



*Standpunkt*

Juni 2008

Das Jahrzehnt der Kapitalmarktblasen –  
Zwischen „Stairway to Heaven“  
und „Highway to Hell“

©2008. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Alte Mainzer Gasse 37, 60311 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung von Lazard oder deren assoziierter Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder Lazard noch deren assoziierte Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Weder diese Veröffentlichung noch ihr Inhalt noch eine Kopie dieser Veröffentlichung darf ohne die vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Lazard auf irgendeine Weise verändert oder an Dritte verteilt oder übermittelt werden. Mit der Annahme dieser Veröffentlichung wird die Zustimmung zur Einhaltung der o.g. Bestimmungen gegeben.

# Das Jahrzehnt der Kapitalmarktblasen – Zwischen „Stairway to Heaven“ und „Highway to Hell“

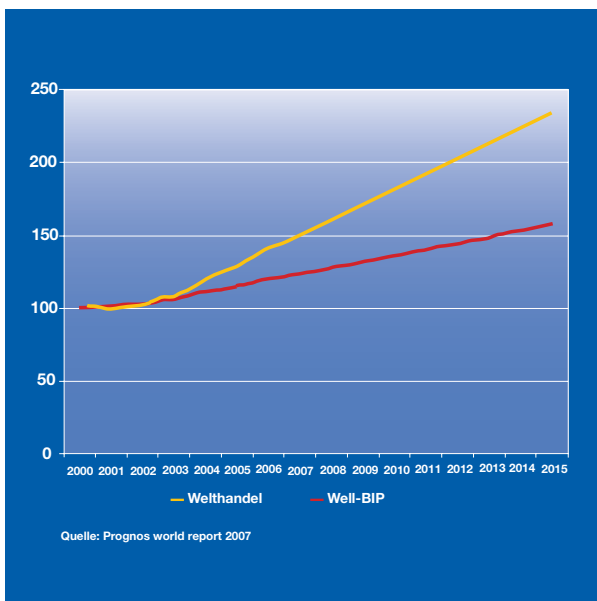
- ◆ Die Globalisierung ist eine Erfolgsgeschichte ohne Gleichen. Sie hat einen nie gesehenen globalen Wohlstandszuwachs bei gleichzeitig historisch niedriger Inflation gebracht. Durch die Integration der Emerging Markets in die Weltwirtschaft haben Milliarden Menschen Chancen und Stimme bekommen, und der Fokus der Welt liegt nicht mehr nur auf Nordamerika und Europa.
- ◆ Trotz dieser Erfolgsgeschichte ist die Globalisierung nicht ohne Schattenseiten geblieben. Zum einen ist in den letzten Jahren die regionale und interpersonelle Ungleichheit gestiegen, denn es gibt Globalisierungsgewinner und Globalisierungsverlierer. Zum anderen haben die mit der Globalisierung verbundenen Unsicherheiten und Strukturbrüche immer wieder zu Wirtschaftskrisen geführt und die Geldpolitik der westlichen Zentralbanken erschwert.
- ◆ Auf die Kette von Crashes haben die Zentralbanken insbesondere seit der LTCM-Krise 1998 immer wieder mit expansiver Geldpolitik reagiert und konnten damit die jeweiligen Krisen überwinden. Indirekt legten sie mit ihrer Geldpolitik aber die Basis für weitere Krisen aufgrund geplatzter Assetpreisblasen, denn eine auf Dauer überexpansive Geldpolitik riskiert auf lange Sicht, realwirtschaftliche Inflation oder multiple Assetpreisblasen zu generieren.
- ◆ Auch die gegenwärtige Krise ist auf das Platzen einer Assetpreisblase zurückzuführen. Der US-Immobiliencrash führte über den kollabierenden Hypotheken- und Verbriefungsmarkt in eine echte Bankenkrise. Auch dieses Problem versuchen die Zentralbanken wie bei allen Krisen der letzten Jahrzehnte mit massiven Zinssenkungen und einer Liquiditätsexpansion einzudämmen.
- ◆ Es spricht einiges dafür, dass die expansive Zentralbankpolitik auch diese Wirtschaftskrise zu überwinden helfen kann. Die Schattenseite besteht aber darin, dass die Inflationsrisiken noch einmal befeuert werden und die nächsten Assetpreisblasen schon langsam in Schwung kommen. Assetklassen, die von einem inflationären Boom profitieren würden – wie Emerging Markets-Anlagen, Infrastrukturinvestments, Energie und Gold – könnten die nächste Welle sein, die langfristig einer Preisblase entgegen gehen.
- ◆ Allerdings bleibt abzuwarten, ob sich nach den Erfahrungen der Zentralbanken mit Kapitalmarktblasen im letzten Jahrzehnt deren Sichtweise verändert. Während die Zentralbanken früher der Meinung waren, es gebe keine Möglichkeiten, Blasen frühzeitig zu erkennen, so dass sie auch nicht in die Geldpolitik mit einbezogen werden dürften, scheint sich ganz langsam die Sichtweise zu ändern. Selbst die FED diskutiert mittlerweile ganz offen, ob sie zukünftig Assetpreisblasen aggressiver bereits in ihrer Entstehung bekämpfen müsse.

# Das Jahrzehnt der Kapitalmarktblasen – Zwischen „Stairway to Heaven“ und „Highway to Hell“

## Das Zeitalter der Globalisierung

Seit den 80er Jahren ist die Welt von einem Zuwachs an Wohlstand charakterisiert, wie es ihn noch nie zuvor gegeben hat. Die Pro-Kopf-Einkommen sind fast überall in der Welt gestiegen, hunderte von Millionen von Menschen haben die Schwelle aus der Armut überschritten, immer mehr Länder der sogenannten Emerging Markets wurden in die weltwirtschaftliche Arbeitsteilung integriert, und die Zahl der Wohlhabenden ist in allen Weltregionen gestiegen. Das starke Wachstum des Weltsozialprodukts der letzten Jahrzehnte wird nur noch vom explodierenden Wachstum des Welthandels übertroffen. Es ist davon auszugehen, dass sowohl der weltwirtschaftliche Wohlstand als auch der Welthandel in den nächsten Jahren weiter expandieren werden (vgl. Abbildung 1).<sup>1</sup>

Abbildung 1: Welthandel und Welt-BIP



Dieser historisch einmalige Erfolg ist der fortschreitenden Globalisierung zu verdanken. Was Jahrzehnte politisch verordneter Entwicklungshilfeprojekte nicht vermochten, haben das kapitalistische „Profitstreben“ globaler Unternehmen und der messerscharfe Wettbewerb nach dem Markteintritt neuer Spieler wie China, Indien oder Russland in die globale Wirtschaft durchgesetzt. Die neu zugänglichen Länder wurden nach dem Scheitern des Kommunismus – angesichts der Grenzen des Wachstums in der entwickelten Welt – als Märkte, Rohstofflieferanten und Produktionsbasen gebraucht und daher in die weltwirtschaftlichen Prozesse integriert. Viele Menschen, die in der Vergangenheit ohne Stimme und ohne Chancen geblieben waren, wurden für Wirtschaft und Politik interessant. Amerika und Europa – und deren Bedürfnisse und Vorstellungen – sind heute nicht mehr der Fokus der Welt, was (global gesehen) ein gewaltiger Fortschritt ist.

Die massiven, durch die Globalisierung ausgelösten Veränderungen sind aber naturgemäß nicht ohne unerwünschte Nebenwirkungen geblieben. Die politischen Systeme hinken mit ihren Veränderungsprozessen den ökonomischen Entwicklungen meilenweit hinterher. Einer wirklich fairen globalen Zusammenarbeit auf politischer Ebene sind wir in den letzten Jahrzehnten kaum näher gekommen. Die Demokratien werden durch die neuen turbokapitalistischen Autokratien massiv herausgefordert. Die Vorstellungen über gute Unternehmensführung, die Aufgaben von Unternehmen, Arbeitnehmerrechte oder die Rolle des Staates in einer Volkswirtschaft variieren selbst in den westlichen Ländern extrem stark, was die Zusammenarbeit der Länder oder das Entwickeln einer einheitlichen westlichen Position erschwert. Eine politische Antwort auf die Herausforderungen (und Grenzen) der Globalisierung ist man bisher weitgehend schuldig geblieben.

Stattdessen verlegt sich die Politik auf undifferenzierte Globalisierungskritik mit der Holzhammermethode. Dies könnte die Akzeptanz der Globalisierung bei den Menschen auf lange Sicht in Frage stellen. Angesichts der Erfolge der Globalisierung ist dies ein Armutszeugnis der politischen Kultur (gerade im Land des großen Globalisierungsgewinners und Exportweltmeisters Deutschland).

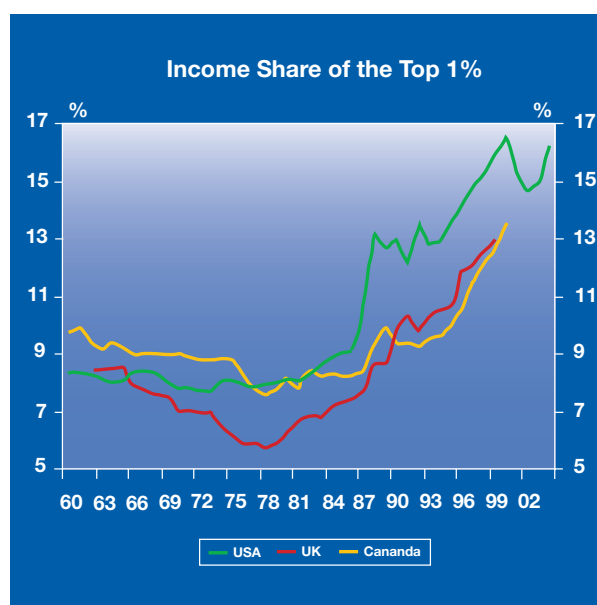
## Zwei (unerwünschte) Nebeneffekte der Globalisierung

Die Globalisierung und die Integration der Emerging Markets in die Weltwirtschaft waren insbesondere seit den 1990er Jahren Faktoren, die für einen Boom an den Kapitalmärkten mitverantwortlich waren. Zuletzt rückten aber zwei (ungewollte) Begleiterscheinungen der Globalisierung in den Vordergrund. Zum einen die Tatsache, dass der weltweite Vermögenszuwachs, der durch die Globalisierung generiert wurde, regional und personell höchst ungleich verteilt ist. Zum anderen das Problem, dass die Globalisierung das Umfeld nicht nur für die Politik, sondern auch für die großen Zentralbanken der Welt so massiv verändert hat, dass die Geldpolitik immer stärker verkompliziert wurde. Beide Entwicklungen spielten für die jüngsten Fehlentwicklungen an den Märkten eine wichtige Rolle.

Der erste Nebeneffekt der Globalisierung ist eine ungleicher werdende Einkommensverteilung. Wie schon beim ersten Globalisierungsschub der Moderne von etwa 1870-1914 profitierten nicht alle Menschen in gleichem Maße vom Vermögens- und Einkommenszuwachs, der durch die Globalisierung zustande kam. Die Einkommen stiegen im Durchschnitt in fast allen Ländern stark an, die Einkommensverteilung wurde aber in vielen Regionen immer ungleicher, weil es trotz des generell steigenden Wohlstands Globalisierungsgewinner und Globalisierungsverlierer gibt. Insbesondere in den angelsächsischen Ländern und in den Emerging Markets sind die Entwicklungen besonders krass verlaufen, weil es dort kaum Umverteilungsmechanismen gibt und der Sozialstaat weniger ausgebaut ist. Naturgemäß profitieren die Wohlhabenden, gut Ausgebildeten und die Flexibleren am stärksten von der Globalisierung, während viele Ärmere, schlecht Ausgebildete oder Unflexible eher unter

dem verstärkten Wettbewerbsdruck leiden. So ist in den angelsächsischen Ländern das Einkommen (und natürlich das Vermögen) der 1% Bestverdiener im letzten Jahrzehnt relativ zu allen anderen explodiert (vgl. Abbildung 2).<sup>2</sup>

**Abbildung 2: Einkommensverteilung in USA, UK und Kanada**

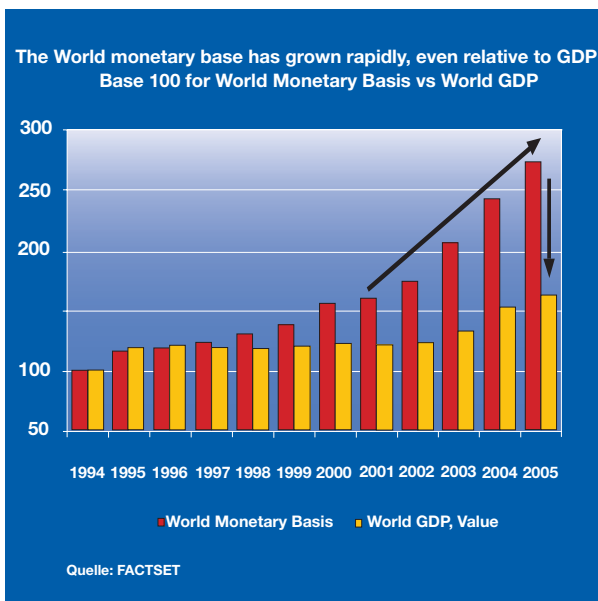


Rückblickend muss man zudem feststellen, dass die Globalisierung die Effizienz der Geldpolitik vermindert hat. Die dynamische Entwicklung der Weltwirtschaft, die sprunghafte Veränderung vieler Strukturen, die Strukturbrüche in vielen Zusammenhängen, die wachsende Bedeutung freier Märkte und die explodierenden Handelsvolumina (auch an den Kapitalmärkten, aber nicht nur) sorgten dafür, dass es insbesondere seit den 90er Jahren zu regelmäßigen Krisensituationen in der Weltwirtschaft und an den Kapitalmärkten kam, die durch die Zentralbanken sehr schwer zu steuern waren. Auf die „Savings and Loans“-Krise in den USA Anfang der 90er Jahre folgten die Pesokrise, die Asienkrise, die Russlandkrise und der Zusammenbruch des Hedge Funds LTCM. Diesen Turbulenzen folgten das Platzen der New Economy-Blase an den Aktienmärkten, 9/11 und seine weltweiten Folgen, bevor die jüngste US-Immobilienkrise gleichzeitig den Verbriefungsmarkt und die Banken ins Chaos stürzte.

Die Zentralbanken befanden sich in diesem Umfeld sehr oft in der Defensive. Immer wieder waren sie in einem Umfeld extremer Unsicherheit gezwungen, als Krisenmanager zu agieren. Mittlerweile scheint sich spätestens seit der LTCM-Krise 1998 – insbesondere bei der US-Zentralbank – ein einheitliches Konzept der Krisenbekämpfung ergeben zu haben. Die Zentralbanken senken die Zinsen, schwächen indirekt die Währung und erhöhen die Liquidität so lange, bis die Krise besiegt ist.

So einleuchtend diese Konzeption ist, so problematisch könnte sie sich auf lange Sicht erweisen. Insbesondere seit der LTCM-Rettungsaktion 1998 explodierten weltweit die Geldmengenaggregate und wuchsen deutlich stärker als die Realwirtschaft (vgl. Abbildung 3).<sup>3</sup>

**Abbildung 3: Das weltweite Wachstum der Geldbasis im Vergleich zum Welt-BIP**



Das starke Geldmengenwachstum ging aber nicht nur auf bewusste Entscheidungen der westlichen Zentralbanken zurück. Die Integration der Emerging Markets in das Weltwirtschaftssystem hat die Aufgabenteilung der Zentralbanken verändert. Die explodierenden Devisenreserven von Ländern wie China, Russland, Indien oder Taiwan rücken die Zentralbanken dieser Länder in eine zentrale Rolle für die globale Geldpolitik, denn der Aufbau von Devisenreserven impliziert eine zusätzliche inländische Geldschöpfung, wenn die Effekte nicht durch Geldabschöpfung über andere Mechanismen

wieder ausgeglichen werden. Dies haben die Zentralbanken der Emerging Markets aber systematisch versäumt, weil sie an einer Schwächung der eigenen Währung zur Unterstützung der Exporte politisch interessiert waren. So wurde die Zentralbankpolitik der Emerging Markets im Zusammenspiel mit der Bank von Japan zum zentralen Bestimmungsfaktor der sogenannten Carry Trades, der Refinanzierung von risikobehafteten Kapitalanlagen über den japanischen Geldmarkt.

Man kann zusammenfassend sagen, dass die westlichen Zentralbanken durch die Globalisierung die Kontrolle über die Steuerung der Geldmenge verloren haben. Die globale Liquidität ist in den letzten Jahren über die Außengeldschöpfung der Emerging Markets („Bretton Woods II“) explodiert. Dass dies die Kapitalmärkte nervös macht und das Weltfinanzsystem in Frage stellt, zeigt der parallel dazu stark steigende Goldpreis (vgl. Abbildung 4).<sup>4</sup>

**Abbildung 4: Globale Liquidität und Gold**

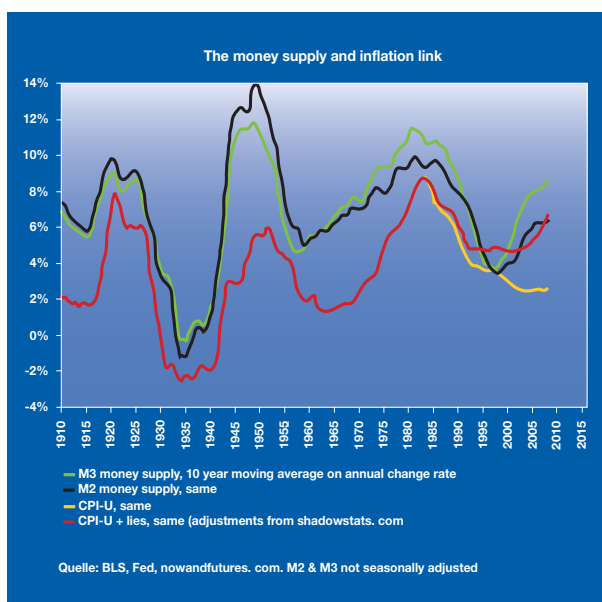


### Die Entstehung einer Finanzmarktblase

Für die Kapitalmärkte ist das Zusammenspiel zwischen einem stark expandierenden, aber ungleich verteilten Wohlstand bei gleichzeitig explodierender Liquiditätsversorgung der Weltwirtschaft von großer Relevanz. Nach dem Diktum des Nobelpreisträgers Milton Friedman – „Inflation ist

immer und überall ein monetäres Phänomen“ – führt diese Konstellation, insbesondere wenn sie sich über lange Zeit immer weiter beschleunigt, irgendwann zu Inflation. Die Liquidität sucht sich ihren Weg und generiert – wenn auch mit Zeitverzögerung – entweder einen realwirtschaftlichen Preisanstieg oder aber Assetpreisblasen in der Finanzwirtschaft. Und in der Tat sind wir seit einiger Zeit insbesondere in den USA und in den Emerging Markets mit einer ernstesten Beschleunigung der Inflationsraten konfrontiert, wenn man die offiziellen Inflationsraten um Sondereffekte korrigiert, wie es einige Beobachter mittlerweile für nötig halten (vgl. Abbildung 5).<sup>5</sup>

**Abbildung 5: Geldmenge und Inflation**



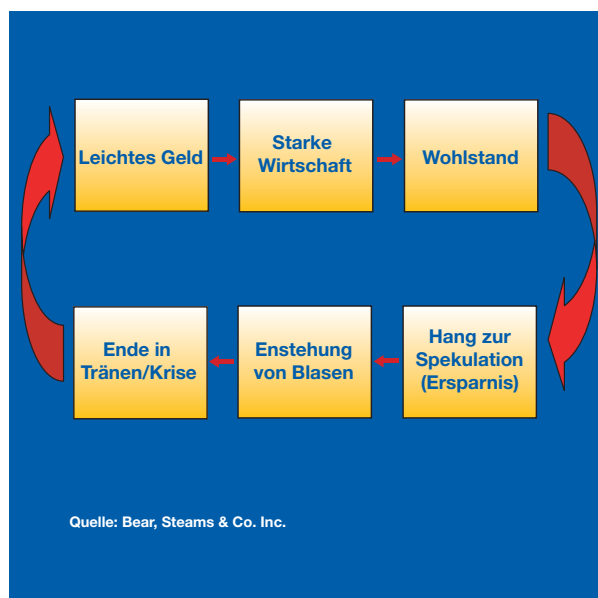
Dabei war die sich weltweit langsam aufbauende realwirtschaftliche Inflation für die Kapitalmärkte lange kein großes Thema. Die Globalisierung, der damit verbundene extreme Wettbewerb auf den Arbeits- und den Gütermärkten und die Produktivitätsfortschritte der New Economy-Ära haben über Jahre dafür gesorgt, dass die Konsumentenpreis-inflation trotz expansiver Geldpolitik unter Kontrolle blieb.

Viel wichtiger für die Entwicklung an den Kapitalmärkten in den letzten Jahren ist aus unserer Sicht die Entstehung von Assetpreis-inflation, d. h. das Bilden multipler Assetpreisblasen.<sup>6</sup> Die jahrelange Überversorgung der Weltkapitalmärkte mit Liqui-

dität und der steigende Wohlstand waren letztlich die Triebfedern dafür, dass immer mehr Anlagekapital nach Anlagemöglichkeiten suchte. Der Anlagebedarf konnte von einem begrenzten Kapitalmarkt kaum noch befriedigt werden.

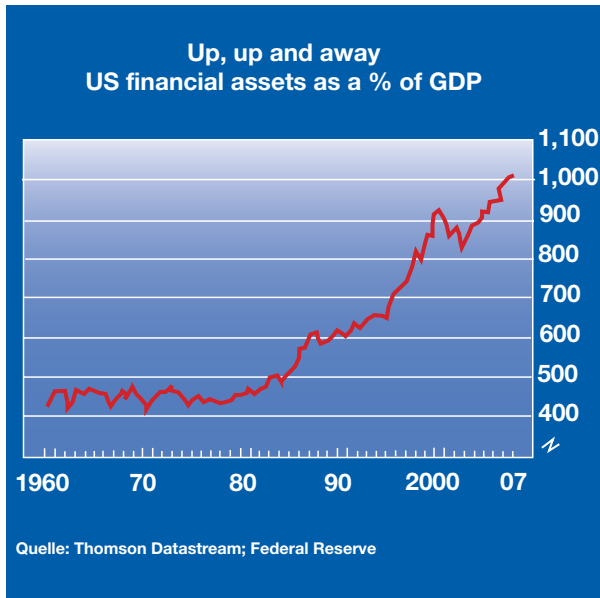
Eine gewisse Mitverantwortung für diese Fehlentwicklung kann man den Zentralbanken nicht absprechen.<sup>7</sup> Sie versuchten über Jahrzehnte den Prozess der Globalisierung mit einer generösen Geldversorgung zu alimentieren. Zunächst führte das leichte Geld – wie von den Zentralbanken gewünscht – zu einer starken Wirtschaft und steigendem Wohlstand. Da die Finanzmittel den Märkten (wegen immer neuer Krisen) aber nie mehr entzogen wurden, sorgte der wachsende Wohlstand über die explodierende weltweite Ersparnisbildung („Savings Glut“) zu immer spekulativerem Anlageverhalten, was die Entstehung von Blasen begünstigte.<sup>8</sup> Folge waren die Internetblase der 90er Jahre, aber auch die jahrelange Bond-Rallye, die extrem niedrigen Credit Spreads, die Immobilienblase, der Kunstbubble und letztlich auch die Rohstoffhausa der letzten sechs Jahre (vgl. Abbildung 6).

**Abbildung 6: Geldmenge und Inflation**



Signal für die hohe Bewertung vieler Assetklassen ist der starke Anstieg des aggregierten Wertes aller Finanzassets in den USA in Relation zum BIP. Während dieser Quotient über Jahrzehnte zwischen vier und fünf schwankte, ist er in den achtziger Jahren explodiert und lag Ende 2007 bei einem Faktor von über zehn (vgl. Abbildung 7).

**Abbildung 7: Marktwert des US-Kapitalmarkts in Relation zum BIP**

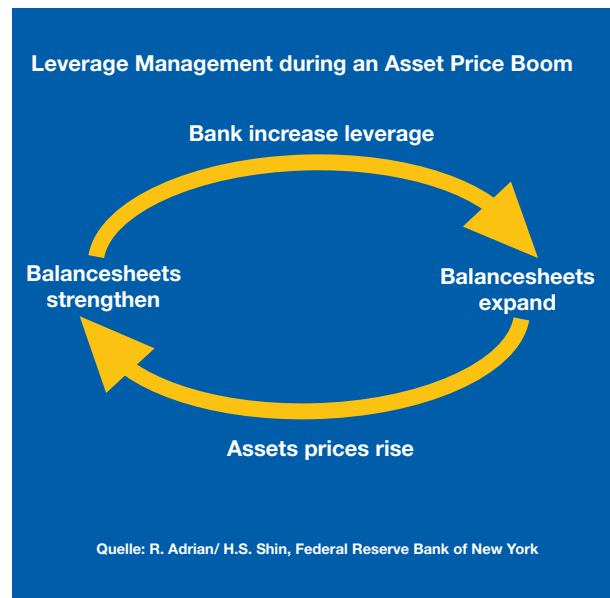


## Die Rolle der Banken

Es ist naheliegend, dass Banken und Finanzdienstleister immer im Mittelpunkt stehen, wenn starke Bewegungen an den Kapitalmärkten zu verzeichnen sind. Schließlich wickelt die Zentralbank ihre Geldpolitik über das Bankensystem ab, so dass die Banken im Guten wie im Schlechten für die Folgen von monetären Impulsen Mitverantwortung tragen. Sie sind Hauptprofiteur einer jahrelangen üppigen Liquiditätsversorgung, wie sie den Volkswirtschaften in den letzten Jahrzehnten zu Gute gekommen war. Sie sind aber auch Hauptbetroffene einer Krise, wenn sich die Liquiditätssituation abrupt ändert. Neueren Studien zu Folge spielen die Banken und ihre Geschäftspolitik (Auf- und Abbau von Leverage) im Zusammenspiel mit der Zentralbank eine große Rolle zur Erklärung von Wirtschafts- und Kapitalmarktzyklen.<sup>9</sup>

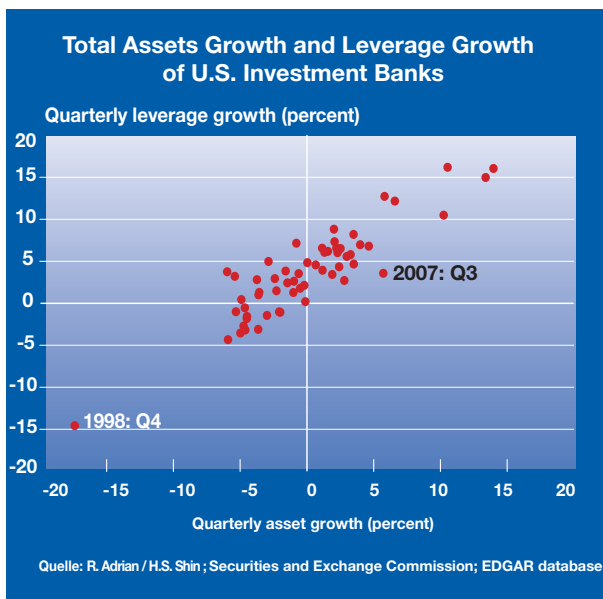
Das Zusammenspiel von Banken und Kapitalmärkten muss man sich als Kreislauf vorstellen. Sind die Volkswirtschaften und die Kapitalmärkte in guter Verfassung, verbessert sich die Aktivseite der Banken (Wert der Assets). Die gesündere Bankbilanz bewegt die Banken dazu, größere Risiken einzugehen und den Leverage zu erhöhen. Die Bankbilanzen expandieren, wodurch ein erneuter Anstieg von Assetpreisen ausgelöst wird. Der Kreislauf von steigenden Assetpreisen, sich verbessernder und expandierender Bilanz, steigendem Leverage und wachsender Risikobereitschaft setzt sich so lange fort, bis es zu irgendwelchen Schocks kommt, welche diese Logik unterbrechen (vgl. Abbildung 8).<sup>10</sup>

**Abbildung 8: Banken und Zyklus**



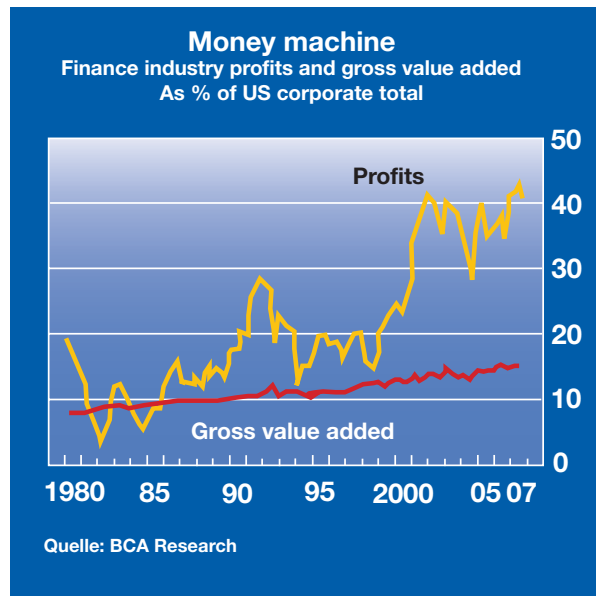
Der Zusammenhang zwischen einem Bullenmarkt an den Kapitalmärkten und dessen Beschleunigung durch die wachsende Risikobereitschaft der Banken wird am deutlichsten, wenn man die Bilanzen der großen amerikanischen Investmentbanken betrachtet. Diese haben zwischen 1998 und 2007 im Gleichklang mit der üppigen Liquiditätsversorgung durch die Zentralbanken ihre Bilanzvolumina und den Leverage gesteigert (vgl. Abbildung 9)

Abbildung 9: Bilanzvolumen und Leverage von US-Banken



Aus Sicht der Investmentbanken war diese exorbitante Expansion während der Entstehung der letzten Assetpreisblasen völlig rational. Die Banken konnten während dieser Phase ihre Gewinne immer mehr steigern, denn die immer höher steigenden Assetpreise waren für sie bei explodierendem Leverage quasi eine Gelddruckmaschine. Unterstützt wurde dieser Prozess durch die relativ laxen Regulierung im Bereich von Verbriefungen und Derivaten, wodurch die Banken parallel zum normalen Geschäft praktisch ein ergänzendes Schattenbankensystem aufbauen und gewisse Risikokontrollmechanismen aushebeln konnten. So ist der Weltderivatemarkt mittlerweile zehnmal größer als das Weltsozialprodukt, so dass – um es mit den Worten eines Beobachters zu sagen – „der Schwanz mittlerweile mit dem Hund wedelt“. <sup>11</sup> In den letzten Jahren stieg der Anteil der Gewinne der Banken an den Unternehmensgewinnen immer mehr an, bis er zuletzt weit über die realwirtschaftliche Bedeutung der Banken (gemessen an der anteiligen Bruttowertschöpfung) hinausging (vgl. Abbildung 10).

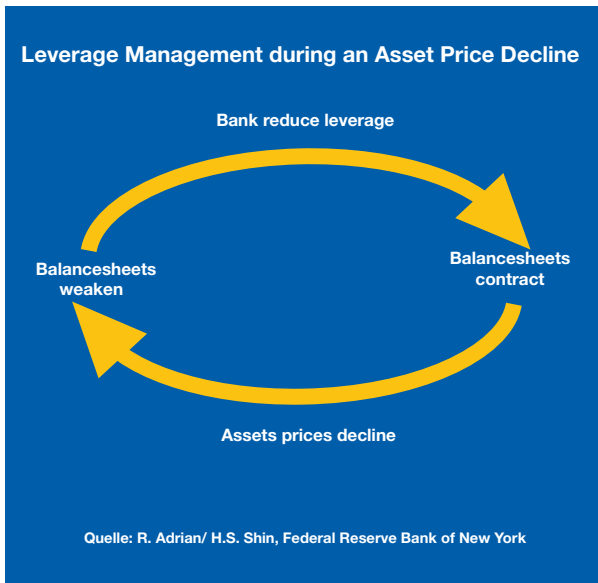
Abbildung 10: Anteil der Banken an Unternehmensgewinnen und Bruttowertschöpfung



### Das Platzen der Bankenblase

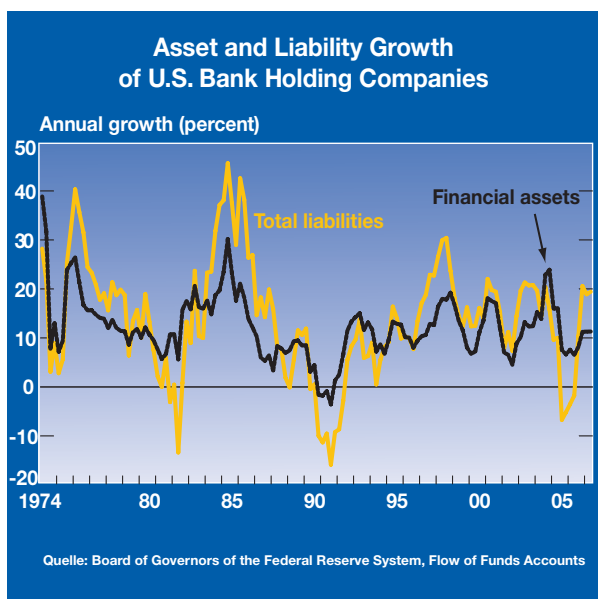
Dieses Geschäftsmodell der Banken platzte mit dem Immobiliencrash in den USA. <sup>12</sup> Die fallenden Immobilienpreise sorgten insbesondere über den Verbriefungsmarkt zu fallenden Assetpreisen in den Bankbilanzen. Dieser externe Schock löste eine Umkehrung des vorhergehenden Kreislaufmechanismus aus. Die fallende Bewertung der Assets verschlechterte die Bankbilanzen. Daher mussten die Banken den Leverage reduzieren. Es kam zu Verkäufen von Assets und die Bilanzen schrumpften. Dadurch gerieten aber die Assetpreise noch weiter unter Druck und die Abwärtsspirale beschleunigte sich weiter. Manche Teile des Geschäftsmodells der Banken des letzten Jahrzehnts (insbesondere das Schattenbankensystem) wurden seit Herbst 2007 Schritt für Schritt rückabgewickelt (vgl. Abbildung 11).

**Abbildung 11: Teufelskreis der Bankbilanzen (Deleveraging)**



Die Hauptidee dieser Überlegungen ist die Tatsache, dass sich die Banken prozyklisch verhalten und damit (als monetäre Transmissionsvehikel der Zentralbanken) die Kapitalmarktzyklen antreiben und beschleunigen.<sup>13</sup> Die Verbindlichkeiten der Banken wachsen während eines Aufschwungs schneller als die Assets (Aufbau von Leverage), in einer Baisse schrumpfen sie schneller als die Aktiva (Abbau von Leverage). Der immerwährende Rhythmus von „Angst und Gier“ kulminiert wegen der volkswirtschaftlichen Funktion der Finanzdienstleister (zwingenderweise) in der Bankenwelt, nicht nur in der jetzigen Krise (vgl. Abbildung 12).<sup>14</sup>

**Abbildung 12: Bankpolitik und Zyklus**



## Wie geht es weiter?

Wegen der großen Bedeutung, welche die Banken für die Volkswirtschaften haben, folgten in der Vergangenheit auf Krisen des Finanzsektors meist auch Krisen der Volkswirtschaft. Das Platzen der US-Immobilienblase im Sommer 2007 und die dadurch ausgelöste Verbriefungs- und Bankenkrise gehören daher zu den größten Schocks, welche die Weltwirtschaft seit der Weltwirtschaftskrise in den 1930er Jahren zu verkraften hatte.<sup>15</sup>

Da insbesondere die US-Zentralbank einen größeren Zusammenbruch von Teilen der US-Wirtschaft und eine dadurch ausgelöste systemische Krise befürchtete, reagierte sie wie immer bei größeren Schocks in den letzten Jahrzehnten. Sie senkte (ungewöhnlich schnell) massiv die Zinsen, versteilerte die Zinsstruktur, ließ den USD fallen, stellte nahezu unbegrenzt Liquidität zur Verfügung und förderte aggressiv die Rekapitalisierung der Banken, selbst unter Zuhilfenahme der internationalen Staatsfonds.<sup>16</sup> Mit weiteren unkonventionellen Maßnahmen machte sie klar, dass sie den Immobilienmarkt und die Banken mit allen denkbaren Mitteln auffangen will, selbst auf Kosten der eigenen Glaubwürdigkeit und Solidität.<sup>17</sup>

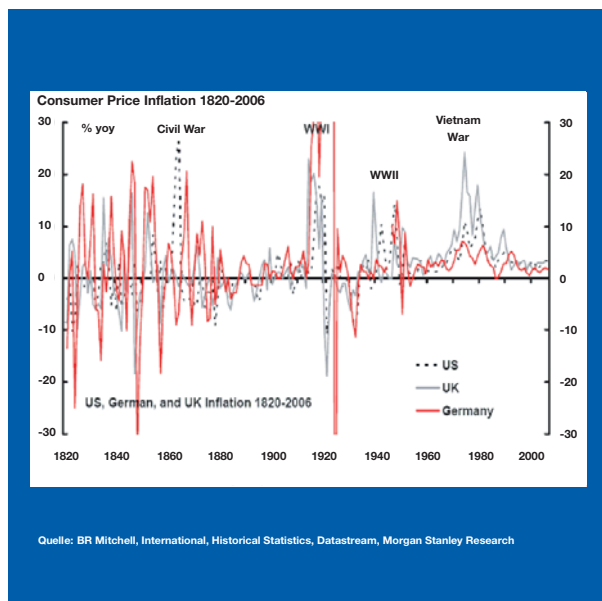
Die Weltwirtschaft und die Kapitalmärkte sind daher mit der Kombination aus einem der größten (deflationären) Schocks der Wirtschaftsgeschichte und einem der größten (reflationären) Gegenmaßnahmenpakete konfrontiert. Die große Unsicherheit der Märkte in der ersten Hälfte von 2008 zeugt offensichtlich daher, dass kaum einzuschätzen ist, wie die Reise zwischen Skylla und Charybdis ausgehen wird.<sup>18</sup>

Dennoch spricht einiges dafür, dass die Maßnahmen der Federal Reserve (aber auch der britischen BOE und anderer Zentralbanken) durchaus Wirkung zeigen. Die für die erste Hälfte von 2008 fast als sicher erachtete Rezession ist ausgeblieben. Die überraschende Stabilität Europas und der Emerging Markets und die sich verbessernden Exporte der Amerikaner aufgrund des schwachen USD haben die Weltwirtschaft trotz der Rezession des US-Immobilienmarktes (deren Ende vermutlich noch einige Quartale entfernt ist) bisher vor einem Zusammenbruch bewahrt. Es ist möglich, dass die Zentralbanken die Welt vor dem rezessio-

nären Abgrund bewahren können. Aber sie zahlen aus unserer Sicht einen hohen Preis: den ihrer Glaubwürdigkeit als Inflationsbekämpfer. Es ist ein sehr schlechtes Omen für die Zentralbanken, dass erstmals seit den 1970er Jahren wieder das Unwort von der „Stagflation“ an den Märkten die Runde macht.<sup>19</sup>

Die Wahrscheinlichkeit, dass die Märkte einer Zeit der Stabilität („Goldilocks“) entgegen gehen, ist gering. Sollten die Zentralbanken mit ihrer Reflationierungspolitik tatsächlich erfolgreich sein und eine größere ökonomische Krise verhindern können, lauert im Hintergrund die Gefahr, dass die jüngsten inflationären Tendenzen außer Kontrolle geraten könnten.<sup>20</sup> Wieder einmal bekämpfen die Zentralbanken eine Krise mit einer Befeuern der Liquidität und dies in Zeiten, in denen explodierende Energie- und Nahrungsmittelpreise sowie der hohe Goldpreis Inflationsrisiken anzeigen.<sup>21</sup> Dies ist ein Vabanque-Spiel der Zentralbanken, denn bei der Inflation ist nach allen historischen Erfahrungen das Instabile das Normale (vgl. Abbildung 13).<sup>22</sup>

Abbildung 13: Inflation seit 1820



In einem solchen Umfeld spricht einiges dafür, dass die Welt angesichts der aggressiven Zentralbankpolitik auf dem Weg von einem „Inflationary Bust“ zu einem „Inflationary Boom“ ist.<sup>23</sup> In einer Welt multipler Assetpreisblasen stellt sich für den Anleger die Hauptfrage, welche neue Blase mit der gegenwärtigen Reflationierung gerade angeheizt

wird. Rohstoffe, Emerging Markets, Infrastrukturinvestments und Gold scheinen die neuen großen Wellen zu sein, die man solange reiten muss, bis sie brechen (vgl. Abbildung 14).<sup>24</sup>

Abbildung 14: Kapitalanlagen in Zeiten der Inflation



### Zusammenfassung:

Die Globalisierung der letzten 20-30 Jahre war eine Erfolgsgeschichte ohnegleichen. Sie hat einen nie gesehenen globalen Wohlstandzuwachs bei gleichzeitig historisch niedriger Inflation gebracht. Durch die Integration der Emerging Markets in die Weltwirtschaft haben Milliarden Menschen Chancen und Stimme bekommen, und der Fokus der Welt liegt nicht mehr nur auf Nordamerika und Europa.

Trotz dieser Erfolgsgeschichte ist die Globalisierung nicht ohne Schattenseiten geblieben. Zum einen ist in den letzten Jahren die regionale und interpersonelle Ungleichheit gestiegen, denn es gibt Globalisierungsgewinner und Globalisierungsverlierer. Zum anderen hat die Globalisierung einen enormen Veränderungsdruck und eine unglaubliche Dynamik erzeugt. Die damit verbundenen Unsicherheiten und Strukturbrüche haben immer wieder zu Wirtschaftskrisen geführt und die Geldpolitik der westlichen Zentralbanken erschwert. Durch die wachsende Bedeutung der Zentralbanken der Emerging Markets hat der Westen zudem die alleinige Kontrolle über die Geldpolitik verloren.

Auf die Kette von Krisen haben die Zentralbanken insbesondere seit der LTCM-Krise 1998 immer wieder mit expansiver Geldpolitik reagiert und konnten damit die jeweiligen Krisen überwinden. Indirekt legten sie mit ihrer Geldpolitik aber oft auch die Basis für weitere Krisen aufgrund geplatzter Assetpreisbubbles, denn eine auf Dauer über-expansive Geldpolitik riskiert auf lange Sicht, realwirtschaftliche Inflation oder multiple Assetpreisblasen zu generieren.

Auch die gegenwärtige Krise ist auf das Platzen einer Assetpreisbubble zurückzuführen. Der US-Immobiliencrash führte über den kollabierenden Verbriefungsmarkt in eine echte Bankenkrise. Auch dieses Problem versuchen die Zentralbanken wie bei allen Krisen der letzten Jahrzehnte mit massiven Zinssenkungen und einer Liquiditätsexpansion einzudämmen.

Es spricht einiges dafür, dass die expansive Zentralbankpolitik auch diese Wirtschaftskrise zu überwinden helfen kann. Die Schattenseite besteht aber darin, dass die Inflationsrisiken noch einmal befeuert werden und die nächsten Assetpreisblasen schon langsam in Schwung kommen. Assetklassen, die von einem inflationären Boom profitieren würden – wie Emerging Markets-Anlagen, Infrastrukturinvestments, Energie und Gold – könnten die nächste Welle sein, die langfristig einer Preisblase entgegen gehen.<sup>25</sup>

Allerdings bleibt abzuwarten, ob sich nach den Erfahrungen der Zentralbanken mit Kapitalmarktblasen im letzten Jahrzehnt deren Sichtweise verändert. Während die Zentralbanken früher der Meinung waren, es gebe keine Möglichkeiten, Bubbles frühzeitig zu erkennen, so dass sie auch nicht in die Geldpolitik mit einbezogen werden dürften, scheint sich ganz langsam die Sichtweise zu ändern. Selbst die FED diskutiert mittlerweile ganz offen, ob sie zukünftig Assetpreisblasen bereits in ihrer Entstehung aggressiver bekämpfen müsse.<sup>26</sup>

## Literaturverzeichnis/Quellenangaben

- <sup>1</sup> M. Böhmer / K. Gramke / K. Meyer-Krahmer / M. Schlesinger: Globalisierungsreport, Prognos AG, Januar 2007.
- <sup>2</sup> A. Kapur / N. Macleod / N. Singh: The Plutonomy Symposium – Rising Tides Lifting Yachts, citigroup Equity Strategy, 29. September 2006.
- <sup>3</sup> G. Galati / A. Heath / P. McGuire: Evidence of carry trade activity, BIS Quarterly Review, September 2007.
- <sup>4</sup> [http://www.nowandfutures.com/key\\_stats.html](http://www.nowandfutures.com/key_stats.html)
- <sup>5</sup> <http://www.shadowstats.com/article/56>;  
S. Boehringer: Die USA schönen ihre Daten, Süddeutsche Zeitung 30. Mai 2008, S. 25.
- <sup>6</sup> R. Benson: Money Created „Out of Thin Air“, Specialty Finance Group, Benson’s Economic and Market Trends, August 2004.
- <sup>7</sup> G. Heinsohn: Die Verführung zur globalen Zockerei, FAZ, 25.4.2008, S. 15.
- <sup>8</sup> R. Miller: Too Much Money – The surprising consequences of a global savings glut, Business Week, 11. Juli 2005, S. 48-56.
- <sup>9</sup> nn: What went wrong, The Economist, 19. März 2008; T. Adrian / H. Song Shin: Liquidity, Monetary Policy and Financial Cycles, Current Issues, Federal Reserve Bank of New York, Volume 14, Number 1, Januar / Februar 2008.
- <sup>10</sup> T. Adrian / H. Song Shin, ebenda.
- <sup>11</sup> J. Trudgian: Shadow Banking, Williams Inference Center, Volume 35#5, 20. März 2008; P. Willmott: Börsenaufseher haben keine Ahnung, Institutional Money, 1/2008, S. 102-108.
- <sup>12</sup> The Economist: Paradise Lost, A special report on international banking, 17. Mai 2008.
- <sup>13</sup> IMF: How Do Financial Systems Affect Economic Cycles?, World Economic Outlook, September 2006, S. 105-138.
- <sup>14</sup> S. Tully: How To Fix WallST, Fortune, 21. April 2008, S. 28-34.
- <sup>15</sup> P. Hooper: Financial Crisis: The Past is Prologue, Deutsche Bank Global Economic Perspectives, 12. Februar 2008.
- <sup>16</sup> A. Blundell-Wignall: The Subprime Crisis – Size, Deleveraging and Some Policy Options, OECD Financial Markets Trends, 2008.
- <sup>17</sup> W. Buiter: Can Central Banks go Broke?, CEPR 2008; P.J. Davies: ECD liquidity scheme fears, FT, 16. Mai 2008, S. 1.

---

**Verfasser: Werner Krämer**

Tel.: 069 / 50606 - 141

- <sup>18</sup> D.A. Rosenberg: Spring may be in the air...but not in the economy, Merrill Lynch, The Market Economist, 23. Mai 2008.
- <sup>19</sup> C. Horwood (ed): The new world disorder, Euro-money Davos Special, Februar 2008.
- <sup>20</sup> J. Fels / M. Pradhan: Three Questions for the „Last Four“ and the „Big Five“, Morgan Stanley The Global Monetary Analyst, 14. Mai 2008.
- <sup>21</sup> The Economist: An old enemy rears its head, 24. Mai 2008, S. 83-85 und Inflation's back, S. 17.
- <sup>22</sup> J. Fels: What Do 187 Years of Data Tell US About Inflation, Morgan Stanley Global Economics, 18. Oktober 2007.
- <sup>23</sup> A. Motiany: The best solution for asset bubbles is to inject inflation into the system, FT, 21. Mai 2008, S. 12.
- <sup>24</sup> R. Buckland: The Inflation Threat, citi Global Equity Strategist, 7. Mai 2008.
- <sup>25</sup> ML Global Economics Team: The inflation accident waiting to happen, Merrill Lynch Global Economics, 14. Mai 2008.
- <sup>26</sup> K. Guha: Fed considers moves to lance asset bubbles, FT, 14. Mai 2008, S. 1; K. Guha: Troubled by bubbles, FT, 16. Mai 2008, S. 7.

## Weitere Lazard Publikationen

### Investment Perspektive I/2007

„Mikrokredite und Mikrofinanz –The Future is Now“

### Investment Perspektive II/2007

„Islamic Banking und Sharia-Investments“

### Standpunkt April 2007

„Der Charme von Dividendenstrategien in schwierigen Aktienmärkten – Lazard World Dividend Equity Strategy“

### Hintergrund Juni 2007

„Die Portable Alpha-Revolution – Wer trägt was warum wohin?“

### Investment Perspektive III/2007

„Hochhäuser und Konjunkturzyklen – Up, Up to the Sky!!“

### Standpunkt Juli 2007

„Die Situation der Sparkassen in Deutschland und deren Rolle am Kapitalmarkt“

### Hintergrund August 2007

„Investieren in Infrastruktur – Lazard Global Listed Infrastructure“

### Investment Perspektive IV/2007

„Wasserinvestments – die wahren Blue Chips“

### Hintergrund Oktober 2007

„Credit Default Swaps – Waffen und Pflugscharen“

### Hintergrund November 2007

„Rückblick auf das Investment-Forum November 2007“

### Hintergrund Januar 2008

„Private Equity – quo vadis?“

### Hintergrund März 2008

„Der Charme des Absoluten – Lazard Euroland Equity Absolute Return“

Diese und weitere Publikationen stehen Ihnen als kostenloser Download auf unserer Homepage zur Verfügung:

<http://www.lazardnet.com/wissen>





Lazard Asset Management  
(Deutschland) GmbH

[www.lazardnet.de](http://www.lazardnet.de)

Alte Mainzer Gasse 37  
60311 Frankfurt  
Tel.: 069 - 50 60 6 - 0  
Fax: 069 - 50 60 6 - 100

Neuer Wall 9  
20354 Hamburg  
Tel.: 040 - 35 72 90 - 20  
Fax: 040 - 35 72 90 - 29