



# Wenn »irrationaler Überschwang« zu Schwierigkeiten führt

Ungewissheit als verhaltensökonomische Ursache für Finanzkrisen

*von Ester Faia*

Wer die Gründe für Finanzkrisen verstehen will, kommt um die Psychologie kaum herum. Eine wesentliche Rolle bei Rezessionen spielt das Gefühl der Unsicherheit und Ungewissheit.

Die globale Finanzkrise 2007/2008 markiert einen bedeutenden Wendepunkt für die akademische Forschung. Der Fokus vieler Wirtschaftswissenschaftler, insbesondere vieler Makroökonomien, liegt seitdem zunehmend darauf, die Auswirkungen von Widerständen und Hemmnissen auf den Finanzmärkten – in der Fachsprache »Friktionen« genannt – und die Gründe für die Krisenanfälligkeit der Finanzmärkte zu verstehen und neue wirtschafts- und stabilitätspolitische Ansätze zu finden. Im Zuge dieser Forschung entstanden viele Arbeiten, in denen Friktionen in der Kreditvergabe und in anderen Bereichen der Finanzwelt als Hauptgrund für Blasen und Wirtschaftskrisen angeführt werden. Beispiele für derartige Friktionen sind Beschränkungen in der Kreditaufnahme durch fehlende Informationen oder aber auch fehlende Kenntnisse über Finanzprodukte seitens der Kreditnehmer. Darüber hinaus wurde zunehmend die Rolle, die Finanzmärkte für die Übertragung von Schocks in einem Bereich der Wirtschaft auf die gesamte Wirtschaft spielen, genauer untersucht. So kann ein Schock in einem Wirtschaftssektor für Verwerfungen auf den Finanzmärkten sorgen, wodurch wiederum Finanzierungsprobleme in ganz anderen, zunächst nicht betroffenen Bereichen der Wirtschaft hervorgerufen werden können.

Häufig werden in diesen Arbeiten für die Krisenanfälligkeit der Finanzmärkte – und somit auch der gesamten Wirtschaft – verhaltensökonomische Erklärungen oder auch die sogenannte »Irrational Exuberance« (irrationaler Überschwang) angeführt. In seinem Buch »Irrational Exuberance« zeigte der US-amerikanische Ökonom und Professor für Wirtschaftswissenschaften an der Yale University Robert Shiller bereits vor der Finanzkrise, dass das Auf und Ab an den Aktienmärkten sowie die Konjunk-

tur- und Krisenzyklen mit entsprechenden Wellen von Optimismus und Pessimismus gegenüber der zukünftigen wirtschaftlichen Entwicklung einhergehen.

#### Optimismus kann zu Preisblasen führen

Darüber hinaus kann es auch zu einem Zusammenspiel von Kreditverknappung und eben jenem »irrationalen Überschwang« kommen. Stellen Sie sich z.B. den einfachen Fall eines Kreditnehmers (Schuldners) vor, der, um einen Kredit zu bekommen, Sicherheiten bei seiner Bank (Gläubiger) hinterlegen muss. Je höher der Wert dieser Sicherheiten ist, z.B. seines Hauses, desto höher kann der entsprechende Kreditbetrag sein, den er sich von der Bank leihen kann. In Zeiten, in denen Wirtschaftsakteure generell optimistisch sind oder sich durch eine höhere Risikobereitschaft auszeichnen, werden diese Sicherheiten zumeist auch höher bewertet. Dadurch ist es möglich, größere Summen zu leihen. Je einfacher es allerdings ist, Schulden aufzunehmen, desto größer sind auch die Anreize, in risikobehaftete Projekte zu investieren. Dadurch steigt jedoch auch die Nachfrage nach eben jenen Investitionsmöglichkeiten, wodurch die Preise entsprechend steigen. Dieses einfache Beispiel zeigt bereits, wie eine optimistische (Über-)Bewertung der hinterlegten Sicherheiten zu einer Auswei-

#### AUF DEN PUNKT GEBRACHT

- Die Finanzkrise 2007/08 hat die akademische Forschung verändert: Wissenschaftler versuchen nun verstärkt, die Gründe für die Krisenanfälligkeit von Finanzmärkten zu verstehen.
- Ein DFG-Projekt an der Goethe-Universität entwickelt ein makroökonomisches Modell, das Finanzkrisen durch eine Kombination traditioneller Kreditverknappungstheorien und verhaltensökonomischer Aspekte erklären kann.
- Ein wichtiger verhaltensökonomischer Faktor ist die Einstellung von Menschen gegenüber Ungewissheit. Diese wird durch äußere Ereignisse verändert, zum Beispiel durch Naturkatastrophen, aber auch durch individuelle Erfahrungen.
- Ziel des Projekts sind bessere Vorhersagen, so dass rechtzeitig die richtigen politischen Maßnahmen getroffen werden können.

tung der Kreditvergabe und daraus entstehenden Preisblasen führen kann.

Dieses einfache Beispiel ist auch Ausgangspunkt meines Forschungsprojekts (in teilweiser Zusammenarbeit mit Giuliano Curatola), welches durch die Deutsche Forschungsgemeinschaft finanziert wird (DFG Projekt 1578: Ineffizienzen auf dem Anleihemarkt und makroökonomische Implikationen). Ziel dieser Forschung ist es, ein makroökonomisches Modell zu entwickeln, das die Entstehung und den Verlauf von Finanzkrisen durch eine Kombination traditioneller Kreditverknappungstheorien und verhaltensökonomischer Aspekte, wie etwa der Einstellung gegenüber Risiken und Ungewissheit, erklären kann.

Das neu entwickelte Modell geht von Präferenzen aus, die auf die Forschung von Daniel Kahneman (Kahneman, Tversky (1979)), für die er 2002 den Nobelpreis erhielt, und Köszegi, Rabin (2009) zurückgehen. Merkmal dieser Präferenzen ist, dass Wirtschaftsakteure ihre Einstellung gegenüber Risiken ändern, sobald z. B. Einkommen über einen gewissen Referenzwert steigen; steigt das Einkommen über diesen Referenzwert, werden Akteure weniger risikavers, im gegenteiligen Fall werden Akteure sensibler gegenüber Risiken.

Angewendet auf das vorherige Beispiel bedeuten diese Präferenzen, dass Schuldner in Zeiten eines wirtschaftlichen Aufschwungs eine hohe Risikobereitschaft und während einer Rezession eine niedrige Risikobereitschaft aufweisen. Folglich sind Schuldner bei guten konjunkturellen Bedingungen bereit, sich stärker zu verschulden, um in risikobehaftete Projekte zu investieren. Wie zuvor sorgt die steigende Nachfrage für eine Preisblase und ein erhöhtes Kreditausfallrisiko. Im Gegensatz zum vorherigen Beispiel und zu Arbeiten zu diesem Thema mit den üblicherweise angenommenen Präferenzen, sorgt die Verschlechterung der wirtschaftlichen Umstände nun zusätzlich dafür, dass Kreditnehmer plötzlich nicht mehr bereit sind, Risiken einzugehen. Dadurch stoßen sie schlagartig ihre Schulden und andere risikobehaftete Beteiligungen ab. Dieser abrupte

und umfassende Abbau von Schulden und der Verkauf von Vermögenswerten durch die zusätzliche Anpassung der Risikoeinstellungen verschärfen die Rezession noch weiter. Quantitative Ergebnisse zeigen, dass Perioden vor und nach großen Finanzkrisen durch eben diese Dynamiken gekennzeichnet sind.

### Wirtschaftsakteure meiden Ungewissheit

Ein wichtiger verhaltensökonomischer Aspekt, der die Auswirkungen von Friktionen in der Kreditvergabe noch verstärken kann, ist die Einstellung gegenüber Ungewissheit. Während Risiko von einer Wahrscheinlichkeit eines Extremereignisses (z. B. einer besonders schweren Rezession) ausgeht, bedeutet Ungewissheit, dass die Wahrscheinlichkeit eines Ereignisses gar nicht erst bekannt ist. Vereinfacht gesagt, ist bei einem klassischen Münzwurf die Wahrscheinlichkeit bekannt, es handelt sich also um Risiko. Die Wahrscheinlichkeit, eine Münze auf der Straße zu finden, ist allerdings gänzlich unbekannt, bei diesem Ereignis handelt es sich folglich um Ungewissheit und nicht um Risiko.

Wirtschaftsakteure zeichnen sich nicht nur durch Einstellungen gegenüber Risiken, sondern auch durch sogenannte Ambiguitätspräferenzen, also Einstellungen gegenüber Ungewissheit, aus. Ähnlich wie bei Risiken können Wirtschaftsakteure gegenüber Ungewissheit abgeneigt sein bzw. Präferenzen für bekannte oder unbekannt Wahrscheinlichkeiten haben oder sie gar ganz bewusst in Kauf nehmen. Während Letzteres mit erhöhtem Optimismus und Überschwang verbunden und vor allem in Wachstumsphasen zu beobachten ist, ist ambiguitätsaverses Verhalten mit Pessimismus und vorsorglichem Sparverhalten verbunden und tritt insbesondere während Rezessionen auf. Der oben beschriebene Verschuldungsmechanismus greift unabhängig davon, ob Wirtschaftsakteure risikoavers oder ambiguitätsavers sind. Durch die zusätzliche Komponente des umschlagenden Optimismus und Pessimismus ist das Modell allerdings – im Gegensatz zu traditionelleren Ansätzen – in der Lage, langwierige und schwere Rezessionen besser zu erklären. Sowohl bei Risikoaversion als auch bei Ambiguitätsaversion steigt zunächst die Verschuldung und somit auch das Kreditausfallrisiko der Schuldner. Während unter Risikopräferenzen das objektive Risiko, den Kredit nicht mehr bedienen zu können, in die Entscheidungsfindung einfließt, sorgen Ambiguitätspräferenzen dafür, dass die Wahrscheinlichkeit dieses ungewissen Ereignisses subjektiv optimistischer bzw. pessimistischer eingeschätzt wird. Im Falle eines Aufschwungs werden Wirtschaftsakteure optimistischer, schätzen die Wahrscheinlichkeit, einen Kredit nicht mehr bedienen zu können, geringer ein, und folglich steigt



### Die Autorin

**Ester Faia** ist Professorin am Institut für Volkswirtschaftslehre der Goethe-Universität. Sie hat einen Lehrstuhl für Geld- und Finanzpolitik inne. Ihr Bachelor- und Masterstudium hat sie an der Bocconi Universität in Mailand absolviert und einen Ph.D. an der New York Universität erworben. Sie war Juniorprofessorin an der Universität Pompeu Fabra in Barcelona. Faia ist Fellow am Zentrum für Wirtschafts- und Politikforschung (CEPR) in London. Sie hat mehrere Arbeiten zur Arbeitsmarkt-, Finanz- und Geldpolitik im Bereich der Makro-Wirtschaft verfasst und wurde in zahlreiche EU-Förderprogramme und DFG-Förderprogramme aufgenommen.

[faia@wiwi.uni-frankfurt.de](mailto:faia@wiwi.uni-frankfurt.de)

die Verschuldung. Sobald nun aber die Wirtschaft in eine Rezession abrutscht und Schulden vermehrt nicht mehr bedient werden können, schlägt der Optimismus der Kreditgeber zusätzlich in Pessimismus um. Dies führt dazu, dass vermehrt Kredite und andere Wertpapiere abgestoßen werden und sich die Rezession dadurch noch verstärkt.

Ein weiterer verhaltensökonomischer Zusammenhang, der im Zuge des Forschungsprojekts untersucht wurde, ist die unterschiedliche Bewertung von hinterlegten Sicherheiten durch Schuldner und Gläubiger und damit einhergehende Auswirkungen auf die Krisenanfälligkeit des Schuldenmarkts. Im konkreten Modell sind die beiden Parteien durch unterschiedliche Präferenzen gekennzeichnet: Schuldner sind weniger risikoscheu und optimistischer gestimmt als Gläubiger. Während die Schuldner bereit sind, sich höher zu verschulden, um in risikobehaftete Projekte zu investieren, würden die Gläubiger lieber sichere Investitionen tätigen. Um diese Diskrepanz zu überbrücken, verlangen Gläubiger Kreditsicherheiten sowie einen Risikoaufschlag. Je höher der Unterschied in der Risikobereitschaft ist, desto höher ist der verlangte Preis aufschlag. Somit spielt dieser verhaltensökonomische Mechanismus eine wichtige Rolle für die Preisfindung auf dem Schuldenmarkt und ist daher auch in der Lage, Veränderungen auf dem Kreditmarkt und Kreditausfallereignisse zu erklären.

### **Ungewissheitsneigung als neue Variable in der Forschung**

Die oben beschriebene Forschungsagenda zeigt, wie Friktionen auf dem Kreditmarkt mit verhaltensökonomischen Elementen – Risiko- sowie Ungewissheitsneigung – zusammengeführt werden können, um Phänomene der Schulden- und Finanzkrise zu erklären. Dadurch sind allerdings auch neue empirische Fragen aufgeworfen worden, die in zukünftigen Arbeiten näher beleuchtet werden sollen.

So ist es z.B. wichtig, das Entstehen von Risiko- bzw. Ungewissheitsneigungen sowie deren Veränderungen genau zu messen. Dies ist zum einen implizit durch Verhaltensänderungen im Zuge von spezifischen Ereignissen möglich. Sollten Wirtschaftsakteure z.B. im Zuge eines Erdbebens ihre Einschätzung über den Wert ihres Wohneigentums ändern, wäre dies ein



Hinweis auf Veränderungen der Risikoneigung. Zum anderen bieten Haushaltsumfragen die Möglichkeit, Rückschlüsse im Hinblick auf die Risiko- bzw. Ungewissheitsneigungen zu ziehen. So ließe sich z.B. aus dem wirtschaftlichen Verhalten (Konsum, Sparen etc.) nach einer plötzlichen Arbeitslosigkeit feststellen, ob eine optimistische Einstellung in eine pessimistische umschlägt. Zurzeit werden entsprechende Daten gesammelt, um die Mechanismen, die diese Forschungsagenda bisher aufgedeckt hat, eingehender empirisch zu beleuchten.

### **Bessere Vorhersagen, sachgerechtere Maßnahmen**

Ein verbessertes Verständnis davon, wie und unter welchen Umständen Wirtschaftsakteure ihre Neigungen verändern, sowie Erkenntnisse über gesamtwirtschaftliche Auswirkungen dieser Veränderung helfen, bessere Vorhersagen über die wirtschaftliche Entwicklung zu treffen und entsprechende sachgerechte wirtschaftspolitische Maßnahmen zu ergreifen. ●

Katastrophen wie der Einsturz der Autobahnbrücke in Genua wirken sich auch auf das Wirtschaftsverhalten von Menschen aus. Unsicherheit kann genauso wie überbordender Optimismus irrationale Entscheidungen zur Folge haben.