
Dampflokotiven, Fliehkraftregler, Tulpenmanie, Katastrophen und Trittbrettfahrer

Rezension von: Gerhard Aschinger,
Börsenkrach und Spekulation. Eine
ökonomische Analyse, Verlag Franz
Vahlen, München 1995, 361 Seiten,
öS 499,-.

"Ende des letzten Jahrhunderts führte die Entwicklung größerer und schnellerer Dampflokotiven mit besseren Kugellagern zu einer Instabilität des Regelsystems (Fliehkraftregler), wodurch der Bewegungsablauf erheblich gestört wurde. Dieses Phänomen konnte nur durch die Einführung neuer Reibung beseitigt werden." (S. 335f)

Da Finanzmärkte im allgemeinen als Märkte gelten, wo die Bedingungen für einen "perfekten" Markt am ehesten zutreffen, liegt es auf der Hand, daß die Beschäftigung mit dem Markt als Regelmechanismus anhand eben dieser Finanzmärkte eine besondere Herausforderung darstellt. Leider stehen im Zuge der Auseinandersetzung oft Szenarien unheilbringender internationaler Spekulationswellen, welche die Wirtschaftspolitik lähmen, Bildern der besten aller Welten gegenüber, die nur durch staatliche Drangsalierung daran gehindert werden, allen Wohlfahrtssteigerungen zu bringen. Zudem wird die Debatte dann noch in Aufsätzen und Büchern geführt, die entweder in der anekdotischen Evidenz stecken bleiben oder aber in Texten, die anscheinend Unlesbarkeit zu einer akademischen Tugend erhoben haben (eine Marktabschottungsstrategie, die sich im übrigen ökonomisch recht gut erklären läßt).

Das (mitunter krampfhaft anmutende) Verteidigen von Glaubenssätzen findet hingegen in Aschingers Buch ebensowenig Platz wie "akademische Marktabschottungsstragien" einerseits oder die Herleitung von Hypothesen aus bloßer anekdotischer Evidenz ohne analytischem Rahmen andererseits, was meist eher in Denk- als in andere Fallen führt. Genau darin liegt die Stärke des Buches, das ohneweiters als "textbook" für "intermediate finance" und als Nachschlagewerk für Spezialisten dienen kann:

Ausgehend von historischen Finanzkrisen wie der Tulpenmanie im Holland des siebzehnten Jahrhunderts, der französischen "Mississippi-Bubble" und der englischen "South-Sea-Bubble" im achtzehnten Jahrhundert bis zu den beiden großen Börsen-Crashes 1929 und 1987 versteht es Aschinger, mit großer Akribie nicht nur die Fakten, sondern auch die dahinterliegenden Zusammenhänge darzulegen.

Er bleibt aber keineswegs dabei stehen, sondern entwickelt einen analytischen Instrumentenkasten, der ausgehend von der Spekulationstheorie nach Kaldor über die "Bubble-Theorie" bis in die modernere Mathematik der Chaostheorie führt. Wenn das Buch eine Schwäche hat, dann jene, daß über einige Strecken der Bezug zwischen den Kapiteln auf den ersten Blick etwas locker ist (vor allem zwischen analytisch/theoretischem und historisch/empirischem Teil), und daß man manchmal das Gefühl hat, manche Themen könnten etwas gestraffter behandelt werden, während die Herleitung einiger nicht trivialer Modelle noch mehr Detailliertheit vertragen hätte. Dies vor allem, weil die Anschaulichkeit der Darstellung (bei den zahlreichen Diagrammen der chaostheoretischen Modelle ist dies wörtlich zu nehmen) zum Nachprogrammieren animiert. Vielleicht wäre es hier geschickter gewesen, einige Teile in einen Anhang zu stellen (so zum Beispiel

die Herleitung der spekulativen Blasen oder des Chaosmodells und die detailreiche Schilderung der Regulierungsstruktur der amerikanischen Finanzmärkte).

Weiters – aber das ist nicht eine Schwäche Aschingers, sondern eine der gesamten Ökonomik – fehlt die Behandlung eines Problems, auf das noch kein Modell eine befriedigende Antwort geben konnte: die zunehmende Asynchronizität zwischen Finanz- und Gütermärkten.

Gewissermaßen als Overture für die Theorie spekulativer Blasen und der Chaosmodelle am Finanzmarkt bietet Aschinger eine gelungene Zusammenfassung der theoretischen Literatur zur Spekulation. Die Feststellung Friedmans, Spekulation sei stabilisierend, wenn sie Gewinn brächte, ist dabei nicht nur problematisch, weil sie eine reine ex-post Bedingung darstellt. Auch ohne die Modelle spekulativer Blasen oder der Chaostheorie kann gezeigt werden, daß diese Bedingung weder notwendig noch hinreichend ist.

Kaldor erklärt in seinem Modell der Spekulation vor allem über das Verhältnis von "Spekulanten" und "Nichtspekulanten" am Markt, ob es sich um stabilisierende oder destabilisierende Spekulation handelt. Der wesentliche Unterschied zwischen beiden ist, daß die Spekulanten in ihrer Erwartungsbildung die Erwartungsbildung der anderen Marktteilnehmer einbeziehen. Andere Ansätze gehen von Gruppen mit unterschiedlicher Risikoaversion (Keynes und Hicks) oder von einem unterschiedlichen Informationsstand der Marktteilnehmer aus.

In dynamischen Modellen und mit der Erweiterung um Derivative läßt sich durch unterschiedlichen Informationsgrad bzw. unterschiedliche Grade der Risikoaversion sowie deren Veränderung über die Zeit (Feldstein) destabilisierende Spekulation zeigen. Die Möglichkeit destabilisierender Spekulation ist somit

auch theoretisch besser erklärbar als deren Ausschluß. Daß die Spekulation im "Normalfall" wichtige (und stabilisierende) Funktionen der Informationsverarbeitung sowie der Risiko- und Fristentransformation erfüllt, bleibt dabei unbestritten.

Die *Bubbles* und *Crashes*, die Aschinger behandelt, lassen sich im wesentlichen in einem Phasenschema in Anlehnung an Kindleberger und Minsky beschreiben, wobei einige der Phasen natürlich auch parallel auftreten können:

- 1.) Zu Beginn wirkt ein exogener Schock auf das System ein (technische Innovationen und der damit verbundene Produktivitätsfortschritt oder ähnliches).
- 2.) Dadurch kann eine Boomphase entstehen, die zunächst noch auf realen Fundamenten beruht (profitablere Investitionsmöglichkeiten).
- 3.) Die Kreditfähigkeit wird angebots- wie nachfrageseitig ausgedehnt und möglicherweise durch die Schaffung neuer Instrumente mit großer Hebelwirkung verstärkt. Gerade im Crash von 1987 läßt sich dieses Phänomen anhand der relativ neuen Instrumente der verschiedenen *Portfolio-Insurance*-Techniken zeigen, welche die spekulative Blase zwar nicht auflöst, aber verstärkt haben.
- 4.) Die Spekulation tritt durch das vermehrte Auftreten von Mitläuferspekulanten in die Phase der Euphorie. Ab diesem Zeitpunkt wird es bereits schwierig, diskretionär einzugreifen, weil die Spekulation zinsunelastisch wird; viele sind sich der fundamentalen Ungleichgewichte bewußt, glauben aber, noch rechtzeitig aussteigen zu können.
- 5.) Im Laufe der Entwicklung einer spekulativen Blase werden irrationale (massenpsychologische) Phänomene immer bedeutsamer. In Phase 4 und 5 ist das erwartete Verhalten der Mitspekulanten wichtiger als die Relation zwischen Fundamentalwert und Marktpreis.

- 6.) Durch das Steigen der Zinssätze, die Abflachung der Preissteigerungen und das Eintreffen unbedeutender Informationen können die Erwartungen kippen.
- 7.) Es bildet sich eine Panik: Die spekulative Blase platzt, und die Preise fallen auf oder unter den Fundamentalwert zurück.

Die Simulationen des Börsenkrachs von 1987 mit (stochastischen) *Bubble*-Modellen und (deterministischen) Katastrophenmodellen sind jenen überlegen, die von effizienten Märkten ausgehen und eine zufallsbestimmte Entwicklung unterstellen (Brown/Wiener-Prozeß), die Preissprünge nur beim Auftreten neuer bedeutender Informationen zuläßt (Wiener/Poisson-Prozeß). Die Chaosmodelle beruhen dabei im wesentlichen auf einer Faltung der Gleichgewichtsfläche (im dreidimensionalen Raum einer Meereswelle nicht unähnlich), was zu Abschnitten mit instabilen Gleichgewichtspfaden führt, die übersprungen werden (=Katastrophe). In seinem Modell macht Aschinger die Veränderung des Indizes von der (positiven oder negativen) Überschußnachfrage der an Fundamentalwerten orientierten Anleger und vom Anteil der Spekulanten an der Gesamtnachfrage abhängig.

In einer detaillierten Chronologie zeigt er schließlich die Rolle der derivativen Instrumente im *Crash* von 1987, nachdem er deren Bedeutung für die effiziente Verwaltung eines Portefeuilles im vorhergehenden Kapitel dargelegt hat. Während die Diversifikation von Portefeuilles per se eine Pareto-Verbesserung darstellt, weil sie das Risiko bei konstanter erwarteter Rendite – bis zum Markt- oder systemischen Risiko – minimiert (oder eine erwartete Rendite bei konstantem Risiko maximiert), sind die *Portfolio-Insurance*-Strategien und die derivativen Instrumente differenzierter zu betrachten. Bei der Versicherung gegen das Marktrisiko

kann es sich immer nur um ein Nullsummenspiel handeln: Dem Gewinn der einen Marktseite muß notwendigerweise ein Verlust der anderen Marktseite gegenüberstehen.

Dieser Umstand unterscheidet die Versicherung auf Finanzmärkten noch nicht von anderen Versicherungsmärkten. Das Risiko des gehaltenen Portefeuilles kann besser mit der Risikoneigung der jeweiligen Marktteilnehmer zur Deckung gebracht werden und ist daher ebenfalls wohlfahrtssteigernd – wenn es nicht destabilisierende Spekulation begünstigen würde. Die hohe Hebelwirkung und die geringen Transaktionen begünstigen das Auftreten destabilisierender Spekulation, weil bei derivativen Instrumenten ein positives *Feedback* (die Reduktion des Basispreises verringert die Nachfrage nach dem Basisprodukt) auftreten kann.

Ein besseres Risikomanagement kann diese Risiken nur zum Teil abdecken – der *Crash* von 1987 ist großteils den Ineffizienzen im Risikomanagement, Kapazitätsproblemen in den Handelssystemen und der mangelnden Koordination zwischen den einzelnen Märkten zuzuschreiben.

Das Restrisiko spekulativer Blasen ist aber nur durch effizientere Regulierung in den Griff zu bekommen. Die an den amerikanischen Märkten eingeführten Handelsunterbrechungen erwiesen sich dabei als wenig geeignet, Überreaktionen in den Griff zu bekommen. Ist eine Spekulationswelle einmal entstanden, kann sie durch Handelsunterbrechungen nicht mehr aufgehalten werden. Zusätzlich wird der Preismechanismus außer Kraft gesetzt, was wiederum zu Ineffizienzen führt.

Die bisher fehlende bzw. nicht effiziente Regulierung der Finanzmärkte führt zu einem Trittbrettfahrerverhalten der Spekulanten: "Die mit einer Finanzkrise verbundenen Liquiditätsprobleme werden durch die Zentralbanken als *'lender of last resort'* entschärft, mögli-

cherweise werden in gewissen Situationen auch die Steuerzahler zur Kasse gebeten, um gesamtwirtschaftliche Schäden begrenzen zu können." (S. 351) Zudem können Zinsschritte, die der Spekulation Einhalt gebieten sollen, oft auch die Realwirtschaft treffen. Sich dessen bewußt, werden Vertreter von Finanzinstitutionen, denen ja eine gewisse Volatilität der Renditen sehr entgegenkommt (einerseits durch asymmetrische Lags in der Zinsanpas-

sung, die ihre Zinsmargen verbessern, und andererseits durch häufigere Positionswechsel, die ihre Dienstleistungsspanne erhöhen), nicht müde auf die Ineffizienz und/oder Unmöglichkeit der Regulierung hinzuweisen.

Eine neue "Reibung" ist dennoch dringend angezeigt, welche das Regelsystem der Finanzmärkte wieder verbessert, weil die Fliehkraft ohne Haftung bekanntlich schwerwiegende Folgen haben kann.

Thomas Zotter