

Christian A. Conrad, Markus Stahl\*

# Asset-Preise als geldpolitische Zielgröße – das Beispiel der USA

*Die internationalen Börsen erleben derzeit einen Crash auf Raten. Gleichzeitig ist die amerikanische Federal Reserve Bank bemüht, mit Zinssenkungen dagegenzuhalten. Wie konnte es zu der Kursblase kommen? Hat die Geldpolitik hier versagt?*

Parallel zum fallenden Börsentrend senkte die amerikanische Federal Reserve Bank (Fed) den Leitzins zuletzt auf 1,75%. Ausmaß und Tempo der Zinssenkungen vergleichen sich mit der Situation im Gefolge des Börsencrash von 1929. Der damaligen wie der heutigen Börsenkrise ging eine zunehmend schneller anwachsende Kursblase voraus, der die Notenbank durch Zinssteigerungen zu spät entgegentrat. Der vorliegende Beitrag erläutert den Zusammenhang zwischen einer zu expansiven Geldpolitik, der Bildung von Asset-Preisblasen und den nachfolgenden Krisenerscheinungen im Finanzsystem und geht am Beispiel der USA der Frage nach, inwieweit die Entwicklung an den Börsen in die geldpolitische Steuerung einer Notenbank mit einfließen sollte.

Verblüffende Ähnlichkeit mit der „New Economy“-Ära um die Jahrtausendwende weisen die „goldenen zwanziger Jahre“ des vergangenen Jahrhunderts auf. Der vordergründige Auslöser des Börsenrauschs vor siebzig Jahren waren die phantastischen technischen Errungenschaften wie Radio, Elektrizität und Auto, sowie die organisatorischen Neuerungen, die durch Frederick Taylor inspiriert wurden. Die Federal Reserve (Fed) förderte den technologischen Wandel durch eine expansive Geldpolitik. Der Diskontsatz wurde von 6% im Jahre 1921 bis Mitte 1927 auf 3,5% gesenkt. Für eine restriktivere Linie der Notenbank gab es nach dem traditionellen Inflationsbegriff keinen Fingerzeig, da die Steigerungsraten der Güterpreise durchweg unter den kritischen Toleranzschwellen lagen. Die eigentliche Inflation und Kreditschöpfung spielte sich allerdings im Wertpapierbereich ab, aber die Überwachung der Kapitalmarktpreise gehörte nicht zu den expliziten Zielvariablen der amerikanischen Notenbank. Als es

einigen Mitgliedern des amerikanischen Geldwesens dämmerte, dass die Verbindung von Wertpapierkrediten und Börsenboom Sprengkraft birgt, war es bereits zu spät, das Spekulationskarussell zu stoppen. Beginnend im ersten Halbjahr 1928 wurde der Diskontsatz von 3,5% auf 5% und am 9. August 1929, also vier Wochen vor Erreichen des Börsenhochs, auf 6% angehoben<sup>1</sup>.

Den damaligen geldpolitischen Akteuren werfen Wirtschaftshistoriker seit langem vor, sie hätten über eine anfangs zu expansive Geldpolitik bis 1927 die Börsenblase selbst geschaffen und durch die scharfen geldpolitischen Bremsmanöver im Jahre 1929 dann auch noch selbst zum Platzen gebracht. Auf die Überspekulation mit Kursgewinnen von über 400% zwischen 1921 und 1929 folgte ein tiefer Fall der US-Wirtschaft und der US-Börsen. Von seinem Kurshöchststand von 381,17 Punkten am 3. September 1929 verlor der Dow Jones Industrial bis zum Tiefpunkt bei 41,22 Punkten am 8. Juli 1932 nahezu 90%.

## Der Börsencrash 1929

Nach dem Crash in den Oktobertagen des Jahres 1929 reagierte die Zentralbank prompt und leitete eine dramatische Kehrtwende bei der Geldpolitik ein. Am 1. November 1929 wurde der Diskontsatz auf 5% und am 15. November auf 4,5% gesenkt. In der ersten Jahreshälfte des Jahres 1930 erfolgten vier weitere Zinssenkungen auf einen Diskontsatz von 2,5%; Mitte 1931 stand der Diskontsatz bei 1,5%.

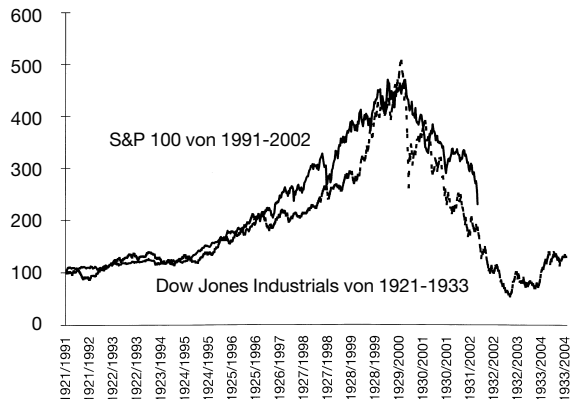
Wie dies auch in Japan seit über zehn Jahren der Fall ist, konnten auch damals die geldpolitischen Impulse der amerikanischen Notenbank den Niedergang der realen Wirtschaft nicht verhindern. Die

*Dr. Christian A. Conrad, 36, arbeitet im Ressort Unternehmenskunden bei der Landesbank Baden-Württemberg; Dr. Markus Stahl, 39, ist Mitarbeiter im Ressort Portfoliomanagement bei der Baden-Württembergischen Bank AG. Die in diesem Beitrag vertretenen Auffassungen und Standpunkte sind ausschließlich die der Autoren.*

\* Die beiden Autoren sind Herausgeber des Sammelbandes „Risikomanagement an internationalen Finanzmärkten“, Christian A. Conrad, Markus Stahl (Hrsg.), Schäffer-Poeschel, Stuttgart 2000, ISBN: 3-7910-1594-X.

<sup>1</sup> Vgl. Markus Stahl: Die Lektionen des Jahres 1929, in: Christian A. Conrad, Markus Stahl (Hrsg.): Risikomanagement an internationalen Finanzmärkten, Stuttgart 2000, S. 10-11. Die Zinssteigerungen im Vorfeld des Crash von 1929 vergleichen sich mit dem schrittweisen Anheben der Leitzinsen von 4,75% Mitte 1999 auf 6,5% im Sommer 2000.

**Abbildung 1**  
Entwicklung der US-Börse 1921 bis 1932 und von 1991 bis 2001



Quelle: Datastream.

Arbeitslosenrate stieg von 3,2% im Jahre 1929 auf annähernd 25% im Jahre 1933; von den rund 50 Millionen Erwerbstätigen waren knapp 13 Millionen ohne Anstellung.

Zwischen 1929 und 1933 schrumpfte das reale US-Bruttosozialprodukt um ein Drittel, der Welthandel implodierte um zwei Drittel, die Geldmenge M2 ging um 31% zurück, das Preisniveau fiel um über 25%, das Volksvermögen sank von 365 Mrd. US-\$ auf 239 Mrd. US-\$, 85 000 Unternehmen mit Außenständen von 4,5 Mrd. US-\$ gingen in Konkurs, acht Millionen Sparkonten im Werte von 2 Mrd. US-\$ lösten sich in Nichts auf, mehr als ein Fünftel aller Kreditinstitute mussten schließen, und am Ende des Weges brach das damalige Weltwährungssystem, der Golddevisenstandard, zusammen.

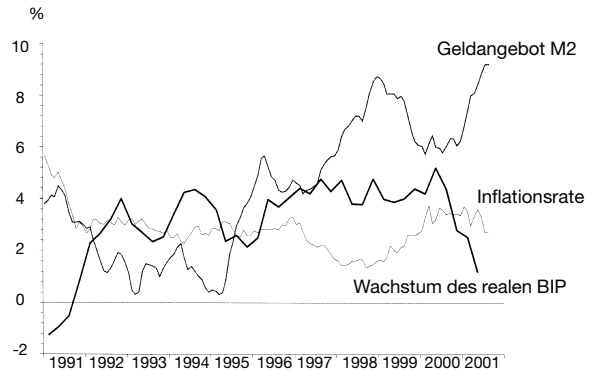
### Kursblase der neunziger Jahre

Siebzig Jahre später scheint sich die Geschichte zu wiederholen. Denn auch der Kursblase bei den Technologieaktien in den neunziger Jahren ging zunächst eine lockere US-Geldpolitik voraus. Die Federal Reserve versorgte die amerikanische Wirtschaft seit 1994 unter dem Paradigma der „Produktivitätsfortschritte in einer „New Economy“<sup>2</sup> reichlich mit Liquidität.

Das in den letzten Jahren in Relation zum Wachstum des realen BSP überproportionale Geldmengenwachstum hat aber nicht nur die Produktivitätskräfte der amerikanischen Wirtschaft geweckt, sondern vor allem eine Aktienpreisinflation ungeheuren Ausmaßes hervorgerufen. Von September 1994 bis März 2000 konnte der S&P500 mehr als 250% hinzugewinnen,

<sup>2</sup> Vgl. Markus Stahl, Christian A. Conrad: Die Finanzmärkte im Spannungsfeld der New Economy, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 80. Jg. (2000), H. 7, S. 415 – 422.

**Abbildung 2**  
Reales Wachstum, Inflationsrate und Geldmenge M2



Quelle: Datastream.

was einer jährlichen Rendite von rund 25% entspricht. Die Russland-Krise und die anschließende Pleite des Hedge-Fonds LTCM<sup>3</sup> im Herbst 1998 erwiesen sich nur als kurzfristige Zäsuren<sup>4</sup>. Gerade als die damaligen Entwicklungstrends bei den US-Wachstums- und Inflationsraten eher eine restriktivere Politik nahe legten, rang sich die Fed angesichts der deflatorischen Wirkungen dieser Krisen und des starken Kursrückgangs am amerikanischen Aktienmarkt zu drei Leitzinssenkungen durch. Da die erste Zinssenkung außerhalb des regelmäßigen Sitzungsturnus vorgenommen wurde, hat sich Fed-Chairman Alan Greenspan den - fragwürdigen - Ruf des Retters erworben, der auch in Zukunft nicht zulassen würde, dass die Kapitalmärkte drastisch unter ihr gegenwärtiges Niveau fallen würden.

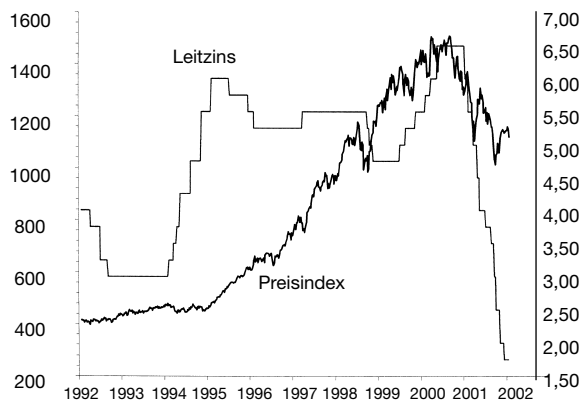
Diese implizite Bail-Out-Garantie hat die Investoren erst richtig ermutigt, die Kurse der Technologieaktien zwischen Herbst 1998 und dem ersten Quartal 2000 noch einmal zu vervierfachen<sup>5</sup>. Die Bewertung amerikanischer Aktien stellte im Frühjahr 2000 die Rekorde der zwanziger Jahre längst in den Schatten. Die Marktkapitalisierung des gesamten amerikanischen Aktienmarktes in Höhe von ca. 16,8 Billionen US-\$ (Nasdaq: 6,6 und Big Board: 10,2 Billionen US-\$) übertraf Ende März 2000 mit dem Faktor 1,7 das nominale Bruttosozial-

<sup>3</sup> Vgl. Gerhard Single, Markus Stahl: Gefahrenherd Hedge-Fonds: der Fall LTCM, in: Bank Archiv der Österreichischen Bankwissenschaftlichen Gesellschaft, 48. Jg., 12/2000, S. 1060 – 1066.

<sup>4</sup> Christian A. Conrad, Harry Schoett: Das Börsenjahr 1998 – nur knapp vorbei am Crash?, in: Christian A. Conrad, Markus Stahl (Hrsg.): Risikomanagement an den internationalen Finanzmärkten, a.a.O., S. 151-159.

<sup>5</sup> Vgl. Interview mit Markus Stahl und Christian A. Conrad, veröffentlicht unter dem Titel: Bei den Technologiewerten ist es wie beim Pferderennen, Experten sehen noch Korrekturbedarf am Aktienmarkt, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 120, 24. Mai 2000, S. 31 – 32.

**Abbildung 3**  
**Aktienindex S&P 500 und Leitzins Fed Funds Rate**



— S&P 500 Composite-Preisindex (linke Skala)  
— US Federal Funds-Leitzins (rechte Skala)

Quelle: Datastream.

zialprodukt von 9,5 Billionen US-\$. Dagegen hatte sich die Marktkapitalisierung der Wall Street in der letzten Phase der Kursblase von 1928/1929 bis auf 89,7 Mrd. US-\$ aufgebläht und überstieg „nur“ mit dem Faktor 1,1 das gesamte amerikanische Bruttosozialprodukt in Höhe von 81 Mrd. US-\$.

Im Laufe einer wachsenden Kursblase muss ein immer größerer Teil der gesamtwirtschaftlichen Geldmenge für die Finanzierung der laufenden Börsenumsätze abgezweigt werden und steht dem Güterkonsum nicht mehr zur Verfügung. Dies erklärt auch die jeweils als „neu“ gefeierte Kombination aus nahezu unveränderten Konsumgüterpreisen und explodierenden Preisen für Vermögenswerte<sup>6</sup>. Um vom Tatbestand der übermäßigen Geldproduktion abzulenken, wurde über jeweils neue Erklärungsansätze versucht, die Asset-Preisexplosion auf Ursachenfaktoren zurückzuführen, die außerhalb der Geldpolitik liegen.

#### Crash der Technologiewerte

Im März 2000 platzte schließlich die Kursblase bei den Technologieaktien. Die amerikanische Technologiebörse Nasdaq verlor von ihrem Hoch bei 5050 Punkten seit dem 10. März 2000 bis Juli 2002 mehr als 73%. Vom Abschwung wurden auch die klassischen Standardwerte erfasst. Nach den vorangegangenen Übertreibungen im Konsumbereich könnte auch der US-Konjunktur eine Rezession drohen. Geblendet von den fantastischen Kursgewinnen am Aktienmarkt haben die privaten amerikanischen Haushalte in den vergangenen Jahren mehr ausgegeben, als sie verdienten. Die private Sparquote war dadurch in der

Spitze bis auf -1% abgestürzt. Ein für entwickelte Volkswirtschaften einmaliger Vorgang. Seit Frühjahr 2001 und in verstärktem Maß seit den Vorkommnissen im September 2001 ist bei den Verbrauchern Ernüchterung eingeleitet. So gingen die realen Konsumausgaben und das Konsumentenvertrauen bis in die ersten Jahreshälfte 2002 deutlich zurück. Die Konsumausgaben können eben nicht auf Dauer schneller steigen als die Einkommen.

Die Rückkehr der Privaten zu einer soliden Haushaltsführung würde einen deutlich niedrigeren Wachstumspfad der amerikanischen Wirtschaft implizieren. Um den Rückgang abzufedern zeichnet sich jedoch die Einleitung expansiver wirtschaftspolitischer Maßnahmen ab. Dazu zählen insbesondere sowohl eine expansive Geldpolitik als auch kreditfinanzierte staatliche Nachfrageprogramme. Die Fed schleuste im Verlauf des Jahres 2001 den Leitzins in elf Schritten auf zuletzt 1,75% herunter. Von der Dynamik her betrachtet übertrifft der gegenwärtige Zinssenkungstrend die Leitzinssenkungen im Vorfeld der Weltwirtschaftskrise von 1930 bis 1933.

Die Fed begründet ihre sehr expansive Geldpolitik mit der gegenwärtigen Konjunkturschwäche. Sie verweist auf das gesunkene Verbrauchervertrauen und die zurückhaltende Investitionsbereitschaft vieler Unternehmen. Die weitere Stimmungseintrübung im Zusammenhang mit den Terroranschlägen am 11. September und den Bilanzskandalen (Enron, World-Com) hat den bereits seit Monaten vorhandenen Abtriebskräften der Konjunktur abermals Vorschub geleistet.

Ganz offen diskutiert die Fed auch über die Schwäche des US-Aktienmarktes und die Frage, inwieweit sich die Vermögensverluste der Anleger negativ auf ihre Nachfrage auswirken könnte. Derartigen Kommentierungen zur Geldpolitik sowie die Reaktionsmuster der Zinspolitik belegen eindrucksvoll, dass die Börsenentwicklung ein ganz zentraler Faktor für die Geldpolitik der amerikanischen Fed darstellt. Im Gegensatz zu anderen Notenbanken sind der amerikanischen Fed als Ziele auch nicht ausschließlich die Preisniveaustabilität, sondern - neben anderen Zielsetzungen - auch das Ziel des angemessenen Wirtschaftswachstums vorgegeben. Wie diese Ziele entsprechend der jeweiligen wirtschaftlichen Situation ausgefüllt und untereinander gewichtet werden, bleibt der Fed überlassen.

#### Unsichtbare Inflation

Die von den Zentralbanken herangezogenen Inflationsmaße umfassen hauptsächlich Konsumgüter-

<sup>6</sup> Vgl. Christian A. Conrad, Markus Stahl: Ein Alan Greenspan macht keine neue Ära, in: Handelsblatt, Nr. 146, 1. August 2000, S. 49 - 50.

preise und Produzentenpreise. Preisentwicklungen im Finanzsektor bzw. Preise für Vermögenswerte (Asset-Preise) werden somit schon durch die Messmethode systematisch ausgeblendet<sup>7</sup>. So ist es möglich, dass eine übermäßige Geldproduktion sich zunächst nicht in steigenden Preisen für Konsumgüter, sondern in Preisschüben bei den Vermögenswerten niederschlägt. Bei ausschließlicher Betrachtung der Konsumgüterpreise kann so eine unsichtbare Inflation entstehen. Für ein langfristig stetiges und gleichgewichtiges Wirtschaftswachstum sind Preisverwerfungen im Finanzsektor jedoch genauso schädlich wie eine ungebremste Güterpreis-inflation. Preisverwerfungen an den Märkten für Vermögenswerte können schwerwiegende Fehlallokationen in der realen Wirtschaft zur Folge haben und letztlich das Finanzsystem als zentralen Adressat und Transmissionsriemen der Geldpolitik in seiner Funktionsweise gefährden.

Während das Phänomen der Spekulationsblasen an den Asset-Märkten (z.B. Aktienmärkte und Immobilienmärkte) in der Literatur, insbesondere der New-Behavioral-Finance-Literatur, vielfach aus psychologischen und verhaltensorientierten Entscheidungsmustern der Anleger erklärt wird<sup>8</sup>, bedarf es jedoch prinzipiell eines monetären Mantels zur Finanzierung der inflationierten Preisgerüste an den Asset-Märkten. Ein Börsenboom wird somit durch eine übermäßige Geldmengenversorgung seitens der Notenbanken unterstützt.

**Geldmengenveränderung und Asset-Preise**

Die Wirkungen von Geldmengenveränderungen auf die Entwicklung von Asset-Preisen wurde inzwischen in mehreren Studien untersucht. Die Analysen zeigen eine positive Korrelation zwischen beiden Variablen, die jedoch unterschiedlich interpretiert werden kann:

1. Die Notenbank könnte beispielsweise einen – z.B. durch höheren technischen Fortschritt – starken realwirtschaftlichen Wachstumstrend monetär flankiert haben. Die gestiegenen Aktienkurse wären in diesem Fall ein Ausdruck der gestiegenen Produktivität der börsennotierten Unternehmen.

2. Eine gestiegene Geldmenge und/oder eine direkte Leitzinssenkung bewirkt eine Verringerung des Zinses als Abdiskontierungsfaktor für die Unternehmensgewinne, was einem höheren Gegenwartswert entspricht. Als Folge steigen die Aktienkurse.

<sup>7</sup>Vgl. Markus Mezger, Markus Stahl: Neue Erkenntnisse über Inflation und Finanzkrisen, in: Orientierungen zur Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik der Ludwig-Erhard-Stiftung 87, März 2001, S. 15 – 22.

<sup>8</sup>Vgl. Robert Shiller: Irrational Excuberance, Princeton 2000.

3. Niedrigere Zinsen bedeuten für die Unternehmen geringere Finanzierungskosten und bewirken damit einen Anstieg ihrer Gewinne, was ebenfalls zu einem Kursanstieg führt.

4. Aufgrund einer starken Geldmengenerhöhung möchten die Anleger ihre gewünschte Portfoliorelation zwischen Geld- und Aktienanlagen wieder herstellen und fragen deshalb verstärkt Aktien nach. Der Preis für Aktien steigt dann ebenso wie der Preis anderer Güter und ist somit ein Ausdruck von Inflation, da die reale Produktivität der Börsenunternehmen gleich geblieben ist.

Der Einfluss des geldpolitischen Steuerungsparameters Zins auf den Aktienkurs sei an dem folgenden Beispiel erläutert. Der Kurs einer Aktie hängt insbesondere von den zukünftigen ausgeschütteten Gewinnen der Aktiengesellschaft, ihren Dividendenausschüttungen und den thesaurierten Gewinnen ab.

Sieht man von den thesaurierten Gewinnen ab, so lässt sich die Rendite einer Aktie für eine Periode wie folgt darstellen<sup>9</sup>:

(1) Rendite Kursgewinn in %      Dividende in %

$$rk = \frac{pt+1 - pt}{pt} + \frac{Dt+1}{pt}$$

$$(2) = \frac{pt+1 + Dt+1 - pt}{pt}$$

(wobei p der Preis der Aktie (Kurs) und D die Dividende repräsentieren; t steht für die Periode)

Im Allokationgleichgewicht muss die Aktienrendite den alternativen Anlagen entsprechen, d.h. insbesondere der Rendite von Staatspapieren. Sie kann deshalb - bei konstanter Rendite der Staatspapiere und Aktienkurse - als Mindestrendite angesehen werden. Die Gleichung (2) lässt sich nach pt, also dem Aktienpreis auflösen. Man erhält:

$$(3) \quad pt = \frac{pt+1 + Dt+1}{1+rk}$$

Um die Aussagefähigkeit der Gleichung (3) zu erhöhen, werden zwei vereinfachende Annahmen gemacht: Die Dividenden mögen mit einer konstanten Rate g wachsen und die Kursgewinne ebenfalls konstant sein. Als Wachstumsrate von D kann dann g auch vom Abzinsungsfaktor rk abgezogen werden. Dann gilt:

<sup>9</sup> Vgl. Johannes Jüttner: Fundamentals, Bubbles, Trading Strategies: Are they the Causes of Black Monday?, in: Kredit und Kapital, Nr. 4, 1989, S. 470-486.

$$(4) \quad pt = \frac{D}{rk - g}$$

Betrachten wir die Konstellation  $rk=10\%$  bzw.  $0,1$ ,  $g=5\%$  bzw.  $0,05$  und  $D=2$  US-\$, erhalten wir für  $pt=2$  US- $\$/(0,1 - 0,05) = 40$  US-\$. Mit dieser Gleichung lässt sich die Wirkung einer Zinssenkung auf den Preis, also die Zinselastizität des Preises herleiten. Wir lassen alle anderen Zahlen unverändert und verringern den Zinssatz  $rk$  von  $10\%$  um  $40\%$  auf  $6\%$ . Als Folge steigt der Preis um  $160$  US-\$ ( $400\%$ ) auf  $200$  US-\$. Die Zinselastizität des Aktienkurses beträgt also  $10$  ( $400\%/40\%$ ), eine Wirkung, die man in diesem Ausmaß sicherlich nicht erwartet hätte.

### Theoretische Zusammenhänge

Der skizzierte Zusammenhang ist von geldpolitischer Brisanz<sup>10</sup>: Wenn die Rendite von Anleihen als konkurrierende Kapitalanlage einen maßgeblichen Einfluss auf die Aktienkurse hat, so gilt dies auch indirekt für die Geldpolitik als zinsbestimmende Einflussgröße. Friedrich August von Hayek<sup>11</sup> macht in seiner Konjunkturtheorie die perverse Elastizität des Bankensystems, also die unkontrollierte Geldmengenentwicklung, für die konjunkturellen Überhitzungen verantwortlich.

Knut Wicksell<sup>12</sup> führt sie hingegen auf die Fehlentscheidungen der geldpolitischen Entscheidungsträger bei der Zinssteuerung zurück. Eine Leitzinsfestsetzung unter dem Gleichgewichtszinssatz von Angebot und Nachfrage auf dem Kapitalmarkt bewirkt eine Aufblähung der Geldmenge, genauer eine Verschiebung der Güter-Geldauschrelation zugunsten des Geldes. Aufgrund des niedrigen Zinssatzes steigt die Kreditnachfrage. Über die vermehrte Kreditvergabe entstehen neue Sichtguthaben. Die Geldumlaufgeschwindigkeit und damit auch die Geldmenge steigen. Da die Kassenhaltung des Anlegers relativ zum Wertpapierbesitz gestiegen ist, kommt es zu Portfolioumschichtungen. Das neue Geld fließt in die Aktienmärkte und treibt die Kurse in die Höhe. Aufgrund der Funktion des Zinses als Vergleichsrendite und Abdiskontierungsfaktor ruft eine künstliche Zinsverbilligung nicht nur einen Anstieg der Aktienkurse, sondern auch

eine übermäßige Ressourcenallokation in Aktienwerte hervor, die eine Überhitzung zur Folge haben kann<sup>13</sup>.

Die gestiegenen Aktienkurse (und/oder Immobilienpreise) signalisieren Gewinnpotentiale und stellen für die Banken Sicherheiten dar, mit denen sie die Kreditvergabe und damit auch indirekt die Geldschöpfung betreiben können. Darüber hinaus fördert das niedrige Zinsniveau den kreditfinanzierten Aktienerwerb. Es kommt an der Börse zu einem sich selbst verstärkenden Aufwärtsprozess. Refinanzierungsversprechen (Bail-Out als Lender of Last Resort) bei Liquiditätsengpässen wie zum Beispiel die des Internationalen Währungsfonds oder der Notenbanken erhöhen die Sicherheit der Spekulation und unterstützen damit eine solche Entwicklung (Moral-Hazard-Problematik).

### Verfehlt Geldpolitik

Betrachtet man die Aktienmärkte, so war die amerikanische Geldpolitik vordergründig betrachtet erfolgreich. Es gelang Greenspan vorerst, das hohe Kursniveau zu halten. Das Vertrauen der Anleger auf Greenspans Rettungsfunktion war so groß, dass der Begriff "Greenspan put" geprägt wurde, was bedeutet, dass man davon ausgeht, dass Greenspan wie eine Put-Option durch eine expansive Geldpolitik bei einem Verkaufsdruck die Nachfrage stimuliert und so die Kurse auffängt bzw. vor einem starken Verfall absichert. Mit seinem pragmatischen Krisenmanagement hat Greenspan sowohl im Oktober 1987 (weltweiter Börsencrash) als auch im September 1998 (Hedge-Fonds-Krise) und im September 2001 (Terrorakte) eine weitergehende Kursimplosion verhindert.

Allerdings stellt sich die Frage nach den langfristigen Fernwirkungen derartiger Aktionen. Denn Bail-out-Aktionen können die Balance zwischen Risiko- und Ertragserwartungen der Anleger verändern. So ist es denkbar, dass die Marktteilnehmer Greenspans Interventionen als eine implizite Bail-Out-Garantie verstehen und fortan erwarten, dass er auch in Zukunft einen starken Börseneinbruch verhindern wird. Die amerikanische Notenbank befindet sich schon seit einigen Jahren in einer ähnlichen Zwangssituation 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

<sup>10</sup> Vgl. Christian A. Conrad, Markus Stahl: Wirtschaft, Börsenfieber und Geldpolitik in den USA, in: Orientierungen zur Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik der Ludwig-Erhard-Stiftung 85, September 2000, S. 24 - 32.

<sup>11</sup> Vgl. Friedrich August von Hayek: Geldtheorie und Konjunkturtheorie, Salzburg 1976, Nachdruck der ersten Auflage von 1929, S. 81 ff.

<sup>12</sup> Vgl. Knut Wicksell: Vorlesungen über Nationalökonomie, Theoretischer Teil, zweiter Band, Jena, 1928, S. 231 ff.; ders.: Geldzins und Güterpreise, Aalen, 1968, Neudruck der Ausgabe von 1898, S. 101 ff.; sowie Heinz Grosskettler: Knut Wicksell, in: Joachim Starbatty (Hrsg.): Klassiker des ökonomischen Denkens II, München, 1989, S. 191-210, S. 203 f.

<sup>13</sup> Vgl. Christian A. Conrad: Theorie und Praxis der „speculative Bubbles“, in: Christian A. Conrad, Markus Stahl (Hrsg.): Risikomanagement an den internationalen Finanzmärkten, a.a.O., S. 135 - 146.

der monetären Expansion ihren Beitrag zur Stabilisierung der Weltfinanzmärkte zu leisten. Während Wall Street und die Börsen in Europa längere Zeit für die Verdauung der Kursrückschläge benötigten, schwang sich der japanische Aktienindex Nikkei 225 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 ein. Es ist somit durchaus möglich, dass die geldpolitischen Stimuli der Jahre 1997 (Asienkrise) und 1998 (Hedge-Fonds-Krise) die Börsenexzesse insbesondere zwischen Winter 1998 und Frühjahr 2000 erst geschaffen haben.

### **Finanzkrisen als Folge geplatzter Börsenblasen**

Spiegeln die hohen Aktienkurse nicht die zukünftig dauerhaft erzielbaren Unternehmensgewinne wider, sondern hauptsächlich die überzogenen Erwartungen einer Mehrheit der Börsenteilnehmer, kann es zu Fehlallokationen volkswirtschaftlicher Ressourcen kommen, wenn die Unternehmen zu den überhöhten Kursen neue Aktien oder Anleihen emittieren und unrentable Kapitalanlagen oder Investitionen tätigen. So ist es denkbar, dass die Blase an den Technologiebörsen bis zum März 2000 zu einer generellen Überdimensionierung der realen Investitionen in diesem Sektor geführt hat<sup>14</sup>. Volkswirtschaftliche Ressourcen wären damit teilweise fehlgeleitet worden. Anleger und Kreditgeber wären dann mit empfindlichen Verlusten konfrontiert. Wäre das Bankensystem z.B. über hohe Aktieneigenbestände oder über umfangreiche Kreditengagements von Ausfällen in diesem Industriezweig betroffen, dann könnte es in der Kreditwirtschaft zu krisenhaften Entwicklungen kommen.

Da die Kreditvergabefähigkeit des Bankensystems eine direkte Funktion des Eigenkapitals ist, könnten abschreibungsbedingte Eigenkapitalminderungen zu wachsenden Beschränkungen bei der Kreditvergabe führen. Die Wirtschaft könnte dann unter einer alles lähmenden Kreditklemme (Credit-Crunch) im Bankensektor leiden. Dieser Situation sieht sich nach der geplatzten Börsenblase beispielsweise die japanische Wirtschaft gegenüber. In einer Zeit, in der die japanische Notenbank das Geld quasi zum „Nulltarif“ vergibt, haben es japanische Unternehmen seit Jahren schwer, Bankkredite zu erhalten.

<sup>14</sup> Vgl. Markus Stahl: Die Goldenen Zwanziger im Lichte der Internet Revolution, Chancen und Risiken der Neuen Ökonomie, Die Wirtschafts- und Börsenentwicklung in den USA heute weist große Ähnlichkeit auf mit der Lage vor dem Schwarzen Freitag 1929, in: Süddeutsche Zeitung, Nr. 129, 6. Juni 2000, S. 30.

### **Konsumeffekt**

Die Ansteckung der Realwirtschaft durch eine geplatzte Börsenblase erfolgt - neben dem Weg über das Bankensystem (Credit-Crunch-Problematik) - auch über den Vermögenseffekt des Konsums. Wenn sich die fiktiven Börsengewinne wieder in Luft auflösen, sollte eigentlich nur eine Fiktion verloren gehen. Doch wie alle Fiktionen können auch Börsenfiktionen tief in das reale Wirtschaftsleben eingreifen. Verbraucher, die während der Hausse nicht die geringsten Befürchtungen haben, ihre Haushaltsbudgets auf Monate hinaus in der Erwartung vorzubelasten, dass sie die fälligen Ratenzahlungen aus Börsengewinnen begleichen könnten, haben nach einem Crash erhebliche Mühe, ihren Verpflichtungen nachzukommen. An neue Anschaffungen ist nicht mehr zu denken.

Auf der Grundlage ihres Effektenbesitzes und des steigenden Wertes ihrer eigenen Aktien und Beteiligungen nehmen auch Unternehmer und ihre Unternehmen während des Börsenaufschwungs in vermehrtem Maße Kredite für zusätzliche Investitionen auf. Über Nacht werden sie zu zweifelhaften Schuldnern, denen die Bank die Kredite kündigt. Es kann zu einem Teufelskreislauf aus Konsumzurückhaltung, Investitionsstopp, Produktionseinschränkung, Lohnverlusten, Stimmungsverschlechterung und erneuter Konsum- und Investitionseinschränkung kommen.

Vielfach sieht sich bei fortschreitenden Krisenerscheinungen dann die Notenbank auf politischen Druck hin gezwungen, auftretende Probleme im Finanzsystem und der realen Wirtschaft über die Notenpresse und Abwertungen zu mildern. Die Geschichte des Geldes ist reich an Beispielen, in denen eine unangemessen expansive Geldpolitik der finanzielle Nährboden für eine Inflation der Kapitalmarktpreise (Asset-Inflation) war, ohne dass es zu schnell steigenden Güterpreisen kam. Am Schlusspunkt standen häufig schwerwiegende Krisen im Finanzsystem, die Unterminierung des Außen- und Binnenwertes der Währung und eine Überforderung der öffentlichen Haushalte<sup>15</sup>. Ein Indikator für die fortschreitende Erosion des Finanzsystems und das Geldwertes ist der Goldpreis, der sich seit über einem Jahr im Aufschwung befindet<sup>16</sup>.

### **Neue Anforderungen an die Geldpolitik**

Während die Hausse die Fiktion erhält, alle Marktteilnehmer würden laufend vermögender, zeigt der Kassensturz nach dem Crash deutlich, dass ein Teil

<sup>15</sup> Zur South Sea Bubble vgl. Edward Chancellor: Devil take the Hindmost. A History of Financial Speculation, New York 1999, S. 58-95.

des Vermögens der zu spät auf den Börsenzug Aufgesprungenen an die Aktionäre der ersten Stunde umverteilt wurde. Der unterschiedliche Markterfolg einzelner Investoren kann der Notenbank jedoch keinen hinreichenden Grund liefern, in die Marktprozesse mäßigend einzugreifen und eine Kursblase zu verhindern. Unstrittig ist lediglich, dass Notenbanken Inflationsgefahren, die aus der Höherbewertung des Aktienvermögens und einem entsprechenden Mehrkonsum der privaten Haushalte resultieren, kontrollieren sollten.

Gegen eine Einbeziehung der Preisentwicklungen an den Aktien- und Immobilienmärkten in die geldpolitische Zielsetzung spricht eine Reihe von Argumenten. Zum einen sollen als Zielgröße der Geldpolitik primär die leicht messbaren Entwicklungen der Verbraucherpreise herangezogen werden. Zum anderen wird befürchtet, dass der Ruf der Unabhängigkeit der Notenbank leiden könnte, wenn sie sich dem Vorwurf ausgesetzt sieht, mit ihrer Politik Aktien- oder Immobilienvermögen zu vernichten oder die Geldversorgung der Realwirtschaft über Gebühr zu beschneiden und damit die Konjunktur zu bremsen, nur um einem Kursaufschwung an den Aktien- und Immobilienmärkten entgegenzuwirken.

Entscheidender als die ersten beiden Argumente dürfte jedoch das Problem sein, dass Asset-Preise hauptsächlich von Erwartungen beeinflusst werden und dabei zugleich die Erwartungen über die künftigen

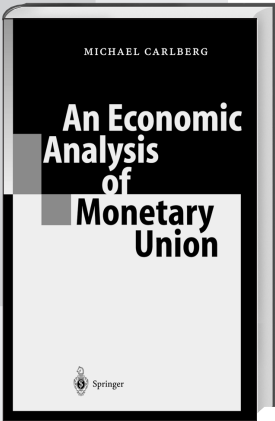
ge Geldpolitik eine ganz zentrale Rolle spielen. Eine möglichst konstante, potentialorientierte Geldpolitik trägt wiederum ganz maßgeblich zur Stabilisierung der Erwartungen bei. Daraus folgt, dass einer Geldpolitik, die sich an der von Erwartungen getriebenen Kursentwicklung von stark schwankenden Asset-Preisen orientiert, schließlich der Anker für eine Stabilisierung der Erwartungen fehlt. Eine Geldpolitik mit ständigen diskretionären Kurswechslern wäre die Folge.

Verbunden mit der Problematik einer Geldpolitik, die sich an Asset-Preisen orientiert, ist vor allem der Umstand, dass es im Unterschied zu den Verbraucherpreisen keine empirischen Erfahrungen über eine gesamtwirtschaftlich verträgliche Veränderungsgröße der Asset-Preise gibt, anhand derer man eine Abweichung bzw. ein Ungleichgewicht feststellen könnte. Letztlich können die Notenbanken das gewünschte Preisniveau an den Asset-Preisen nicht besser ermitteln als die Vielzahl der Marktteilnehmer, die jeden Tag über ihre Aktionen das Preisniveau an den Märkten determinieren.

Auf der anderen Seite können sich Notenbanken nicht mit dem Argument ihrer Verantwortung entziehen, dass es ihnen gegenwärtig an geeigneten Konzepten zur Ermittlung von Ungleichgewichtszuständen und zur Definition einer neuen geldpolitischen Zielsetzung mangelt. Denn im Fall eines Crash müssen die Zentralbanken aller Erfahrung nach als Lender of

<sup>16</sup> Goldanlagen könnten in einem derartigen Szenario großen Erfolg versprechen. Vgl. Markus Stahl: Gold als Portfolioinsurance bei Aktienmarktblasen, in: Roland Eiler, Walter Gruber, Markus Reif (Hrsg.): Handbuch des Risikomanagements, Stuttgart 2002, S. 892-911.

<sup>17</sup> Zu dieser Moral-Hazard-Problematik siehe insbesondere Hans Tietmeyer: Globalisierung der Finanzmärkte und ihre Konsequenzen, in: Christian A. Conrad, Markus Stahl (Hrsg.): Risikomanagement an internationalen Finanzmärkten, a.a.O., S. 361 - 372.



**M. Carlberg**

## An Economic Analysis of Monetary Union


This book explores the new economics of monetary union. It carefully discusses the effects of shocks and policies on output and prices.

2001. XV, 255 pp. 21 figs., 22 tabs. Hardcover  
**€ 64,95**; £ 45,50; sFr 107,50 ISBN 3-540-42045-2

Please order from  
**Springer · Customer Service**  
**Haberstr. 7**  
**69126 Heidelberg, Germany**  
**Tel.: +49 (0) 6221 - 345 - 217/8**  
**Fax: +49 (0) 6221 - 345 - 229**  
**e-mail: orders@springer.de**  
**or through your bookseller**

All prices are net-prices subject to local VAT, e.g. in Germany 7% VAT for books. Prices and other details are subject to change without notice.  
d&p · 008447\_sf1x\_1c

Visit our homepage:  
<http://www.springer.de/economics>



**Springer**

Last Resort auftreten. Gerade diese Rollenübernahme provoziert Moral-Hazard-Verhaltensweisen<sup>17</sup>, die eine Asset-Preisblasen-Bildung unterstützen können. Außerdem kann die mit einer Kursblase typischerweise einhergehende Ausweitung des Risikoexposures im Bankensystem dazu führen, dass im Fall eines Crash die Funktion des Bankensystems als zentraler Adressat und Transmissionsriemen der Geldpolitik nachhaltig gestört wird. Das Phänomen des Credit Crunch, wie es in den zwanziger Jahren in den USA oder in den neunziger Jahren in Japan aufgetreten ist, spricht eine deutliche Sprache. Und letztlich beeinflusst ein fortwährender Kursaufschwung - wie gezeigt wurde - über den Vermögenseffekt den Konsum und damit schließlich auch die Preisentwicklung. Deshalb kann auch die bisherige Verengung der geldpolitischen Zielgrößen auf einen begrenzten Ausschnitt der Preisentwicklung und die Fokussierung auf die aktuellen Verbraucherpreise Fehlentwicklungen hervorrufen.

Es bleibt den Notenbanken deshalb nichts anderes übrig, als die Zusammenhänge zwischen Asset-Preisen, Vermögenseffekten, Konsum- und Investitionsverhalten und die mit den Verflechtungen und Wechselwirkungen im Finanzsystem verbundenen Risikopotentiale noch intensiver als zuvor einer eingehenden Analyse zu unterziehen und bei ihren geldpolitischen Aktionen verstärkt zu berücksichtigen.

Hinsichtlich der Erfassung des Inflationspotentials sollte über Messkonzepte nachgedacht werden, die ein umfassenderes Spektrum an Preisen beinhalten als die aktuelle Preisentwicklung des Warenkorb. Im Fall einer intertemporären Interpretation des Inflationsbegriffes könnten neben den gegenwärtigen Verbraucherpreisen auch die - aus den Asset-Preisveränderungen abgeleiteten - künftigen Preisentwicklungen berücksichtigt werden. Die Notenbanken würden bei der Betrachtung ihrer geldpolitischen Zielgröße somit einen Preisindikator betrachten, der neben den aktuellen Verbraucherpreisen auch Preisentwicklungen an den Asset-Märkten beinhaltet. Die Asset-Preisentwicklung würde damit zum integralen Bestandteil der geldpolitischen Steuerung. Mit dieser Politik könnte nicht nur einer durch die Aktienmärkte induzierten Preisblase früher entgegengesteuert, sondern eine spekulative Börsenentwicklung zumindest gehemmt werden. Auch dies wäre ein Beitrag zur Stabilisierung des Finanzsystems<sup>18</sup>.

<sup>18</sup> Vgl. Markus Stahl, Christian A. Conrad: Strategien zur Risikovermeidung an internationalen Finanzmärkten, in: Christian A. Conrad, Markus Stahl (Hrsg.): Risikomanagement an den internationalen Finanzmärkten, a.a.O., S. 383 - 385.

### Konkrete Schritte der Geldpolitik

Das Spektrum der Diskussion über konkrete Schritte einer Geldpolitik, die Asset-Preise mit berücksichtigt, ist sehr weit gefächert. Die wohl radikalste Methode wäre die Wiedereinführung der Goldstandards. Bleibt man jedoch innerhalb des bestehenden Systems der Geldpolitik, dann stehen beispielsweise die folgenden Ansatzpunkte geldpolitischer Instrumentarien zur Verfügung:

1. Rückbesinnung auf das traditionelle Geldmengensteuerungskonzept der Deutschen Bundesbank: Über das Wachstum des realen Bruttosozialprodukts hinausgehende Wachstumsraten der Geldmengenaggregate und die daraus folgenden Asset-Preisblasen würden damit nicht gefördert.

2. Einbezug der Asset-Preise als weitere Indikatoren für die geldpolitische Steuerung der Leitzinsen und der Offenmarktgeschäfte der Zentralbanken: Unverhältnismäßig stark steigende Asset-Preise sollen von den Notenbanken als „Inflationsfrühindikator“ eher wahrgenommen und in die indirekte und direkte geldpolitische Steuerung mit einbezogen werden.

3. Verzicht auf explizite oder implizite Bail-Out-Versprechen und konsequente Durchsetzung des Grundprinzips der Haftung.

4. Flankierung der Geldpolitik durch Maßnahmen der Bankenaufsicht und der Börsen:

a. Variierung des Beleihungssatzes für Aktienkredite. In einer vermuteten Börsenüberhitzung könnte die Aktiennachfrage durch eine Senkung der prozentualen Anrechnung von Aktien als Sicherheit für die Kreditvergabe verringert werden.

b. Eine aufsichtsrechtliche Vorgabe größerer Sicherheitseinschussleistungen, so genannter „margins“: Dies würde die Hebelwirkung von Derivaten auf die Aktiennachfrage verringern.

c. Einbezug bislang unregulierter Finanzmarktteilnehmer wie z.B. von Hedge Fonds in die Finanzmarktaufsicht und die Eigenkapitalgrundsätze, um risikoverstärkende Spekulationen einzudämmen.

Die Neben- und Fernwirkungen dieser Instrumente sind Gegenstand kontroverser Diskussionen. Die gesamte Diskussion trägt jedoch dazu bei, das Verantwortungsbewusstsein der geldpolitischen Akteure beim Phänomen der Asset-Blasen zu stärken. In einer Dekade, in der in zunehmenden Maße auf kapitalgedeckte Alterssicherungssysteme vertraut wird, ist dies eine begrüßenswerte Entwicklung.