

Hanno Beck, Aloys Prinz

Geldpolitik in der „Bubble-Economy“

Die Aktienkurse eilen derzeit von einem Rekord zum nächsten. Dieser schon lange anhaltende Höhenflug der Kurse ist mit einem im historischen Vergleich hohen Kurs-Gewinn-Verhältnis verbunden. Handelt es sich um eine spekulative Blase? Welche Folgen hätte ein plötzlicher Kursrückgang für die Realwirtschaft? Wann sollte die Geldpolitik eingreifen?

Die enormen Kurssteigerungen am Aktienmarkt der USA sind mittlerweile auch ein Thema für die Wirtschaftspolitik, insbesondere die Geldpolitik, geworden. Vergleiche mit der Weltwirtschaftskrise von 1929 und der Krise am US-Aktienmarkt 1987 werden bemüht, um auf die möglichen Gefahren spekulativer Übertreibungen an den Märkten für Vermögensgüter, in erster Linie den Aktienmärkten, hinzuweisen. Das wirft mehrere Fragen auf: Stehen die Aktienmärkte vor einem ähnlichen Kursrutsch wie 1929 oder 1987? Inwieweit könnte sich ein möglicher Kursrutsch an den Märkten für Vermögensgüter auf den realen Sektor auswirken? Und falls eine spekulative Blase an den Aktienmärkten existiert, sollten die Zentralbanken der jeweiligen Staaten etwas dagegen unternehmen? Weiterhin ist zu diskutieren, ob eine Berücksichtigung der Preise für Vermögenswerte in der geldpolitischen Strategie der Zentralbanken spekulative Blasen verhindern oder aber zumindest deren mögliche negative Folgen abschwächen kann. Bei der Diskussion dieser Fragen wird sich ein kurzer Blick auf die Krisen von 1929 und 1987 als hilfreich erweisen.

Die Krisen von 1929 und 1987

Im Oktober 1929 kam es am US-amerikanischen Aktienmarkt zu schweren Kurseinbrüchen, und in den Monaten darauf folgten Bankenzusammenbrüche, Preisrückgänge und ein drastischer Rückgang des Welthandels. Anders als man es auf den ersten Blick vermuten würde, sind die Ursachen des großen Börsenkrachs von 1929 auch heute nicht eindeutig geklärt. Eine weitverbreitete Erklärung des Geschehens von 1929 besteht darin, daß sich in den zwanziger Jahren eine gigantische Spekulationsblase gebildet

hatte, die am 24. Oktober 1929 platzte. Der Kauf von Aktien auf Kredit führte zu beständig steigenden Kursen, die weitere Spekulanten anlockten. Die US-amerikanische Notenbank hat es nach dieser Lesart versäumt, der Spekulation frühzeitig durch eine restriktive Politik den Boden zu entziehen¹. Für die Vertreter dieser Erklärung der Krise von 1929 steht die Lehre aus diesem Geschehen damit fest: Hält man die Kurse an der US-amerikanischen Börse in diesen Tagen für stark überbewertet, so muß die Notenbank der USA eine restriktivere Politik einschlagen, um negative realwirtschaftliche Folgen einer zu groß gewordenen Spekulationsblase zu vermeiden. Allerdings räumen Vertreter dieser Auffassung ein, daß der Kursrutsch am Aktienmarkt nicht allein für die Weltwirtschaftskrise verantwortlich zu machen war, die sich an den Börsenkrach von 1929 anschloß.

Jüngere Arbeiten widersprechen der Auffassung, daß die US-Notenbank 1929 untätig gewesen sei, vielmehr habe sie die Krise mit ausgelöst²: Bereits 1927 hätten sich die wirtschaftlichen Bedingungen in den USA zunehmend verschlechtert und die Konjunktur sei ins Stottern gekommen. Zusätzlich habe die Notenbank schon 1928 begonnen, aus Sorge über eine spekulative Blase die Geldpolitik restriktiver zu gestalten³. Aufgrund des Goldstandards hätten andere Länder sich der Politik der Fed anschließen müssen, um nicht abwerten oder aber den Goldstandard aufgeben zu müssen, was zu einer weltweit synchronisierten restriktiven Geldpolitik geführt hätte. Der Umstand, daß die Fed nach dem Börsenkrach weiterhin bei einem

¹ Vgl. beispielsweise o.V.: America's Bubble Economy, in: Economist, 18. April 1988.

² Vgl. Timothy Cogley: Should the Fed take deliberate steps to deflate asset price bubbles?, in: Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review, 1999, Nr. 1, S. 48 ff.

³ Vgl. Stephen G. Cecchetti: Understanding the great depression: Lessons for current policy, NBER Working Paper Series, Working Paper Nr. 6015, April 1997, S. 4.

⁴ Vgl. Timothy Cogley, a.a.O., S. 49.

Prof. Dr. Aloys Prinz, 43, lehrt Volkswirtschaftslehre am Lehrstuhl für Wirtschaftspolitik der Johannes Gutenberg-Universität Mainz; Hanno Beck, 33, Dipl.-Volkswirt, ist wissenschaftlicher Mitarbeiter an diesem Lehrstuhl.

restriktiven geldpolitischen Kurs blieb, habe die beginnende Rezession zusätzlich verschärft⁴.

Die meisten Quellen über die Weltwirtschaftskrise geben allerdings als wesentliche Ursachen für die negativen realwirtschaftlichen Folgen der Kursverluste übereinstimmend das Festhalten der meisten Staaten am Goldstandard⁵, eine zu restriktive Fiskalpolitik sowie protektionistische Maßnahmen an. Zusammenfassend bleibt festzuhalten, daß die Frage, ob der Börsenkrach und die Weltwirtschaftskrise von 1929 dadurch ausgelöst worden seien, daß die Notenbank nicht ausreichend reagiert oder aber überreagiert habe, in der Literatur nicht eindeutig beantwortet wird.

Ein – gemessen am Kursverfall des Dow Jones Indexes – größerer Kursverlust als am 24. Oktober 1929 ereignete sich am 19. Oktober 1987, als der Dow Jones innerhalb eines Tages um 508 Punkte (22,61%) fiel. Die großen Kursverluste und der Umstand, daß kaum noch Kaufinteresse bestand, führten dazu, daß die professionellen Akteure, welche die Kurse an der Börse stellen (Market makers), am Ende des Tages größere Aktienbestände aufwiesen als üblich, und sie mußten diese innerhalb von fünf Geschäftstagen bezahlen⁶. Zusätzlich mußten viele Anleger Nachschüsse auf ihre Sicherheitseinlagen, sogenannte Margin calls, bei den Finanzintermediären leisten.

Dabei kamen Zweifel auf, ob alle Akteure ihren Zahlungspflichten würden nachkommen können, so daß auch die Solvenz der Clearingstellen, an denen die Wertpapiertransaktionen verrechnet werden, in Gefahr schien. Die Furcht vor weiteren Kursrutschen ließ Banken und private Gläubiger bei der Vergabe weiterer Kredite zögern. Insgesamt hätten sich Liquiditätsengpässe einzelner Marktteilnehmer zu einem systemischen Risiko für das gesamte Finanzsystem ausweiten können. Die Erwartung eines Börsenkrachs hätte eine sich selbst erfüllende Prophezeiung werden können⁷. In dieser Situation handelte die Notenbank entschlossen in ihrer Rolle als Lender of last resort, indem sie dem Markt zusätzliche Liquidität zur Verfügung stellte und beruhigend auf die Banken einwirkte. In der Folge des Börsenkrachs kam es im Gegensatz zu 1929 zu keinem Einbruch der wirtschaftlichen Aktivitäten im realen Sektor.

Ursachen spekulativer Blasen

Um eine spekulative Blase zu identifizieren, ist es hilfreich, sich Klarheit über die möglichen Ursachen von Preissteigerungen bei Vermögenswerten zu verschaffen:

Die Preise für Vermögenswerte steigen, wenn allgemein erwartet wird, daß die zukünftigen Erträge dieser Anlageobjekte (beispielsweise die Dividenden) steigen werden. Im Falle von Aktien bedeutet das, daß höhere Erträge der emittierenden Unternehmen erwartet werden. Diese Erwartungen sind bei einzelnen Aktien auf positive Unternehmensnachrichten, beim Gesamtmarkt auf eine erwartete Verbesserung der Konjunktur zurückzuführen.

Auch Zinsveränderungen haben Einfluß auf die Nachfrage nach Vermögensgegenständen, da der Zins am Kapitalmarkt Auskunft über das Ausmaß der Opportunitätskosten einer Anlage in alternativen Vermögensgegenständen gibt. Ein Rückgang des Kapitalmarktzinses macht die Anlage in Aktien relativ zu Anleihen attraktiver. Auch der Kauf einer Immobilie wird attraktiver, da die Finanzierungskosten sinken. Das erhöht die Nachfrage nach Grund und Boden.

Eine weitere Ursache für Preissteigerungen von Vermögenswerten kann eine Überversorgung der Wirtschaft mit Liquidität sein. Grundlage dieser Argumentation ist der vermögensstheoretische Transmissionsmechanismus⁸: Eine Zunahme der Liquidität führt zu einer Störung des Portfoliogleichgewichtes der Privaten, die versuchen werden, den Liquiditätsüberschuß abzubauen, indem sie Vermögenswerte kaufen. Das treibt die Preise für diese Vermögenswerte in die Höhe.

Der Begriff „spekulative Blase“ paßt allerdings am besten auf Kurssteigerungen, die allein auf der Erwartung der Wirtschaftssubjekte basieren, daß die Kurssteigerungen der Vergangenheit sich fortsetzen werden. Die Erwartungen der Marktteilnehmer können als extrapolativ beschreiben werden, die Wertzuwächse der Vergangenheit werden in die Zukunft fortgeschrieben. Das Schlagwort „die Hausse nährt die Hausse“ beschreibt diesen Mechanismus treffend.

Bei der Entstehung einer spekulativen Blase spielen diese Ursachen für den Anstieg von Preisen für Vermögenswerte mehr oder weniger zusammen. Eine mögliche Wirkungskette, die auf die Entstehung spekulativer Blasen im Konjunkturzyklus abstellt, lautet wie folgt: Am Ende einer Rezession stehen Kursgewinne, die sich auf positive Konjunkturaussichten begründen. Möglicherweise begünstigt noch die abklin-

⁴ Lediglich Großbritannien gab den Goldstandard auf.

⁵ Vgl. für eine nähere Beschreibung o.V.: The October 87 Crash ten years later, in: Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, Nr. 97-32, 31. Oktober 1997, Internet, URL: <http://www.sf.frb.org/econsrch/wklyltr/e97-32.html>.

⁷ Vgl. ebenda.

⁸ Vgl. Aloys Prinz: Stabilisierungspolitik, München 1999, S. 185 ff.

gende Rezession mit niedrigen Inflationsraten und niedrigen Zinsen diese Entwicklung, da diese Umstände eine Anlage am Anleihenmarkt unattraktiv machen. Doch diese Faktoren alleine reichen noch nicht aus, um eine spekulative Blase entstehen zu lassen.

Ohne die notwendige Liquidität können die Preise für Vermögenswerte nicht steigen. Diese Liquiditätszunahme kann mehrere Ursachen haben. Eine Möglichkeit besteht darin, daß es im Zuge steigender Renditen von Vermögensgütern zu einem Zustrom ausländischen Kapitals kommt, das in die inländischen Märkte für Vermögensgüter fließt. Der Zufluß ausländischen Kapitals führt zu einem endogenen Anstieg der inländischen Geldmenge⁹. Als Folge kann es auch zu einem Anstieg des Wechselkurses kommen, der die Preise für Importwaren reduziert. Das hält die Inflation – gemessen an den Konsumgüterpreisen – niedrig. Ein Preisverfall auf den Rohstoffmärkten oder ein erhöhter Wettbewerb, beispielsweise durch Liberalisierungen oder Deregulierungen im Inland, führt ebenfalls zu tendenziell niedrigeren Inflationsraten. Das spricht dafür, daß die Notenbank nicht eingreifen muß. In der Tat ist zu beobachten, daß viele spekulative Blasen mit niedrigen Inflationsraten eingegangen sind¹⁰.

Eindeutige Identifikation schwierig

Solche Entwicklungen ermöglichen es der Notenbank, einen Anstieg der heimischen Geldmenge zu tolerieren, sofern sie sich vor allem an der Entwicklung der Inflationsrate orientiert. Dies geht einher mit der Behauptung, daß die alten ökonomischen Gesetzmäßigkeiten nicht mehr gelten und durch ein „neues Paradigma“ ersetzt werden müssen. Am Ende stellt sich dann dieses „neue Paradigma“ vielleicht nur als eine spekulative Blase heraus¹¹.

In der Endphase der Entwicklung kommt es dann zu spekulativen Übertreibungen, wenn die Kursgewinne der Vergangenheit unbedarft in die Zukunft fortgeschrieben werden, wozu sich die Anleger unter anderem durch den Glauben an das „neue Paradigma“, die niedrigen Inflationsraten und das Wachstum des

Bruttoinlandsproduktes berechtigt sehen. Der inflationäre Druck kann sich dann noch verstärken, wenn die Anleger aufgrund von Vermögenseffekten ihre Sparneigung reduzieren und die Unternehmen angesichts der hohen Aktienkurse ihre Investitionen erhöhen.

Problematisch an einer solchen Entwicklung ist, daß man nicht mehr unterscheiden kann, inwieweit der Anstieg der Preise für Vermögenswerte, die niedrige Inflation und der Zustrom ausländischen Kapitals durch Produktivitätsverbesserungen gerechtfertigt oder aber nur Ausdruck spekulativer Übertreibungen sind¹². Während Produktivitätsgewinne den Anstieg der Preise für Vermögenswerte dauerhaft rechtfertigen, können Übertreibungen an den Märkten für Vermögensgüter nicht dauerhafter Natur sein. Eine solche Spekulationsblase platzt in der Regel dann, wenn der Zufluß an Liquidität gestoppt wird, und zwar entweder durch eine restriktive Politik der Zentralbank oder durch einen Rückgang bzw. Abfluß von Auslandskapital aufgrund beispielsweise einer sich verbessernden Konjunktur und steigender Ertragsraten von Vermögensgegenständen im Ausland.

Diese Überlegungen machen deutlich, daß die eindeutige Identifikation einer spekulativen Blase kaum möglich ist. Kurssteigerungen, die aufgrund einer Veränderung der Ertragserwartungen entstehen, sind kein Anlaß für geldpolitischen Aktionismus. Selbst wenn die Zentralbank der Auffassung ist, daß die Erwartungen der Wirtschaftssubjekte falsch sind, wäre es doch eine „Anmaßung von Wissen“, den Ertragserwartungen des Marktes eigene Prognosen vorzuziehen und danach zu handeln.

Kurssteigerungen als Folge von Zinsänderungen sind teilweise auch ein Ergebnis der Notenbankpolitik und entsprechen einem rationalen Ertragskalkül. Ebenfalls Ausfluß der Notenbankpolitik können Kurssteigerungen als Folge einer Überversorgung der Wirtschaft mit Liquidität sein. Aus dieser Perspektive heraus sind Kurssteigerungen ein Indiz für eine zu expansive Ausrichtung der Geldpolitik, der die Zentralbank gegensteuern sollte. Die letztgenannte Ursache der Kurssteigerungen, extrapolative Erwartungen der Märkte, kann sicherlich zu spekulativen Übertreibungen führen. Fraglich ist allerdings, ob die Notenbank gegen derart bedingte Marktentwicklungen vorgehen muß oder soll.

Geht man jedoch davon aus, daß spekulative Übertreibungen auf den Märkten für Vermögensgüter negative realwirtschaftliche Folgen haben, so darf die Wirtschaftspolitik die Augen vor solchen Phänomenen nicht verschließen, zumal praktische Wirtschaftspolitik immer Politik unter Unsicherheit ist. Wird ein

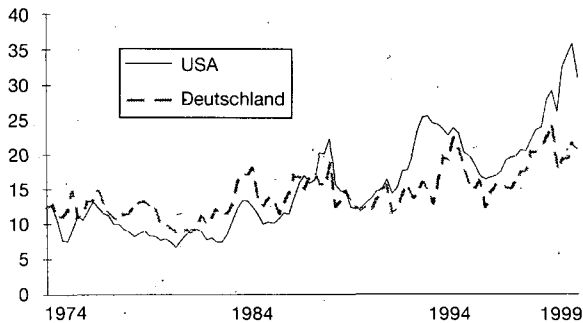
⁹ Vgl. HSBC Economics & Investment Strategy: Bubble trouble, Juli 1999, S. 8.

¹⁰ Vgl. ebenda S. 13 ff.

¹¹ Unter den „alten“ Gesetzmäßigkeiten ist zu verstehen, daß in den USA davon ausgegangen wird, daß ein weitgehend inflationsfreies Wachstum mit einer Arbeitslosenrate von etwa 5% kompatibel ist. Diesen Wert hat die aktuelle Arbeitslosenrate seit einiger Zeit deutlich unterschritten. Hier setzt das „neue“ Paradigma an. Diesem zufolge hat die technische Entwicklung, insbesondere die Informationstechnik, zu einer Produktivitätserhöhung geführt, so daß der „alte“ Zusammenhang nicht mehr gilt, und inflationsfreies Wachstum des Sozialprodukts mit einer niedrigen Arbeitslosigkeit vereinbar ist.

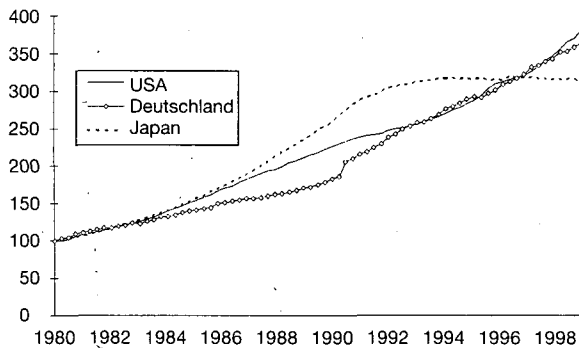
¹² Vgl. HSBC Economics & Investment Strategy, a.a.O., S. 8.

Schaubild 1
Kurs-Gewinn-Verhältnisse
in den USA (S&P-500-Index)
und Deutschland (Dax)



Quelle: Datastream.

Schaubild 2
Kreditvergabe in den USA,
Deutschland und Japan
(1980 = 100)



Quelle: Datastream.

„Marktversagen“ auf den Vermögensmärkten diagnostiziert, das sich durch falsche Erwartungen und kumulative Übertreibungen erklären läßt, müßte politisch eingegriffen werden. In diesem Fall ist zu überlegen, über welche Strategieoptionen die Zentralbank verfügt. Doch bevor dies diskutiert wird, soll kurz untersucht werden, ob es zum gegenwärtigen Zeitpunkt Hinweise auf die Existenz spekulativer Blasen gibt.

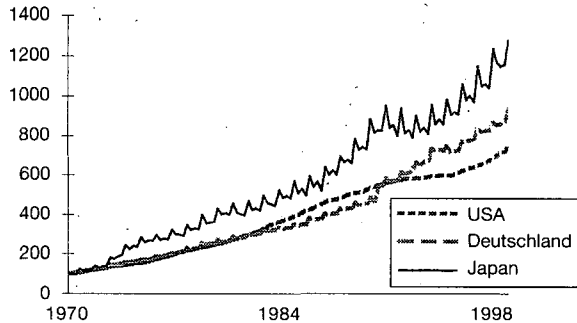
Empirische Evidenz

Um empirische Anhaltspunkte für die Existenz spekulativer Blasen zu finden, empfiehlt sich der Blick auf die Erfahrungen vergangener Jahre¹³:

Das bekannteste Beispiel für eine spekulative Blase aus der Vergangenheit ist die bereits beschriebene Krise von 1929.

¹³ Vgl. zum folgenden auch HSBC Economics & Investment Strategy, a.a.O., S. 10 ff.

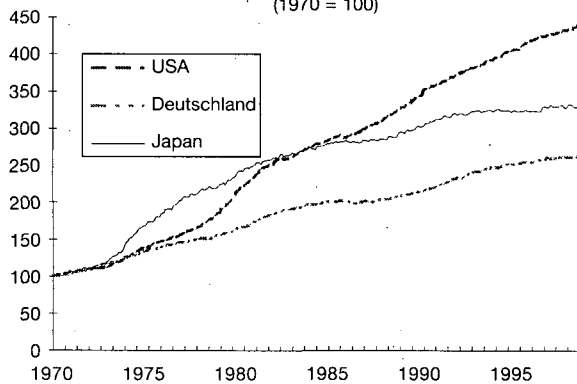
Schaubild 3
Wachstum der Geldmenge
(USA M2, Deutschland M3; Japan Geldbasis¹)
(1970 = 100)



¹ High powered Reserve Money.

Quelle: Datastream.

Schaubild 4
Inflationsraten in den USA,
Deutschland und Japan
(1970 = 100)



Quelle: Datastream.

Eine durch spekulative Übertreibungen ausgelöste Wirtschaftskrise ist die Krise der japanischen Wirtschaft, die etwa 1986 begann.

Weitere Beispiele für inflationäre Preissteigerungen bei den Vermögenswerten finden sich in England Mitte der achtziger Jahre, als die Preise für Häuser extrem anstiegen, in Spanien Ende der achtziger Jahre sowie in Mexiko Anfang der neunziger Jahre.

Den vier letztgenannten Krisen ist der Umstand gemeinsam, daß während des Aufbaus der spekulativen Blase hohes Wachstum mit anfangs moderaten Inflationsraten einherging¹⁴. Eine Aufwertung der heimischen Währung oder zumindest Wechselkursstabilität sowie niedrige Rohstoffpreise begünstigten diese Entwicklung. Weiterhin war in allen vier Volkswirtschaften

¹⁴ Vgl. ebenda, S. 13.

ein Zustrom ausländischen Kapitals zu beobachten, und damit verbunden eine Verschlechterung des Leistungsbilanzsaldos. Auch die Geldversorgung nahm in diesen Volkswirtschaften im Verlauf der Spekulationsblasen zu; lediglich in Mexiko blieb die Geldmenge relativ konstant, wuchs aber im Vergleich zur US-Geldmenge zu schnell, als daß man den zum Dollar fixierten Wechselkurs hätte halten können. Nach dem Platzen der Blase mußten alle Länder Einbußen im realen Wachstum hinnehmen.

Vor dem Hintergrund dieser Erfahrungen soll nun ein kurzer Blick auf den deutschen und den US-Aktienmarkt geworfen werden (vgl. Schaubilder 1 bis 4). Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) der US-Aktien – gemessen am 500 Werte umfassenden Standard & Poor's Index – ist im historischen Vergleich recht hoch (vgl. Schaubild 1). Seit 1995 haben die Kurse zu einem rasanten Höhenflug angesetzt, unterbrochen von Kursverlusten im Sommer 1998. Aber auch der Deutsche Aktienindex befindet sich mit einem KGV von über 20 derzeit auf hohem Niveau – diese Werte hatte er kurzfristig Anfang 1994 überschritten – und liegt nun wieder über dieser Marke. Auf beiden Märkten läßt sich seit 1994 ein Anstieg der Kurs-Gewinn-Verhältnisse beobachten, lediglich unterbrochen von der Krise im Sommer 1998.

Die Schaubilder 2 und 3 zeigen das Ausmaß der monetären Expansion. Bei der Kreditvergabe sieht man die Zunahme der Liquidität in Japan im Zeitraum zwischen 1985 und 1991; diese Zeitspanne entspricht in etwa derjenigen, in der sich in Japan die Spekulationsblase aufbaute. Danach nahm der Anstieg der Kreditvergabe wieder ab. Im gleichen Zeitraum ist auch eine Expansion der monetären Basis in Japan zu beobachten, die Mitte der neunziger Jahre nur vorübergehend zum Stillstand kam. In den USA setzte sich auch in den neunziger Jahren eine leichte, aber kontinuierliche Zunahme der Kreditvergabe fort, während die Geldmenge M2 nach einer Wachstumspause Anfang der neunziger Jahre seit 1995 ebenfalls anzieht. In der Bundesrepublik ist eine Zunahme der Geldmenge M3 seit Beginn der neunziger Jahre zu beobachten; ähnliches gilt für die Kreditvergabe. Hier mögen aber auch wiedervereinigungsbedingte Sonderfaktoren eine Rolle gespielt haben.

Die monetäre Expansion, die in Japan während der sich aufbauenden Spekulationsblase zu beobachten ist, spiegelt sich nicht in der japanischen Inflationsrate wider (vgl. Schaubild 4): Ab 1985 ist dort ein leichter Rückgang der Inflationsrate zu beobachten. In den USA ist eine leichte Abflachung der Inflationsrate nach 1990 zu erkennen, wohingegen die Inflationsrate

in der Bundesrepublik recht stabil ist und sich seit etwa 1993 ein leichter Rückgang feststellen läßt.

Für die USA ergeben die Daten folgendes Bild: Bei einer Zunahme der Liquidität ist ein leichter Rückgang der Inflationsrate zu beobachten; gleichzeitig befindet sich der Aktienmarkt zur Zeit auf einem hohen Bewertungsniveau. Bedenkt man dazu noch den recht stabilen Außenwert des Dollars und das hohe Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten, so paßt das statistische Bild recht gut in das oben beschriebene Szenario einer spekulativen Blase, die sich im Verlauf eines Konjunkturzyklus aufbaut.

Für die Bundesrepublik ist das Bild weniger eindeutig: zwar ist eine leichte Expansion der Liquidität zu beobachten, die aber auch teilweise auf die deutsche Wiedervereinigung zurückzuführen sein mag. Gleichzeitig ist die Inflationsrate seit etwa 1994 leicht rückläufig. Der Aktienmarkt befindet sich zur Zeit auf einem leicht erhöhten Bewertungsniveau.

Diese wenigen Daten können nur einen ersten Eindruck geben. Um aber eine spekulative Blase zu diagnostizieren, bedarf es sicherlich erheblich größerer statistischer Anstrengungen. Betrachtet man andere Teilmärkte des US-amerikanischen und des deutschen Aktienmarktes, so finden sich hier wesentlich höhere Bewertungsniveaus: Vor allem einzelne Titel an der Technologiebörse Nasdaq und am deutschen Segment für Wachstumswerte, dem Neuen Markt, weisen exorbitant hohe Bewertungen auf. Weiterhin geht möglicherweise die überschüssige Liquidität zuerst in ausgewählte Einzeltitel, bevor sie – in einem fortgeschrittenen Stadium der Blase – den gesamten Markt in die Höhe treibt.

Transmissionsmechanismen in den realen Sektor

Für die Frage, ob die Geldpolitik einschreiten soll, wenn die Kursentwicklung als spekulative Blase identifiziert wird, ist es wichtig, ob die Kurseinbrüche an den Aktienmärkten im realen Sektor eine Rezession auslösen können. Sind keine negativen realwirtschaftlichen Folgen zu befürchten, kann die Geldpolitik spekulative Blasen ignorieren. Wenn jedoch reale Effekte nicht auszuschließen sind, sieht dies anders aus. In der Theorie besteht Unsicherheit darüber, ob und wie eine Transmission von finanziellen Effekten auf den Aktienmärkten in den realen Sektor erfolgt. Hier gibt es mehrere Ansätze, die diskutiert werden:

□ Falls Investoren ihre Anlageentscheidungen an der Höhe der Aktienkurse ausrichten, so kann ein Fall der Aktienpreise auch nachhaltige Folgen für die gesamtwirtschaftlichen Investitionen haben: Einerseits basiert diese Erklärung auf Tobins q , d.h. der Relation

zwischen dem Gegenwartswert der Grenzerträge der letzten investierten Sachkapitaleinheit und den Grenzkosten des Sachkapitals, andererseits auf dem Verhalten der Anleger, die zwischen Aktien und anderen Wertpapieren wählen können.

□ Krisenhafte Erscheinungen im Zuge eines deutlichen Kurssturzes können auftreten, wenn die vom Preissturz betroffenen Vermögensgegenstände als Sicherheiten bei der Vergabe von Krediten dienen.

□ Zudem können – wie auch die Erfahrungen aus der Krise von 1987 zeigen – hohe Kursverluste die Stabilität des finanziellen Sektors gefährden, was nicht ohne Folgen für den realen Sektor bleiben würde.

Der in der Öffentlichkeit zur Zeit am meisten diskutierte Mechanismus läuft aber über den Vermögenseffekt¹⁵. Der Vermögenseffekt läßt sich wie folgt erklären: Für die meisten Menschen spielt die Höhe ihres Vermögens eine Rolle, da sie zusätzliches Vermögenseinkommen beziehen, das ihnen einen höheren Konsum ermöglicht. Darüber hinaus haben sie wegen des bereits vorhandenen Vermögens eine geringere Sparneigung, was ihre Konsummöglichkeiten erhöht. Wenn die Aktienkurse nachhaltig fallen, sinkt das in Aktien gehaltene Vermögen der Konsumenten, was zu einem Rückgang des Konsums führen könnte. Sollten die Aktienbesitzer in den sinkenden Kursen die Vorboten einer Rezession sehen, so wäre dies ein weiterer Grund für sie, ihren Konsum zu reduzieren. Eine ähnliche Argumentation gilt auch für die Investitionen: Interpretieren die Investoren einen plötzlichen Kursrutsch als Vorboten einer Rezession, so kann es zu einem Rückgang der Investitionen kommen.

Das Ausmaß der Reaktion des Konsums auf Vermögensverluste läßt sich nicht genau messen. In der älteren Literatur wird festgestellt, daß es keinen empirischen

Anhaltspunkt dafür gibt, inwieweit der Aktienmarkt den Konsum beeinflußt, auch wenn vieles darauf hindeutet, daß der Einfluß der Aktienkurse auf den Konsum eher positiv ist¹⁶. Für den Börsenkrach von 1929 wird vermutet, daß fallende Aktienkurse nur geringe Auswirkungen auf den Konsum hatten¹⁷.

Investitionsrückgang nach Platzen der Blase

Auch für den Fall, daß Investoren ihre Anlageentscheidungen an den Aktienkursen ausrichten, kann das Platzen einer spekulativen Blase reale Folgen haben. Die Höhe der Aktienkurse kann die Investitionsentscheidungen einer Volkswirtschaft beeinflussen¹⁸, da zwischen dem Wiederbeschaffungswert des Kapitalstocks und dem Marktwert der Aktien ein Zusammenhang besteht, der sich mit Hilfe des Konzepts von Tobins q beschreiben läßt¹⁹. Tobins q ist definiert als die Relation zwischen dem Gegenwartswert der Grenzerträge der letzten investierten Sachkapitaleinheit und den Grenzkosten des Sachkapitals. Im Gleichgewicht entspricht der Grenzertrag der Investition ihren Grenzkosten, der Wert von q beträgt damit eins. Übersteigen die Grenzerträge einer Investition ihre Grenzkosten, so steigt der Wert von q über eins und signalisiert Spielraum für weitere lohnende Investitionen.

In der Praxis läßt sich q berechnen, indem man die Aktienpreise durch den Preis neuer Kapitalgüter dividiert²⁰. Die Aktienpreise repräsentieren die Marktbeurteilung der zukünftigen Erträge bereits installierter Produktionsmittel²¹, der Preis für neue Kapitalgüter den Wert noch nicht installierter Kapitalgüter, also näherungsweise die Grenzkosten des Kapitals. Steigende Aktienkurse implizieren dann ein steigendes q , und steigende Investitionen, sinkende Aktienkurse deuten auf einen Rückgang der Investitionstätigkeit hin.

Die empirische Überprüfung dieser Theorie ist schwierig, der Nachweis ihrer Gültigkeit nicht unumstritten²². Tobins q mag ein nützlicher Prognoseindikator für die Investitionsquote sein²³, doch sinkende Aktienkurse stellen nur dann ein Problem für die Investitionsquote dar, wenn sie ursächlich für deren Rückgang sind.

Als weitere Erklärung für einen kausalen Zusammenhang zwischen Aktienkursen und Investitionen kann das Verhalten der Anleger herangezogen werden: Ein Rückgang der Aktienkurse, der zu einem Anstieg der Rendite einer Anlage in Wertpapieren führt, kann zur Folge haben, daß Investitionen, deren interne Verzinsung unter der Wertpapierrendite liegt, nicht durchgeführt werden. Gegenüber der vorherigen Ausgangslage mit höheren Aktienkursen sinkt dann

¹⁵ Vgl. Kurt Riechbächer: Die USA stecken in der unmäßigsten Kreditinflation aller Zeiten, in: Börsenzeitung v. 19. Oktober 1999.

¹⁶ Vgl. Barry Bosworth: The stock market and the economy, in: Brookings Papers on economic activity, Vol. 2 (1975), S. 277.

¹⁷ Vgl. Stephen G. Cecchetti, a.a.O., S. 7 f.

¹⁸ Vgl. Stanley Fischer, Robert C. Merton: Macroeconomics and Finance: The role of the stock market, in: Carnegie-Rochester Series on Public Policy 21 (1984), S. 82 ff.

¹⁹ Vgl. auch Michael C. Burda, Charles Wyplosz: Makroökonomik. Eine europäische Analyse, München 1994, S. 126 ff.

²⁰ Vgl. ebenda, S. 130.

²¹ Allerdings repräsentieren die Aktienpreise nur den Durchschnittswert der installierten Ausrüstungsgüter und geben daher nur näherungsweise den zur Berechnung von q erforderlichen Grenzertrag der Investitionen wieder.

²² Vgl. Stanley Fischer, Robert C. Merton, a.a.O., S. 84.

²³ Vgl. ebenda, S. 84.

die Investitionsquote²⁴. Zudem verteuern die gesunkenen Aktienkurse die Kapitalaufnahme der Unternehmen auf dem Kapitalmarkt, was ebenfalls zu einem Rückgang der Investitionen führen kann. Ist der Rückgang der Aktienkurse beispielsweise durch veränderte Erwartungen oder einen Anstieg der Risikoaversion bedingt, so kann auch ein nicht durch realwirtschaftliche Phänomene bedingter Rückgang der Kurse zu einem Rückgang der realwirtschaftlichen Tätigkeit führen. Dieser Mechanismus funktioniert auch dann, wenn die Ursachen des Kursrückganges irrationaler Natur sind²⁵.

Diese Argumentation hat noch weitere Implikationen: Richten Investoren ihre Anlageentscheidungen an den Aktienkursen aus, so könnte eine Spekulationsblase, verbunden mit niedrigen Renditen einer Wertpapieranlage, zu Investitionen führen, die sich nach dem Platzen der Blase als unrentabel erweisen. Aufgrund der Spekulationsblasen kommt es dann zu einer Fehlallokation von Kapital und in der Korrekturphase folglich zu einem schmerzhaften Strukturwandel.

Vermögensgegenstände als Sicherheiten für Kredite

Steigende Preise für Vermögenswerte haben auch dann einen realwirtschaftlichen Effekt, wenn die betreffenden Vermögensgegenstände als Sicherheiten für Kredite verwendet werden. Im Zuge des Preisanstiegs der Vermögensgüter steigen die Möglichkeiten der Unternehmen, besicherte Kredite aufzunehmen. Auf diesem Weg kommt es zu einer endogenen Zunahme der Geldmenge²⁶, die inflationäre Impulse mit sich bringen kann. Wenn die Vermögenswerte, mit denen Unternehmen ihre Darlehen besichert haben, an Wert verlieren, werden die Unternehmen gezwungen, ihre Investitionspläne zu revidieren. Es kann sogar dazu kommen, daß Nachschußpflichten entstehen oder aber Kredite gekündigt werden.

Doch das ist unter Umständen nur ein primärer Effekt²⁷: Wenn aufgrund der zurückgegangenen Investitionen auch die Gewinne des Unternehmens abnehmen, fällt der Wert des Unternehmens und damit auch der Wert jener Unternehmensteile, die zur Besicherung weiterer Kredite verwendet werden können. Auf

diese Weise kann ein negativer Multiplikatorprozeß entstehen, der zu einem Rückgang der Investitionstätigkeit führt. Dieser Effekt wird um so stärker ausfallen, je höher die Fremdkapitalquote des jeweiligen Unternehmens ist, da ihre Höhe Einfluß auf die Hebelwirkung des Fremdkapitals hat. Mit anderen Worten: Je höher der Verschuldungsgrad von Firmen ist, um so eher kann eine Spekulationsblase realwirtschaftliche Folgen haben.

Aktienkurseinbrüche können sogar – wie die Erfahrung lehrt – zu einer Krise des Bankensystems führen. Dabei spielen einerseits die Verschuldung von Unternehmen bei Banken und andererseits die Finanzbeziehungen der Banken untereinander eine wichtige Rolle. Der Zusammenbruch großer Unternehmen würde zu Forderungsausfällen bei den entsprechenden Banken führen, was zu einem Dominoeffekt im Bankensystem führen könnte. Diese Gefahr ist allerdings durch die Regulierung der Banken gedämpft, da es Obergrenzen für die Verschuldung eines Unternehmens bei einer Bank gibt.

Die zweite Gefahr besteht darin, daß die Verflechtung des Bankensystems dann zu einem Zusammenbruch führen kann, wenn es infolge von Kurseinbrüchen zu einem Mangel an Liquidität im System kommt. Ein solcher Liquiditätsmangel kann letztlich nur von der Notenbank abgefangen werden, die dadurch in die Rolle des Lender of last resort gedrängt wird.

Über die möglichen Transmissionsmechanismen in den realen Sektor bestehen zwar Unsicherheiten, doch die Erfahrungen mit Spekulationsblasen 1929 in den USA oder aber in den achtziger Jahren in Japan zeigen deutlich, daß die Zentralbank die Entwicklung an den Märkten für Vermögensgüter sorgfältig beobachten sollte. Die Frage ist aber, welche Strategie sie im Hinblick auf spekulative Blasen verfolgen soll.

Strategieoptionen der Zentralbank

Hat sich die Notenbank entschlossen, der Entwicklung auf den Märkten für Vermögenswerte Beachtung zu schenken, so hat sie drei Optionen:

- Sie kann versuchen, eine bestehende Spekulationsblase vorzeitig zum Platzen zu bringen.
- Sie kann die Preise für Vermögensgüter in ihre geldpolitische Strategie aufnehmen, um auf diesem Weg möglichen spekulativen Übertreibungen frühzeitig gegenzusteuern.
- Sie kann warten, bis eine solche Blase von selbst platzt.

²⁴ Vgl. ebenda, S. 89 f.

²⁵ Vgl. ebenda, S. 91 f.

²⁶ Vgl. HSBC Economics & Investment Strategy, a.a.O., S. 7.

²⁷ Für eine ausführliche Darstellung dynamischer Effekte externer Schocks in einer Wirtschaft mit durch Vermögenswerten gesicherten Krediten vgl. Nobuhiro Kiyotaki, John Moore: Credit Cycles, in: Journal of Political Economy, Vol. 105 (1997), Nr. 2, S. 211 ff.

Die Befürworter der ersten Strategie begründen die Forderung, die Notenbank solle eine spekulative Blase vorzeitig zum Platzen bringen, mit dem Argument, daß die Gefahren für die Realwirtschaft um so größer sein werden, je länger die Blase andauere²⁸. Dieses Argument mag sicherlich einen Schuß „Amateurpsychologie“ enthalten²⁹. Für diese Strategie spricht aber das Argument, daß Unternehmen aufgrund der zu hohen Aktienpreise falsche Investitionsentscheidungen treffen, die zu einer Fehlallokation von Kapital und einem schmerzlichen Reallokationsprozeß führen können, wobei das Ausmaß der Fehlallokation mit der Dauer der Blase zunehmen dürfte. Ein anderes Argument spricht gegen diese Strategie: Um die Blase zum Platzen zu bringen, müßte die Notenbank die Liquidität verknappen oder die Zinsen erhöhen, was die Konjunktur im Inland belasten würde. Das könnte den kontraktiven Effekt einer platzenden Blase noch verstärken.

Es gibt also gute Gründe für den Versuch der Notenbank, spekulative Übertreibungen möglichst im Keim zu ersticken. Dies könnte dadurch geschehen, daß sie die Preise für Vermögensgüter in ihre geldpolitische Strategie aufnimmt. Diese Erweiterung des Zuständigkeitsbereiches der Geldpolitik läßt sich auch mit den Zielen der Geldpolitik durchaus in Einklang bringen: Das vorrangige Ziel der Geldpolitik ist Preisniveaustabilität. Die Preisniveaustabilität stellt allerdings keinen Selbstzweck dar, sondern leitet sich aus den negativen Folgen ab, die mit inflationären oder auch deflationären Entwicklungen verbunden sein können³⁰. Ein Verweis auf die negativen Folgen der Inflation legt aber auch den Gedanken nahe, daß die Notenbank neben der Entwicklung der Güterpreise auch die Preise der Vermögensgüter in ihre Strategie einbeziehen sollte, da mit einer Inflation bei den Preisen für Vermögenswerte erhebliche negative Folgen verbunden sein können.

Ein weiteres Argument, das zugunsten dieser Sichtweise angeführt wird, besteht darin, daß die Preise für Vermögensgüter auch die Preise zukünftiger Dienstleistungen beinhalten; Vermögensgüter stellen dieser Auffassung nach einen Anspruch auf zukünftige Dienstleistungen dar³¹. Eine vollständige Messung der

Inflation, so die Argumentation, müsse auch die Preise zukünftiger Güter erfassen.

Entschließt sich die Notenbank im Rahmen ihres Auftrages und aufgrund ihrer Zielsetzung, den Entwicklungen auf den Vermögensmärkten Beachtung zu schenken, so hat sie verschiedene Möglichkeiten, Preise für Vermögensgüter in der geldpolitischen Strategie zu berücksichtigen:

Verfolgt die Notenbank eine monetaristische Strategie, so kann sie die Preise für Vermögensgüter in die Formel zur Geldmengensteuerung einbauen.

Verfolgt die Notenbank – eventuell aufgrund eines fehlenden stabilen Zusammenhanges zwischen der Geldmenge und der Inflationsrate – eine gemischte Strategie, in deren Rahmen sie mehrere Indikatoren beobachtet, so kann sie Indikatoren, die auf eine Inflation bei den Preisen für Vermögensgüter hindeuten, in diese Strategie einbeziehen.

Ein weitergehender Vorschlag besteht darin, daß die Notenbank selbst auf dem Aktienmarkt tätig werden könnte, um die Kurse zu stabilisieren und gegebenenfalls unerwünschte Übertreibungen zu vermeiden³².

Sollte die Notenbank eingreifen?

Die erste Strategie trägt der Argumentation Rechnung, daß die überschüssige Liquidität ihr Inflationspotential auch in die Preise für Vermögensgüter trägt und wirft letztlich das Grundproblem dieser geldpolitischen Strategie auf: die Definition von Geld. Finanzinnovationen und die zunehmende Elektronisierung des Zahlungsverkehrs haben dazu beigetragen, daß die Definition des monetären Aggregates, das man zur Steuerung der Geldmenge heranzieht, zunehmend schwierig wird. Je liquiditätsnäher Vermögensgegenstände aufgrund technologischer Neuerungen werden, um so eher muß man ihre Preise bei der Geldmengensteuerung berücksichtigen. Angesichts der Schwierigkeiten, mit der eine monetaristische Strategie bereits jetzt verbunden ist, würde eine Berücksichtigung der Preise für Vermögensgüter Geldpolitik eher zu einer Kunst als zu einer Wissenschaft machen. Darüber hinaus deuten einige Anzeichen darauf hin, daß Spekulationsblasen durch Kapitalimporte und Kreditexpansion auch eine Endogenisierung der Geldmenge bedingen, was eine Steuerung der Geldmenge ohnehin erschwert.

Die zweite Strategie, die direkte Beobachtung von Preisen für Vermögensgüter, wird in Ansätzen zumindest bereits von der US-amerikanischen Notenbank verfolgt. Problematisch daran ist, daß man nicht ob-

²⁸ Vgl. Paul Krugman: Should the Fed care about Stock Bubbles?, Internet 1999, URL: <http://web.mit.edu/krugman/www/stockbub.html>.

²⁹ Vgl. ebenda.

³⁰ Zu den Folgen der Inflation vgl. beispielsweise Otmar Issing: Einführung in die Geldtheorie, 10. Auflage, München 1995, S. 238 f.

³¹ Vgl. o.V.: Hubble, bubble, asset price trouble, in: Economist vom 25. September 1999.

³² Vgl. Stanley Fischer, Robert C. Merton, a.a.O., S. 93.

ektiv entscheiden kann, welche Höhe der Preise für Vermögensgüter „angemessen“ ist.

Beide geldpolitischen Strategien sind mit einem Problem behaftet: Die Strategie, das Inflationspotential einer Volkswirtschaft zu steuern, versagt um so mehr, je stärker die Geldmenge durch den technischen Fortschritt im Zahlungsverkehr oder andere Faktoren endogenisiert wird. Dies kann auch beim Aufbau einer spekulativen Blase der Fall sein, wenn es aufgrund der gestiegenen Preise für Vermögensgüter zu einer Zunahme der Investitionen kommt oder aber die zunehmende Anlage der Liquidität in Vermögensgegenständen die Umlaufgeschwindigkeit verändert. Auch das Argument, daß die Preise für Vermögensgüter die Preise zukünftiger Dienstleistungen wiedergeben, ist nicht unproblematisch, da in den entsprechenden Preisen auch das zukünftige reale Wachstum der Vermögensgüter enthalten ist³³. Beide Komponenten lassen sich jedoch nicht einwandfrei voneinander trennen.

Auch ein aktives Eingreifen der Notenbank auf den Wertpapiermärkten ist als geldpolitische Strategie nicht unproblematisch: Abgesehen von dem Problem, über die richtige Höhe der Aktien- oder Rentenkurse entscheiden zu müssen, ist zu erwarten, daß die Marktakteure ihr Handeln auch an der geldpolitischen Strategie der Notenbank ausrichten würden – der Markt hätte ein spekulatives Element mehr. So käme es voraussichtlich zu Spekulationen gegen die Zentralbank, die den Währungsspekulationen gegen eine Notenbank im Falle fixer Wechselkurse recht ähnlich wären. Zudem ist es aus allokatonspolitischer Sicht bedenklich, wenn die Notenbank sich als Akteur auf den Wertpapiermärkten betätigen würde.

Insgesamt ergeben sich für die Zentralbank nur wenige Möglichkeiten, die Preise für Vermögensgüter in der geldpolitischen Strategie zu berücksichtigen. Da auch die Strategie, eine spekulative Blase vorzeitig platzen zu lassen, an dem Problem der „Anmaßung von Wissen“ scheitert, bleibt letztlich nur die Erkenntnis, daß die Notenbank spekulative Blasen nicht zum Anlaß für geldpolitischen Aktionismus nehmen sollte. Auch wenn sich die Notenbank für die Bekämpfung spekulativer Blasen verantwortlich fühlt, so kann sie doch davon Abstand nehmen, eine Blase zum Platzen zu bringen, wenn sie vermutet, daß eine Verknappung der Liquidität die Folgen der Spekulationsblase verschlimmern würde.

³³ Vgl. Lehmann Brothers: Global weekly economic monitor, 5. November 1999, S. 4.

³⁴ Vgl. Stephen G. Cecchetti, a.a.O., S. 8.

Eine weitere Rechtfertigung für die Notenbank, nicht einzugreifen, besteht in der Auffassung, daß die Preise von Vermögensgütern kein Gegenstand der geldpolitischen Strategie der Notenbank sein sollten. Auch das Argument, daß die Notenbank von ihrer eigentlichen Aufgabe, das Preisniveau stabil zu halten, abgelenkt würde, wenn sie sich auf die Preise für Vermögenswerte konzentriert³⁴, zielt in die gleiche Richtung.

Allerdings ist die Notenbank nicht zur Untätigkeit verdammt, entscheidend ist vielmehr, was sie tut, wenn eine spekulative Blase geplatzt ist. Wie die Erfahrungen von 1929 und 1987 zeigen, spielt das Verhalten der Notenbank eine wesentliche Rolle dafür, wie sich das Platzen einer Blase auf die reale Wirtschaft auswirkt.

Ergebnisse

Die Frage, ob die Aktienmärkte vor einem ähnlichen Kursrutsch wie 1929 oder 1987 stehen, kann zwar nicht mit Sicherheit bejaht werden; bedenklich ist die Kursentwicklung in den USA dennoch. Anders als in der Vergangenheit ist jedoch nicht davon auszugehen, daß ein Kurseinbruch eine weltweite Rezession nach sich zieht. Ein Kurseinbruch in den USA wird allerdings die Aktienkursentwicklung auch in anderen Ländern nicht unerheblich beeinflussen. Wenn die Zentralbanken aber ihre Rolle als Lender of last Resort wahrnehmen, lassen sich schwere Konjunkturerinbrüche vermeiden.

Des weiteren sollten Zentralbanken vermutete spekulative Blasen nicht zum Platzen bringen. Zudem scheinen die negativen Folgen länger andauernder spekulativer Blasen nicht das Risiko zu kompensieren, daß die Geldpolitik eine tatsächlich nicht existierende Blase zum Platzen bringt. Dennoch sollten die Zentralbanken die Entwicklung auf den Vermögensmärkten beobachten und analysieren, um für den Fall plötzlicher Kurseinbrüche gewappnet zu sein. Zumindest die amerikanische und die Europäische Zentralbank beobachten die Vermögensmärkte aufmerksam.

Die Geldpolitik sollte ansonsten Übertreibungen auf den Vermögensmärkten neutral gegenüberstehen. Die Ereignisse nach dem Kurssturz von 1987 haben gezeigt, daß die Notenbank als Lender of last resort erfolgreich dazu beitragen kann, die Auswirkungen einer Finanzkrise auf den realen Sektor zu begrenzen. Dies tut die Notenbank allerdings um den Preis, daß die Akteure an den Finanzmärkten bei starken Kursverlusten auf einen Eingriff der Notenbank vertrauen, und um den Preis möglicher Inflationsgefahren.