

Markus Stahl, Christian A. Conrad*

Die Finanzmärkte im Spannungsfeld der New Economy

Die Aktienmärkte in Europa und vor allem in den USA melden seit Jahren Rekorde. Skeptiker befürchten jedoch, dass sich diese Hausse als spekulative Blase erweist. Wie ist die derzeitige Entwicklung im historischen Vergleich mit dem Crash von 1929 zu beurteilen? Sind die Kurssteigerungen durch die Entwicklung der Fundamentaldaten gerechtfertigt? Sollten die Notenbanken steuernd eingreifen?

Zweifelsohne werden die neunziger Jahre als das Jahrzehnt der Aktie in die Geschichte der Börsen eingehen. Getrieben von den Visionen einer „New Economy“ mit ihren fantastischen technischen Errungenschaften wie beispielsweise der Internet-Technologie, der Telekommunikation oder der Biotechnologie sprengt der Börsenboom jeden historischen Vergleich. Selbst die Kursanstiege im Vorfeld des Crash von 1929 oder vor dem Einbruch des japanischen Börsenmarktes im Jahre 1990 werden dabei in den Schatten gestellt. Angesichts dieser historischen Erfahrungen und der jüngsten Kurskorrekturen wird derzeit vor einer Spekulationsblase gewarnt, die jederzeit platzen könnte. Sind diese Kassandrarufer berechtigt? Gibt es Parallelen zwischen der heutigen Entwicklung und den damaligen Spekulationsblasen?

Anfang der neunziger Jahre hatte wohl noch niemand etwas von der anschließenden Kursexplosion geahnt. Seit Oktober 1990, dem Tiefstpunkt der damaligen Baissebewegung anlässlich des Golfkrieges, erhöhte sich der die 500 bedeutendsten US-Aktien umfassende Standard&Poors-500-Index bis zur Jahrtausendwende um 400%. Dagegen stieg der Nasdaq-Index der amerikanischen Technologiebörse in der letzten Dekade um atemberaubende 1180%.

Das amerikanische Börsenfieber infizierte auch Europa. So konnte beispielsweise die deutsche Börse mit einem Kursaufschwung von 400% in den neunziger Jahren aufwarten. Spektakulär fiel hierbei das erst im Jahre 1997 eingeführte Segment des Neuen Marktes auf. Innerhalb von nur drei Jahren wurde dort in der Spitze eine Performance von 1600% erzielt. Die Dramatik der Kursbewegungen werden bei der Be-

trachtung einzelner Unternehmen noch augenfälliger. Noch im März dieses Jahres war es nicht selten, dass Internet-Unternehmen trotz wachsender Verluste mit dem 100fachen ihres Umsatzes an der Börse bewertet wurden, während der Börsenwert von Gesellschaften der sogenannten „Old Economy“ trotz guter Gewinnlage nicht einmal den Umsatz dieser Unternehmen erreichten.

Aktienkurse und Fundamentaldaten

Die bisherigen Regeln zur Bewertung von Unternehmensanteilen scheinen außer Kraft gesetzt. An der amerikanischen Nasdaq ist selbst nach den jüngsten Korrekturen ein Kurs-Gewinn-Verhältnis¹ jenseits der 100 zu verzeichnen. Selbst das KGV des Standard&Poors-500-Index von aktuell 30 liegt weit über dem bisherigen Durchschnitt von 15. Zugleich hat die laufende Dividendenrendite² von 1,2% neue Tiefstände erreicht und deckt nicht einmal mehr die gegenwärtige Inflationsrate. Die realwirtschaftlichen Entwicklungen können diesem stürmischen Bewertungsanstieg an den Börsen längst nicht mehr standhalten.

Geht man beispielsweise davon aus, dass der amerikanische Aktienmarkt in den nächsten fünf Jahren auf dem im März 2000 erreichten Kurslevel stagniert, so müssten die Unternehmensgewinne mit durchschnittlich 13,7% per annum wachsen, um die bereits entstandene Bewertungslücke zu schließen. Dies wä-

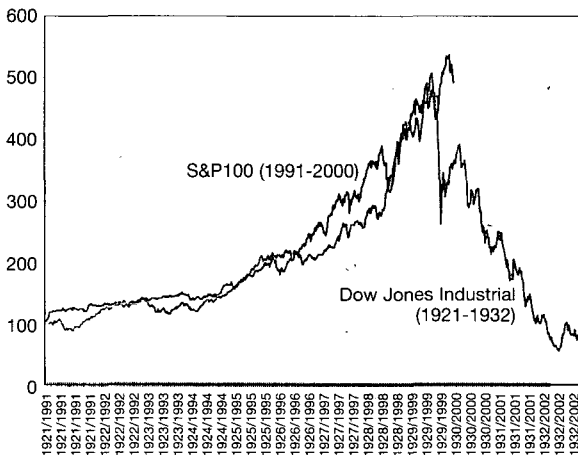
* Die Autoren sind Herausgeber des Anfang dieses Jahres im Schaeffer Poeschel-Verlag erschienenen Sammelbandes „Risikomanagement an internationalen Finanzmärkten“, Stuttgart 2000, ISBN: 3-7910-1594-X.

¹ Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) ist das Verhältnis zwischen dem Aktienkurs und Gewinn des Unternehmens. Bei einem Aktienkurs von 100 DM und einem Gewinn von 5 DM ergibt sich beispielsweise ein KGV von 20. Ein KGV von 20 bedeutet, dass die Aktiengesellschaft bei gleichbleibendem Gewinn 20 Jahre benötigen wird, um das eingesetzte Kapital zu erwirtschaften. Dies entspricht der Verzinsung einer Anleihe über die gleiche Laufzeit von 5%. In Abhängigkeit vom Zinsniveau und den Unternehmensgewinnen bewegte sich das KGV an der US-Börse (S&P-500-Index) in der Periode 1975 – 1995 zwischen 7 (1979) und 21 (1992). An der Wachstumsbörse Nasdaq lag das KGV in der ersten Hälfte der neunziger Jahre bei 30 und damit 50% über dem US-Gesamtmarkt.

² Verhältnis der Dividendenausschüttung zum Aktienkurs.

Dr. Markus Stahl, 37, leitet die Fonds-Vermögensverwaltung bei der Baden-Württembergischen Bank AG; Dr. Christian A. Conrad, 34, arbeitet bei der Landesbank Baden-Württemberg im Ressort Unternehmenskunden. In diesem Beitrag vertreten die Autoren ausschließlich ihre eigenen Auffassungen und Standpunkte.

Abbildung 1
Kursentwicklung im historischen Vergleich:
Dow Jones 30 Industrial Average und S&P100
 (Indizes basiert auf 100)

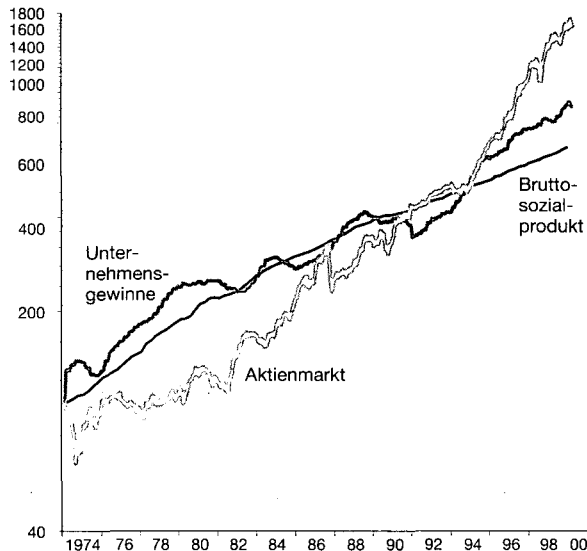


re eine deutlich höhere Rate als in den vergangenen fünf Boom-Jahren (Gewinnwachstum 10,9% p.a.). Setzte sich allerdings das Tempo der Kurssteigerungen an der US-Börse der letzten fünf Jahre mit einer jährlichen Performancerate von 25% in den nächsten fünf Jahren fort, so wäre schon ein Gewinnwachstum von über 40% erforderlich, um die dann erreichten Kursstände auch fundamental zu untermauern.

Sollte die Wachstumsrate der Gewinne börsennotierter US-Aktiengesellschaften letztlich wieder auf ihren langjährigen Durchschnittswert (1973-1999) von 8,65% zurückfallen, dann müssten amerikanische Aktienkurse in den nächsten fünf Jahren um insgesamt 20,5% bzw. 4,5% pro Jahr fallen, um die Schere zwischen fundamentalen Größen und Aktienkursentwicklung wieder zu schließen.

Einige Relationen deuten auf eine mögliche Spekulationsblase hin. So übertraf die Marktkapitalisierung des gesamten amerikanischen Aktienmarktes in Höhe von ca. 16,8 Billionen US-\$³ (Nasdaq: 6,6 und Big Board: 10,2 Billionen US-\$) an seinem bisherigen Höchststand im März 2000 mit dem Faktor 1,7 das Bruttozialprodukt der USA von 9,5 Billionen US-\$. Während der Bubble-Hochphase in Japan wurden sämtliche japanischen Unternehmen an der Börse mit dem 1,4fachen des Bruttozialprodukts bewertet. In den zwanziger Jahren hatte sich die Marktkapitalisierung der Wall Street bis zu 89,7 Mrd. US-\$ aufgebläht und überstieg „nur“ mit dem Faktor 1,1 bereits das gesamte amerikanische Volkseinkommen in Höhe von 81 Mrd. US-\$. Auch die Handelsumsätze an den Wertpapierbörsen Amerikas haben inzwischen unglaubliche Höhen erreicht. Die jährlichen Umsätze in

Abbildung 2
Aktienmarkt, Unternehmensgewinne und
Bruttozialprodukt in den USA
 (Indizes basiert auf 100)



Quelle: Datastream.

US-\$ betragen im Jahre 1999 rund 250% des Bruttozialprodukts, nachdem über viele Jahrzehnte der Wert weit unter 50% gelegen hatte. Im Crashjahr 1929 wurde ein Dollar-Volumen in Höhe des 1,3fachen des Bruttozialprodukts umgesetzt³.

Technischer Fortschritt

Um die atemberaubenden Kurssteigerungen und Bewertungsrelationen zu erklären, war damals wie heute ein populäres Paradigma erforderlich, das die Phantasie der breiten Masse der Kapitalanleger für eine lange Zeit anzuregen vermochte⁴. Der Auslöser des Börsenrausches der goldenen zwanziger Jahre waren die phantastischen technischen Errungenschaften wie Radio, Elektrizität und Auto, sowie die organisatorischen Neuerungen, die durch Frederick Taylor inspiriert wurden. Die Fließbandproduktion in der Automobilindustrie und der spektakuläre Transatlantikflug von Charles Lindberg im Jahre 1927 ließen die alte Eisenbahnindustrie verblassen und rückten den Traum grenzenloser individueller Mobilität für viele Bürger in greifbare Nähe. Das Radio und der Übergang vom

³ Parallelen zu den zwanziger Jahren zieht insbesondere Milton Friedman: Die größte Gefahr ist ein überhitzter Aktienmarkt, S. 373-377; sowie Markus Stahl: Die Lektionen des Jahres 1929, beide in: Christian Conrad, Markus Stahl (Hrsg.): Risikomanagement an den internationalen Finanzmärkten, Stuttgart 2000, S. 3-20.

⁴ Vgl. John Galbraith: The Great Crash 1929, Boston 1988, aus dem Amerikanischen übersetzt unter dem Titel: John Kenneth Galbraith: Der große Crash 1929, München 1989.

**Vergleich wichtiger Indikatoren
1921-1929 und 1991-2000**

	1921-1929	1991-2000
Fundamentale Faktoren		
Reales Wachstum des BSP	4,20%	3,62%
Unternehmensgewinne	9,00%	9,40%
Arbeitslosenquote am Ende	3,20%	4,00%
Boombranchen	Automobil, Luftverkehr, Radio, Film, Versorger	Internet, Informations- technologie, Kommunikation
„Überholte“ Branchen	Eisenbahn- industrie	Automobil, Maschinenbau, Handel, Versorger
Aktienmarkttechnik		
Maximale Performance	496% (DOW) Aug. 21-Sept. 29	504% (S&P 100) Okt. 90-März 00
Beschleunigungsphase		
Dauer	4/1925-9/1929	1/1995-12/1999
Performance	215%	295%
Aktienmarktbeurteilung		
Markt-Kurs-Gewinn-Verhältnis		
Anfang der Hausse	10,0	14,0
Endphase der Hausse	21,0 (Sept. 1929)	33 (März 2000)
Dividendenrendite		
Anfang der Hausse	n.v.	3,7%
Endphase der Hausse	3-3,5%	1,1%
Zinsstruktur Hausse-Endphase		
Leitzinsen	6%	6,5%
3-Monate Restlaufzeit	6,25%	6,7%(Juli 2000)
10-Jahre Restlaufzeit	3,7%	6,1%(Juli 2000)
Marktkapitalisierung/BSP	110%	170%(März 2000)
Geldpolitik		
Leitzinsniveau Anfangsphase	6%	7%
Tiefststand der Leitzinsen		
Niveau	3,5%	3,0%
Zeitpunkt	Mitte 1927	Herbst 1992
Beginn restriktive Geldpolitik	Jan. 1928 (3,5%)	Juli 1999 (4,75%)
Zinserhöhungen seitdem		
Gesamtumfang d. Zinserhöh.	2,50%	1,75%
Anzahl der Zinsschritte	4	6
Leitzinsniveau am Ende	6%	6,5%
Geldmengenwachstum (M2)	3,88% (1921-29)	3,86% (1991-99)
Güterpreisinflation	0,22% (1922-29)	2,74% (1991-99)
Verschuldung der privaten Haushalte		
Wertpapierkredite/ Marktkapitalisierung		
	10%	1,6%
Konsumentenkredite/ Verfügbares Einkommen		
	n.v.	20,5% (1999)
Nettoverschuldung/ Verfügbares Einkommen		
	53% (1929)	67% (1999)

Stummfilm zum vertonten Filmstreifen eröffneten nicht nur Hollywood ungeahnte Möglichkeiten.

Dieser ungeheure Fortschritt faszinierte damals Unternehmer, Verbraucher, Politiker und Anleger gleichermaßen. Mit ihm verbunden waren erhebliche Produktivitätssteigerungen, eine ganz entscheidende Triebfeder der amerikanischen „Prosperity“. Die Arbeitsproduktivität erhöhte sich während der zwanziger Jahre um erstaunliche 43%. Damit einher gingen hohe

Wachstumsraten bei Preisstabilität und niedrige Arbeitslosenquoten. Von 1922 bis 1929 betrug das durchschnittliche reale Wachstum des Bruttoinlandsprodukts 4,2%. Goldene Zeiten brachen aber vor allem für die Unternehmer an. Unter dem republikanischen Präsident Calvin Coolidge (1923-1929) wurde eine wirtschaftsliberale Politik betrieben und der Grenzsteuersatz von 73% auf 25% ermäßigt. Die Unternehmensgewinne erhöhten sich von 1923 bis 1929 um über 60%, weil insbesondere die Lohn-erhöhungen nur ein Viertel der Produktivitätssteigerungen betrug. Die tradierten volkswirtschaftlichen Zusammenhänge schienen den damaligen Zeitgenossen überholt⁵. Die USA waren nicht nur nach Ansicht von John Moody, dem Gründer der gleichnamigen Rating-Agentur, in eine „neue Ära“ eingetreten.

Siebzig Jahre später scheint sich die Geschichte in neuem Gewande zu wiederholen. Diesmal ist es das rasante Wachstum des Internets, das die Phantasie der Anleger blühen lässt. Die Vernetzung der privaten Haushalte und der Unternehmen hat die Informations- und Datenflüsse weltweit revolutioniert. Die Verbreitung des Internets könnte sich als die Basisinnovation erweisen, die eine neue, lange Wachstumsphase eingeläutet hat. Wie in den zwanziger Jahren Radio und Film erschließt das Internet für Produzenten und Verbraucher neue Welten. Informationen können mit dem neuen Medium in Sekundenschnelle weltweit recherchiert, verarbeitet und elektronisch versendet werden. Der Vertrieb von homogenen Produkten der Finanzbranche (z.B. Kredite, Aktien, Versicherungen) oder der Konsumbranche (Reisen, Bücher, Musik) kann heute zunehmend über das Netz abgewickelt werden. Die größten Produktivitätsgewinne verspricht das Internet aber in der Kommunikation zwischen den einzelnen Unternehmen (Business to Business). So kann beispielsweise der Einkauf großer Unternehmen über elektronische Marktplätze erfolgen und die Transaktionskosten damit wesentlich gesenkt werden.

„Goldilock Economy“?

Die deutlichen Produktivitätssteigerungen ließen das Bruttosozialprodukt in den USA von 1991 bis 1999 real um durchschnittlich 3,6% pro Jahr wachsen. In den letzten drei Jahren lag das Wachstum des realen BSP sogar über der 4%-Marke. Über eine noch dynamischere Entwicklung durften sich Unternehmer und deren Kapitalgeber freuen. Die Unternehmensgewinne legten von 1991 bis 1999 mit durchschnittlich 9,4% deutlich schneller zu als die durchschnitt-

⁵ Vgl. Irving Fisher: The Stock Market Crash and After, New York 1930.

lichen Löhne (3,2%). Die Tatsache, dass diese beachtlichen Zuwächse ohne nennenswerte Inflation erzielt werden konnten, haben wie in den zwanziger Jahren der These Vorschub geleistet, die USA sei nunmehr in eine „neue Ära“ eingetreten, in der hohes Wirtschaftswachstum mit niedrigen Zinsen und niedriger Inflation spannungsfrei einhergehe.

Viele Anzeichen sprechen also vordergründig dafür, dass die hohen Kurssteigerungen gerechtfertigt sein könnten. Allerdings besteht bei einer solchen Entwicklung auch immer die Gefahr, dass die Kurssteigerungen zum Selbstläufer werden und sich mehr und mehr von der realen Basis entfernen. Mit dem tiefen Glauben an eine „Goldilock Economy“ werden Einwände und die historischen Erfahrungen leicht beiseite geschoben oder verdrängt⁶. Den kommerziellen Anwendungen des Internet sind in vielen Bereichen noch enge Grenzen gesetzt. In dem Bereich der physischen Freizeitgestaltung sind dem weltweiten Netz ebenso Grenzen gesetzt wie beim Vertrieb von beratungsintensiven oder inhomogenen Produkten. Noch fehlt es auch an einem klaren Rechtsrahmen und ausreichenden Sicherheitsstandards für Netzgeschäfte.

Schwerwiegender dürften sich allerdings die Kräfte des Wettbewerbs erweisen. In den E-Commerce-Bereich neu eintretende Firmen werden von den euphorischen Börsianern bisher noch mit reichlich Eigenkapital versorgt, womit die Grundlage für mehr Wettbewerber in der Zukunft geschaffen wird. Hinzu kommen noch die etablierten Handelskonzerne, die dank ihrer Größe massive Investitionen in diesen Bereichen tätigen können und über einen hohen Bekanntheitsgrad verfügen. Ob die Internet-Pioniere in einem zunehmend wettbewerbsgeprägten Umfeld die hochgeschraubten Gewinnerwartungen, die in den phantastischen Börsenbewertungen reflektiert werden, jemals werden erfüllen können, scheint zumindest für die Mehrzahl der Anbieter fraglich, zumal der rasante technische Fortschritt ein ursprünglich innovatives Geschäftsmodell rasch entwerfen kann. In einem Markt ohne nennenswerte Markteintrittsschranken und hohem technischen Wandel könnten der verlustreichen Investitionsphase statt der erhofften Monopolvergewinne eine Phase des ruinösen Wettbewerbs folgen.

Rationales Anlegerverhalten?

Wie lässt sich jedoch das Phänomen erklären, dass die Anleger trotz dissonanter Informationen die Kurse zu immer neuen Höhen katapultieren, dass weniger die dauerhaft erzielbaren Renditen der realen Investi-

tionen der börsennotierten Unternehmen im Vordergrund der Anlegerentscheidung stehen, sondern vielmehr die Hoffnung auf eine schnelle Wertsteigerung des Handelsobjekts Aktie? Die neue Finanzmarktliteratur deutet an, dass das individuelle Anlegerverhalten durchaus nicht irrational sein muss. Wie beispielsweise die Erklärungsansätze von Flood, Garber, Blanchard und Watson zeigen, können selbst bei rationalem Anlegerverhalten Spekulationsblasen entstehen⁷.

Diese Erklärungsansätze gehen davon aus, dass die Anleger sehr wohl wissen, dass die Kurse spekulativ überhöht und damit unrealistisch sind. Zwar ist die Wahrscheinlichkeit eines Crash größer als die eines weiteren Anwachsens der Blase, die erwarteten Kursgewinne überkompensieren jedoch die Crashwahrscheinlichkeit, so dass der Erwartungswert eines weiteren Kursanstiegs höher ist als der eines Crash. Jeder Anleger geht hierbei zugleich davon aus, dass er rechtzeitig, also vor den anderen aussteigen kann. Dies kann für den einzelnen Marktteilnehmer gelten, aber nicht für die Gesamtheit der Anleger. Man könnte so gesehen von rationalen Irrtümern sprechen. Die Blase platzt, wenn die zur Kompensation der Crashwahrscheinlichkeit notwendigen Kurssteigerungen aus irgendeinem Grund nicht mehr erwartet werden.

Eine weiterer Erklärungsansatz, der rationales Verhalten unterstellt, ist die Efficient Market Hypothesis. Dieser Ansatz geht davon aus, dass in den jeweiligen Börsenkursen alle zugänglichen preisrelevanten Informationen enthalten sind. Aufgrund der stilisierten Annahmen der Efficient Market Hypothesis wird das Phänomen der Spekulationsblasen geleugnet. Die von rationalem Verhalten ausgehenden Modelle erwiesen sich deshalb als ungeeignet, die Kursentwicklung des Crash von 1987 zu erklären oder abzubilden, weshalb von Wirtschaftswissenschaftler neue Modelle gefordert wurden.

Als Gegenbewegung zur klassischen Efficient Market Hypothesis⁸ bildete sich eine Reihe psychologisch ausgerichteter Erklärungsansätze heraus. Die sogenannten Noise-Trading-Ansätze basieren auf der Annahme, dass eine Störgröße (-geräusch, „Noise“) das Abweichen der Kurse von den fundamentalen Daten verursacht. Einige Noise-Trading-Ansätze ar-

⁶ Vgl. Edward Chancellor: Devil take the hindmost – A history of financial speculation, New York 1999, S. 229.

⁷ Vgl. Robert P. Flood, Peter M. Garber: Market Fundamentals versus Price-Level Bubbles: The First Test, in: Journal of Political Economy, Vol. 88 (1980), S. 746 ff.; sowie O.J. Blanchard, M.W. Watson: Bubbles: Rational Expectations, and Financial Markets, in: Paul Wachtel (Hrsg.): Crises in the Economic and Financial Structure, Lexington 1982; sowie Johannes Jüttner: Fundamentals, Bubbles, Trading Strategies: Are they the Causes of Black Monday?, in: Kredit und Kapital, 1989, Nr. 4, S. 474.

beiten in ihren Modellen explizit mit Anlegergruppen, die sich unbewusst irrational verhalten und ihre Entscheidungen auf der Grundlage verzerrter Wahrscheinlichkeitsverteilungen fällen⁹.

Bubbles können aber auch durch positive Stimmungen der Marktteilnehmer (Kurseuphorie) ausgelöst und durch Rückkopplungen (positive Feedbacks) verstärkt werden, was in gleichgerichtetem Massenverhalten münden kann (sogenanntes Herding). Hier kommt die soziologische Gruppenorientierung des Menschen zum Ausdruck¹⁰. In der börsentypischen Unsicherheitssituation orientiert sich der Anleger an den anderen Marktteilnehmern, was die Börse auch – zumindest kurzfristig – durch steigende Kurse honoriert. Auch die Erwartungen der Marktteilnehmer beeinflussen sich gegenseitig. Beispielsweise zeigen empirische Studien, dass die Einschätzung der Marktentwicklung der Analysten und Anleger von vorhergehenden Bewertungen anderer Analysten beeinflusst wird.

Neueste Untersuchungen der verhaltensorientierten Forschungsrichtung New Behavioral Finance bestätigen das Vorherrschen von nicht rationalem Verhalten in der Praxis und damit die psychologisch fundierten Erklärungsansätze.¹¹ Entgegen der neoklassischen Modellwelt zeigte sich, dass die Anleger die ihnen zugänglichen Informationen sehr subjektiv wahrnehmen und bewerten und bei ihren Entscheidungen den Erwartungsnutzen nicht immer maximieren. Auch Informationen werden nicht rational verarbeitet. Die Anleger neigen dazu, die Informationen selektiv wahrzunehmen. Informationen, die sie als erste erreichen, werden gegenüber den späteren tendenziell übergewichtet. Umgekehrt treten ältere Informationen in der Wahrnehmung gegenüber neu hinzukommenden in den Hintergrund. Ferner gewichten beispielsweise Anleger einfache Informationen stärker als komplexe, die sie noch verarbeiten müssen. So schenken Anleger Berichten über Übernahmen, Umsatzmeldungen und Börsengängen mehr Aufmerksamkeit als den Veröffentlichungen von Bilanzkennzahlen¹¹.

Geldpolitik und Börsenboom

Während also das Phänomen der Spekulationsblasen sich einerseits aus psychologischen und verhaltensorientierten Entscheidungsmustern der Anleger erklären lässt, so bedarf es andererseits auch eines monetären Mantels zur Finanzierung der infla-

tionierten Preisgerüste am Aktienmarkt. Im Laufe einer wachsenden Kursblase muss ein immer größerer Teil der gesamtwirtschaftlichen Geldmenge für die Finanzierung der laufenden Börsenumsätze abgezweigt werden und steht somit für Transaktionen beim Güterkonsum nicht mehr zur Verfügung. Dies erklärt auch die jeweils als „neu“ gefeierte Kombination aus nahezu unveränderten Konsumgüterpreisen und explodierenden Preisen für Vermögenswerte (Asset Inflation), wie sie für die großen Spekulationsbewegungen der zwanziger und neunziger Jahre kennzeichnend waren.

Inwieweit die amerikanische Notenbank den finanziellen Nährboden für den spekulativen Exzess in den zwanziger Jahren und der gegenwärtigen Börsenmanie bereitet hat, entzweit Ökonomen damals wie heute. Unstrittig ist, dass die Anfangsphase beider Boombewegungen von einer Politik des lockeren Geldes begleitet war. Seit 1921, dem letzten Jahr der zur Bekämpfung der Nachkriegsinflation eingeleiteten restriktiven Geldpolitik, betrieb die amerikanische Notenbank eine tendenziell expansive Geldpolitik mit sinkendem Diskontsatz: von 6% im Jahre 1921 auf 3,5% Mitte 1927. Für eine restriktivere Linie gab es nach dem traditionellen Inflationsbegriff damals auch keinen Fingerzeig. Die Steigerungsraten der Güterpreise lagen durchweg unter den kritischen Toleranzschwellen. Die Wachstumsraten der Geldmenge M1 entwickelten sich weitgehend parallel zum realen Bruttosozialprodukt, so dass die Gefahr eines aufgestauten Geldüberhangs, der kurzfristig auf den Güterkonsum gelenkt werden könnte, vergleichsweise gering war.

Die eigentliche Inflation und Kreditschöpfung spielte sich allerdings im Wertpapierbereich ab. Die damaligen Broker-Loans erreichten im Jahre 1929 mit rund 8,5 Mrd. US-\$ rund 10% der Marktkapitalisierung. Als es einigen Mitgliedern des amerikanischen Geldwesens dämmerte, dass die Verbindung von Wertpapierkrediten und Börsenboom Sprengkraft birgt, war es bereits zu spät, um das Spekulationskarussell zu stoppen. Die Börsen nahmen gerade dann markant an Fahrt auf, als sich die Notenbank entschlossen hatte, mit drei Diskontsaterhöhungen um insgesamt 1,5% bis auf das Niveau von 5% im Sommer 1928, die spekulative Bewegung abzubremsen. Zwar hatte

⁹ Vgl. A. Sloan, R.L. Stern: How $V_0 = V_0 N(d_1) - E/e^{rt} N(d_2)$ led to Black Monday, in: Forbes, Vol. 25 (1988) Januar, S. 55-59.

¹⁰ Vgl. L. Blume, D. Easley: Evolution and Market Behavior, in: Journal of Economic Theory, Vol. 58 (1992), S. 9-40.

¹⁰ Vgl. hierzu auch R.J. Shiller: Stock Prices and Social Dynamics, in: Brookings Papers on Economic Activity, (1984) Nr. 2, S. 457-498.

¹¹ Vgl. auch Lukas Menkhoff, Christian Röckmann: Noise Trading auf Aktienmärkten, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaftslehre, 64. Jg. (1994), H. 3, S. 287 ff.; sowie Christian Conrad: Theorie und Praxis der Speculative Bubbles, in: Christian Conrad, Markus Stahl (Hrsg.): Risikomanagement an den internationalen Finanzmärkten, a.a.O., S. 135-146.

Notenbankpräsident Roy Young gewarnt, dass Zentralbankgeld nicht für kreditfinanzierte Spekulation missbraucht werden darf, sondern nur für produktive Zwecke zur Verfügung stehe. Der Aktienmarkt ignorierte aber diese Warnungen über ein halbes Jahr, und der Diskontsatz wurde schließlich am 9. August 1929 noch einmal von 5% auf 6% angehoben¹². Der entscheidende Schlag, wie sich jedoch erst zwei Monate später herausstellen sollte¹³.

Siebzig Jahre später scheint sich die Federal Reserve (Fed) in einem ähnlichen Dilemma zu befinden. Dabei hat die Politik des Notenbankpräsidenten Alan Greenspan bei vielen Beobachtern große Anerkennung gefunden. Wie die Wachstumsraten der Geldmenge M2 zeigen, hatte Alan Greenspan die Wirtschaft seit 1995 reichlich mit Liquidität versorgt, als sich die realen Wachstumspotentiale des Internetsektors abzuzeichnen begannen. Das in den letzten beiden Jahren in Relation zum realen Bruttosozialprodukt überproportionale Geldmengenwachstum hat sich trotz der hohen Konsumneigung der amerikanischen Haushalte noch nicht in steigenden Güterpreisen niedergeschlagen.

Dafür werden in der „New Economy“ auch gute Gründe angeführt. Das Internet sorgt für eine deutlich höhere Markttransparenz und verringert die Preisspielräume für viele Anbieter. Der Personalbedarf im Zuge des stürmischen Wirtschaftswachstums konnte ohne bedeutende Lohnzugeständnisse aus dem amerikanischen Arbeitskräftereservoir und durch Immigration gedeckt werden. Die Arbeitslosenquote ist auf ein Rekordtief von 4,1% gesunken.

Wie in den zwanziger Jahren hat damit die Notenbank den Auftrag der Wahrung von Preisniveaustabilität bei gleichzeitiger Förderung des Wirtschaftswachstums vordergründig mit Bravour erfüllt. Die expansive Geldpolitik der letzten Jahre hat aber nicht nur die produktiven, sondern eben auch die spekulativen Kräfte der amerikanischen Volkswirtschaft geweckt. Die Notenbankpolitik der verbalen Interventionen (Moral Suasion) erwies sich, nicht zuletzt aufgrund ihres häufigen Gebrauchs durch Alan Greenspan, vorerst als wirkungslos.

Darüber hinaus klafften die verbalen Äußerungen und die Handlungen der amerikanischen Notenbank

im Herbst 1998 weit auseinander. Angesichts der deflatorischen Wirkungen der Krisen auf den Emerging Markets und des starken Kursrückgangs am amerikanischen Aktienmarkt im Herbst 1998 aufgrund des LTCM-Debakels rang sich die Fed zu drei Leitzinssenkungen durch. Vom 28. September bis zum 17. November 1998 wurde die Federal Funds Target Rate jeweils um ein Viertelprozent von 5,5% auf 4,75% zurückgenommen. Das war das Signal, auf das die Investoren gewartet hatten. Weil diese Bail-out-Aktion die Balance zwischen Risiko- und Ertragsersparungen der Anleger veränderte, ließen sich die Entfesselung der Spekulationskräfte und die furiose Entwicklung der Internetaktien auch durch den zwischenzeitlichen Übergang zu einer restriktiveren geldpolitischen Linie bis März 2000 nicht mehr aufhalten. Erst die Erhöhung der Federal Funds Target Rate auf zuletzt 6,5 % zeigte die Wirkungen an den US-Börsen.

Verantwortung der Notenbanken

Alan Greenspan hat sich mit seinem undogmatischen Krisenmanagement im Herbst 1998 in den Augen einiger Kritiker den fragwürdigen Ruf des Retters erworben, der auch in Zukunft nicht zulassen würde, dass die Kapitalmärkte drastisch unter ihr gegenwärtiges Niveau fallen würden. Damit könnten die Investoren eine implizite Bail-Out-Garantie verbinden¹⁴. Die amerikanische Notenbank war 1998 somit ungewollt in eine ähnliche Zwangssituation hineingeschlittert wie die japanische Notenbank im Jahre 1987. In Japan waren die Geldmengenaggregate Mitte der achtziger Jahre weit schneller als das BSP gewachsen. Als die Pläne für eine Straffung der geldpolitischen Zügel bereits auf dem Tisch lagen, sah sich die Bank of Japan nach dem weltweiten Crash der Aktien im Oktober 1987 gezwungen, durch die Beibehaltung der monetären Expansion ihren Beitrag zur Stabilisierung der Weltfinanzmärkte zu leisten. Während die Wall Street und die Börsen in Europa längere Zeit für die Verdauung der Kursrückschläge benötigten, schwang sich der Nikkei schnell zu neuen Höhenflügen auf. Von Oktober 1987 bis Dezember 1989 konnte er noch einmal um 80% zulegen. Zu Beginn des Jahres 1990 platzte dann die Blase. Der Nikkei-Index büßte in den folgenden Jahren in der Spitze nahezu 70% des im Dezember 1989 erreichten Kursniveaus ein¹⁵.

Die Rettungsaktionen und die Übertreibungen der jüngsten Vergangenheit haben erneut die Frage auf-

¹² Vgl. Stephen Clarke: Central Bank Cooperation: 1924-31, New York 1967; Federal Reserve Bank of New York, Library of Congress Catalog Nr. 67-17650.

¹³ Die monetären Begleitumstände des Crash von 1929 untersuchen insbesondere Peter Temin: Did Monetary Forces Cause the Great Depression?, New York 1976; und Milton Friedman, Jacobson Schwartz: The Great Contraction 1929-1933, Princeton 1965.

¹⁴ Vgl. Hans Tietmeyer: Globalisierung der Finanzmärkte und ihre Konsequenzen, in: Christian A. Conrad, Markus Stahl, (Hrsg.): Risikomanagement an den internationalen Finanzmärkten, a.a.O., S. 361-372.

geworfen, ob die Notenbanken auf die Entwicklung der Aktienpreise reagieren sollten. Unstrittig ist lediglich, dass Notenbanken Inflationsgefahren, die aus der Höherbewertung des Aktienvermögens und einem entsprechenden Mehrkonsum der privaten Haushalte resultieren, kontrollieren sollten. Empirischen Schätzungen zufolge hat der Anstieg des S&P500 seit Anfang des Jahres 1995 die Konsumgüternachfrage der privaten Haushalte in den USA mehr als 4% nach oben getrieben.

Die permanenten Kursgewinne am amerikanischen Aktienmarkt vermitteln den privaten Haushalten ein trügerisches Gefühl der Sicherheit. Ihr zu Marktkursen bewertetes Vermögen hat sich von 1990 bis 1999 von 24,3 auf 48,9 Billionen US-\$ mehr als verdoppelt. Während der Vermögenszuwachs bei den realen Gütern (Grundstücke, Immobilien) mit durchschnittlich 4% p.a. vergleichsweise moderat ausfiel und ihr Anteil am Gesamtvermögen in den neunziger Jahren von 30% auf 23% zurückging, schnellte das Portfoliogewicht des direkten Aktienbesitzes der privaten Haushalte von rund 7% auf über 16% nach oben. Der Anteil des in Pensions- und Investmentfonds gehaltenen indirekten Aktienbesitzes konnte von ca. 16% auf 27,5% zulegen.

Immer mehr US-Bürger wollen auch an dem schnellen Reichtum teilhaben, den der Aktienmarkt verspricht. Im Gegensatz zu deutschen Anlegern, die rund ein Zehntel ihres Vermögens in Aktien angelegt haben, ist der Anteil der US-Haushalte, die über direkten oder indirekten Aktienbesitz verfügen, bis zum Jahre 1998 von etwas mehr als 40% auf knapp 49% gestiegen. Damit liegt dieser Wert weit über der Partizipationsrate von schätzungsweise 5 bis 10% der Haushalte, die in den zwanziger Jahren am Aktienmarkt spekulierten.

Verschuldung der privaten Haushalte

Welche Auswirkungen hat nun die permanente Höherbewertung des Wertpapiervermögens? Es war das Verdienst Milton Friedmans, die Grenzlinien zwischen Konsum, Einkommen und Vermögen neu zu ziehen. Demnach verfügen die privaten Haushalte über ein höheres permanentes Einkommen und können sich entsprechend mehr Konsum leisten, wenn Vermögenszuwächse als dauerhaft interpretiert werden. Die kräftige Ausdehnung der Konsumentenkredite von 863 Mrd. US-\$ im ersten Quartal 1994 auf 1428 Mrd. US-\$ im vierten Quartal 1999 deutet darauf

hin, dass die privaten Haushalte auch in Zukunft Erträge am Aktienmarkt erwarten, die die Zinsbelastung der aufgenommenen Kredite decken.

Angesichts der ungebrochenen Aufwärtsdynamik des amerikanischen Aktienmarkts haben die Anleger auch die Scheu vor kreditfinanzierter Spekulation wieder verloren. Die von Banken für Wertpapierkäufe vergebenen Kredite, ausgedrückt in der Inanspruchnahme von Margin-Konten¹⁶ bei den Mitgliedsfirmen der New York Stock Exchange, haben insbesondere in den letzten Monaten stark zugenommen, nachdem der befürchtete Computercrash zum Jahrtausendwechsel ausgeblieben war. Allein von Februar 1999 bis Februar 2000 haben die Wertpapierkredite um 75% von 151 Mrd. US-\$ auf 265 Mrd. US-\$ zugelegt. Gemessen an der Marktkapitalisierung der Wall Street von mehr als 16,8 Billionen US-\$ sind die Wertpapierkredite mit einem Anteil von 1,6% aber noch verhältnismäßig bedeutungslos.

Allerdings übertrifft die gesamte Verschuldungssituation der privaten Haushalte heute längst die Größenordnungen der zwanziger Jahre. Im Jahre 1929 erreichte die Verschuldung der privaten Haushalte rund 53% ihres verfügbaren Einkommens. In den neunziger Jahren stieg zwar auch das Nettovermögen der privaten Haushalte dank der permanenten Höherbewertung von Aktien deutlich an, die Nettoschulden (Bruttoverschuldung abzüglich finanzieller Forderungen) machen nach 47% im Jahre 1990 aber heute über 67% des verfügbaren Einkommens aus.

Die Höchststände der Konsumentenkredite in Relation zum BSP zeigen, dass der amerikanische Aufschwung auch kreditfinanziert ist und durch zukünftigen Konsumverzicht bezahlt werden muss, was dann konjunkturell dämpfend wirken dürfte. Ein starker Einbruch der Aktienkurse und damit auch der Vermögenswerte der privaten Haushalte könnte sogar die Konjunktur ernsthaft gefährden, wenn die Haushalte die durch einen Crash entstandenen Vermögensverluste durch erhöhtes Sparen ausgleichen wollen. Dies kann vor allem dann der Fall sein, wenn das Aktienvermögen wie in den USA zur Altersvorsorge dient.

Weitere Gefährdungen

Rapide steigt auch das US-Leistungsbilanzdefizit und damit die Auslandsverschuldung. Während die

¹⁵ Vgl. Rolf Daxhammer, Tatjana Schmed-Wörle: Japan seit 1990: Das schmerzhaft lange Platzen einer Bubble, in: Christian Conrad, Markus Stahl (Hrsg.): Risikomanagement an den internationalen Finanzmärkten, a.a.O., S. 45-58.

¹⁶ Für den Erwerb von Aktien eingeräumte Kreditlinien (Margin Loans). Die Linien werden gegen Verpfändung der mit diesen Krediten gekauften Aktien zur Verfügung gestellt. Im Durchschnitt wird von den Wertpapierkäufern eine Sicherheitsleistung (Margin) bzw. ein GEdeinschuss von rund 50% des Wertpapierkredites gefordert.

USA in den zwanziger Jahren noch von Überschüssen im Außenhandel zehren konnten, sind sie heute mit einem stark wachsenden Defizit konfrontiert. So verdreifachte sich das Leistungsbilanzdefizit in den letzten fünf Jahren von 113 Mrd. US-\$ auf zuletzt 338 Mrd. US-\$. Der frühere Rekordwert von 162 Mrd. US-\$ in der Reagan-Administration im Crash-Jahr 1987 wird damit um das Doppelte übertroffen.

Diese Auslandsverschuldung wird insbesondere dann virulent, wenn bei einem sich abschwächenden Kapitalmarkt ausländische Kapitalgeber nicht mehr bereit sind, die Defizite über Portfolio- oder Direktinvestitionen zu finanzieren. Die immer wieder angespriesene Umkehrung des ehemaligen Haushaltsdefizits in einen Haushaltsüberschuss von über 1% des Bruttosozialprodukts ist dank zunehmender Steuereinnahmen teilweise Folge des Börsenaufschwungs. Außerdem stehen dem Haushaltsüberschuss des amerikanischen Staates stark wachsende Schulden des privaten Sektors gegenüber. Dieser Trend wird auch an der Entwicklung der privaten Sparquote sichtbar, die in den letzten acht Jahren von 8,7% auf zuletzt 2,4% gesunken ist.

Eine weitere Gefährdung geht heute zusätzlich von den Derivate-Märkten aus. Über die Hebelwirkung derivativer Finanzinstrumente wie z.B. den „Futures“ oder „Options“ kann aufgrund der geringen Einschusserfordernisse der Terminbörsen ein Vielfaches der Einlage im zugrundeliegenden Wertpapier (Underlyings¹⁷) bewegt werden. Gegenwärtig wird beispielsweise an den Derivate-Märkten für Aktien das zweibis dreifache Volumen des physischen Aktienhandels umgesetzt.

Die Investmentpools der zwanziger Jahre haben in den neunziger Jahren ihre Entsprechung in den ebenfalls in hohem Maße fremdfinanzierten und nahezu unbeaufsichtigten Hedge-Fonds gefunden. Diese Fonds erhöhen die den Derivaten innewohnende Hebelwirkung zusätzlich durch Fremdkapital. Den damit verbundenen Gewinnchancen stehen allerdings eben so hohe Verlustrisiken gegenüber. Verändert sich der Wert des Underlying entgegen der Preiserwartung des Hedge-Fonds-Managements, muss der Hedge-Fonds erhebliche Nachschussleistungen erbringen. Kann der Hedge-Fonds unter Umständen seine Kredite und die offenen Einschussforderungen aus Derivatepositionen nicht mehr begleichen, droht so-

gar eine Transformation der vom Hedge-Fonds eingegangenen Marktrisiken auf jene Banken, die dem Hedge-Fonds Kreditlinien eingeräumt oder die als Marktteilnehmer die Funktion der Gegenpartei der vom Hedge-Fonds erworbenen Derivate eingenommen haben. Bei ausreichendem Gewicht des Fonds kann dies sogar das Finanzsystem gefährden.

Den größten Bekanntheitsgrad erlangte der von John Meriwether geführte und von Wirtschaftsnobelpreisträgern beratene Fonds „Long Term Capital Management (LTCM)“¹⁸. Der Fonds hatte an den Weltfinanzmärkten in den Monaten Juli bis Oktober 1998 starke Turbulenzen ausgelöst, die Schatzkanzler Robert Rubin später als „die schlimmste Krise seit fünfzig Jahren“ bezeichnete. Der Kollaps von LTCM offenbarte, wie schnell eine Krise in einer Art Kettenreaktion völlig unterschiedliche Segmente der Kapitalmärkte und Marktteilnehmer erfassen kann.

Fazit

Inwieweit eine ähnlich dramatische Entwicklung wie in den zwanziger Jahren in den USA oder in den neunziger Jahren in Japan droht, kann letztlich niemand beantworten. Solange der Glaube an eine „neue Ära“ stark genug ist und die Notenbanken die Geldmengenversorgung nicht einbrechen lassen, könnte auch das Platzen der Kursblase noch eine Weile auf sich warten lassen. Unterstützt durch implizite Bail-out-Garantien, mechanischen Anlagestrategien entlang der Indizes bzw. der sogenannten Benchmarks und durch die institutionalisierten Zuflüsse von Pensionsgeldern ist nicht einmal eine weitere Ausdehnung der Kursblase ausgeschlossen.

Der Aufwärtstrend kann sich allerdings nicht unbegrenzt fortsetzen. Immer mehr Liquidität ist notwendig, um die Preise noch weiter in die Höhe zu treiben. Bei der derzeitigen restriktiveren Geldpolitik dürfte dies allerdings immer schwerer fallen. Ob die jüngsten Korrekturen am Aktienmarkt und der Umstand, dass nur noch wenige Aktien die Indizes auf ihren luftigen Höhen halten, Indizien für ein Erlahmen der Aufwärtsspirale sind, bleibt abzuwarten. Die Zukunft wird deshalb zeigen, ob der Markt, einmal mehr seinen eigenen Gesetzen folgend, eine für viele Anleger überraschende Schlussabrechnung präsentieren wird. Die bewährten Grundsätze kaufmännischer Kalkulationen und konservativer Vermögensanlagestrategien könnten dann wieder eine Renaissance erleben.

¹⁷ Derivate sind Finanztitel, die nicht direkt das Eigentum an einem Wertpapier übertragen, sondern indirekt das Recht vermitteln, das zugrundeliegende Wertpapier („Underlying“) zu bestimmten Konditionen in der Zukunft zu kaufen oder zu verkaufen. Man spricht deshalb auch von abgeleiteten, also derivativen, Rechten.

¹⁸ Vgl. Gerhard Single, Markus Stahl: Gefahrenherd Hedge-Fonds – Der Fall LTCM, in: Österreichisches Bankarchiv 2000, im Erscheinen.