

Der Schatten des Jahres 1929

26.01.2004 | [Markus Mezger](#)

Die Parallelen zwischen den derzeitigen Visionen einer New Economy und dem ungeheuren Fortschrittsglauben der goldenen 20er Jahre sind augenfällig. Auch an der Börse zeigt sich im historischen Vergleich dasselbe Phänomen: Die Aktienkurse bewegen sich in schwindelerregenden Höhen. Befindet sich der US-Aktienmarkt ebenso wie in den 20er Jahren in einer riesigen Kursblase, die jederzeit platzen könnte? Droht den USA abermals ein Kurssturz, dessen Folgen noch lange zu spüren sein werden?

"Es wird ein Crash kommen - und er könnte schrecklich sein", warnte der umstrittene Ökonom Roger Babson vor der jährlichen nationalen Wirtschaftskonferenz am 5. September 1929. Die Warnung erfolgte damit nur zwei Tage nach Erreichen des Börsenhochs einer bis dahin beispiellosen Rekordhause, die den Investoren seit dem August 1921 Zuwächse von annähernd 500% beschert hatte. Dagegen waren die Mehrzahl der Bankiers und die große Schar ihrer hoffnungsfrohen Klientel fest davon überzeugt, dass die amerikanische Wirtschaft sich auf dem rechten Weg befände, und dass Wall Street nur das klare Spiegelbild des ungeheuren Fortschritts und des wachsenden Wohlstandes sei. Wenige Tage vor der großen Börsenkatastrophe, am 15. Oktober 1929, sprach der hoch angesehene Börsenoptimist Irving Fischer, Professor an der Yale-Universität, die unsterbliche Feststellung aus: "Die Aktienkurse haben offenbar ein dauerhaft hohes neues Niveau erreicht." Und: "Ich erwarte, dass die Kurse in wenigen Monaten ein gutes Stück höher als heute stehen werden."

Nach der markanten Aufwärtsbewegung des amerikanischen Aktienmarktes in den vergangenen zehn Jahren schallen dem Börsenpublikum heute ähnlich kontroverse Stimmen entgegen. Die eine Seite sieht die gegenwärtige Aktienhause auf Grund der "digitalen Revolution" ökonomisch gut fundiert und erwartet für die nächsten Jahre erneut eine Fortsetzung des bisherigen Kursaufschwungs. Auf der anderen Seite wird vor einer spekulativen Kursblase gewarnt, die insbesondere die Aktien aus den Bereichen Telekommunikation, Medien, Internet und Biotechnologie erfasst hätte. Sind diese Warnungen berechtigt? Kann sich das Börsendesaster von 1929 wiederholen?

Gibt es Parallelen zwischen heute und damals?

Die Vision einer neuen Ära Jede lang währende Hause scheint als Fundament ein populäres Leitthema zu benötigen, das die Fantasie der breiten Maße der Kapitalanleger für eine lange Zeit anzuregen vermag. Der Auslöser des Börsenrauschs der goldenen 20er Jahre waren die fantastischen 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 erblassen und rückten den Traum grenzenloser individueller Mobilität für viele Bürger in greifbare Nähe. Das Radio und der Übergang vom 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 in nur zehn Jahren 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 bis 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 Löhne nur ein Viertel so stark stiegen wie die Produktivität. Die tradierten volkswirtschaftlichen Zusammenhänge schienen den damaligen Zeitgenossen überholt. Amerika war 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 Fantasie 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 einläutet hat.

Wie in den 20er 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 homogener Produkte 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, so dass die Transaktionskosten wesentlich gesenkt werden.

Die deutlichen Produktivitätssteigerungen ließen das Bruttonsozialprodukt in Amerika 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-Prozent-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 durchschnittlichen Löhne (3,2%). Die Tatsache, dass diese beachtlichen Zuwächse ohne nennenswerte Inflation erzielt werden konnten, haben wie in den 20er Jahren der These Vorschub geleistet, die USA seien nunmehr in eine »neue Ära« eingetreten, in der hohes Wirtschaftswachstum mit niedrigen Zinsen und niedriger Inflation spannungsfrei einhergehe.

Mit dem tiefen Glauben an eine derartige Goldilock Economy werden Einwände und die historischen Erfahrungen leicht beiseite geschoben oder verdrängt. Den kommerziellen Anwendungen des Internet sind in vielen Bereichen noch enge Grenzen gesetzt. Aktuelle Mängel, wie das Fehlen elektronischer Zahlungsmittel (Cyber Cash) und eines Rechtsrahmen für Netzgeschäfte, unzureichende Sicherheitsstandards oder Infrastrukturlücken des Netzes könnten durch technische Neuerungen in den nächsten Jahren wohl noch behoben werden.

Dennoch könnten sich viele Internet-Fantasien der Börsianer als Luftschlösser erweisen. In dem Bereich der physischen Freizeitgestaltung (Sport, Wellness) sind dem weltweiten Netz ebenso Grenzen gesetzt wie beim Vertrieb von beratungsintensiven oder inhomogenen Produkten. Noch 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 Wettbewerb 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 fantastischen Börsenbewertungen reflektiert werden, jemals werden erfüllen können, scheint zumindest für die Mehrzahl der Anbieter fraglich. Der verlustreichen Investitionsphase könnten statt der erhofften Monopolgewinne eine Phase des ruinösen Wettbewerbs folgen.

Kursrekorde auf dünnem ökonomischen Fundament

Mitte der 20er Jahre mochte noch niemand etwas von der anschließenden Kursexplosion geahnt haben. Von 1921 bis 1924 hatten die Börsianer mit einer Rendite von durchschnittlich 12 % durchaus keine schlechten, aber eben auch keine außergewöhnlichen Jahre hinter sich. Die Kursgewinne waren zudem durch verbesserte Ertragsaussichten im Unternehmenssektor gut fundiert.

Die Übertreibungsphase begann im Jahr 1926. Immer steiler ging es nun aufwärts, Verschnaufpausen fielen immer spärlicher aus. Allein in den letzten zwölf Monaten der damaligen Hause zogen die Kurse um knapp 60% an. Am Ende hatte die Gesamtbewegung von August 1921 bis September 1929 eine Rendite von rund 500% oder annähernd 25% pro Jahr erbracht. Auch der enorme wirtschaftliche Fortschritt in den goldenen 20ern konnte derartige Kursgewinne nicht rechtfertigen.

In den 90er Jahren zeigte der amerikanische Aktienmarkt ein vergleichbares Bild. Von 1991 bis 1994 wuchs der S&P100 stetig und nahezu linear an, bis dahin durchaus im Einklang mit den makroökonomischen Einkommensgrößen. Die Hause gewann ab 1995 richtig an Fahrt. Die Krisen in den Emerging Markets im Spätsommer 1997 und das Debakel um den Hedge-Fonds LTCM im Herbst 1998 erwiesen sich nur als kurzfristige Zäsuren.

Die Spekulation wurde insbesondere an der technologielastigen Börse NASDAQ noch einmal kräftig angeheizt. Der die 100 größten Technologieaktien umfassende Aktienindex Nasdaq100 konnte von Oktober 1998 bis Ende März 2000 noch einmal um 230% zulegen. Gegenüber dem in (1) abgebildeten S&P100, der

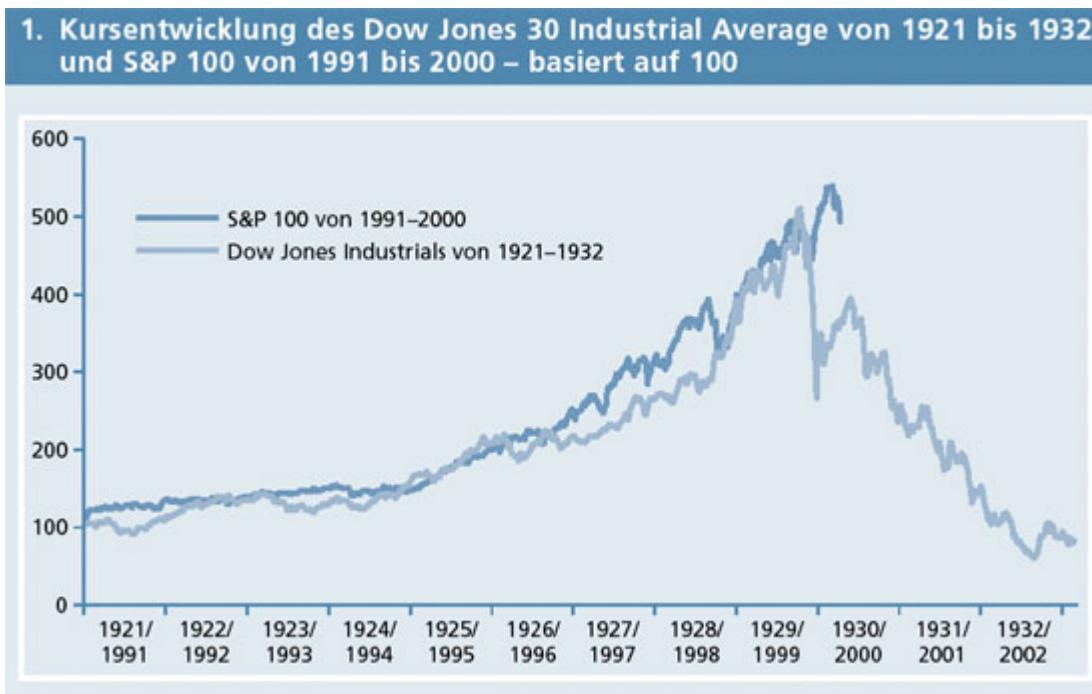
von Januar 1991 bis März 2000 Kursgewinne von über 400% zu verzeichnen hatte, stieg der Nasdaq-Index in derselben Zeit sogar um unglaubliche 1.960%. Damit stellt die gegenwärtige Bewegung die spekulativen Exzesse der 20er Jahre deutlich in den Schatten.

Die realwirtschaftlichen Größen können mit diesem stürmischen Wachstum längst nicht mehr mithalten. Geht man beispielsweise davon aus, dass der amerikanische Aktienmarkt in den nächsten fünf Jahren auf dem aktuellen Kurslevel stagniert, so müssten die Unternehmensgewinne mit durchschnittlich 13,75% per annum wachsen, um die bereits entstandene Lücke zu schließen. Dies wäre eine deutlich höhere Rate als in den vergangenen fünf Boom-Jahren (Gewinnwachstum 10,93%). Setzte sich allerdings das Tempo der Kurssteigerungen der letzten fünf Jahren mit einer jährlichen Performancerate von 26% in den nächsten fünf Jahren fort, so wäre schon ein Gewinnwachstum von 43% erforderlich, um die dann erreichten Kursstände auch fundamental zu untermauern.

Dabei wird schon von vielen Kritikern vermutet, dass die erheblichen Gewinnanstiege der letzten fünf Jahre teilweise virtueller Natur sein könnten. Beispielhaft lässt sich das Phänomen der Stock Options anführen, mit denen jahrelang die Gewinne hoch- und die Personalkosten kleingerechnet wurden. Da die echten Kosten dieser Optionen nach amerikanischen Bilanzrecht nicht ausgewiesen werden müssen, konnte ein scheinbar stetig steigender Unternehmensgewinn bei tendenziell sinkenden Personalkosten dargestellt werden.

Es wurde errechnet, dass einer der größten Technologiekonzerne Amerikas statt stetiger Gewinnsteigerungen einen zweistelligen Milliardenverlust ausweisen würde, wenn die echten Kosten der Stock Options plötzlich offen gelegt werden müssten. Die Kritiker vergleichen derartige Bilanzmanöver sogar mit den luftigen Buchhaltungspraktiken verschiedener japanischer Firmen in der Bubble-Phase der achtziger Jahre.

Sollte die Wachstumsrate der Gewinne börsennotierter US-Aktiengesellschaften letztlich wieder auf ihren langjährigen Durchschnittswert (1973 bis 1999) von 8,65% zurückfallen, dann müsste der amerikanische Aktienmarkt 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.



Traditionelle Bewertungsmaßstäbe bedeutungslos

Eine der auffälligsten Parallelen zwischen den 20er und den 90er Jahren ist der Umstand, dass traditionelle Maßstäbe zur Bewertung von Aktien vor allem im Bereich der neuen Technologien zunehmend obsolet wurden. Es schien fast so, dass die neuen Paradigmen nicht Ursache, sondern Folge der gewaltigen Hause

waren. So standen in den 20er Jahren entsprechend dem tiefen Fortschrittsglauben vor allem die neuen Wachstumsindustrien im Mittelpunkt der Börsenhause.

Zu den Favoriten der Spekulation zählten neben den neuen edienaktien auch die Aktien der Wachstumsbranchen Telefon, Elektronik, Luftfahrt, Chemie und der Versorgungsbranche. Diese Branchen kennzeichneten eine kurze Firmenhistorie und hohe, jedoch kaum kalkulierbare Ertragsperspektiven bei zugleich geringen oder fehlenden Dividendausschüttungen. Ließen sich die Bewertungen nicht mehr nach traditionellen Maßstäben eingrenzen, so konnte mit neuen Kennziffern und fantasievollen Schätzungen jeder Kurs fundamental begründet werden. Diffuse Gewinnpotenziale scheinen somit ein gutes Fundament für den Bau spekulativer Luftschlösser zu bieten.

Prominentes Beispiel war damals die als »General Motors of the Air« bezeichnete Radio Corporation of America (RCA), die vor allen durch Akquisitionen ein rasantes Umsatzwachstum von über 50% pro Jahr erzielte, jedoch noch keine Dividenden zahlte. Ihr Kurs stieg seit Jahresbeginn 1928 von 85 USD bis zum September 1929 auf 505 USD. Die Aktien der in den 20er Jahren sehr innovativen Versorgungsbranche konnten in den zwölf Monaten vor dem Crash durchschnittlich über 120% zulegen, während die im Dow Jones-Index enthaltenen Industrietitel nur 60% und die als alte Industrie betrachteten Eisenbahnaktien lediglich rund 30% gewinnen konnten. Insoweit war der damalige Markt extrem gespalten.

Die herausragenden Aussichten und Übernahmefantasien, die den Wachstumsaktien zugesprochen wurden, spiegelten sich auch in weit überdurchschnittlichen Kurs-Gewinn-Verhältnissen wider. Das KGV der Versorgerbranche von durchschnittlich 26 wurde nur noch durch ein KGV von über 35 der innovativen Radioaktien übertroffen. Die im Dow Jones-Index enthaltenen Unternehmen wurden im September 1929 insgesamt mit dem einundzwanzigfachen ihrer erwarteten Gewinne bezahlt und damit doppelt so hoch wie der langjährige KGV-Durchschnitt von zehn bis zwölf. In der letzten Phase der damaligen Kursblase hatte sich die Marktkapitalisierung der Wall Street bis zu 89,7 Mrd. USD aufgebläht und überstieg mit dem Faktor 1,1 bereits das gesamte amerikanische Volkseinkommen in Höhe von 81 Mrd. USD.

Die aktuelle Bewertung amerikanischer Aktien stellt heute die damaligen Rekorde längst in den Schatten. Die Marktkapitalisierung des gesamten amerikanischen Aktienmarktes in Höhe von rund 16,8 Billionen USD (NASDAQ: 6,6 und Big Board: 10,2 Billionen USD) übertraf Ende März 2000 mit dem Faktor 1,7 das nominale Bruttosozialprodukt von 9,5 Billionen USD.

Während die neuen Lieblinge der Börsianer, die Internet-Aktien, von einem Allzeit-Hoch zum nächsten klettern, befindet sich der überwiegende Teil der Aktien der »alten« Industrie in einer tiefen Baisse. Dies zeigt die seit Mitte 1998 steil abfallende Advance-Decline-Linie des Gesamtmarktes, welche die über ein Jahr laufende Summe der Aktien mit Kurszuwächsen minus der Aktien mit Kursverlusten verkörpert.

Von den Kursverlusten in den herkömmlichen Branchen, stellvertretend seien die Auto- und die Konsumbranche genannt, lenken die Aufsehen erregenden Höhenflüge der Technologieaktien ab. Von Anfang November 1998 bis Anfang März 2000 hat sich der technologielastige Aktienindex Nasdaq100 noch einmal mehr als verdreifacht, während die Investoren am Gesamtmarkt mit einer Performance von knapp 30% zufrieden sein mussten. Für Internettitel muss mittlerweile ein Kurs-Gewinn-Verhältnis jenseits der 200 in Kauf genommen werden. Wie aus (2) zu entnehmen ist, werden Technologieaktien heute zu einem doppelten so hohen KGV bezahlt wie die restlichen Aktien, während sie zu Beginn 1996 nur mit einem Aufschlag des 1,2fachen KGV gehandelt wurden.

Aktien gegenüber Anleihen relativ teuer

Aktien konkurrieren mit festverzinslichen Wertpapieren und alternativen Vermögensanlagen wie Immobilien um die Gunst der Anleger. Da Unternehmenserträge gegenüber festen Zinszahlungen großen Schwankungen unterworfen sind, fordern Aktienkäufer für das höhere Risiko eine Prämie in Form zusätzlicher Erträge. Die Vorliebe für das riskantere Aktiengeschäft wurde bereits in den 20er Jahren durch zeitgenössische Bücher angestachelt. E. L. Smith zeigte seinen Lesern, dass Aktien insbesondere in den ersten beiden Dekaden des zwanzigsten Jahrhunderts deutlich höhere Erträge als Anleihen erzielt hätten.

So verselbstständigte sich schon damals die Idee, dass Aktien unabhängig von ihrer aktuellen Bewertung Rentenpapieren vorzuziehen seien. Die Dividendenrendite verlor deshalb in der Endphase der Spekulation ihre Funktion als Vergleichsmaßstab für die Rentabilität von Aktien im Vergleich zu Renten. Während die Dividendenzahlungen bis 1927 mit dem Anstieg der Aktienkurse noch einigermaßen mithalten konnten, war wohl der Gewinnsprung bei vielen Unternehmen wie z. B. General Motors 1928 der Auslöser für eine drastische Überschätzung künftiger Gewinnausschüttungen.

Die Hoffnungen auf eine Überrendite der Anlagegattung Aktien zerstoben in der großen Depression, die dem Kurssturz im Oktober 1929 folgte. Erst 25 Jahre später, am 23. November 1954, sollte der Dow Jones

Industrials wieder den Höchststand des 2. September 1929 von 381,17 Punkten erreichen. Eine alternative Geldanlage in festverzinslichen Wertpapieren hätte dagegen das Kapital in dieser Zeit um rund 150% anwachsen lassen.

Die langjährige Hause der Gegenwart hat unter den amerikanischen Investoren heute erneut den Glauben erweckt, dass Aktien festverzinslichen Papieren zu jedem Zeitpunkt überlegen seien. Die laufenden Dividendenrenditen von durchschnittlich rund 1,2% können dabei jedoch kaum als Kaufargumente herangezogen werden. In den letzten Jahren wurden diese Gewinnausschüttungen komplett von den Inflationsraten aufgezehrt. Dies sollte allerdings nicht überbewertet werden, da steuerliche Aspekte und die Selbstfinanzierung von Investitionen aus dem Gewinn für junge Wachstumsunternehmen gute Gründe für eine rückläufige Ausschüttungsquote sein können.

Gravierender ist da schon, dass die Relation zwischen Unternehmensgewinnen und Kursniveau mit einer aktuellen realen Rendite von knapp unter einem Prozent ein historisches Tief erreicht hat. Gleichzeitig bekommen Investoren, die nicht allein auf die Zukunft setzen wollen, am kurzen wie am lange Ende des Rentenmarkts deutlich höhere Realzinsen geboten. Die Spannungen zwischen den Aktien- und Rentenrenditen, die sich beispielsweise auch im Sommer 1987 in ähnlicher Größenordnung aufgebaut hatten, entluden sich schließlich am 19. und 20. Oktober 1987, als der Dow Jones Industrials in zwei aufeinander folgenden Handelstagen variabel mehr als 40% seines Werts einbüßte. Die seit Anfang 1999 anziehenden Realzinsen haben die Schere zwischen Eigenkapital- und Fremdkapitalverzinsung erneut weit geöffnet (3).

Eine expansive Geldpolitik finanziert die Börsenparty

Das Schmiermittel jedes Aktienbooms ist reichlich vorhandene Liquidität der Marktteilnehmer. Im Laufe einer wachsenden Kursblase muss allerdings ein immer größerer Teil der gesamtwirtschaftlichen Geldmenge für die Finanzierung der laufenden Börsenumsätze abgezweigt werden und steht somit für den 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 20er und 90er Jahre kennzeichnend waren.

Die Geldumsätze an den Wertpapierbörsen Amerikas hatten während der goldenen 20er Jahre unglaubliche Höhen erreicht. Im Crashjahr 1929 wurde ein Dollar-Volumen in Höhe des 1,3fachen BSP umgesetzt. Von 1931 bis 1990 war es dann um die US-Börsen verhältnismäßig still geworden. Die Relation der Wertpapierumsätze pro Jahr zum BSP machte nicht einmal mehr 50%, in der Zeit von 1934 bis 1982 sogar weniger als 25% des BSP aus.

Ganz anders das Bild in den boomenden 90ern. Eine verbesserte technische Infrastruktur und elektronische Brokerhäuser erlauben auch dem privaten Anleger den zeitnahen An- und Verkauf von Wertpapieren innerhalb eines Tages (Intraday Trading). Die jährlichen Dollar-Umsätze haben 1999 rund 250% des BSP erreicht und in den ersten Monaten des Jahres 2000 wurde dieser fantastische Wert noch bei weitem übertroffen. Es scheint fast so, als beschäftigte sich die ganze amerikanische Volkswirtschaft mit dem Aktienhandel.

Inwieweit die amerikanische Notenbank den finanziellen Nährboden für diese spekulativen Exesse 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 akomodierende Geldpolitik, in der der Diskontsatz von 6% im Jahre 1921 bis Mitte 1927 auf 3,5% gesenkt wurde.

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 BSP, 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, 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, um das Spekulationskarussell zu stoppen.

Die Börsen nahmen gerade dann markant Fahrt auf, als sich die Notenbank entschlossen hatte, mit drei Diskontsatzterhöhungen um insgesamt 1,5% bis auf das Niveau von 5% im Sommer 1928 die spekulative Bewegung abzubremsen. Als der Aktienmarkt auch die Warnung des Notenbankpräsidenten Roy Young, dass Zentralbankgeld nicht für kreditfinanzierte Spekulation missbraucht werden darf, sondern nur für produktive Zwecke zur Verfügung stehe, über ein halbes Jahr ignorierte, wurde der Diskontsatz schließlich am 9. August 1929 noch einmal von 5% auf 6% angehoben. Der entscheidende Schlag, wie sich jedoch erst zwei Monate später herausstellen sollte.

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 in (4) zeigen, hatte Alan Greenspan die Wirtschaft seit 1995 reichlich mit Liquidität versorgt, als sich die realen Wachstumspotenziale des Internetsektors abzuzeichnen begannen.

Das in den vergangenen beiden Jahren in Relation zum realen BSP 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 Arbeitskrätereservoir und durch Immigration gedeckt werden. Die Arbeitslosenquote ist auf ein Rekordtief von 4,1% gesunken. Wie in den 20er 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 auf Grund ihres häufigen Gebrauchs durch Alan Greenspan, vorerst als wirkungslos.

Darüber hinaus klafften die Äußerungen und die Handlungen der amerikanischen Notenbank im Herbst 1998 weit auseinander. Angesichts der deflatorischen Wirkungen der Krisen in den Emerging Markets und des starken Kursrückgangs am amerikanischen Aktienmarkt im Herbst 1998 auf Grund 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 Viertel Prozent 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 Ertragserwartungen der Anleger veränderte, ließen sich die Entfesselung der Spekulationskräfte und die furore Entwicklung der Internetaktien auch durch den zwischenzeitlichen Übergang zu einer restriktiveren geldpolitischen Linie nicht mehr aufhalten. Die Erhöhung der Federal Funds Target Rate auf 6% bis zum 22. März 2000 zeigte allerdings an den Aktienmärkten bisher noch keine Wirkung.

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 verbinden. 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 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 platze dann die Blase. Der Nikkei-Index büßte in den folgenden Jahren in der Spitze nahezu 70% des im Dezember 1989 erreichten Kursniveaus ein.

Die Rettungsaktionen und die Übertreibungen der jüngsten Vergangenheit haben erneut die Frage aufgeworfen, ob die Notenbanken auf die Entwicklung der Aktienpreise reagieren sollten. Unstrittig ist, dass Notenbanken Inflationsgefahren, die aus der Höherbewertung des Aktienvermögens und einem entsprechendem 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 Fed hat mit dem jüngsten Übergang zu einer restriktiveren Politik den Märkten signalisiert, dass sie diese indirekte

Bedrohung der Preisniveaustabilität nicht hinzunehmen bereit ist.

Aber sollte sie darüber hinaus versuchen, die Schwankungen und Übertreibungen der Aktienmärkte, deren Ursprung auch in der psychologischen Natur des Menschen zu suchen ist, in Richtung geeigneter Fundamentalfaktoren zu glätten? Die Beantwortung dieser Frage hängt wesentlich davon ab, welche langwierigen Folgen für eine Volkswirtschaft nach dem Platzen einer Bubble zu erwarten sind.

Die langfristigen Folgen einer geplatzten Spekulationsblase

"Wohin ist mein Geld verschwunden?" will der entsetzte Spekulant wissen, nachdem der Crash die Kursgewinne der Vergangenheit zunichte gemacht hat. "Ihr Geld ist nicht weg", versucht der Broker zu beruhigen, "es hat nur ein anderer". Mit diesem Bonmot ist die laufende Vermögensumverteilung durch die Kursbewegungen am Kapitalmarkt umschrieben. Während die Hause die Fiktion erhält, alle Marktteilnehmer würden laufend vermögender, zeigt der Kassensturz nach dem Crash deutlich, dass ein Teil 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 einzutreten und eine Bubble zu verhindern.

Das wichtigste Argument für ein rechtzeitiges Handeln der Notenbank sind allerdings die langfristigen Folgen einer geplatzten Spekulationsblase für die Realwirtschaft. Als sich im Oktober 1929 die luftigen Börsengewinne wieder in Luft auflösten, sollte eigentlich nur eine Fiktion verloren gegangen sein. Doch wie alle Fiktionen konnten auch die damaligen Börsenfiktionen tief in das reale Wirtschaftsleben eingreifen.

Verbraucher, die bislang nicht die geringsten Bedenken hatten, ihre Haushaltsbudgets auf Monate hinaus in der Erwartung vorzubelasten, dass sie die fälligen Ratenzahlungen aus Börsengewinnen begleichen könnten, hatten nach dem Crash erhebliche Mühe ihren Verpflichtungen nachzukommen. Rund 60 % aller Automobile und 80 % aller Radios wurden damals auf Kredit gekauft und standen nun auf Abzahlung in den Garagen und Wohnungen der Kunden. Unter diesen Umständen war an neue Anschaffungen nicht zu denken.

Und Unternehmer, die auf der Grundlage ihres Effektenbesitzes Kredite zur weiteren Expansion ihrer Unternehmen aufgenommen hatten, verwandelten sich durch den Crash über Nacht in zweifelhafte Schuldner, denen die Bank die Kredite kündigt. Einmal in Gang gekommen, drehte sich der Teufelskreislauf zwischen Konsumzurückhaltung, Investitionsstopp, Produktionseinschränkung, Lohnverlusten, Stimmungsverschlechterung und erneuter Konsumeinschränkung immer schneller. Ehe man sich versah, war man in einer Depression epidemischen Ausmaßes.

Ein zweiter Weg für die Ansteckung der Realwirtschaft durch den Börsencrash ergab sich aus den empfindlichen Störungen im Finanzsektor in Folge der Überschuldung vieler Finanzintermediäre. So hatten einige Banken nach einem Crash plötzlich viele Not leidende Kredite zu verkraften, die ihr Eigenkapital so stark reduzierten, dass ihre Kreditvergabefähigkeit drastisch eingeschränkt war. Die Wirtschaft litt entsprechend unter einer lähmenden Kreditklemme (Credit Crunch).

Auf Grund damals fehlender Einlagensicherungssysteme kam dann noch ein allgemeiner Vertrauensverlust in die Stabilität des Bankensystems hinzu, dem bis Ende 1933 rund 9.000 Banken und 8 Mill. Sparkonten zum Opfer fielen. Mit der Krise in der finanziellen Sphäre stürzte auch die Realwirtschaft in eine tiefe Depression. Das Bruttosozialprodukt schrumpfte in drei Jahren um ein Drittel. Die Arbeitslosenquote sollte von 3,2% im Jahre 1929 auf annähernd 25% im Jahre 1933 anwachsen, 85.000 Unternehmen mit Außenständen von 4,5 Mrd. USD gingen in den Konkurs.

Der Finanzkrise ging in den 20er Jahren eine wahrhafte Kreditorgie voraus. So arbeiteten beispielsweise die geschlossenen Investmenttrusts mit hohen Fremdkapitalanteilen. Ihre einzige Aufgabe war es, die gepoolten Anlegergelder des Privatpublikums breit gestreut in Börsenwerten "à la hausse" anzulegen. Oftmals schuf man dabei ein undurchsichtiges Geflecht an mehrstufigen Beteiligungsholdings, also gehebelten Fonds, die Anteile an anderen - ebenfalls gehebelten - Fonds hielten. Im Extremfall der United Founders Corporation wurde mit einem Eigenkapital von 500 USD ein Vermögen von mehr als 1 Mrd. Dollar gehebelt. Aber nicht nur innerhalb der Investmenttrusts wurde mit den vermeintlichen Segnungen des Kredits gearbeitet.

Kapitalschwachen Anlegern wurden von ihren Wertpapiermaklern auch direkt Wertpapierkredite (Margin Loans) gegen Verpfändung der mit diesen Krediten gekauften Aktien zur Verfügung gestellt. Rund 1 Mill. Anleger spekulierten am Aktienmarkt mittels Margin Loans. Im Durchschnitt forderten die Broker im Jahre

1929 von den Wertpapierkäufern eine Sicherheitsleistung (Margin) bzw. Geldeinschuss in Höhe von 40 bis 50% des Wertpapiervermögens. Die Broker, deren Zahl sich von 29.609 im Jahre 1920 auf 70.950 im Jahre 1929 mehr als verdoppelt hatte, refinanzierten sich dabei auf dem Geldmarkt über Maklerkredite (Broker Loans). Unter dem Andrang der Spekulation stieg ihr Volumen von 2 Mrd. zu Anfang der 20er Jahre bis kurz vor dem Crash auf Schwindel erregende 8,5 Mrd. USD, was knapp 10% der ausstehenden Marktkapitalisierung und des Volkseinkommens entsprach.

Auch heute zeigen sich Phänomene einer Kreditinflation. 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 Billionen auf 48,9 Billionen USD 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 90er 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 rund 16 auf 27,5% zulegen.

Immer mehr Amerikaner wollen auch an dem schnellen Reichtum teilhaben, den der Aktienmarkt verspricht. Der Anteil der Haushalte, die über direkten oder indirekten Aktienbesitz verfügen, ist 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 20er Jahren am Aktienmarkt spekulierten.

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. USD im ersten Quartal 1994 auf 1.428 Mrd. USD 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 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 Belastung von Margin-Konten 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. USD auf 265 Mrd. USD zugelegt. Gemessen an der Marktkapitalisierung der Wall Street von mehr als 16,8 Billionen USD sind die Wertpapierkredite mit einem Anteil von 1,6% aber noch verhältnismäßig bedeutungslos (5).

Allerdings übertrifft die gesamte Verschuldungssituation der privaten Haushalte heute längst die Größenordnungen der 20er Jahre. Im Jahre 1929 erreichte die Verschuldung der privaten Haushalte rund 53% ihres verfügbaren Einkommens. In den 90er 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. Insbesondere die Höchststände der Konsumentenkredite in Relation zum BSP zeigen, dass die privaten Anleger den Märkten eine hinreichend offene Flanke für eine schmerzhafte Korrektur bieten.

Rapide steigt auch die Außenhandelsverschuldung Amerikas. Während die USA in den 20er Jahren noch von Überschüssen im Außenhandel zehren konnten, ist Amerika heute mit einem stark wachsenden Defizit konfrontiert. So verdreifachte sich das Leistungsbilanzdefizit in den letzten fünf Jahren von 113 Mrd. USD auf zuletzt 338 Mrd. USD. Der frühere Rekordwert von 162 Mrd. USD in der Reagan-Administration im Crash-Jahr 1987 wird damit um das Doppelte übertroffen.

Dieser Sachverhalt 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 angepriesene Umkehrung des ehemaligen Haushaltsdefizits in einen Haushaltsüberschuss von über 1% des Bruttonozialprodukts ist dank zunehmender Steuereinnahmen aus Kapitalerträgen teilweise Folge des Börsenaufschwungs. Der Haushaltsüberschuss wird auch durch den Umstand relativiert, dass die private Sparquote in den letzten acht Jahren von 8,7 auf zuletzt 2,4% gesunken ist.

Eine weitere Schuldenproblematik spielt sich heute zusätzlich im Bereich der Derivate-Märkte ab. So ist beispielsweise der tägliche Umsatz von Zins- und Währungsderivaten im Telefonverkehr in den letzten drei Jahren um 85% gestiegen. An den Derivatemärkten für Aktien wird das zwei- bis dreifache Volumen des physischen Aktienhandels umgesetzt. Die Investmentpools der 20er Jahre haben in den 90er Jahren ihre Entsprechung in den ebenfalls in hohem Maße fremdfinanzierten und nahezu unbeaufsichtigten

Hedge-Fonds gefunden.

Den größten Bekanntheitsgrad erlangte der von John Meriwether geführte und von Wirtschaftsnobelpreisträgern beratene Fonds Long Term Capital Management (LTCM). 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 50 Jahren" bezeichnete.

LTCM waren zum Jahresauftakt 1998 Kredite in Höhe von 125 Mrd. USD gewährt worden, womit Wertpapierpositionen im Nominalvolumen von 1.200 Mrd. USD bewegt wurden. Das Verhältnis von Fremdkapital zu Eigenkapital, der so genannte Leverage-Faktor, erreichte einen Wert von 25:1. Der Kollaps von LTCM offenbarte, wie schnell eine Krise in einer Art Kettenreaktion völlig unterschiedliche Segmente der Kapitalmärkte und Marktteilnehmer erfassen kann (6).

6. Vergleich wichtiger Indikatoren 1921 bis 1929 und 1991 bis 2000

	1921–1929	1991–Anfang 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, Radio, Film, Versorger	Internet, Informations-technologie, Kommunikation
»Überholte« Branchen	Eisenbahnindustrie	Automobil, Maschinenbau, Handel, Versorger
Aktienmarkttechnik		
maximale Performance	496% (DOW) Aug. 1921–Sept. 1929	504% (S&P 100) Okt. 1990–März 2000
Beschleunigungsphase		
Dauer	4/1925–9/1929	1/1995–12/1999
Performance	215%	295%
Aktienmarktbewegung, Markt-Kurs-Gewinn-Verhältnis		
Anfang der Hause	10,0	14,0
Endphase der Hause	21,0	30,7
Dividendenrendite		
Anfang der Hause	n. a.	3,70%
Endphase der Hause	3,00–3,50%	1,10%
Zinsstruktur Hause-Endphase		
Leitzinsen	6,00%	6%
3-Monate-Restlaufzeit	6,25%	6,70% (1991) –5,30% (1999)
10-Jahre-Restlaufzeit	3,70%	7,95% (1991) –6,40% (1999)
Marktkapitalisierung/BSP	110%	40% (1991) –170% (2000)
Geldpolitik		
Leitzinsniveau Anfangsphase	6,00%	7,00%
Tiefstand der Leitzinsen		
Niveau	3,50%	3,00%
Zeitpunkt	Mitte 1927	Herbst 1992
Beginn restriktive Geldpolitik	Januar 1928	Juli 1999
Zinserhöhung seitdem		
Gesamtumfang der Zinserhöhung	2,50%	1,25%
Anzahl der Zinsschritte	4	5
Leitzinsniveau am Ende	6,00%	6,00%
Geldmengenwachstum (M2)	3,88% (1921–1929)	3,86% (1991–1999)
Güterpreisinfation	0,22% (1922–1929)	2,74% (1991–1999)
Verschuldung der privaten Haushalte		
Wertpapierkredite/Marktkapitalis.	10%	1,60%
Konsumentenkredite/ Verfügbares Einkommen	n. a.	20,50% (1999)
Nettoverschuldung/ Verfügbares Einkommen	53% (1929)	67% (1999)

Moral Hazard-Probleme lösen

Dass die augenfälligen Parallelen zwischen der Spekulationsblase in den 20er Jahren und den Kursentwicklungen in der jüngsten Vergangenheit nur eingeschränkt zur Analyse der zukünftigen Entwicklung taugen, hält die Börse auch weiterhin spannend. Den vielen Parallelen stehen ebenso viele

Unterschiede gegenüber. Stellvertretend sei hier nur angeführt, dass die wirtschaftlichen Blöcke Amerika, Europa und Asien heute nicht über einen festen Wechselkurs verbunden sind, wie dies damals über den Goldstandard der Fall war. Dabei spielte das damalige Festkurssystem eine zentrale Rolle bei der Übertragung der deflatorischen Impulse auf die gesamte Weltwirtschaft. Gemangelt hat es damals auch an einer effektiven internationalen Kooperation der Zentralbanken. Zudem war das damalige Bankensystem infolge fehlender Einlagensicherungssysteme verwundbarer gegenüber Bankenruns. Und schließlich hat im Gegensatz zu den 20er Jahren das Gewicht des relativ konjunkturunempfindlichen Dienstleistungssektors am Bruttosozialprodukt heute erheblich zugenommen.

Angesichts dieser Unterschiede zwischen heute und damals dürfte sich einmal mehr die Erkenntnis durchsetzen, dass der Aktienmarkt auch künftig seinen eigenen Gesetzen folgen wird. Solange jeder Marktteilnehmer und die Institutionen entsprechende Vorkehrungen des Risikomanagements treffen, dürfte der Schatten des Jahres 1929 die Zukunft somit nicht erreichen.

Zu den drängendsten Vorkehrung der Institutionen zählen Maßnahmen zur Verringerung von so genannten Moral Hazard-Problemen, die aus Ungleichgewichten bei der Gewinn- und Verlustzuweisung zwischen Kapitalanbietern und -nachfrägern entstehen können. Vielfach wird im Krisefalle mit gut gemeinten Notenbankinterventionen, IWF-Hilfspaketen und Staatsgarantien das wesentliche Ordnungsprinzip der Marktwirtschaft verletzt, nämlich das der Haftung. Solange die Anleger keine Bail Out-Erwartungen hegen, dürfte sich auch die Bereitschaft, in eine Preisblase am Aktienmarkt zu investieren, in Grenzen halten.

Institutionellen wie privaten Anlegern muss bewusst werden, dass "No-Risk-Profit-Only-Investments" in Wirklichkeit nicht existieren und sie in voller Eigenverantwortung handeln. Der extensive Gebrauch des Leverage-Effekts, von prozyklisch angelegten Momentum-Anlagestrategien oder von der mechanischen Anwendung von Benchmark-Anlageprinzipien sind vor diesem Hintergrund kritisch zu hinterfragen.

Handlungsbedarf besteht auch bei der Verbesserung der Transparenz über internationale Kapitalströme und hinsichtlich einer stärkeren Einbindung der Aktivitäten von bislang weitgehend unregulierten Hedge-Fonds in die Bankenaufsicht. Um dem Phänomen der Asset Inflation entgegenzuwirken, sollten sich die Notenbanken bei ihrer geldpolitischen Steuerung die Zusammenhänge zwischen Asset-Preisen, Vermögenseffekten, Konsum- und Investitionsverhalten und der mit der Finanzintermediation verbundenen Risikopotenziale noch intensiver als bisher berücksichtigen.

© Markus Mezger und Dr. Markus Stahl

Quelle: Fachzeitschrift "Bank", Ausgabe 5/2000

Quellenangaben:

1) Friedman, Milton: Die größte Gefahr ist ein überhitzter Aktienmarkt, in: Risikomanagement an internationalen Finanzmärkten, Christian Conrad/Markus Stahl (Hrsg.), Schäffer-Poeschel, Stuttgart 2000, S. 373–377.

2) Tietmeyer, Hans: Globalisierung der Finanzmärkte und ihre Konsequenzen, in: Risikomanagement an internationalen Finanzmärkten, Christian Conrad/Markus Stahl (Hrsg.), Schäffer-Poeschel, Stuttgart 2000, S. 361–372.

Dieser Artikel stammt von GoldSeiten.de

Die URL für diesen Artikel lautet:

<https://www.goldseiten.de/artikel/114--Der-Schatten-des-Jahres-1929.html>

Für den Inhalt des Beitrages ist allein der Autor verantwortlich bzw. die aufgeführte Quelle. Bild- oder Filmrechte liegen beim Autor/Quelle bzw. bei der vom ihm benannten Quelle. Bei Übersetzungen können Fehler nicht ausgeschlossen werden. Der vertretene Standpunkt eines Autors spiegelt generell nicht die Meinung des Webseiten-Betreibers wieder. Mittels der Veröffentlichung will dieser lediglich ein pluralistisches Meinungsbild darstellen. Direkte oder indirekte Aussagen in einem Beitrag stellen keinerlei Aufforderung zum Kauf-/Verkauf von Wertpapieren dar. Wir wehren uns gegen jede Form von Hass, Diskriminierung und Verletzung der Menschenwürde. Beachten Sie bitte auch unsere [AGB/Disclaimer!](#)

Die Reproduktion, Modifikation oder Verwendung der Inhalte ganz oder teilweise ohne schriftliche Genehmigung ist untersagt!
Alle Angaben ohne Gewähr! Copyright © by GoldSeiten.de 1999-2025. Es gelten unsere [AGB](#) und [Datenschutzrichtlinien](#).
