

Wann platzt die Blase?

Nach fast neun Jahren Börsenhausse fragt sich, was der narrative Auslöser einer Korrektur sein könnte. Der Rückzug der Notenbanken oder ein Bitcoin-Crash könnten die Stimmung kippen lassen. **TEODORO D. COCCA**

Alle grossen spekulativen Blasen der Geschichte waren von einer einfachen, plausiblen und populären Ansicht begleitet, die als Erklärungs- und Rechtfertigungsgrund für die exorbitant hohen Bewertungen herhielt. Spekulative Blasen ähneln somit sozialen Epidemien. Die Basis bilden Gedankenkonstrukte, die sich wie ein Virus mit hoher Geschwindigkeit unter den Marktakteuren verbreiten. Eine hohe Ansteckungsgefahr besteht vor allem bei kristallklaren, anschaulichen und logisch nachvollziehbaren Gedanken.

Es ist gerade die Einfachheit des Arguments und nicht seine Raffiniertheit, die die Stärke der Verbreitung begründet. Das allen einleuchtende grenzenlose Zukunftspotenzial der neuen Internettechnologie rechtfertigte beispielsweise rund um das Jahr 2000 logisch und rational scheinbar jegliche Aktienbewertung.

Eine anhaltende Abweichung des Preises eines Wertpapiers vom weithin als fundamental betrachteten Wert ist die Definition einer spekulativen Blase. Nun lässt sich gerade derzeit trefflich über die in der Definition enthaltenen Kernbegriffe debattieren. Klar ist jedem, dass die Ansichten darüber, was ein fundamentaler Wert ist, weit auseinandergelassen werden können und dieser durch den Marktconsensus festgelegt wird – er stellt also die durchschnittliche Ansicht aller Marktakteure dar. Was aber führt dazu, dass die Meinung oder Stimmung in der Herde der Akteure in die Gegenrichtung kippt? Was kann der sprichwörtliche Tropfen sein, der das Fass in der aktuellen Marktphase zum Überlaufen bringt?

Fed, Facebook & Co.

Das vorherrschende Narrativ (das heisst das sinnstiftende Erzählmotiv, mit dem die Marktakteure die beobachteten Einzelereignisse in einen Gesamtkontext stellen und damit für sich selbst erklärbar machen) der vergangenen Jahre ruht auf zwei starken Argumentationslinien. Erstens: Notenbanken fluten die Märkte massiv mit Liquidität, was die Preise steigen lässt. Zweitens: Aufgrund der Nullzinspolitik sind Aktien (bzw. «Risky Assets») alternativlos.

Überlagert wurde dieses Narrativ in den vergangenen Jahren durch eine «Internetwelle der zweiten Generation», die mit dem Erfolg der sogenannten FANG-Aktien (Facebook, Amazon, Apple, Netflix, Google) symbolisiert wird. Gegenwärtig wird dies ergänzt durch die unablässige mediale Präsenz von Bitcoin als Sinnbild einer zukünftigen Cyber-Welt, in der Begriffe wie Kryptowährungen, künstliche Intelligenz, Fintech und Virtual Reality zu einer einheitlichen verheissungsvollen Zukunftsvision verschmelzen.

Was für eine neue Nachricht hätte nun das Potenzial, in diese narrative Gedankenwelt Zweifel zu säen und eine Implosion der aktuellen Blase – wenn es denn wirklich eine sein sollte – zu bewirken? Natürlich könnte jederzeit ein exogenes Schockereignis zu einem abrupten

Ende der Hausse führen. Derzeit konzentrieren sich die meisten Analysen auf mögliche realwirtschaftliche aversive Szenarien, die die Hausse abrupt beenden könnten (China, Nordkorea, Trump etc.). Aber was, wenn die Stimmung kippt, ohne dass sich realwirtschaftlich Faktisches verändert? Was könnte als endogener «Trigger» eine Gegenbewegung auslösen?

Der Inhalt einer solchermaßen als «Trigger News» zu bezeichnenden Nachricht könnte eine Befürchtung bestätigen, die sich in den Köpfen vieler Anleger bereits



«Die passive Selbstgefälligkeit der Märkte könnte bald ein Ende finden.»

als vage zweifelndes Denkkonstrukt eingestrichelt hat. Die neue Information wirkt nun als kognitiver Katalysator. Die induzierte Bewusstmachung lässt die latente Ahnung zu einer festen Überzeugung mutieren. Die «Trigger-Information» wirkt hierbei als Auslöser, obwohl sich der Stimmungsumschwung der Akteure höchstwahrscheinlich bereits lange vorher aufgebaut hatte.

Dieses Umfeld einer grundsätzlichen Offenheit für negative Nachrichten kann mit dem Konzept des Embodied Knowledge erklärt werden. Dieser Ansatz bezieht sich auf das Wissen, das dem einzelnen Individuum spezifisch ist und sich nur «in seinem Kopf» finden lässt. Die Verarbeitung von neuen Informationen ist durch die bereits vorhandenen Informationen beeinflusst. Umgekehrt verändern neue Informationen auch das vorhandene Wissen. Dieser Mechanismus kann sich sowohl auf individueller Ebene als auch für ein ganzes System abspielen.

Eine Phase, in der die Marktteilnehmer trotz oberflächlichem Optimismus eine hohe Empfänglichkeit für negative Nachrichten haben, könnte sich nächstens herausbilden. Obwohl jede negative Nachricht bisher vom Markt mit geradezu irritierender Gelassenheit aufgenommen wurde, beobachtet man gegenwärtig die medial omnipräsente Debatte, wann die lang andauernde Hausse enden wird. Die Konsensusmeinung ist, dass sich die Anzeichen eines überbewerteten Marktes mehren, sich aber keine irrationale Übertreibung wie in vergangenen Blasen aufgebaut hat.

Eine Illusion, der man in jeder Blase unterliegt, was auch wiederum viele Analysten erwähnen – und dennoch grosszügig und konsequent verdrängen. Der Glaube an die Möglichkeit averser Szenarien scheint

vollkommen abhandengekommen zu sein, wie die niedrige Put-Aktivität oder die Volatilitätserwartungen belegen. Ein psychologisch äusserst verletzlicher Zustand, dessen kognitive Wende von zwei Flanken her kommen könnte.

Diese passive Selbstgefälligkeit der Märkte könnte bald ein Ende finden, sobald sich die Einsicht durchsetzen sollte, dass die Notenbankpolitik derzeit eine Zäsur erfährt und eine neue Marktphase eingeläutet wird. Setzen die Notenbanken ihren leisen und graduellen Rückzug fort, so kommt dem Markt eines der wichtigen oben genannten lange Zeit vorherrschenden Narrative abhandeln. Selbst dann, wenn diese Zäsur in kleinen Schritten stattfindet, setzt sich diese Erkenntnis irgendwann bei einer Mehrheit der Investoren durch und bildet ab diesem Moment das neue Konsensusnarrativ.

Der Verlust des Glaubens daran, dass Notenbanken wie bis anhin bei Marktunruhen ihre Instrumente massiv zur Marktstützung einsetzen, birgt deshalb aufgrund seiner Bedeutung und Klarheit enorme Sprengkraft. In dieser Hinsicht könnte ein bedeutender Wandel des herrschenden Denkmodells anstehen, der eine Veränderung der allgemeinen Risikowahrnehmung implizieren könnte. Eine Nachricht, die genau dieses neue Gennarrativ mit unmissverständlicher Erzählfähigkeit transportiert, hätte das Potenzial zur gesuchten Trigger-Nachricht.

ICO-Boom weckt Erinnerungen

Das zweite narrative Muster mit viel Veränderungskraft ist rund um den Bitcoin-Hype zu orten. Wohin man gegenwärtig auch kommt, mit welchen Bankern man dieser Tage auch spricht, die heftigsten Kopfschüttler lassen sich immer dann beobachten, wenn die Diskussion auf das Thema der Kryptowährungen kommt. Die enorme Zahl an ICO (Initial Coin Offerings) erinnert in frappierender Weise an die vielen Internet-IPO vor rund zwei Jahrzehnten. Heute wie damals lässt sich feststellen, dass Investoren in bestimmten Phasen in besonders hohem Mass bereit sind, einen hohen Preis für eine sehr ungewisse Vision zu zahlen.

Auch wenn Kryptowährungen wie Bitcoin faktisch ein zu geringes Volumen vereinen, um ein systematisches Risiko darzustellen – als Stimmungskiller würde es allemal genügen. Medial ist Bitcoin ein narratives Schwergewicht, weil es als euphorisches Sinnbild einer technologischen Welt von morgen steht. Somit hätte ein Bitcoin-Crash die globale mediale Aufmerksamkeit auf sich und könnte das Gennarrativ zum Bild einer grenzenlosen digitalen Zukunft anschaulich und nachvollziehbar verbreiten.

Teodoro D. Cocca ist Professor für Wealth und Asset Management an der Johannes-Kepler-Universität in Linz und Adjunct Professor am Swiss Finance Institute.



PETER MORF
Redaktor
zum Thema
Altersvorsorge

Rückstand

Die Sicherheit des Rentensystems ist zur grössten Sorge der Schweizer geworden. Das ergibt das neueste Sorgenbarometer des Forschungsinstituts GfS Bern. Offenbar setzt sich die Erkenntnis in der Bevölkerung langsam durch, dass die Altersvorsorge in ihrer heutigen Form von geborgter Zeit lebt. Hauptursache dafür ist die Alterung der Bevölkerung, die ungebremst fortschreitet – eine Wende ist nicht in Sicht.

Das bestätigt die OECD in ihrer neuesten Studie «Pensions at a Glance 2017». Demnach hat die längere Lebenserwartung zur Folge, dass das effektive Renteneintrittsalter steigen muss. Gleichzeitig beklagt sie, dass in den vergangenen zwei Jahren kaum Fortschritte in der Sicherung der Rentensysteme erreicht worden sind.

Das gilt in verstärkter Form für die Schweiz. Hier herrscht in der Altersvorsorge seit Jahren eine Reformblockade – die Schweiz befindet sich gegenüber der OECD im Rückstand. Viele Länder haben das Rentenalter angehoben oder tun dies demnächst. Zudem sind etliche daran, es automatisch an die Lebenserwartung zu koppeln und so zu entpolitisieren.

Wer Derartiges in der Schweiz fordert, begeht schon fast politischen Selbstmord. Selbst bürgerliche Politiker scheuen sich davor, sich mit entsprechenden Forderungen zu exponieren. Die Linke weist selbst vage Gedanken an ein höheres Rentenalter nur weit von sich. Sogar von der Angleichung des Rentenalters der Frauen an jenes der Männer von 65 Jahren will sie nichts mehr wissen. Gemäss OECD kennen neben der Schweiz nur noch Polen und Israel ein ungleiches Rentenalter für die Geschlechter.

Die Schweizer Politik muss den Rückstand in der Sicherheit der Altersvorsorge dringend wett machen und alte Dogmen über Bord werfen. Sonst droht die Sorge der Bevölkerung zur traurigen Realität zu werden.

Aktuell auf www.fuw.ch

FuW US-Steuerreform als Chance

Der Harvard-Ökonom Martin Feldstein sagt, die Vorteile der Senkung des Unternehmenssteuersatzes in den USA würden die Nachteile überwiegen. Das Hauptproblem, die resultierende Zunahme der Staatsverschuldung, empfiehlt er nach den Kongresswahlen 2018 forciert anzugehen.

www.fuw.ch/061217-1

Das zweite Zinsrätsel

Die US-Notenbank strafft die Geldpolitik, doch am Finanzmarkt werden die Konditionen lockerer. Wegen dieses Paradoxons erinnert die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) gleich zweimal an den früheren Fed-Präsidenten Alan Greenspan.

www.fuw.ch/061217-2

Schweiz nun doch auf EU-Steuersünderliste

Die EU-Finanzminister haben am Dienstag in Brüssel zwei Listen mit Steueroasen verabschiedet: eine schwarze und eine graue. Die Schweiz befindet sich entgegen erster Annahmen nun doch auf der grauen Liste. Die dort aufgeführten Länder haben Zusagen gemacht, ihre Steuerpraktiken zu ändern.

www.fuw.ch/061217-3

Was die Paradise Papers wirklich aufdecken

Die Enthüllungen klammern grosse Staaten aus und verletzen den Grundsatz der Unschuldsvermutung. **PHILIPPE BRAILLARD**

Nach der Veröffentlichung der Panama Papers im Frühjahr 2016 sorgt das International Consortium of Investigative Journalists (ICIJ) mit den Paradise Papers erneut für weltweite Schlagzeilen. Das Journalistennetzwerk, das sich aus über 200 Journalisten aus rund 70 Ländern zusammensetzt, verbreitet über die Medien global Informationen, die auf über 13 Mio. vertraulichen Dokumenten basieren. Sie wurden der angesehenen Anwaltskanzlei Appleby entwendet. Es geht um Briefkastenfirmen und Transaktionen, die das ICIJ als aggressive Steuervermeidung oder sogar Steuerbetrug anprangert.

Man kann nur beipflichten, dass die Nutzung von Briefkastenfirmen zu strafbaren oder kriminellen Zwecken (Steuerbetrug, Korruption, Geldwäscherei, organisiertes Verbrechen, Terrorismusfinanzierung) verurteilt werden muss.

Nicht per se illegal

Gleichzeitig lässt sich nicht leugnen, dass diese gross angelegte Kommunikationskampagne zahlreiche Fragen aufwirft und sich mehrere Feststellungen aufdrängen. Die meisten Bemerkungen, die bei der Veröffentlichung der Panama Papers angebracht waren, müssen in diesem Zusammenhang erneut gemacht werden.

Erstens stellt sich die Frage, ob es zulässig ist, wahllos alle Unternehmen oder Individuen an den Pranger zu stellen, die eine Briefkastenfirma gegründet oder genutzt haben. Auch wenn solche Firmen

bisweilen zu illegalen oder sogar kriminellen Zwecken verwendet werden, ist dies bei weitem nicht immer der Fall.

Diese Strukturen können grundsätzlich vollkommen legal genutzt werden und ermöglichen insbesondere die völlig legitime Wahrung der finanziellen Privatsphäre. Anders ausgedrückt rechtfertigt die berechnete Anprangerung illegaler Aktivitäten nicht, dass die Privatsphäre von allen Personen, die diese Art von Rechtsvehikel nutzen, verletzt wird oder sie als Kriminelle dargestellt und der Wut der Öffentlichkeit ausgesetzt werden. Die meisten Fälle, die vom ICIJ aufgedeckt wurden, dürften sich, wie schon bei den Panama Papers, als legal herausstellen.

Zweitens herrscht unter den investigativen Journalisten oft Verwirrung hinsichtlich der verwendeten Begriffe, was sich auch auf die erhobenen Beschuldigungen auswirkt. So wird die Steuervermeidung, die häufig von vornherein als aggressiv bezeichnet wird, mit dem Steuerbetrug verwechselt. Auch die Unterscheidung von Recht und Moral fällt schwer.

Zweifelloso ist es schockierend, dass sehr wohlhabende Personen oder multinationale Unternehmen die Feinheiten und Lücken der Rechtsordnungen in einer globalisierten Welt ausnutzen, um Steuern zu vermeiden, während andere Bürger oder Unternehmen diese Möglichkeit nicht haben. Es stellt sich in der Tat die Frage, inwieweit eine Akzeptanz besteht, Steuern zu zahlen – und sie berührt den Kern unserer demokratischen Werte.

Nur weil etwas legal ist, muss es nicht unbedingt moralisch vertretbar sein. Diese Einsicht darf aber nicht dazu führen, dass jedes Verhalten, das unseren moralischen Werten widerspricht, als strafbar oder sogar kriminell qualifiziert wird. Zwar spiegelt die Rechtsordnung – wenn auch nur bedingt und oft verzögert – die Werte

«Auf das Verhalten bestimmter Staaten, wie der USA, wird dagegen gar nicht eingegangen.»

einer Gesellschaft. Letztere können die Gesetze aber nicht ersetzen.

Drittens setzt sich das ICIJ in seiner Analyse oberflächlich und wenig überzeugend mit der Verantwortung der Staaten in Bezug auf die Anschuldigungen auseinander. Rund zwanzig mehr oder weniger exotische Steuerparadiесе (darunter die Bermudas, die Britischen Jungferninseln, Jersey, die Isle of Man, die Seychellen usw.) werden öffentlich blossgestellt.

Ungleiche Ellen

Auf das Verhalten bestimmter Staaten, wie der USA, wird gar nicht eingegangen. Dabei weigern diese sich, den internationalen Standard des automatischen Informationsaustauschs anzuwenden, beherber-

gen Hunderttausende Briefkastenfirmen und sind eines der weltweit wichtigsten Steuerfluchtzentren – verurteilen die Steuerflucht aber gleichzeitig. Zudem übergeht das ICIJ die Scheinheiligkeit der EU. Diese kündigt eine schwarze Liste der Steuerparadiесе an, die europäische Staaten ausschliesst. Dies, obwohl bestimmte Mitgliedstaaten durch ihre Gesetzgebung und ihr Verhalten die Steuervermeidung oder sogar -flucht begünstigen.

Viertens lassen die Verwechslungen und wahllosen Anschuldigungen des ICIJ (durch die u. a. die Königin von England, Lewis Hamilton, Wladimir Putin, Justin Trudeau sowie die Unternehmen Glencore, Apple und Nike in Verruf gebracht werden) Zweifel an der Qualität des praktizierten Journalismus aufkommen. Handelt es sich nicht viel mehr um eine Sammlung gestohlener Daten als um echten investigativen Journalismus, der auf Nachforschungen basiert? Wird nicht eine Marketing-Logik verfolgt und der Verlockung der Sensationslust nachgegeben?

Fünftens missachten die Mitglieder des ICIJ die Regeln der Justiz eines jeden Rechtsstaats: Beachtung des Grundsatzes der Unschuldsvermutung, Anspruch auf rechtliches Gehör usw. Sie ermitteln ausschliesslich die belastenden Fakten und missachten die Schutzmassnahmen, auf die alle Staatsbürger Anspruch haben.

Philippe Braillard ist Honorarprofessor an der wirtschafts- und sozialwissenschaftlichen Fakultät der Universität Genf.