

ROBERT J. SHILLER

WIRTSCHAFTS-NOBELPREISTRÄGER 2013

„IRRATIONALER ÜBERSCHWANG“

3. Auflage –
erweitert
und komplett
überarbeitet



PLASSEN
VERLAG

NEW YORK TIMES-BESTSELLER

ROBERT J. SHILLER

WIRTSCHAFTS-NOBELPREISTRÄGER 2013

**„IRRATIONALER
ÜBERSCHWANG“**

3. Auflage –
erweitert und
komplett überarbeitet

PLASSEN
VERLAG

Die Originalausgabe erschien unter dem Titel
Irrational Exuberance – Revised and expanded third edition
ISBN 978-0-691-16626-1

Copyright der Originalausgabe 2015:
Copyright © 2015 Robert J. Shiller
Nobel lecture copyright © 2013 The Nobel Foundation
Published by Princeton University Press, Princeton, New Jersey. All Rights Reserved.

Copyright der deutschen Ausgabe 2015:
© Börsenmedien AG, Kulmbach

Übersetzung: Egbert Neumüller
Gestaltung Cover: Holger Schiffelholz
Gestaltung und Satz: Sabrina Slopek
Bildquelle Umschlag: Getty Images
Herstellung: Daniela Freitag
Lektorat: Claus Rosenkranz
Druck: CPI – Ebner & Spiegel, Ulm

ISBN 978-3-86470-253-2

Bekanntgabe: Neben seiner Stellung als Professor an der Yale University arbeitet der Verfasser momentan in Teilzeit für Standard & Poor's an der Erstellung von Häuserpreisindizes mit; für die Chicago Mercantile Exchange, die einen Futures-Markt für die S&P/Case-Shiller-Häuserpreisindizes betreibt, als Mitglied des Competitive Markets Advisory Council der CME Group; außerdem für die Barclays Bank und ihre Tochterunternehmen an der Erstellung diverser Anlageprodukte. Nichts in diesem Buch stellt ein Verkaufs- oder Kaufangebot für Wertpapiere dar oder sollte als solches interpretiert werden, auch nicht für Wertpapiere, die zu irgendeinem Zeitpunkt von einer der oben erwähnten juristischen Personen zum Verkauf oder Kauf angeboten werden. In den Vereinigten Staaten dürfen Angebote, Wertpapiere zu verkaufen, oder Aufforderungen, Wertpapiere zu kaufen, nur in Form eines Prospekts (wie im novellierten Securities Act von 1933 definiert) getätigkt werden, der an die voraussichtlichen Käufer verteilt wird. In anderen Ländern gelten ähnliche Vorschriften. Dieses Buch enthält mehrere auf die Zukunft bezogene Aussagen, die auf Hochrechnungen, Hypothesen, Vorhersagen, Schätzungen, Überzeugungen und Prognosen des Autors hinsichtlich zukünftiger Ereignisse beruhen. Alle hierin wiedergegebenen auf die Zukunft bezogenen Aussagen geben ausschließlich die Meinung des Autors über solche zukünftigen Ereignisse wieder und beinhalten wesentliche Unsicherheiten. Die tatsächlichen Ereignisse können erheblich von den in solchen zukunftsbezogenen Aussagen beschriebenen Ereignissen abweichen.

Alle Rechte der Verbreitung, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der fotomechanischen Wiedergabe und der Verwertung durch Datenbanken oder ähnliche Einrichtungen vorbehalten.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der
Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten
sind im Internet über <<http://dnb.d-nb.de>> abrufbar.

BÖRSEN  **MEDIEN**
AKTIENGESELLSCHAFT

Postfach 1449 • 95305 Kulmbach
Tel: +49 92219051-0 • Fax: +49 92219051-4444
E-Mail: buecher@boersenmedien.de
www.plassen.de
www.facebook.com/plassenverlag



INHALT

Liste der Abbildungen und Tabellen	7
Vorwort zur dritten Auflage	9
Vorwort zur zweiten Auflage, 2005	19
Vorwort zur ersten Auflage, 2000	25
Danksagungen	31
1 Ein historischer Blick auf den Aktienmarkt	35
2 Ein historischer Blick auf den Anleihemarkt	47
3 Ein historischer Blick auf den Immobilienmarkt	55

TEIL I

Strukturelle Faktoren

4 Beschleunigungs faktoren: Das Internet, die Kapitalismus-Explosion und andere Ereignisse ..	81
5 Verstärkungsmechanismen: Von allein auftretende Pyramidenprozesse	119

TEIL II

Kulturelle Faktoren

6 Die Medien	155
7 Vorstellungen von einer neuen wirtschaftlichen Ära ..	181
8 Neue Zeitalter und Blasen in aller Welt	215

TEIL III

Psychologische Faktoren

- 9** Psychologische Anker für den Markt 231
10 Herdenverhalten und Epidemien 245

TEIL IV

Versuche, den Überschwang zu rationalisieren

- 11** Effiziente Märkte, Random Walks und Blasen 269
12 Was Anleger lernen – und wieder verlernen 291

TEIL V

Aufruf zum Handeln

- 13** Spekulative Volatilität in einer freien Gesellschaft .. 305

- Anhang** Die Nobelpreis-Rede: Spekulative Wertpapierpreise .. 321
Bibliografie Nobelpreis-Rede 361
Bibliografie „Irrationaler Überschwang“ 369

- Anmerkungen 387



ABBILDUNGS- UND TABELLENVERZEICHNIS

1.1	Aktienkurse und Unternehmensgewinne in den USA 1871 bis 2014	37
1.2	Reale Aktienkurse in zehn Ländern und der Welt, Januar 1995 bis Juli 2014	39
1.3	Das zyklusbereinigte KGV (CAPE) und die Zinsen in den USA von 1881 bis 2014	41
2.1	Langfristige Zinsen und Inflation in den Vereinigten Staaten von 1871 bis 2014	50
2.2	Die Rendite inflationsindexierter Anleihen in vier Ländern von 1985 bis 2014	52
3.1	Häuserpreise, Baukosten, Bevölkerung und Zinsen in den Vereinigten Staaten, 1890 bis 2014	57
3.2	Die Häuserpreise in ausgewählten US-amerikanischen Städten, quartalsweise 1983 bis 2014	63
3.3	Häuserpreise in einigen Weltstädten und weltweit, quartalsweise 1985 bis 2014	64
5.1	Aktien als beste Anlage, 1996 bis 2014	120
5.2	Immobilien als beste Anlage, 2003 bis 2013	121
5.3	Die Meinung nach einem Börsencrash, 1996 bis 2014 ..	122
5.4	Valuation Confidence Index, 1989 bis 2014	140

11.1	Das zyklusbereinigte KGV (CAPE) als Vorhersagefaktor für Renditen über zehn Jahre	280
11.2	Aktienkurse und aktueller Wert der Dividenden, 1871 bis 2013	287
A.1	Der reale S&P Composite Stock Price Index sowie zwei Zeitwerte der künftigen realen auf den Index anfallenden Dividenden bei konstantem Abzinsungssatz, 1871 bis 2013	332
A.2	Realer S&P Composite Stock Price Index und drei Zeitwerte der künftig auf den Index anfallenden Dividenden, 1871 bis 2013	336
A.3	Aktuelle Werte künftiger Änderungen der Dividenden im Vergleich zum Dividenden-Kurs-Verhältnis von 49 einzelnen US-Aktien, 1926 bis 1976	342
A.4	Zwei Indizes der US-Häuserpreise, geteilt durch den Verbraucherpreisindex CPI-U, 1987 bis 2013	345

Tabellenverzeichnis

8.1	Die größten realen Jahresanstiege von Aktienindizes in der jüngeren Vergangenheit	216
8.2	Die größten realen Jahresrückgänge von Aktienindizes in der jüngeren Vergangenheit	217
8.3	Die größten realen 5-Jahres-Anstiege von Aktienindizes in der jüngeren Vergangenheit	218
8.4	Die größten realen 5-Jahres-Rückgänge von Aktienindizes in der jüngeren Vergangenheit	219

VORWORT

Man könnte meinen, Jahre nachdem die Spekulationsblasen geplatzt sind, die zu der weltweiten Finanzkrise der Jahre 2007 bis 2009 geführt hatten, müssten wir in einer merklich anderen Welt „nach den Blasen“ leben. Man könnte meinen, die Menschen hätten ihre Lektion gelernt und würden sich nicht mehr auf expandierende Märkte stürzen, wie es so viele vor der Krise taten und dadurch die einsetzenden Blasen verschlimmerten. Doch die Indizien für Blasen häufen sich seit der Krise. An den Aktien- und Anleihemärkten der Vereinigten Staaten und einiger anderer Länder haben die Bewertungen hohe Niveaus erreicht und in vielen Ländern steigen die Preise von Wohnimmobilien rasant. All dies geschah und geschieht, obwohl die Erholung von der Finanzkrise weltweit enttäuschend ausfiel. Es geschieht trotz der zunehmend angespannten internationalen Lage – mit Kriegen im Gazastreifen, im Irak, in Israel, Syrien und der Ukraine – und trotz der Welle möglicherweise disruptiver nationalistischer Gefühle und politischer Polarisierung in den Vereinigten Staaten, in Europa und in Asien.

Während ich dies schreibe, hat der Internationale Währungsfonds gerade eine Warnung ausgegeben, dass die Immobilienmärkte in Asien, Europa, Lateinamerika, Australien, Kanada und Israel überhitzt sind.¹ Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich gab eine ähnliche Warnung aus.²

Die blasenträchtige und augenscheinlich instabile Situation bietet Anlass für eine gewisse Besorgnis, wenn auch grundsätzlich nicht so extrem wie damals, als die erste Auflage des vorliegenden Buches vor dem überteuerten und anfälligen Aktienmarkt warnte (siehe das unten abgedruckte Vorwort

aus dem Jahr 2000) oder als die zweite Auflage vor dem überteuerten und anfälligen Immobilienmarkt warnte (siehe das unten abgedruckte Vorwort aus dem Jahr 2005).

Bis dieses Buch den Weg in die Hände der Leser findet, könnte die Markt-
lage schon wieder ganz anders aussehen. Märkte können sich sehr schnell
ändern und die optimistischen Preise, die wir derzeit (im Oktober 2014)
sehen, machen Prognosen schwer. Im Vergleich zu der Zeit bis zur Veröf-
fentlichung des Buches und bis es auch wirklich gelesen wird, mag die
derzeitige Preisbildung nicht lange halten. Aber ich schreibe für künftige
Leser, in mehreren Jahren. Wenn sie das Buch lesen werden, ist die Markt-
lage in der Mitte des zweiten Jahrzehnts des 21. Jahrhunderts nur eines von
vielen im Buch beschriebenen Beispielen – Beispielen für breiter angelegte
Tendenzen und Ungewissheiten.

Das heißt, die Themen der ersten Auflage sind – mit einer gewissen
Aktualisierung – heute immer noch relevant und werden es wahrscheinlich
immer sein. Als die erste Auflage des Buches im Jahr 2000 erschien, ver-
sicherte ich nachdrücklich, dass die damalige Aktienblase zwar außerordent-
lich groß, aber nichts grundlegend Neues sei. Kapitel 8 der vorliegenden
Ausgabe, „Neue Zeitalter und Blasen in aller Welt“, beschreibt detailliert, wie
oft es an der Börse schon ähnliche, wenn auch kleinere oder örtlich begrenzte,
Booms und Crashes gegeben hat. Eines war allerdings wirklich relativ neu:
das weltweite Ausmaß des Börsenbooms, von dem wir heute wissen, dass
er Anfang 2000 seinen Höhepunkt überschritten. In der ersten Auflage be-
zeichnete ich ihn als „Millenniumboom“, weil er kurz vor Beginn des neuen
Millenniums stattfand. Nachdem er nun vorüber ist, könnten wir auch getrost
von der „Millenniumblase“ sprechen. Aber der Boom beziehungsweise die
Blase war nicht wirklich größer als ihr Pendant, das 1929 seinen Höhepunkt
überschritten. Solche wirklich großen Blasen kommen zwar selten vor, aber
einmalig in der Geschichte war die Millenniumblase nicht.

In der zweiten Auflage (2005) legte ich großen Wert darauf, dass der
landesweite Aufschwung der Häuserpreise in den Vereinigten Staaten, der
Ende der 1990er-Jahre begonnen hatte, der größte aller Zeiten oder zumin-
dest seit 1890 – ab da lagen mir Zahlen vor – gewesen sei. Trotzdem be-
richtete das neue Kapitel, das in jene Auflage aufgenommen wurde, von
früheren Häuserblasen beziehungsweise Blasen der Grundstückspreise in
früheren Jahrhunderten. In früheren Jahrhunderten bezogen sich Immobilien-
spekulationen nämlich eher auf Grundstücke für den Bau von Farmen oder
Wohnhäusern. Außerdem änderte sich in der zweiten Hälfte des 20. Jahr-
hunderts etwas Wesentliches: Die Bedingungen für Hypothekendarlehen
auf Wohnhäuser wurden massiv gelockert. Diese Lockerung und das Ausmaß

des weltweiten Immobilienbooms (den wir nach dem Zusammenbruch der Immobilienpreise im Jahr 2006 in vielen Regionen getrost als Blase bezeichneten dürfen) waren einzigartig. Wir könnten vom Boom der Besitzergesellschaft sprechen, denn er hing mit einem entsprechenden Slogan zusammen, mit dem George W. Bush im Präsidentschaftswahlkampf 2004 für seine Pläne warb, den verbreiteten Besitz von Eigenheimen, Aktien und sonstigen Geldanlagen zu fördern. (Den derzeitigen Börsenboom, der von 2009 bis zu dem Zeitpunkt im Jahr 2014 reicht, zu dem ich dies schreibe, werde ich in Anlehnung an einen Begriff, den Bill Gross [damals bei PIMCO] im Jahr 2009 populär machte, als „Boom der neuen Normalität“ bezeichnen.)

Aber eigentlich ist an diesen Blasen nichts Neues – nichts grundsätzlich Neues. Sie sind Wiederholungen des ungefähr gleichen Phänomens: Durch Mundpropaganda verbreiten sich Storys von einem neuen Zeitalter und es kommt zur massenhaften Begeisterung für eine bestimmte Art von Geldanlage.

Die verbesserte Informationstechnologie kann die Dynamik dieser Begeisterung beschleunigen. Auch die Veränderung des Anlageverhaltens spielt eine Rolle. In den letzten Jahren machte sich der zunehmende Einfluss internationaler und institutioneller Investoren stark bemerkbar, die in Einfamilienhäuser investieren. Aber das grundsätzliche Phänomen der Blase ist das Gleiche. In Zukunft werden wir bestimmt noch größere Blasen erleben, die jeweils auf eine neue, andere Geschichte von einem neuen Zeitalter aufzubauen, und dann müssen wir dafür neue Namen erfinden.

Als ich 2013 Kolumbien bereiste, rechnete ich nicht damit, etwas von Häuserblasen zu hören. Aber immer wieder hörte ich von dem dortigen erstaunlichen Immobilienboom. Während mich ein Chauffeur in einer Limousine durch den Badeort Cartagena fuhr, zeigte er mir mehrere normal aussehende Häuser, die kurz zuvor für Millionen US-Dollar verkauft worden waren.

Die kolumbianische Notenbank Banco de la República gibt auf ihrer Website Häuserpreisindizes für drei Großstädte an: Bogotá, Medellín und Cali. Er zeigt, dass die Häuserpreise seit 2004 real (also inflationsbereinigt) um 69 Prozent gestiegen sind. Das erinnert an das, was die Vereinigten Staaten erlebt haben: Der S&P/Case-Shiller Ten-City Home Price Index steigt vom Tiefpunkt 1997 bis zum Höhepunkt 2006 um 131 Prozent.

Die Anfälligkeit für Blasen in Kolumbien und auf der ganzen Welt offenbart, dass wir diese Phänomene immer noch nicht verstanden haben. Was ist eigentlich eine Spekulationsblase? Der „Oxford English Dictionary“ erklärt eine „bubble“ als „etwas Zerbrechliches, Substanzloses, Leeres oder Wertloses; trügerische Vorführung. Wird seit dem 17. Jh. häufig für irreführende

geschäftliche oder finanzielle Machenschaften verwendet.“ Das Problem daran ist, dass „Vorführung“ und „Machenschaften“ eher auf bewusste Erzeugung deuten als auf ein verbreitetes gesellschaftliches Phänomen, das nicht von einem einzigen Impresario geleitet wird.

Vielelleicht wird das Wort „Blase“ zu leichtsinnig verwendet. Eugene Fama findet das auf jeden Fall. Er ist der bedeutendste Verfechter der Effizienzmarkthypothese und leugnet, dass es Spekulationsblasen gibt. In seiner Nobelpreis-Rede 2014 erklärte er, das Wort „Blase“ beziehe sich auf „einen irrational starken Preisanstieg, der einen vorhersehbaren starken Rückgang impliziert“.³ Wenn das wirklich die Bedeutung von „Blase“ ist und wenn „vorhersehbar“ bedeutet, dass wir den Zeitpunkt angeben können, zu dem eine Blase platzt, stimme ich ihm zu, dass es wohl kaum stichhaltige Belege für die Existenz von Blasen gibt. Aber das ist nicht meine Definition einer Blase, denn so vorhersehbar sind spekulative Märkte nun einmal nicht.

In der zweiten Auflage des vorliegenden Buches versuchte ich, eine bessere Definition von „Blase“ zu liefern, die zu einer aufgeklärteren Verwendung des Begriffs passt. Diese in Kapitel 1 gegebene Definition beschreibt eine Situation, in der die Nachricht von einer Preiserhöhung die Begeisterung von Anlegern im Zuge einer Art psychologischer Epidemie anheizt. Das scheint mir die Kernbedeutung des Wortes in seiner stringesten Verwendung zu sein.

Diese Definition deutet implizit bereits an, weshalb es dem „Smart Money“ so schwerfällt, aus der Spekulation gegen Blasen Gewinn zu ziehen: Die psychische Ansteckung begünstigt eine Geisteshaltung, die die Preisanstiege rechtfertigt, sodass man die Beteiligung an der Blase als fast rational bezeichnen könnte. Aber sie ist nicht rational.

Die Story lautet in jedem Land anders, sie spiegelt die dortigen Nachrichten wider, die nicht immer mit den Nachrichten in anderen Ländern übereinstimmen. Zum Beispiel besagt die aktuelle Story in Kolumbien offensichtlich, dass die Regierung des Landes unter Führung des angesehenen Präsidenten Juan Manual Santos Calderón die Inflationsrate und die Zinsen auf das Niveau von Industriestaaten gesenkt und die Bedrohung durch die FARC-Rebellen so gut wie beseitigt hat, was für die kolumbianische Wirtschaft eine Vitalitätsspritze bedeutet. Als treibende Kraft einer Häuserblase reicht diese Story aus.

Storys von einem neuen Zeitalter schrauben die Erwartungen an die Anlagerenditen hoch, erzeugen aber nicht unbedingt großes Vertrauen. Die hohen Erwartungen während der Aufschwungphase einer Blase sind wohl eher eine Form von Wunschdenken als ein Ausdruck des Vertrauens und der Zuversicht. Anscheinend besteht in Blasenzeiten eine sozialpsychologische

Neigung zur leichtsinnigen Selbstgefälligkeit, obwohl die Menschen nicht individuell zu dem Schluss kommen, es bestehe kein Risiko.

Wenn man die Aufmerksamkeit der Menschen auf die Risiken lenkt, sind sie in der Wachstumsphase von Blasen tatsächlich gar nicht so zuversichtlich. Abbildung 5.4 zeigt, dass der Valuation Confidence Index zum Allzeithoch des US-Aktienmarkts Anfang 2000 sogar außerordentlich niedrig stand. Auf einer gewissen Ebene waren sich die Menschen der Risiken also durchaus bewusst. Im Rahmen einer Studie, die Karl Case und ich schon seit Jahren durchführen, legen wir Menschen, die kürzlich ein Haus gekauft haben, die folgende Frage mit drei Antwortmöglichkeiten vor: „Was bringt es mit sich, heutzutage in dieser Gegend ein Haus zu kaufen? 1. Ein großes Risiko. 2. Ein gewisses Risiko. 3. Ein geringes oder gar kein Risiko.“ Die Antworten sind sehr irritierend. Im Jahr 2004, als der Immobilienmarkt die schnellsten Preisanstiege verzeichnete, antworteten nur 19 Prozent „Ein geringes oder gar kein Risiko“. Es ist also nicht so, dass während der Blase alle gedacht hätten, die Häuserpreise könnten niemals fallen, auch wenn ihnen das häufig vorgeworfen wird. Und im Jahr 2009, am Tiefpunkt der schwersten Rezession seit der Großen Depression der 1930er-Jahre, wählte ein noch geringerer Anteil der Befragten diese Möglichkeit, nämlich 17,2 Prozent.⁴

Anscheinend herrscht in Blasenzeiten weniger die feste Überzeugung, die Preise könnten niemals fallen, sondern eher ein psychisches Klima, in dem die Öffentlichkeit den Gedanken ausblendet, dass die Preise fallen könnten. Die Storys vom neuen Zeitalter sind keine festen Überzeugungen, sondern nur Gedanken, die im Vordergrund des Denkens stehen und als Rechtfertigungen für das Handeln anderer Menschen und das eigene Handeln fungieren.

Da Blasen im Prinzip subtile sozialpsychologische Phänomene sind, lassen sie sich gerade aufgrund ihres Charakter nur schwer kontrollieren. Die seit der Finanzkrise getroffenen regulatorischen Maßnahmen könnten zwar zukünftige Blasen abschwächen, doch ob diese Maßnahmen ausreichen, muss sich noch zeigen.

Es gibt keine liquiden Märkte für Häuserpreise, an denen Menschen, die einer Häuserblase skeptisch gegenüberstehen, diese Blase shorten könnten. Wenn dies möglich wäre, könnten ihre Zweifel in die Marktpreise eingepreist werden. Wie wir in Kapitel 11 sehen werden, ist eine wichtige Grundvoraussetzung der Effizienzmarkthypothese nicht erfüllt, wenn es schwierig ist, einen Markt zu shorten. Das sogenannte „Smart Money“ kann zwar seine Investitionen in Immobilien vollständig einstellen, aber danach kann es keine Schritte unternehmen, die verhindern, dass andere die Preise immer weiter in die Höhe treiben. Beispielsweise könnte eine beliebige Gruppe von

Investoren irgendwo auf der Welt die Häuserpreise in einer bestimmten Gegend auf irrsinnige Niveaus hinauftreiben, wenn es ihr in den Sinn käme. Oder auch große institutionelle Investoren, die irgendein Spiel treiben. Es gibt keine anerkannte Theorie, die besagen würde, dass sie das nicht tun könnten, wenn Leerverkäufe nicht möglich sind. Zwar haben schon viele versucht, das Shorten von Einfamilienhäusern möglich zu machen, bislang jedoch mit geringem Erfolg.

Vor ein paar Jahren haben einige mit Hightech ausgerüstete institutionelle Akteure wie etwa die Blackstone Group angefangen, in Einfamilienhäuser zu investieren. Die Präsenz dieser Akteure könnte zwar die Dynamik von Blasen am Immobilienmarkt verändern, nämlich die monatlichen Schwankungen dämpfen. Die hohe kurzfristige Dynamik der Häuserpreise wird uns jedoch mit Sicherheit ebenso erhalten bleiben wie längerfristige Immobilienblasen.

Bei dem Wort „Blase“ kommt einem das Bild einer wachsenden Seifenblase in den Sinn, die zwangsläufig ganz plötzlich und unwiderruflich platzt. Doch Spekulationsblasen gehen nicht so einfach zu Ende. Es kann sogar vorkommen, dass sie ein Stück weit schrumpfen, wenn sich die Story ändert, und sich dann wieder aufblähen.

Es dürfte zutreffender sein, solche Episoden als spekulative Epidemien zu bezeichnen. Bekanntlich kann eine neue Epidemie gerade dann ganz plötzlich auftreten, wenn eine frühere abklingt – etwa wenn eine neue Form des Virus auftaucht oder wenn ein Umweltfaktor die Ansteckungsquote erhöht. So etwas kann auch bei Spekulationsblasen passieren: Irgendwo kann eine neue Blase entstehen, wenn eine neue Story über die Wirtschaft auftaucht und genug narrative Kraft besitzt, um im Denken der Anleger eine erneute Ansteckung hervorzurufen.

So war es bei der Hause der 1920er-Jahre in den Vereinigten Staaten, die 1929 ihren Höhepunkt überschritten. Wir haben diesen Teil der Geschichte verzerrt, weil wir uns Blasen als Phasen dramatisch steigender Preise vorstellen, die an einen Wendepunkt gelangen, ab dem ein plötzlicher, großer und endgültiger Crash stattfindet. Aber in Wirklichkeit ließ ein bedeutender Aufschwung die realen Aktienkurse in den Vereinigten Staaten nach dem Schwarzen Donnerstag bis zum Jahr 1930 wieder die Hälfte des Weges zum Hoch von 1929 steigen. Darauf folgten ein zweiter Crash, ein erneuter Aufschwung von 1932 bis 1937 und ein dritter Crash.

Seit der zweiten Auflage des vorliegenden Buches wird viel über das spezielle Kurs-Gewinn-Verhältnis diskutiert, das John Campbell von der Harvard University und ich entwickelt haben und das bereits in der ersten Auflage vorgestellt wurde: der reale Kurs, geteilt durch den 10-Jahres-Durch-

schnitt des realen Gewinns. Offenbar hat die Presse den Namen übernommen, den ich gelegentlich dafür benutzte – CAPE (= Cyclically Adjusted Price-Earnings ratio, zyklenbereinigtes Kurs-Gewinn-Verhältnis) –, und daher nenne ich es jetzt auch konsequent so. Dieses Verhältnis erschien zwar in allen Auflagen des Buches in der dritten Abbildung des ersten Kapitels, aber die Bezeichnung „CAPE“ kam in früheren Ausgaben nicht vor. Man kann diese Kennzahl so sehen, dass das übliche Kurs-Gewinn-Verhältnis, das ja auf dem Gewinn eines Jahres basiert, um den Konjunkturzyklus bereinigt wird. Plötzliche Ausschläge des Kurs-Gewinn-Verhältnisses, die nach Rezessionen entstehen können, weil dann der Gewinn möglicherweise sehr niedrig ist, werden durch den Durchschnitt der Gewinne über einen langen Zeitraum korrigiert.

Während ich dies schreibe, beträgt das CAPE in den Vereinigten Staaten 26 und ist damit höher denn je, abgesehen vom Umfeld der bedeutenden Börsenhochs 1929, 2000 und 2007. Im vorliegenden Buch geht es aber nicht in erster Linie um die derzeitige Lage der Kapitalmärkte, sondern darum, ein Gefühl für die wahre Natur und Dynamik dieser Märkte zu bekommen.

Die aktuelle Auflage des Buches wurde zum Teil durch die Arbeit mit George Akerlof an unserem gemeinsamen 2009 erschienenen Buch „Animal Spirits“ angeregt, dessen Titel zu Recht thematische Überschneidungen mit „Irrationaler Überschwang“ vermuten lässt. Der alte Begriff „animalische Instinkte“ (lat. „spiritus animalis“) bezieht sich auf die Schwankungen der grundlegenden Triebkraft menschlichen Handelns. Der Volkswirt John Maynard Keynes, nach dessen Ansicht die Volkswirtschaft grundlegende psychologische Instabilitäten beinhaltet, hat diesen Begriff wiederbelebt. Die Schwankungen des irrationalen Überschwangs und der animalischen Instinkte sind nach wie vor ein wichtiger Teil unseres Lebens. Und wir müssen unser gesamtes Arsenal an Sozialwissenschaften aufbieten, um sie zu verstehen.

Der Aufbau des Buches

Die Vorworte der Ausgaben von 2005 und 2000 sind hier abgedruckt, um ein Gefühl dafür zu vermitteln, wie sich das Buch über das Auf und Ab der Finanzmärkte hinweg entwickelt hat. Das Vorwort von 2005 kam kurz vor dem Höhepunkt der Blase der Besitzergesellschaft heraus. Das Vorwort 2000 erschien in der ersten Auflage, gerade als der Markt den Höhepunkt der Millenniumsblase erreichte.

Das eigentliche Buch beginnt mit drei einleitenden Kapiteln, die das Auf und Ab der drei wichtigsten Anlegermärkte in den historischen Zusammen-

hang stellen: den Aktienmarkt, den Anleihemarkt und den Immobilienmarkt. Kapitel 2 wurde in die dritte Auflage neu aufgenommen, um den verbreiteten Bedenken vor einer möglichen Blase am Anleihemarkt Rechnung zu tragen. Dank dieser drei Kapitel sehen wir, wie beachtlich die Schwankungen dieser Märkte waren und sind, und können uns ein umfassendes Bild der Trends an diesen Märkten machen.

Teil I behandelt die strukturellen Faktoren, die Marktblasen antreiben. Er beginnt in Kapitel 4 mit einer Diskussion der beschleunigenden und auslösenden Faktoren, die Marktschwankungen hervorrufen: Ereignisse außerhalb der Märkte, zum Beispiel politische, technologische und demografische. Dieses Kapitel zählt die auslösenden Faktoren auf, die vor allem wegen ihrer Auswirkungen auf die Anlegerstimmung letzten Ende hinter drei Börsenbooms der jüngeren Vergangenheit standen: des Millenniumbooms 1982-2000, des Booms der Besitzgesellschaft 2003-2007 und des Booms der Neuen Normalität von 2009 bis heute. Auch heute ist es wichtig, die Beschleunigungsfaktoren früherer Aufschwünge durchzugehen, damit wir die unterschiedlichen Dinge besser bewerten können, die in Zukunft Aufschwünge antreiben könnten.

Teil II betrachtet kulturelle Faktoren, durch die die Struktur einer Spekulationsblase zusätzlich verstärkt wird. Dabei sind die in Kapitel 6 behandelten Nachrichtenmedien von entscheidender Bedeutung, denn sie verstärken Geschichten, die bei den Anlegern ein Echo hervorrufen – und das häufig ungeachtet ihrer Stichhaltigkeit. Kapitel 7 analysiert die Theorien von einem „neuen Zeitalter“, die von Zeit zu Zeit spontan aufkommen. In der vorliegenden Auflage analysiere ich den Aktienmarkt und den Immobilienmarkt. Wir werden sehen, dass die Popularität solcher Theorien von der Aktivität an den Märkten selbst herröhrt, nicht von einer unbeeinflussten Analyse des wahren Wertes solcher Geschichten. Kapitel 8 wirft einen Blick auf die wichtigsten Börsenbooms der Welt im vergangenen halben Jahrhundert und beschreibt die Theorien von einem neuen Zeitalter, die im Zusammenhang mit vielen dieser Booms aufkamen.

Teil III betrachtet psychologische Faktoren, die hinter dem Verhalten von Märkten stehen. Kapitel 9 erklärt, dass die Allgemeinheit den Marktwert vor allem an psychologischen Ankern festmacht, weil die Wirtschafts- und die Finanztheorie den Wert so schlecht definieren und weil er so schwierig zu berechnen ist. Kapitel 10 beschreibt bedeutende Ergebnisse der Sozialpsychologie und der Soziologie, dank deren wir besser verstehen, weshalb so viele verschiedene Menschen zur selben Zeit ihre Meinung ändern.

Teil IV geht den Versuchen von Wissenschaftlern und populärwissenschaftlichen Autoren nach, Marktblasen rational zu erklären. Kapitel 11

befasst sich mit der Theorie der Markteffizienz. Kapitel 12 behandelt die häufig im Laufe von Blasen vorgebrachte Theorie, die Allgemeinheit habe eben gerade eine wichtige Tatsache erfahren – obwohl diese „Tatsache“ entweder fragwürdig oder schon seit einiger Zeit allgemein bekannt ist.

Teil V – Kapitel 13 – befasst sich damit, welche Konsequenzen Spekulationsblasen für Privatanleger, institutionelle Anleger und Staaten haben. In dieser Zeit, in der sowohl der Aktienmarkt als auch der Immobilienmarkt verwundbar sind, liefert es mehrere Rezepte für dringend nötige politische Veränderungen und schlägt Möglichkeiten vor, wie man sich als Privatanleger den Konsequenzen einer geplatzten Blase weniger stark aussetzen kann.

Außerdem enthält die vorliegende Ausgabe im Anhang die überarbeitete Version der Nobelpreisrede, die ich im Dezember 2013 in Stockholm gehalten habe. Diese Rede stellt viele Argumente des Buches in einen breiteren Kontext und enthält zusätzliche Verweise auf wissenschaftliche Diskussionen einiger hier gezogener grundsätzlicher Schlüsse.

Ich habe die Website irrationalexuberance.com eingerichtet, die neue Informationen im Zusammenhang mit den Themen des Buches präsentieren sowie einige der Zahlen und Diagramme regelmäßig aktualisieren wird, die in diesem Buch aufgeführt sind.