

# MxV = PxY

## – oder warum es diesmal anders ist

Von Prof. Dr. Erwin W. Heri  
Professor für Finanztheorie  
an der Universität Basel und  
VR-Präsident Valartis Group

Die Vergleiche der gegenwärtigen Krise mit der Weltwirtschaftskrise der späten 20er/frühen 30er Jahre des letzten Jahrhunderts nehmen kein Ende. Ganz besonders bei den überall herumirrenden und immer Gehör findenden Katastrophen-Gurus feiern Vergleiche mit den Zusammenbrüchen vor 80 Jahren Urstände. Natürlich sind historische Vergleiche gerade in der National- und Makroökonomie sinnvoll – ich habe in dieser Kolumne ja verschiedentlich die Geschichtsignoranz insbesondere im Anlagebereich kritisiert; allerdings sollten solche Vergleiche auf einer vernünftigen analytischen Basis stehen, so dass man aus der Geschichte auch etwas lernen kann.

Im geldtheoretisch/-politischen Bereich befinden wir uns heute in einer interessanten Situation. Prof. Bernanke, einer der ausgewiesenen Analytiker und Kenner der makroökonomischen Krisenszenarie der 30er Jahre, ist heute der Lenker der US-Zentralbank. Wir wollen in der Folge anhand einiger Grafiken aufzeigen, inwiefern Bernanke dafür gesorgt hat, dass uns einige der Fehler, die vor 80 Jahren im geldpolitischen Bereich gemacht wurden, in der gegenwärtigen Krise erspart geblieben sind.

Wir beginnen mit einer Skizzierung des Finanzmarktumfeldes, indem wir eine Anzahl von Krisen an den Aktienmärkten vergleichend darstellen. Wir nehmen dazu den Verlauf des Crashes von 1929 und vergleichen ihn einerseits mit der gegenwärtigen Krise (Beginn Oktober 2007), mit der Dotcom-Krise aus dem Jahr 2000 und der Erdölkrise im Jahr 1973. In Grafik 1 indexieren wir die Entwicklung des Aktienindex bei Beginn der jeweiligen Krise und illustrieren die Performance (Dow Jones für die 30er Jahre, S&P 500 danach) über die nachfolgenden 3 Jahre. Dies erlaubt uns eine in-

teressante Darstellung der zeitlichen Dynamik der jeweiligen Abstürze.

Die graue Kurve zeigt die Entwicklung des Dow Jones von März 1929 bis zum Tiefst im August 1932. Ein abrupter Wertzerfall von 50% in 3 Monaten, gefolgt von einem etwa 6monatigen Korrektur-Rally von ebenfalls rund 50% und dem anschliessenden Zusammenbruch von rund 90% gegenüber den ursprünglichen Werten.

Die übrigen Krisen, die wir darstellen, haben einen anderen Verlauf. Zum einen erfolgte der Absturz langsamer und zum anderen setzte nach Korrekturen von rund 50% jeweils der Aufschwung wieder ein. Dies scheint sich ähnlich auch in der gegenwärtigen Korrektur abzuspielen, die im März des letzten Jahres ihren (vorläufigen?) Tiefpunkt erreicht zu haben scheint.

Wir glauben, dass wir auch diesmal von der finalen Korrektur, die die Krise der 30er Jahre charakterisiert hat, verschont werden. Das Hauptargument ist, dass wir heute viel weiter sind im Verständnis der Art und Weise, wie makroökonomische Prozesse funktionieren als vor 80 Jahren und wir «der Feuerwehr» entsprechend die richtigen Instrumente haben zur Verfügung stellen können.

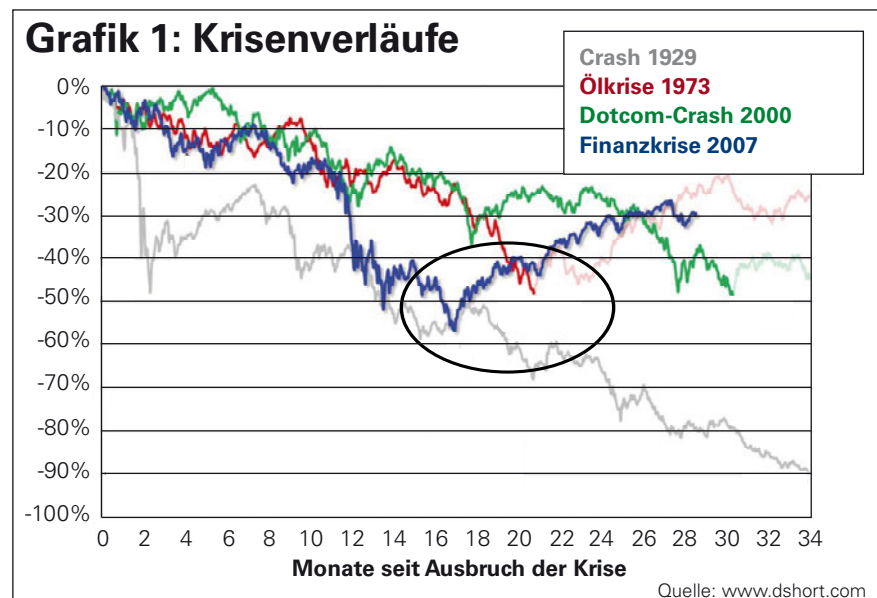
Eines dieser Instrumente ist die Geldpolitik. Diskussionen zu geldpoli-

tischen Strategien basieren in aller Regel auf irgendeiner Form der guten alten Quantitätstheorie des Geldes:

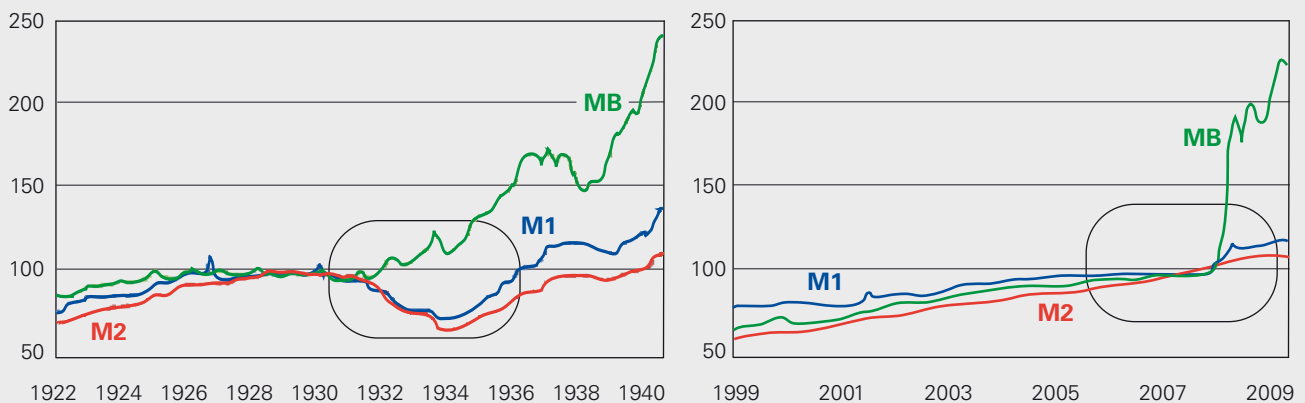
$$MxV = PxY$$

Dabei bezeichnet M die von der Zentralbank der Wirtschaft zur Kreditgewährung sowie für den Kauf von Gütern und Dienstleistungen zur Verfügung gestellte Geldmenge, V steht für die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, die etwas über die Geldhaltungsgewohnheiten des Publikums aussagt, P ist das Preisniveau in der Volkswirtschaft und Y steht für die Wirtschaftsaktivität (z.B. das Bruttoinlandprodukt).

Die linke Seite der Gleichung zeigt, welche Bedeutung die von der Zentralbank gesteuerte monetäre Ausstattung der Wirtschaft für die Wirtschaftsaktivität selber hat. Wenn wir zur Illustration einfache Bilder verwenden, dann kann ein exogener Einbruch der Wirtschaftsaktivität (Y sinkt) durch ein Ansteigen der linken Seite (die Geldmenge M steigt) aufgefangen werden. Nun kann aber offensichtlich die in der Wirtschaft umlaufende Geldmenge nicht einfach nur über die Veränderung irgendeines Geldaggregates (M) durch die Zentralbank gesteuert werden. Die Wünsche bezüglich der Kassenhaltung



### Grafiken 2 und 3: Entwicklung der Geldaggregate in der Krise der 30er Jahre (links) und in der aktuellen Krise (rechts); indexiert bei Krisenbeginn



Quelle: Jürgen von Hagen, Universität Bonn  
 Vgl. von Hagen J., The Monetary Face of the Crisis and Implications for Exit Strategies, University of Bonn Discussion Paper, 2010

des Publikums, die sich in  $V$  niederschlagen, spielen auch eine Rolle. Die Zentralbank kann, mit anderen Worten, die in der Wirtschaft umlaufende Geldmenge nur indirekt steuern. In der Praxis tut sie dies über die sogenannte monetäre Basis. Einfach ausgedrückt ist dies das zentrale geldpolitische Instrument der Zentralbank – der Wasserschlauch des Feuerwehrmannes. Wie die eigentliche monetäre Ausstattung der Wirtschaft aussieht – die gesamte linke Seite der obigen Gleichung – muss dann dem Zusammenspiel von monetärer Basis und Kassenhaltungswünschen des Publikums überlassen werden.

Die Grafiken 2 und 3 zeigen, wie sich diese Situationen in der Krise der 30er Jahre und in der gegenwärtigen Lage darstellen lassen. Die linke Grafik zeigt die Entwicklung der monetären Aggregate in den USA von 1922 bis 1940; einerseits die durch die Zentralbank kontrollierte monetäre Basis (MB), andererseits die für die Wirtschaft wirklich relevanten Geldmengen M1 und M2 – quasi die linke Seite unserer Gleichung. Die Grafik zeigt, dass zu Beginn der Krise 1929 und 1930 die Geldaggregate zunächst noch mehr oder weniger stabil waren. Mit der Verschärfung der Krise ab 1931 wurde die Zentralbank dann aber aktiv und beschleunigte das Wachstum der monetären Basis. Diese Beschleunigung reichte aber bei weitem nicht aus, um den Zusammenbruch der Umlaufgeschwindigkeit ( $V$ ) des Geldes zu kompensieren. Bereits 1933 waren die

sich im Wirtschaftskreislauf befindlichen und damit relevanten Liquiditätsgrößen M1 und M2 um rund 30% geschrumpft. Die linke Seite der obigen Gleichung war zusammengebrochen und Entsprechendes musste sich nun auf der rechten Seite ergeben – dem Preisniveau und der Wirtschaftsaktivität. Die entsprechende Dynamik führte in der Folge zur Depression der 30er Jahre und zum oben illustrierten finalen Zusammenbruch der Aktiennotierungen.

Und in der gegenwärtigen Krise? Die rechte Grafik zeigt die Situation. Sie enthält die Entwicklung der entsprechenden Geldaggregate von 2000 bis 2010. Aus den Erfahrungen der 30er Jahre lernend hat die US-Zentralbank die monetäre Basis nachgerade explodieren lassen. Etwas einfach ausgedrückt bestand das Hauptziel darin, die linke Seite unserer Gleichung nicht zusammenbrechen zu lassen. Dass sich die Liquiditätspräferenz des Publikums in Krisensituationen dramatisch verändern kann, hatte man inzwischen ja gelernt, also musste man jetzt dafür sorgen, dass die Liquiditätsversorgung der Wirtschaft nicht völlig einbricht, denn dies würde die gleichen Konsequenzen haben wie in den 30er Jahren. Aus der Grafik geht hervor, dass die «Operation» offensichtlich gelungen ist. Nicht nur die monetäre Basis, sondern auch die für die Wirtschaft relevanten monetären Aggregate sind über die Krise angestiegen und haben, bei aller noch immer herrschenden Unsicherheit, für eine vernünftige Li-

quiditätsversorgung der US-Wirtschaft geführt. Dies obwohl sich die Liquiditätshaltung wie in den 30er Jahren massiv ausgedehnt hat. Aus monetärer/geldpolitischer Sicht ist damit die Basis dafür gelegt, dass wir nicht auf Depressionsängste à la 30er Jahre machen müssen. Die Liquiditätsbasis für den nächsten Aufschwung ist gelegt, das monetäre Kleid geschnitten.

Sind damit alle Probleme gelöst? Bei weitem nicht. Der Feuerwehrmann hat zwar genügend Mittel einsetzen können, um den Brand zunächst einmal zu löschen. Aber nicht selten ist es bei Bränden ja so, dass der nachfolgende Wasserschaden ebenso gross ist, wie der Schaden des Feuers selbst.

Die Quantitätsgleichung des Geldes gilt nämlich nach wie vor. Und heute stellt sich eher die Frage, wie sich die Zentralbank verhalten soll, wenn sich die Liquiditätspräferenz des Publikums wieder normalisiert ( $V$  wieder ansteigt). Dann wird nämlich die linke Seite unserer Gleichung, das monetäre Kleid, plötzlich zu gross und dann muss die rechte Seite auch ansteigen. Dies tut sie dann in der Regel durch ein steigendes  $P$  – sprich, durch Inflation. Die nächste Herausforderung für die Zentralbank lauert also bereits um die Ecke: die Exit-Strategie aus einer vielleicht schon bald exzessiven Liquiditätsversorgung der Wirtschaft. Das nächste Kapitel ist aufgeschlagen. Wir werden sehen, ob man diese Lektion aus der Geschichte auch schon gelernt hat.

[www.erwinheri.ch](http://www.erwinheri.ch) •