geplatze Finanzmarktblasen

Blase	Crash	Betroffene Region	Betroffene Assetklassen
Tulip Mania	1636-1637	Niederlande	Exotische Tulpenzwiebeln, Immobilien, Kanäle, Aktien der Dutch East India Trading company
Mississippi Scheme	1719-1720	Frankreich	Aktien der Mississippi Company, Banknoten von Banque Generale und Banque Royale
South Sea Bubble	1720	England	Aktien der South Sea Trading Company, Staatsanleihen
Treasury Bond Bubble	1792	USA	US Bonds
Waterloo Speculation	1815-1816	England	Rohstoffe und Handel mit den USA
Wildcat Bank Bubble	1837	USA	Baumwolle, Land, Silber, Banken im Wilden Westen mit Emission eigener Banknoten
Railroad Mania	1847-1857, 1873	England, USA, Kontinentaleuropa	Aktien von Eisenbahnunternehmen, Immobilien, Weizen, Baumaterialien
Precious Metal Mania	1893	Australien, USA	Gold, Silber, Goldminen, Land
Money Panic	1907	Frankreich, Italien, USA	Kaffee, Eisenbahnen, Banken
Postwar Boom and Bust	1920-1921	England, USA	Aktien, Rohstoffe, Schiffe
The Great Crash	1929	USA	Aktien
Collapse of Bretton Woods	1974-1975	USA, weltweit	Aktien, Reits, Immobilien, Tanker, Boeing 747
Black Monday Collapse	1987	USA, weltweit	Aktien, Luxusimmobilien, Gewerbeimmobilien, USD
Japan Inc.	1990	Japan	NIKKEI, Immobilien
Bond Bubble	1994	USA, weltweit	Staatsanleihen
The Great Tech Wreck	2000	USA, weltweit	Aktien, speziell TMT-Werte

Quelle: W. Bonner: Financial Reckoning Day, 2003.

In der Kapitalmarktliteratur werden über einen Zeitraum von 360 Jahren 450 größere Blasen und Crashes gezählt. Die berühmtesten dieser Bubbles beginnen mit der „Tulip Mania“ im Holland des 17. Jahrhunderts und setzen sich fort über die spektakulären „Mississippi Scheme“ und „South Sea Bubble“ im 18. Jahrhundert, die „Railroad Mania“ im 19. Jahrhundert, über den „Großen Crash“, der die Weltwirtschaftskrise in den 30er Jahren des 20. Jahrhunderts auslöste, bis hin zur Gegenwart, in der wir noch heute unter den Nachwehen der geplatzen „Japan-Blase“ und der „New Economy Bubble“ leiden. Abbildung 1 gibt eine Übersicht über die berühmtesten Kapitalmarktblasen der Wirtschaftsgeschichte.¹¹

Der Hauptgrund für die detailliertere Beschäftigung mit Bubbles ist der, dass sich zwar alle Kapitalmarktblasen in einem sehr individuellen Kontext entwickelten und deshalb auch im Rahmen ihres spezifischen Umfeldes analysiert werden müssen, dass aber alle Blasen eine Reihe von gemeinsamen Charakteristika und Ablaufschemata haben, die man für die Analyse gegenwärtiger und zukünftiger

Haussemärkte nutzen kann. Kapitalmarktblasen sind nicht das unorganisierte, ungeordnete und unprognostizierbare Chaos, als das sie erscheinen, sondern laufen in vielen Zügen relativ schematisch ab.¹²

Die Erkenntnis, dass Kapitalmarktblasen nicht als Random Walk, also als reiner Zufallsprozess anzusehen sind, weckt Hoffnungen, dass die genauere Beschäftigung mit den Kapitalmarktblasen der Vergangenheit helfen kann, zukünftige Bubbles zu erkennen und damit umzugehen. Blasen und Crashes beruhen auf analysierbaren Verhaltensmustern der Finanzmarktakteure und sind damit eine naheliegende Spielwiese der Vertreter der Behavioral Finance. Die moderne Chaostheorie versucht, Bubbles und Crashes wissenschaftlich zu modellieren. In der Sprache der Wissenschaft ist Chaos ein nicht prognostizierbares Verhalten, das dennoch strengen Regeln und Ordnungen, die man mathematisch als komplexes dynamisches System modellieren kann, unterliegt (man spricht von „deterministischem Chaos“).

Abbildung 2:

Struktur von Blasen und Crashes		
Phase	Beschreibung	Kennzeichen
Phase 1	Auslösendes Ereignis	Innovation/Kondratieff Zyklus
Phase 2	Billige Liquidität	Finanzinnovation
Phase 3	Frühe Assetpreisinflation	Irrationaler Investor steigt ein
Phase 4	Extremes Trading und Spekulation	Inadäquate Überwachungsinstitutionen
Phase 5	Leichtgläubige Öffentlichkeit steigt ein	Leverage steigt an
Phase 6	Erste Probleme/Zweifel	Betrug und Bilanztricks
Phase 7	Verkaufsflut	Erste Firmen und Institutionen scheitern
Phase 8	Panikverkauf	Spezielle Chartverläufe/Irrational niedrige Bewertungen
Phase 9	Schuldeninduzierte Wachstumsdelle/Disinflation	Restrukturierung/Risikoaversion/Abbau der Exzesse
Phase 10	Erste Basis einer Erholung	Bodenbildung der Preise/Assetklassen wieder existent

Quelle: B. Cohen: The Edge of Chaos, 1997

Im Mittelpunkt der Analysen steht dabei das oft manische Verhalten der Investoren als Masse.¹³ Die Geschichte der Blasen und Crashes ist die Geschichte des irrationalen Verhaltens des Menschen in der Masse. Gier und absurde Erwartungen, oft befeuert durch billiges Geld und billige Kredite im Rahmen einer überexpansiven Geldpolitik, sind die Stellschrauben eines unaufhaltsamen Booms, der (oft aufgrund eines unerwarteten Ereignisses) in einer Abwärtsspirale endet, wenn die Euphorie in die Panik des Crashes übergeht. Abbildung 2 zeigt das typische Profil von Blasen und Crashes, wie es sich in der Vergangenheit immer wieder dargestellt hat. Diese Unterteilung von Bubbles und Crashes in 8-10 Phasen, die in Abbildung 2 dargestellt wird, geht auf Minsky und Kindleberger zurück und wurde im Laufe der Zeit immer weiter verfeinert.¹⁴

Anatomie der Finanzmarktubbles

Die Grundlage einer Bubble wird in der Frühphase durch ein auslösendes Ereignis (exogener Schock) gelegt. Dieser Schock kann von einer ökonomischen oder technologischen Innovation ausgelöst werden, aber auch durch eine überhastete Deregulierung von Finanzmärkten oder durch grundlegende gesellschaftliche Veränderungen generiert werden (Beginn eines sogenannten Kondratieffzyklus). Immer ist der Auslöser in der ersten Phase eine starke wirkliche Veränderung irgendeiner Art, die

den Blick in die Zukunft erschwert und Raum für Hoffnungen und Ängste schaffen kann. So bestand die Grundlage der New Economy Bubble aus Innovationen im Bereich Telekommunikation, Internet und Technologie, die nicht nur die Globalisierung vorantrieben, sondern das Leben der Menschen grundlegend veränderten und die Phantasie beflügelten.¹⁵

Im zweiten Schritt muss Liquidität für spekulative Finanzanlagen vorhanden sein. Hier kommen die Zentralbanken ins Spiel, welche durch eine expansive Geld- und Kreditpolitik die Blasenbildung (ungewollt) alimentieren. Der Grund dafür, dass die Zentralbanken zu expansiv agieren, liegt in solchen Phasen meist in dem auslösenden Schock starker Veränderungen der ersten Bubblephase begründet, der auch den Zentralbanken die Geldpolitik erschwert. Oft geht die zweite Phase auch einher mit Innovationen im Finanzsektor, welche die Geldpolitik zusätzlich konterkarieren können. Neue (mit viel Phantasie ausgestattete) Finanzinstrumente werden populär. So spielte das starke Geldmengenwachstum der 90er Jahre eine unheilvolle Rolle bei der Alimentierung der New Economy Bubble, als die Zentralbanken als Reaktion auf die Asienkrise und zur Vermeidung einer möglichen weltwirtschaftlichen Krise aufgrund der Datumsumstellung zur Jahrtausendwende die Weltwirtschaft mit einer üppigen Liquiditätsversorgung alimentierten. Die Entstehung der „Neuen Märkte“ und der Derivate-

boom in vielen Ländern waren Finanzinnovationen, welche die Hausse durch leichter zugänglichen Leverage und Phantasie für die Öffentlichkeit zusätzlich beflügelten.

In der dritten Phase kommt die Hausse allmählich in Schwung. Der Innovationsschub der ersten und der geldpolitische Impuls der zweiten Phase sorgen für die ersten Impulse in der Realwirtschaft, die zu Preisanstiegen auch in den profitierenden Assetklassen führen. Diese Kursanstiege locken die ersten spekulativen Investoren an, die vom entstehenden Preismomentum profitieren wollen.

Dies geht dann nach einiger Zeit in die ersten Überhitzungen der vierten Phase über, in der sich die Prozesse unablässig beschleunigen. Immer mehr von Gier und Irrationalität getriebene spekulative Investoren springen in einem ungehemmten Herdenverhalten auf den Zug auf, die Zentralbanken wagen nicht, die Geldpolitik zu verknappen, die Überwachungsbehörden greifen nicht ein, die Assetpreise steigen weiter an („Self-fulfilling Expectations and Loops“).¹⁶

Dies führt dann in die fünfte Phase, den Prozess spekulativer Übertreibung und der Beschleunigung irrationaler Erwartungen, wenn die leichtgläubige Öffentlichkeit und die Massen auf den Trend aufspringen, kreditfinanzierte Käufe und Leverage zunehmen, und allmählich eine grenzenlose Euphorie einsetzt. Die Bewertungen haben sich in dieser Phase schon weit vom inneren Wert der Assets entfernt; aber dies spielt keine Rolle, denn die Käufer haben solche Überlegungen weit hinter sich gelassen. Sie kaufen das Momentum des Marktes, weil sie glauben, morgen einen noch Dümmeren zu finden, der noch mehr bezahlt („Greater Fool Theory“). Die Begriffe „A New Era“ bzw. „Goldilocks“ werden, wie im Rahmen der New Economy Bubble beispielhaft nachzuvollziehen, immer populärer.¹⁷

In der sechsten Phase setzen allmählich nagende Zweifel ein. Von einigen Assets/Unternehmen werden erste Probleme und Enttäuschungen gemeldet, welche die Unternehmen auf dem Höhepunkt des Kaufrausches noch versuchen, durch Ablenkungsmanöver, Betrug und Bilanztricks zu vertuschen. Die ersten Investoren werden aber nervös. Die

Trendwende setzt in dieser Phase durch ein (möglicherweise kleines) unerwartetes Ereignis ein, das die Unsicherheit verstärkt. Die ersten „starken Hände“ verkaufen an Newcomer, und das Momentum des Marktes dreht sich. So waren während der New Economy-Blase die Bilanzmanipulationen bei Worldcom, Enron und Tyco, die Bilanzrevisionen in der Baissephase nach dem Platzen der Blase, der Versuch, die spät auf den Zug aufgesprungene Öffentlichkeit auf dem Höhepunkt der Blase zu täuschen und den unvermeidlichen Kollaps aufzuschieben, klassische Manifestationen des Hypes vor dem Crash.

In der siebten Phase verstärkt sich der Verkaufsdruck, während die Käufer fernbleiben. Erste Firmen oder Institutionen scheitern (die LTCM-Krise 1998 war Vorbote dieser Entwicklung während des New Economy Bubbles; später folgten die Zusammenbrüche von New Economy-Ikonen wie Enron, Worldcom, Global Crossing, Tyco, Intershop oder EMTV). Die Verkaufsflut verschärft sich.

In der achten Phase setzen erste Panikverkäufe ein, das Momentum des Aufwärtstrends entlädt sich in die umgekehrte Richtung, es entsteht eine Abwärtsspirale nach unten, Banken rufen Kredite zurück und geleveragte Käufer werden aus dem Markt gezwungen. Alle Indikatoren zeigen nach unten, die Bewertungen fallen von Tag zu Tag, das Abwärtsmomentum nährt sich selbst, bis eine ultimative Verkaufspanik die Preise auf grotesk niedrige, irrationale Niveaus herunterdrückt. Es kommt zum Kollaps. Die Bubble hat sich in einem Crash entladen.

In Phase neun wirkt sich die geplatzte Finanzmarktphase realwirtschaftlich aus.¹⁸ Es kommt zu einer ökonomischen Krise in Form einer schuldeninduzierten Rezession oder Wachstumsdelle und zu Disinflation (im Extremfall zu einer Deflation wie in Japan). Die Unternehmen und möglicherweise ganze Volkswirtschaften müssen restrukturieren, Schulden abbauen, die Überinvestitionen der Vergangenheit abschreiben und die Bilanzen bereinigen (Balance Sheet Deleveraging).

Die Banken sind mit faulen Krediten überladen und zögern mit der Neuvergabe von Krediten (Credit Crunch). Die Anleger werden völlig risikoa-vers. Letztlich müssen im Rahmen einer wirtschaftlichen Krise alle Exzesse des vorhergehenden Booms bereinigt werden (Bilanzrezession).

Schließlich ist nach einer langen Zeit des Übergangs in Phase zehn die erste Basis für eine Erholung gelegt. Die Preise erleben eine Bodenbildung, tote Assetklassen, die lange vom Radar der Anleger verschwunden waren, tauchen wieder auf der Agenda auf.

Der Bubble-Effekt

Die Frage, ob Finanzmarktblasen vermeidbar sind, ist nicht leicht zu beantworten. Es ist noch nicht einmal klar, ob sie überhaupt vermeidenswert sind. Wenn Bubbles und Crashes ständige Begleiter des kapitalistischen Prozesses sind, haben sie möglicherweise eine tiefergehende (innovationsfördernde und marktberichtigende) Funktion und sind nicht nur eine bedauernswerte Begleiterscheinung des Fortschritts. Betrachtet man allerdings die politischen und ökonomischen Folgen so mancher geplatzten Blase, wie z. B. des „Great Crash“ am Schwarzen Freitag, der zur Weltwirtschaftskrise und über Umwege zum Nationalsozialismus in Deutschland führte, so kommen Zweifel auf, ob dies ein sinnvoller Teil des Innovationsprozesses sein kann. Zudem wird in der Literatur deutlich, dass Fehler in der Zentralbankpolitik immer ein wichtiger Baustein von Finanzmarktblasen und darauf folgender Krisen waren. Bubbles können ohne eine überexpansive Geldpolitik (oft verbunden mit überhasteter Deregulierung) kaum entstehen. Blasen sind daher auch ein monetäres Phänomen.¹⁹ Vor diesem Hintergrund scheinen die Zentralbanken in der Pflicht, alles zu tun, um sich entwickelnde Bubbles frühzeitig zu erkennen und im Keim zu ersticken.²⁰

Allerdings scheint bei dieser Frage auch ein Zentralbankveteran wie Alan Greenspan unsicher zu sein. Interpretiert man seine Geldpolitik der letzten Jahrzehnte richtig, so verfolgt er eine asymmetrische Politik in bezug auf den Umgang mit Asset Bubbles.²¹ Er scheint eher geneigt zu sein, Finanzmarktblasen nicht im Vorfeld mit der Geldpolitik zu bekämpfen, wenn dies das Wachstum dämpfen

würde, sondern sich in solchen Fällen auf Verbalinjurien zu beschränken; dahingegen scheint er es für leichter zu halten, die Folgen von geplatzten Blasen nach dem Crash durch aggressive Geldpolitik abzufedern. Alan Greenspan sagte in vielen Vorträgen, dass es für eine Zentralbank mit statistischen Methoden praktisch nicht möglich ist, eine Asset Bubble vor dem Crash zu erkennen.²² Diese Argumentation von Greenspan ist zwar nachvollziehbar, stellt aber ein Glaubwürdigkeitsproblem für die Politik einer Zentralbank dar. Wenn eine Zentralbank vor einer Bubble warnt, aber auch klar macht, dass sie nichts dagegen tun wird, ist für die Marktteilnehmer unklar, warum sie die Warnungen ernst nehmen sollen.

Abbildung 3 zeigt den charakteristischen Chartverlauf einer Bubble, in diesem Fall den Kursverlauf des deutschen Neue Markt-Indexes von 1998 bis 2004. Auffällig ist die typische Form eines Weihnachtsbäumchens. Kennzeichnend für Blasen ist (im Nachhinein) ein fulminanter Aufwärtstrend, gefolgt von einem noch dramatischeren Abwärtstrend, bei dem die Kursgewinne der Bullenjahre mehr oder weniger komplett weggewischt werden. Im Crash gingen historisch gesehen immer zwischen 75% und 99 % der vorhergehenden Kursgewinne verloren. So fielen die Tulpenpreise nach dem Crash der holländischen „Tulip Mania“ um 93 %, der französische „Mississippi Bubble“ und der britische „South Sea Bubble“ endeten in einem 99 % Verlust und der 1929 Wallstreet Crash wurde von einem vierjährigen, 87 %igen Kursrückgang abgelöst. Der Preisverfall im Neue Markt-Index von 9632 auf 310 entspricht einem Verlust von rund 97 %. Dieser Bubble-Effekt ist natürlich erst nach dem Platzen der Blase offensichtlich, während vor dem Crash nur ein steiler Aufwärtstrend (der zunehmend exponentiell wird) erkennbar ist.

Abbildung 3: Neuer Markt-Index

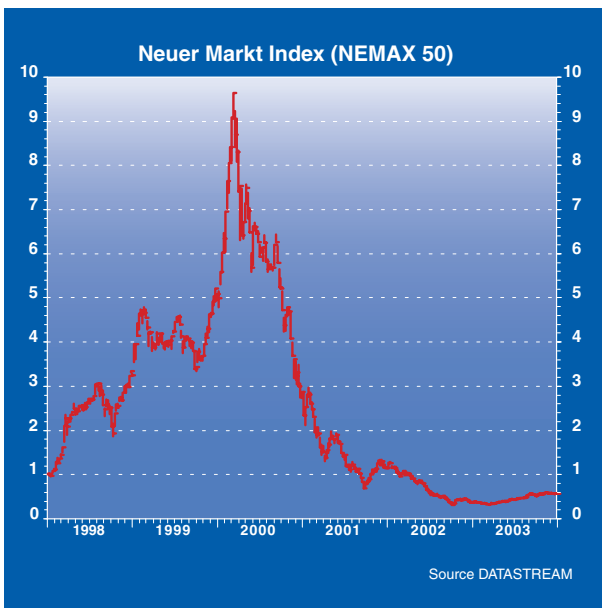
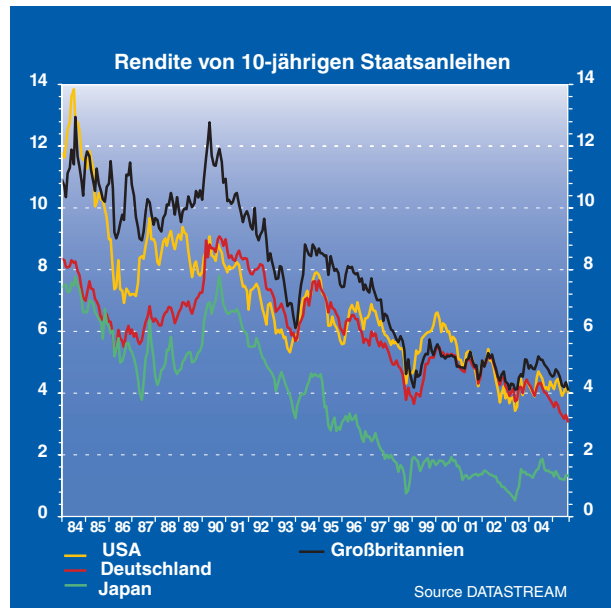


Abbildung 4: Zinsen und Wachstum



Bond Bubble Trouble?

Im besonderen Blickpunkt der Finanzpresse steht seit einiger Zeit die Assetklasse Staatsanleihen, die sich seit 1981 in einem globalen Bullenmarkt befindet. Die Erfolge der Globalisierung, die New Economy und die mit ihr verbundenen Produktivitätsfortschritte, der allmähliche Rückzug des Staates aus dem Wirtschaftsleben und der Triumph kompetitiver, offener Märkte weltweit sowie die erfolgreiche Geldpolitik der Zentralbanken in den beiden letzten Jahrzehnten setzten einen fortwährenden disinflationären globalen Prozess in Gang.²³ Seit den für die Wirtschaftspolitik äußerst schwierigen Siebziger Jahren sind die (langfristigen) Inflationserwartungen der Kapitalanleger stetig gesunken. Davon ausgelöst sind die Renditen von Staatsanleihen seit Anfang der achtziger Jahre permanent gefallen. Selbst die kurzzeitigen Baissen der Jahre 1994, 1999 oder 2001 konnten die langfristige Hausse nicht in Gefahr zu bringen und erwiesen sich letztlich als Zinsbuckel (vgl. Abbildung 4).

Mittlerweile liegen die Kapitalmarktrenditen fast überall in der Welt nahe ihrer historischen Tiefstände. In den letzten Monaten sind die US-Staatsanleihenrenditen sogar weiter gesunken, obwohl US-Zentralbankpräsident Alan Greenspan die Fed Funds von ihrem historischen Tief von 1,00 % sehr stetig auf zuletzt 3,75 % erhöht und seinen Wunsch nach einer Zinswende durch Taten untermauert

hat. Er selbst spricht von einem „Conundrum“ der Rentenmärkte, während die Finanzmarktbeobachter weniger zurückhaltend den Begriff „Bond Bubble“ bemühen.

Auch wir leugnen nicht, dass der Spielraum für steigende Zinsen bei Erreichen eines historischen Zinstiefs größer ist als der für fallende Zinsen. Es ist offensichtlich, dass die Bondhausse den größten Teil ihres Weges hinter sich hat. Es ist auch eine Tatsache, dass das starke Geldmengenwachstum der Greenspan-Ära Risikopotential für praktisch alle Assetklassen impliziert, denn – wie vorher diskutiert – eine überexpansive Geldmenge ist eine der Grundvoraussetzungen für das Herausbilden von Kapitalmarktblasen, und es ist auch nicht selten, dass das Bekämpfen der Folgen einer geplatzten Bubble (wie gegenwärtig der New Economy-Blase) eine andere Kapitalmarktblase erzeugt.²⁴ Ein Anleger, der im Niedrigzinsumfeld 10jährige oder gar 30jährige Bundesanleihen als Buy and Hold-Investor erwerben will, muss sich diesen Kauf fundamental genau überlegen. Dennoch halten wir den Begriff „Bond Bubble“ für den Staatsanleihenmarkt nicht nur im gegenwärtigen Umfeld für falsch, sondern generell für unangemessen. Staatsanleihen sind aus unserer Sicht eine Assetklasse, auf die das Wort „Blase“ nicht anwendbar ist (Corporate Bonds und insbesondere High Yield sind differenzierter zu betrachten).

Mit Hilfe von Abbildung 5, die als Übersicht die Merkmale von Kapitalmarktblasen zusammenfasst, wollen wir diesen Gedankengang im folgenden näher erläutern.

Abbildung 5:

Charakteristika von Kapitalmarktblasen (gilt oder gilt nicht bei Bonds)	
♦ Auslöser ist ein exogener Schock	(nein)
♦ Billiges Geld, überexpansive Geldpolitik befeuern die Hausse	(ja)
♦ Versagen der Überwachungsbehörden	(nein)
♦ Bubble angetrieben von Gewinn gier, Panik und Anlegerirrationalität	(nein)
♦ Basis ist irrationales Verhalten des Menschen in der Masse	(nein)
♦ Grotteske Überbewertung von Assetklassen zum fundamentalen Wert	(nein)
♦ Typische Chartformation ("Weihnachtsbäumchen")	(kaum denkbar)
♦ Im Crash gehen 75 - 99 % des Kursanstieges verloren	(kaum denkbar)
♦ Sehr lange Zeit bis zur Rückkehr zum alten Hoch bzw. Einstand	(unwahrscheinlich)

Bond und Bubble – zwei schwer vereinbare Begriffe

Unsere erste Anmerkung zum Bubble-Begriff ist die, dass die Bezeichnung „Bubble“ nicht einfach bedeutet, dass eine Assetklasse im Vergleich zu einem wie auch immer berechneten fairen Wert überbewertet ist, sondern dass die Überbewertung von der Größenordnung her absolut grotesk ist, sodass eine unvermeidliche Korrektur nahezu die Gesamtheit der vorhergehenden Kursgewinne in kürzester Zeit ausradert. Das Platzen der Bubble löst einen wirklichen Schock aus, der zu einem anhaltenden Preisverfall und einer längerfristigen Krise führt. Wie vorher erwähnt, gingen bei allen historisch belegten wirklichen Kapitalmarktcrashes immer zwischen 75 % und 99 % der vorhergehenden Kursgewinne verloren.

Bei den in manchen Übersichten genannten Crashes des Marktes für Staatsanleihen war dies aber nie der Fall, so dass sich die Autoren sehr schwer tun, den Begriff „Bubble“ wirklich auf diese Rentenmärkte anzuwenden.

Tabelle 1 zeigt zur Unterstreichung dieses Arguments die zehn schlechtesten Monats-, Jahres- und Fünfjahresperformancedaten für DAX und REX, rollierend seit 1967 berechnet.

Tabelle 1: DAX und REX

Monatsperformance		Jahresperformance		5Jahresperformance, p.a.	
Dax	Rex	Dax	Rex	Dax	Rex
-29,33%	-4,44%	-54,60%	-5,03%	-13,8%	3,9%
-26,70%	-3,54%	-49,45%	-4,95%	-11,8%	3,9%
-18,38%	-3,00%	-46,20%	-4,60%	-11,7%	4,0%
-18,35%	-2,58%	-43,94%	-3,71%	-11,7%	4,1%
-16,93%	-2,31%	-41,64%	-3,36%	-10,7%	4,1%
-15,00%	-2,17%	-38,10%	-3,01%	-10,6%	4,3%
-13,90%	-2,04%	-37,63%	-2,60%	-10,5%	4,3%
-13,79%	-2,01%	-36,59%	-2,57%	-10,4%	4,3%
-13,69%	-1,93%	-34,69%	-2,54%	-9,8%	4,4%
-13,58%	-1,89%	-34,49%	-2,17%	-9,5%	4,4%

Quelle: eigene Darstellung

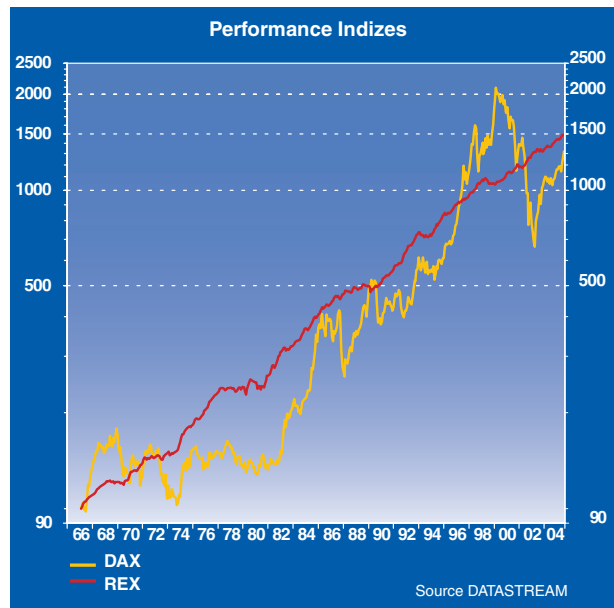
Die Tabelle unterstreicht zwei wichtige Beobachtungen. Erstens sind Aktien- und Rentenmärkte (wenn man den High Yield-Markt ausklammert) von der Volatilität und damit vom Risiko her nicht miteinander zu vergleichen. Einem maximalen Jahresverlust (Drawdown) von 54,6% im DAX steht gerade mal ein maximaler Verlust von 5,03 % im REX gegenüber. Dazu kommt, dass der maximale Monatsverlust im REX mit 4,44 % fast genauso groß ist wie der Jahresverlust. Ein Verlust über einen Fünfjahreszeitraum hat es im deutschen Rentenmarkt noch nicht gegeben. Im Gegensatz dazu ist der maximale Monatsverlust im DAX mit 29,33 % zwar um ein Vielfaches größer als im REX, aber der maximale Jahresverlust ist mit 54,6 % im DAX trotzdem fast doppelt so groß wie der Monatsverlust. Selbst über fünf Jahre hat es am Aktienmarkt Phasen großer Verluste gegeben. Dies legt die Feststellung nahe, dass im Rentenmarkt die wirklichen Schwächephase oft sehr schnell ablaufen, während sich die Performance selbst in schlechten Zeiten auf Jahressicht (erst recht auf längere Sicht) schon wieder fängt.

Im Gegensatz dazu können sich Baissen im Aktienmarkt sehr lange hinziehen. Der laufende Kuponertrag, der die Rentenwerte kennzeichnet, sorgt über längere Sicht zu einer Stabilisierung der Performance und verhindert, dass sich Verluste zu Megabaissen akkumulieren können. Man könnte daher argumentieren, dass man in den Rentenmärkten im Prinzip immer engagiert sein muss, um die laufenden Kupons zu verdienen. Man sollte aber dringend in der Lage sein, die (wenigen) schwachen Monate zu meiden, um dann relativ schnell wieder einzu-steigen.

Dies führt zum zweiten grundlegenden Unterschied, der die Rentenmärkte von Aktien-, aber auch Rohstoff- und Immobilienmärkten abgrenzt. Ein Kennzeichen von Bubbles und Crashes ist die historische Erfahrung, dass es nach dem Platzen einer Blase in der Regel sehr lange dauert, bis der Einstand der Anleger wieder erreicht ist (falls es jemals wieder der Fall ist), insbesondere für diejenigen, die spät in die Hausse eingestiegen sind. Im Gegensatz zu anderen Assetklassen werden Anleihen am Ende der Laufzeit zum Nominalwert getilgt (wenn man vom Ausfallrisiko, das bei Staatsanleihen von OECD-Ländern sehr begrenzt ist, absieht). Das heißt aber, dass der Anleger eine Kapitalgarantie hat, die für einen bestimmten Zeitpunkt seinen Einstand (zusammen mit den laufenden Kuponerträgen) sicherstellt. Daher betrug die maximale Zeit bis zum Erreichen des Einstandes in einer Baisse (Time to Recover) im REXP 19 Monate (vom Juni 1999 bis Dezember 2000), während der Einstand eines DAX-Investors, der im Dezember 1969 in den Markt einstieg, erst im April 1983 wieder erreicht wurde, eine Time to Recover von über 13 Jahren (genauer 160 Monate).

Zusätzlich kauft der Anleger in Staatsanleihen eine fixe (positive) Rendite für eine feste Laufzeit, die kaum durch die Marktentwicklungen der dazwischen liegenden Zeit beeinträchtigt wird. Den völlig unterschiedlichen Charakter der Assetklassen Aktien und Staatsanleihen zeigt Abbildung 6, welche die extrem stetige Wertentwicklung des REX (selbst in den inflationären 70er Jahren) im Vergleich zum DAX darstellt.

Abbildung 6:



Natürlich hat es auch an den Staatsanleihenmärkten für die Anleger bereits mehrmals weitgehende Totalverluste gegeben, die von ihren Folgen her einem Aktienmarktcrash entsprachen. Deren Ursachen waren aber keine geplatzten Rentenbubbles, sondern entweder Konsequenzen eines Kreditereignisses (z. B. die Zahlungsunfähigkeit Argentiniens oder Russlands) oder die Folge von Hyperinflation (Deutschland in der Weimarer Republik). Diese Rentencrashes passen aus unserer Sicht nicht in das Schema geplatzter Blasen, denn sie waren nicht Folge übersteigerter Investorenerwartungen oder grotesker Fehlbewertungen des Marktes.

Anleihen und Fair Value

Man versteht – wie bereits definiert – unter einer Kapitalmarktblase eine von Panik, Gier und Anlegerirrationalität getriebene groteske Über- und Unterbewertung einer Assetklasse im Vergleich zu ihrem fundamentalen inneren Wert.

Im Aktienmarkt bestimmt sich der Fair Value einer Aktie, einer Branche oder eines ganzen Marktes durch die abdiskontierten zukünftigen Gewinne der Unternehmen. Hintergrund für eine Blase ist daher in erster Linie eine groteske Überschätzung der Zukunftsperspektiven von Unternehmen, Branchen oder Volkswirtschaften.

Eine solche Überschätzung des zukünftigen Wachstums von Unternehmen ist dann wahrscheinlich, wenn ein exogener Schock in einer Volkswirtschaft auftritt, dessen langfristige Folgen nicht einschätzbar sind. Es ist naheliegend, dass eine Assetklasse, deren Wert in starkem Maße von Langfristprognosen von ökonomischen, politischen und gesellschaftlichen Entwicklungen bzw. dem Wachstumspotenzial einzelner Unternehmen abhängt, aufgrund von Hoffnungen, Gier und Ängsten der Anleger für Fehlbewertungen prädestiniert ist.

Anfällig für Blasen sind auch weitgehend vom Momentum (und Spekulation) getriebene Märkte wie Rohstoffe, insbesondere Gold. Hier ist es ökonomisch fast unmöglich, einen fairen fundamentalen Wert zu bestimmen. Wenn sich aber ein Markt einer fundamentalen Bewertung weitgehend entzieht, ist die Anfälligkeit für „Irrational Exuberance“ (dies ist die von Alan Greenspan als Kommentar zum US-Aktienmarkt 1996 berühmt gewordene Formulierung einer Bubblesituation) entsprechend hoch.

Am Rentenmarkt stellt sich die Situation nüchterner dar. Auch wenn es keine wirklich geschlossene Theorie zur Bestimmung eines Fair Values für ein Zinsniveau (in einer geschlossenen Volkswirtschaft) gibt, kann man doch auf Überlegungen zu einem fairen Zins von Knut Wicksell zurückgreifen, der sich zur Zeit der klassischen Wirtschaftstheorie mit der Bestimmung eines natürlichen Gleichgewichtszinses auseinandergesetzt hat (natural interest rate, 1898).²⁵ Dieser natürliche Zins ist nach Wicksell weitgehend von volkswirtschaftlichen Faktoren abhängig und ist ein Gleichgewichtszins auf lange Sicht.

Generell setzt sich in den heute gängigen Vorstellungen zur Kapitalmarktbeurteilung die nominale Rendite einer Bundesanleihe als Preis für die temporäre Überlassung von Kapital aus der realen Rendite und der für die Laufzeit der Anleihe im Durchschnitt erwarteten Inflationsrate zusammen. Der (natürliche) Realzins stellt sich am Markt so ein, dass er das Angebot an Ersparnissen mit der Nachfrage nach Investitionskapital in Einklang bringt. In der volkswirtschaftlichen Theorie wird behauptet, dass sich dieses Gleichgewicht einstellt, wenn der Realzins gleich ist dem sogenannten Grenzprodukt des Kapitals.

Letztlich bedeutet dies zusammenfassend, dass der Realzins durch das vom technologischen Fortschritt abhängige langfristige Wachstum der (Kapital-)Produktivität bestimmt wird.²⁶

Das Gleichgewichtsmodell wird realitätsnäher, wenn man berücksichtigt, dass das zukünftige Produktivitätswachstum und vor allem die zukünftige Inflationsrate unbekannt sind, und der Anleger zur Bestimmung eines fairen Nominalzinses auf Schätzungen angewiesen ist. Er wird deshalb einen Risikoaufschlag verlangen, der die Volatilität der Inflation (und der Produktivität) widerspiegelt. Insgesamt ergibt sich also als (volkswirtschaftlicher) Fair Value von Bundrenditen:

FV (Bundrendite) = Produktivitätswachstum + erwartete Inflationsrate + Risikoaufschlag

In langfristigen Modellen werden zusätzlich demographische Faktoren berücksichtigt. Bei höherem Bevölkerungswachstum entwickelt ein Land eine zusätzliche Wachstumsdynamik, die zu einem höheren Zinsniveau führt. Wird das langfristige Bevölkerungswachstum in die Formeln zur Bestimmung eines Gleichgewichtszinses berücksichtigt, erhält man abkürzend folgende gängige Formel eines Gleichgewichtszinses:

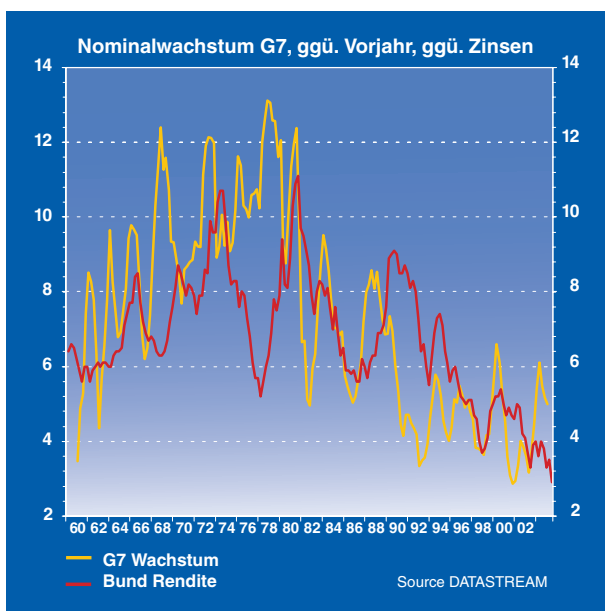
FV (Bundrendite) = Nominalwachstum einer Volkswirtschaft + Risikoaufschlag

(Verlässt man die Betrachtung einer geschlossenen Volkswirtschaft und berücksichtigt man zusätzlich den internationalen Zinszusammenhang, so ändern sich zwar die Formeln wegen der Berücksichtigung von Wechselkursen, Wechselkurserwartungen, unterschiedlichen Inflationsraten und Wachstumsraten in den einzelnen Ländern, aber die Grundaussagen bleiben gleich. Das „faire“ Zinsniveau von Volkswirtschaften hängt entscheidend von der Produktivitätsentwicklung, den Inflationserwartungen und demographischen Faktoren ab).²⁷

Abbildung 7 zeigt den Zusammenhang zwischen Nominalwachstum und Bundrenditen in Deutschland seit 1960. Es wird deutlich, dass die volkswirtschaftliche Gleichgewichtstheorie für Punktprognosen zum Zinsniveau nur begrenzt nutzbar ist. Die Bundrenditen liegen phasenweise deutlich unter dem Nominalwachstum (wie zur Zeit), phasenweise

aber auch deutlich darüber. Mit anderen Worten schwankt die Risikoprämie im Zeitverlauf beträchtlich und sogar im Vorzeichen. (Z. B. wirkt sich die Kombination aus hohem Realwachstum und niedriger Inflation anders aus als niedriges Wachstum bei hoher Inflation, was sich in diesem Modell des natürlichen/neutralen Zinses nicht widerspiegelt). Dennoch lässt sich erkennen, dass sich die Zinsen von den Fundamentaldaten nicht völlig abkoppeln, sondern letztlich (auf lange Sicht) davon bestimmt bleiben.²⁸

Abbildung 7:



Insgesamt glauben wir, dass die Rentenmärkte in stärkerem Maße von (volkswirtschaftlichen) Fundamentaldaten bestimmt sind als andere Assetklassen. Die relativ nüchterne Erwägung von volkswirtschaftlichen Faktoren im Rentenresearch unterscheidet sich erheblich von den Überlegungen an den Aktien- oder Rohstoffmärkten, auf denen Ängste und Phantasie, Gier und Nervosität in viel stärkerem Maße Bestimmungsfaktoren des Anlegerverhaltens sind (bedingt natürlich auch durch die viel höhere Volatilität).

Renten fehlt das Mondäne, und auch die Investoren im Rentenmarkt sind oft von anderem Typus, nämlich defensiver und risikoorientierter, als viele der Anleger im Aktien- oder Rohstoffmarkt (um es ironisch mit Jim Bianco zu sagen: „Bond traders are pipe-smoking gentlemen in tweeds who talk about

esoteric theories of inflation and fiscal deficits in phrases most people don't understand – and always get it right“).²⁹ Renten sind die Assetklasse, in die man aus Gründen der Risikobegrenzung investiert, Aktien sind die Assetklasse zur Ertragssteigerung. Dies kann im Rentenmarkt zwar zu Übertreibungen aufgrund hoher Risikoaversion der Anleger führen (wie zur Zeit, denn Renten sind nicht billig, die Risikoprämie gemäß unseres obigen Modellansatzes ist sogar negativ), aber dies scheint uns nicht vergleichbar mit der Goldgräberstimmung („Building Castles in the Air“ nach B.G. Malkiel), wie sie Übertreibungen in anderen Assetklassen erzeugt.³⁰

Keine Rentenblase

Ein Blick auf die marginalen Anleger im Rentenmarkt, welche die Hausse der letzten Jahre durch Käufe alimentiert haben, und die Motive ihrer Kapitalanlage ist hilfreich, um festzustellen, ob eine Bubble-Atmosphäre zu spüren ist. Die treibenden Kräfte der Hausse, seitdem im Jahr 2003 zum ersten Mal die These „Bond Bubble“ aufkam, waren (neben der hohen Sparneigung der Unternehmen in Folge der Bilanzrezession und der wachsenden Nachfrage nach langen Renten wegen des demographischen Wandels) vor allem drei Käufergruppen:³¹

- ◆ Asiatische Zentralbanken („Dollar Recycling“)
- ◆ Risikoaverse (oder nicht mit Risikokapital ausgestattete) institutionelle Investoren
- ◆ Anleger, die auf der Basis von „Liability Driven Investment“ investieren

Aufgrund permanenter Leistungsbilanzüberschüsse (die Kehrseite der US-Defizite) weisen viele asiatische Zentralbanken (Japan, China, Taiwan, Korea u.a.) in explodierendem Ausmaß Währungsreserven auf. Diese werden schwerpunktmäßig in US-Treasuries angelegt („recycelt“), um eine Aufwertung der eigenen Währung gegenüber dem USD zu verhindern (sozusagen eine Art des Managed Float), aber auch, weil US-Treasuries auch in riesigen Volumina als liquide und sicher angesehen werden. Durch diesen Kreislauf wird verhindert, dass die US-Wirtschaft eine größere Zahlungsbilanzkrise erlebt, und der USD in eine Abwärtsspirale gerät oder die US-Zinsen stark ansteigen (Die USA und China bewegen sich sozusagen in einem Gefangenendilemma).

Die Motive der asiatischen Zentralbanken beruhen also eher auf einer Langfriststrategie (so umstritten diese auch sein mag) als auf einer von Gier und Manie getriebenen Spekulation auf große Gewinne. Die globalen Zahlungsbilanzungleichgewichte sind aus unserer Sicht langfristig zwar eine gefährliche Konstellation, weil in einem solchen Umfeld von einem nachhaltigen Gleichgewicht an den Kapitalmärkten kaum die Rede sein kann.³² Aber die Motive der Zentralbanken liefern auf der anderen Seite keinen Hinweis auf eine Bubble.

Sehr ähnlich kann man bei den beiden anderen Investorengruppen argumentieren. Der Grund für den Kauf von Staatsanleihen im Niedrigzinsumfeld durch Pensionskassen, Versicherungen oder Versorgungswerke ist nicht die Hoffnung auf überdurchschnittliche Erträge am Rentenmarkt. Triebfeder ist vielmehr die Tatsache, dass entweder kein Risikokapital für Investments in andere Assetklassen verfügbar ist, oder dass man sich während der Aktienhausse die Finger so stark verbrannt hat, dass man zur Risikovermeidung gerne auf den Mehrertrag von Aktien verzichtet. Dieser Trend zu risikoaverserem Verhalten wird durch den Gesetzgeber verstärkt (IFRS, Basel II, Solvency II), der in den letzten Jahren die Bedeutung des Asset-Liability-Matching bei der Kapitalanlage immer mehr gefördert hat, so dass bei vielen Anlegergruppen mittlerweile eine starke Präferenz für lange Renten fast erzwungen wurde (Liability Driven Investment).³³ Auch bei diesen Investorengruppen kann von Überoptimismus im Rentenmarkt, Manie oder Hype nicht die Rede sein, sondern man opfert langfristige Performance auf dem Altar von Transparenz und reduzierter Volatilität. Die Kapitalanlage wird also von relativ nüchternen Risikoerwägungen getrieben, auch wenn sich dieses Vorgehen langfristig wahrscheinlich als fatal erweisen wird.³⁴

Zuletzt sei noch erwähnt, dass in den letzten Jahren bei den Anlegern am Rentenmarkt von einem generellen Hype nichts zu spüren war. Da von fast allen Analysten, in allen Gazetten und selbst von Alan Greenspan seit Jahren die Erwartung steigender Zinsen formuliert wurde, wurde der Markt gerade dadurch angetrieben, dass die meisten institutionellen Anleger eher „Short waren“ und im steigenden Markt trotz verbreiteter Skepsis kaufen mussten. Privatanleger spielen für den Trend am Rentenmarkt ohnehin fast keine Rolle. Bis heute ist keine

wirkliche Euphorie am Rentenmarkt ausgebrochen, auch wenn der Skeptizismus der letzten Jahre zuletzt etwas nachgelassen hat.³⁵

Insgesamt fehlen aus unserer Sicht trotz der langen Hausse bei den Anlegern am Rentenmarkt alle Anzeichen für Überoptimismus, Euphorie oder Verkennerung der Wirklichkeit. Die übertriebene Risikoaversion der meisten Anleger wird langfristig zweifellos Performance kosten. Der Rentenmarkt ist in der Endphase eines langen Bullenmarktes. Aber für eine Bubble, der sich in einem Megacrash entladen müsste, gibt es am Staatsanleihenmarkt keine Anzeichen (generell liegt keine Blase vor, wenn alle es für eine Blase halten; außerdem platzen Bubbles, wenn es keiner erwartet und nicht, wenn alle darauf warten).³⁶

Zusammenfassung

Kapitalmarktblasen und Crashes – der Prozess der schöpferischen Zerstörung – sind untrennbare Bestandteile des Kapitalismus. In der Kapitalmarkt-literatur wurden über einen Zeitraum von 360 Jahren 450 größere Blasen und Crashes gezählt. Die berühmtesten dieser Bubbles beginnen mit der holländischen „Tulip Mania“ im Holland des 17. Jahrhunderts und setzen sich fort über die spektakulären französischen „Mississippi Scheme“ und den britischen „South Sea Bubble“ im 18. Jahrhundert, die amerikanische „Railroad Mania“ im 19. Jahrhundert, über den weltweiten „Großen Crash“, der die Weltwirtschaftskrise in den 30er Jahren des 20. Jahrhunderts auslöste, bis hin zur Gegenwart, in der wir noch heute unter den Nachwehen der geplatzten „Japan-Blase“ und der „New Economy Bubble“ leiden.

Die traditionelle Kapitalmarkttheorie kann das Auftreten von Kapitalmarktblasen – die wir als von Panik, Gier und Anlegerirrationalität getriebene groteske Über- und Unterbewertungen von Assetklassen im Vergleich zum fundamentalen inneren Wert definieren – nicht erklären. Aus der Erkenntnis heraus, dass die schönste Theorie nichts nützt, wenn sie die Wirklichkeit nicht erfasst, hat man in den letzten Jahren Fortschritte bei der Entwicklung adäquaterer Kapitalmarkttheorien erzielt. Insbesondere im Rahmen der Behavioral Finance und der Chaostheorie hat man sich intensiv mit dem Phänomen der Kapitalmarktblasen beschäftigt.

Im Mittelpunkt der Analysen von Kapitalmarktblasen steht das manische Verhalten der Investoren als Masse. Die Geschichte der Blasen und Crashes ist die Geschichte des irrationalen Verhaltens des Menschen in der Masse. Gier und absurde Erwartungen, oft befeuert durch billiges Geld und billige Kredite im Rahmen einer überexpansiven Geldpolitik, sind die Stellschrauben eines unaufhaltsamen Booms, der (oft aufgrund eines unerwarteten Ereignisses) in einer Abwärtsspirale endet, wenn die Euphorie in die Panik des Crashes übergeht.

Die moderne Chaostheorie versucht, Bubbles und Crashes wissenschaftlich zu modellieren. In der Sprache der Wissenschaft ist Chaos ein nicht prognostizierbares Verhalten, das dennoch strengen Regeln und Ordnungen unterliegt, die man mathe-

matisch als komplexes dynamisches System modellieren kann („deterministisches Chaos“). Die Abläufe von Blasen und Crashes weisen daher ein typisches Profil auf. Die mittlerweile anerkannte Unterteilung von Bubbles und Crashes in 8-10 Phasen geht auf Minsky und Kindleberger zurück und wurde im Laufe der Zeit immer mehr verfeinert.

Ganz entscheidend ist aus unserer Sicht, dass die Bezeichnung Kapitalmarktblase immer auch eine Frage von Länge und Intensivität ist. Das Wort „Bubble“ bedeutet nicht einfach, dass eine Assetklasse im Vergleich zu einem fairen Wert überbewertet ist, sondern dass die Überbewertung von grotesker Größenordnung ist, so dass eine unvermeidliche Korrektur nahezu die Gesamtheit der vorhergehenden Kursgewinne in kürzester Zeit ausradiert. Das Platzen der Bubble löst einen Schock aus, der zu einem anhaltenden Preisverfall und einer längerfristigen Krise führt. Bei allen historisch belegten Kapitalmarktercrashes gingen immer zwischen 75 % und 99 % der vorhergehenden Kursgewinne verloren.

Dies ist der Hauptgrund, warum wir den Begriff „Bond Bubble“ zur Beschreibung des heutigen Niedrigzinsumfelds für falsch halten. Aktien-, Immobilien- und Rohstoffmärkte sind von ihren Risiken und ihrer Volatilität her nicht mit Rentenmärkten zu vergleichen (wenn man den High Yield Markt ausklammert). Am Rentenmarkt laufen die (von der Größenordnung her begrenzten) Schwächephasen oft sehr schnell ab, während sich die Performance selbst in schlechten Zeiten auf Jahres-sicht (erst recht auf längere Sicht) schon wieder fängt. Der laufende Kuponertrag, der die Rentenwerte kennzeichnet, sorgt über längere Sicht für eine Stabilisierung der Performance und verhindert, dass sich Verluste zu Megabaissen akkumulieren können. Man könnte daher argumentieren, dass man in den Rentenmärkten im Prinzip immer engagiert sein muss, um die laufenden Kupons zu verdienen. Man sollte aber dringend in der Lage sein, die (wenigen) schwachen Monate zu meiden, um dann relativ schnell wieder einzusteigen.

Daher halten wir den Begriff „Bond Bubble“ für den Staatsanleihenmarkt nicht nur im gegenwärtigen Umfeld für falsch, sondern für diese Assetklasse generell für unangemessen.

Die Rentenmärkte sind zudem in stärkerem Maße von (volkswirtschaftlichen) Fundamentaldaten bestimmt als andere Assetklassen. Die relativ nüchterne Erwägung von volkswirtschaftlichen Faktoren im Rentenresearch unterscheidet sich erheblich von den Überlegungen an den Aktien- oder Rohstoffmärkten, auf denen Ängste und Phantasie, Gier und Nervosität in viel stärkerem Maße Bestimmungsfaktoren des Anlegerverhaltens sind (bedingt natürlich auch durch die viel höhere Volatilität). Renten sind die Assetklasse, in die man aus Gründen der Risikobegrenzung investiert, Aktien sind die Assetklasse zur Ertragssteigerung. Aktienanleger suchen die Chance, Rentenanleger meiden das Risiko. Dies kann im Rentenmarkt zwar zu Übertreibungen aufgrund hoher Risikoaversion der Anleger führen, ist aber nicht vergleichbar mit der Goldgräberstimmung, die Übertreibungen in anderen Assetklassen erzeugt.

Schließlich gibt es bei den Hauptanlegern, welche die gegenwärtige Rentenhausse tragen, keine Anzeichen für Überoptimismus, Euphorie oder Verkenntung der Wirklichkeit. Asiatische Zentralbanken, risikoaverse Institutionen und von Asset-Liability-Matching gesteuerte Investoren werden von sehr unterschiedlichen Motiven getrieben, aber ihr Ansatz ist eher strategisch oder risikovermeidend. Die übertriebene Risikoaversion der meisten Anleger wird diese langfristig zweifellos Performance kosten. Der Rentenmarkt ist in der Endphase eines langen Bullenmarktes und im Vergleich zu seinem fundamental bestimmten Fair Value überbewertet. Aber für eine Bubble, der sich in einem Megacrash entladen müsste, gibt es keine Anzeichen. (Die findet man in anderen Assetklassen leichter.)

Verfasser: Werner Krämer
Tel.: 069 / 50 60 6 - 141

Markus van de Weyer
Tel.: 069 / 50 60 6 - 134

Literaturverzeichnis/Quellenangaben

- ¹ L. Perridon / M. Steiner: Finanzwirtschaft der Unternehmung, 6. Auflage, 1991, S. 239-265.
- ² Perridon / Steiner, ebenda, S. 205f.
- ³ J.J. Siegel: Stocks for the Long Run, 3. Auflage, 2002; M. Glaser / M. Nöth / M. Weber: Behavioral Finance, Sonderforschungsbereich 504 der Uni Mannheim, Arbeitspapier 03-14, 2003.
- ⁴ P. Davidson: "If Markets are Efficient, Why Have There Been So Many International Financial Market Crises Since the 1970s?", in: P. Arestis / M. Baddeley / J. McCombie, What Global Economic Crisis?, Palgrave Publishers, 2001.
- ⁵ D. Kahneman / M.W. Riepe: Aspects of Investor Psychology, in: Journal of Portfolio Management, Vol. 24, No. 4, Sommer 1998; R.J. Shiller: From Efficient Market Theory to Behavioral Finance, Cowles Foundation Discussion Paper No. 1385, Oktober 2002.
- ⁶ O.J. Blanchard / M.W. Watson: Bubbles, Rational Expectations and Financial Markets, in: P. Wachtel: Crises in the Economic and Financial Structure, Lexington 1982.
- ⁷ A. Allen / D. Gale: Asset Price Bubbles and Monetary Policy, The Wharton Financial Institutions Center, Working Paper, Mai 2000; F. Allen / D. Gale: Bubbles and Crises, The Economic Journal, No. 110, 2000, S. 236-255.
- ⁸ T.-H. Jo: A Survey of Literature on Speculative Bubble and Speculative Attack, Texas A&M University, Working Paper, Mai 2002; M. Baddeley / J. McCombie: "An Historical Perspective on Speculative Bubbles and Financial Crises: Tulipmania and the South Sea Bubble", in: P. Arestis / M. Baddeley / J. McCombie, What Global Economic Crisis?, Palgrave Publishers, 2001; C. Camerer: Bubbles and fads in asset prices – a review of theory and evidence, in: Journal of Economic Surveys, vol. 3. 1989, S. 3-41.
- ⁹ Bedlam Asset Management: The first global bubble and in praise of Guy, Pick of the Week, 12.08.2005; A. Xie: Bubbles All Around Us, Morgan Stanley Research, European Investment Perspectives, 1. September 2005, S. 17-18.
- ¹⁰ J. Schumpeter: Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung, 1912.
- ¹¹ B. Bonner: Financial Reckoning Day, Wiley, 2004; P.N. Martin / B. Hollnagel: Die großen Spekulationen der Weltgeschichte, München 2002; C. Mackay: Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds, London, 1841.
- ¹² B. Cohen: The Edge of Chaos – Financial Booms, Bubbles, Crashes and Chaos, 1997; J.W. Wilson / R.E. Sylla / C.P. Jones: Financial Market Panics and Volatility in the Long Run, 1830-1988, in: Crashes and Panics, edited by E. White, Illinois, 1990, S. 85-125.

- ¹³ G. Le Bon: Psychologie der Massen, 15. Auflage, Kröner 1982.
- ¹⁴ C.P. Kindleberger: Manias, Panics and Crashes, London 1978; H.P. Minsky: Inflation, Recession and Economic Policy, Brighton 1982.
- ¹⁵ K. Hasset: Bubbleology, New York 2002.
- ¹⁶ S. Bikhchandani / S. Sharma: Herd Behavior in Financial Markets: A Review, IWF Working Paper, WP/00/48, März 2000.
- ¹⁷ B.G. Malkiel: A Random Walk Down Wall Street, New York, 1991, S. 53-72.
- ¹⁸ BIZ: Zyklen und das Finanzsystem, in: 71. Jahresbericht der BIZ, 2001, S. 139-160.
- ¹⁹ F. Allen: Modelling Financial Instability, National Institute Economic Review No. 192, April 2005.
- ²⁰ BIZ, 2001, ebenda, S. 152ff.
- ²¹ J. Mauldin: Time to Call an Audible, Working Paper, Thoughts from the Frontline, September 2005.
- ²² R.S. Gürkaynak: Econometric Tests of Asset Price Bubbles: Taking Stock, Federal Reserve Bank of Washington, Working Paper, Januar 2005.
- ²³ W. Krämer: Die Risikoprämie für Aktien oder "Muss man in diesen Zeiten noch Aktien haben?", Lazard Asset Management, Standpunkt, August 2002.
- ²⁴ M. Faber: The Destruction of Old and Creation of New Bubbles, Marc Faber Limited Working Paper, Juli 2005; R. Buckland: Pan Europe – The Bubble Cycle, SchroderSalomonSmithBarney Research, European Portfolio Strategist, 4. Oktober 2002.
- ²⁵ J. D. Amato: The role of the natural rate of interest in monetary policy, BIS Working Papers, No. 171, März 2005.
- ²⁶ C. Molinas: Bonds and Equity 2003-2013, Asset Allocation Strategy, Merrill Lynch Research, Juni 2003; C. Johns: Bonds, Bubbles and Equities, ABN AMRO Research, Strategy Comment Weekly, 30. Oktober 2001..
- ²⁷ J.N. Feinman: What can we expect for asset returns in the long term?, Deutsche Bank Research, Juli 2001.
- ²⁸ S. King: From Bondage to the Promised Land, HSBC Research, Global Economics, Mai 2005.
- ²⁹ C. Baum: What If It's a Bond Bubble and Condo Conundrum?, Bloomberg Magazine, 22. Juni 2005.
- ³⁰ R. Berner: Risk Premiums and the Fed, Morgan Stanley Research, European Investment Perspectives, 25. Juli 2005, S. 17-18.
- ³¹ S. King: Hey Big Saver, HSBC Research, Global Insights, Juli 2005.
- ³² Anonymous: Traffic lights on the blink?, The Economist, 20. August 2005, S. 49-50.
- ³³ A. Capon: Balancing Act, in: Institutional Investor, Juli 2005, S. 42-49; C. Zielke / L. Ziewer: Gehen wir aufs Ganze!, WestLB Research, September 2005.
- ³⁴ R. Leverich: What Price Security?, FTSE Global Markets, September / Oktober 2005, S. 6-7.
- ³⁵ C. de la Rubia: Starke Bond-Nachfrage lässt moderaten

Anstieg der Renditen erwarten, in: Börsenzeitung, 10.8.2005, S. 3.

³⁶ M. Gilles / M. Klawitter / M. Daheim: Tanz auf dem Vulkan – das neue Paradigma der Bondmärkte, WestLB Research, Multi Asset Navigator, Juli 2005.

Weitere Lazard Publikationen

Standpunkt Oktober 2004

„Europäisches Rentenmanagement und Absolute Return“

Investment Perspektive IV/2004

- Demografie
- Rabattschlacht in Deutschland

Standpunkt Dezember 2004

„Gebühren im Asset Management – Spiegeln Spiegeln an der Wand“

Investment Perspektive I/2005

- USA 2005 – Creativity Crisis
- Displays – Größer, flacher, besser

Hintergrund Februar 2005

„Value at Risk und Stresstests in Banken und Versicherungen“

Investment Perspektive II/2005

„Offshoring als Variante des Outsourcings“

Standpunkt April 2005

„Private Equity als Alternative Assetklasse“

Standpunkt Mai 2005

„Der Spezialfonds – no future?“

Hintergrund Juni 2005

„Der Bondholder Value als Bestimmungsfaktor der Unternehmensbewertung“

Investment Perspektive III/2005

- Feiertage – Wem die Stunde schlägt
- Asien – A never ending story

Hintergrund August 2005

„Shareholder Value in der Sackgasse?“

Standpunkt September 2005

„Asset Backed Securities für die öffentliche Hand in Deutschland“

Diese und weitere Publikationen stehen Ihnen als kostenloser Download auf unserer Homepage zur Verfügung:

<http://www.lazardnet.com/wissen>



Lazard Asset Management
(Deutschland) GmbH

www.lazardnet.de

Alte Mainzer Gasse 37
60311 Frankfurt
Tel.: 069 - 50 60 6 - 0
Fax: 069 - 50 60 6 - 100

Neuer Wall 9
20354 Hamburg
Tel.: 040 - 35 72 90 - 20
Fax: 040 - 35 72 90 - 29