ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Zimmermann, Guido

Article — Published Version

Assetpreise und Geldpolitik

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Zimmermann, Guido (2004) : Assetpreise und Geldpolitik, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Springer, Heidelberg, Vol. 84, Iss. 2, pp. 105-112

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/42340

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Guido Zimmermann

Assetpreise und Geldpolitik

Die weltweite Aktienhausse und der nachfolgende Zusammenbruch hatten weitreichende Folgen für die Volkswirtschaften. Hätte die Geldpolitik diese Entwicklungen verhindern können? Sollen die Zentralbanken Assetpreise bei ihrer Zinspolitik berücksichtigen?

Zunehmend wird klar, dass die Erfolge der Geldpolitik an der Inflationsfront in den letzten 20 Jahren mit neuen Problemen und Herausforderungen erkauft wurden. Denn niedrige und stabile Inflationserwartungen haben zur Folge, dass sich Ungleichgewichte auf den Gütermärkten vergleichsweise spät in den Inflationsraten der Konsumentenpreise widerspiegeln, während sie aber möglicherweise relativ früh in (spekulativen) Blasen[1] auf den Märkten für Vermögensgüter (Assets) – hier sind in erster Linie Aktien, Devisen und Immobilien angesprochen – zu sehen sind. Das Platzen einer Blase geht mit potenziellen adversen, unter Umständen sogar deflationären Effekten auf die Realwirtschaft und die Stabilität des Finanzsystems[2] einher[3]. Dies heißt aber, dass die Geldpolitik möglicherweise zu spät in Reaktion auf unterschwellige inflationäre Prozesse restriktiv gestaltet wird.

Wenn Assetpreise auf effizienten Märkten alle Informationen über die Zukunft enthalten, sollten Zentralbanken dann die Zinsen in Reaktion auf eine Assetpreisinflation vorbeugend erhöhen und in Reaktion auf eine Assetpreisdeflation entsprechend senken?[4] Um diese Frage zu beantworten werden hier die Effekte von Änderungen in Assetpreisen auf Inflation, Realwirtschaft und Finanzsystem beschrieben. Des Weiteren wird aufgezeigt, dass die Geldpolitik bei der Entscheidung über Zinserhöhungen in Reaktion auf eine Assetpreishausse zwischen sicheren Outputverlusten in der Gegenwart und möglichen Outputverlusten in der Zukunft, die durch das Platzen einer eventuellen Assetpreisblase resultieren können, abzuwägen hat. Außerdem werden Maßnahmen diskutiert, die die Geldpolitik zur Abwehr von Assetpreisblasen ergreifen kann. Schließlich wird festgestellt, dass jede Zentralbank das Problem der geldpolitischen Reaktion auf Veränderungen in den Assetpreisen unter Berücksichtigung ihres spezifischen institutionellen Rahmens beantworten muss. Allerdings deutet vieles darauf hin, dass Assetpreisblasen nicht direkt mit der Zinsnadel aufgestochen werden, die Zentralbanken aber auf einen Verfall der Assetpreise mit einer massiven Bereitstellung von Liquidität reagieren sollten.

Dr. Guido Zimmermann, 34, ist Mitarbeiter der Volkswirtschaftlichen Abteilung der DekaBank in Frankfurt. Der Autor vertritt hier seine persönliche Auffassung.

Die Taylor-Regel als Diskussionsrahmen

Unter den Zentralbanken der Industrieländer besteht ein breiter Konsens, dass das vorrangige Ziel der Geldpolitik darin bestehen sollte, die Preisstabilität in Form niedriger und stabiler Inflationsraten zu sichern. Unter der Voraussetzung, dass das Ziel der Preisstabilität nicht verletzt wird, versuchen die meisten Zentralbanken zudem ihr Instrumentarium zur Stabilisierung der Realwirtschaft einzusetzen. Als drittes Ziel wird den Zentralbanken zumeist die Gewährleistung der Stabilität des Finanzsystems zugewiesen. Zumindest die ersten beiden Ziele spiegeln sich explizit in der berühmten Taylor-Regel[5] wider, die in unterschiedli-

[1] „In principle, a bubble refers to a situation when the price for an asset exceeds its fundamental price by a large margin." International Monetary Fund: World Economic Outlook, April 2003, Washington D.C. S. 2, FN 2.

[2] „...[F]inancial instability occurs when shocks to the financial system interfere with information flows so that the financial system can no longer do its job of channeling funds to those with productive investment opportunities." F. Mishkin, E. N. White: U.S. Stock Market Crashes and Their Aftermath: Implications for Monetary Policy, 23. April, 2002, http://www-1.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/, S. 1.

[3] Die Märkte für Vermögensgüter haben heute einen größeren Einfluss auf die Realwirtschaft als in der Vergangenheit. Siehe hierzu Bank for International Settlements: Turbulence in Asset Markets: The Role of Micro Policies, Contact Group on Asset Prices, September 2002. Siehe für „stilisierte Fakten" der Assetpreisentwicklungen in Industrieländern C. Borio, P. Lowe: Asset prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus, BIS Working Papers, Nr. 114, Juli 2002, und M. Bordo, O. Jeanne: Monetary Policy and Asset Prices: Does „Benign Neglect" Makes Sense?, http://econweb.rutgers.edu/bordo/books_wp.html#working.

[4] Siehe zu dieser Frage auch C. A. Conrad, M. Stahl: Asset-Preise als geldpolitische Zielgröße – das Beispiel der USA, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 82. Jahrgang (2002), Heft 8, S. 486-493.

chen Spezifikationen in erstaunlich gutem Maße das tatsächliche Verhalten der Zentralbanken repliziert:

(1) $i = r + \pi^* + \alpha_\pi(\pi - \pi^*) + \alpha_y(y - y^*)$

i ist der Leitzins, r ist der gleichgewichtige Realzins (d.h. der Realzins, bei dem sich der logarithmierte Wert des aktuellen Outputniveaus y der Volkswirtschaft bei seinem langfristigen Potenzialwert y*, der nicht durch die Geldpolitik beeinflusst werden kann, befindet). π ist die aktuelle Inflationsrate der Konsumentenpreise. π^* ist das Inflationsziel der Zentralbank. Ziel der Zentralbank ist es, die Inflationslücke ($\pi - \pi^*$) und die Outputlücke ($y - y^*$) mittels ihrer Zinspolitik zu schließen. Eine positive Outputlücke ($y>y^*$) zeigt einer Zentralbank Inflationspotenziale in der Zukunft an, weil mit einer zunehmenden Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten die Grenzkosten steigen, die bei Preissetzungsmacht der Produzenten auf die Preise überwälzt werden. Salopp ausgedrückt besagt die Taylor-Regel, dass die Zentralbank die Realzinsen mittels einer Erhöhung der Leitzinsen über ihr gleichgewichtiges Niveau anheben soll, wenn die Inflationsrate über ihr Inflationsziel hinausschießt, ($\pi>\pi^*$), oder wenn das aktuelle Produktionsniveau seinen gleichgewichtigen Wert übersteigt, ($y>y^*$), und umgekehrt. α_π und α_y spiegeln die Gewichte des Inflations- und Outputziels im Zielkatalog der Zentralbank wider. α_π ist idealtypisch größer Eins.

Effekte von Veränderungen der Assetpreise auf die Inflationsrate

Geldpolitik muss aufgrund ihrer Wirkungsverzögerungen vorausschauenden Charakter haben. Wenn es vorrangige Aufgabe einer Notenbank ist, für Preisstabilität zu sorgen, so muss sie eigentlich alles beobachten, was die Inflationsrate in der Zukunft beeinflussen kann. Haben die Assetpreise einen Effekt auf Konsum, Investitionen und Nettoexporte, sollten die Assetpreise prinzipiell ein Indikator für die zukünftige Inflationsentwicklung sein und von der Geldpolitik bei ihrer Zinsentscheidung berücksichtigt werden. Sei π_{AK} ein Inflationsmaß, das sowohl die Konsumentenpreise als auch die Assetpreise umfasst, und das sich aus dem gewichteten Mittel der gemessenen Inflationsrate der Konsumentenpreise π und der Inflationsrate der Assetpreise π_{AP} ergibt:

(2) $\pi_{AK} = \beta\pi + (1 - \beta)\pi_{AP}$

β ist das Gewicht der Konsumentenpreisinflation, $(1 - \beta)$ ist das Gewicht der Assetpreisinflation. Würde eine Zentralbank ein Inflationsmaß, das auch die Assetpreise beinhaltet, bei ihrer Inflationsprognose verwenden, so könnte ein Anstieg der Assetpreisinflation selbst dann eine restriktivere Geldpolitik provozieren, wenn die Konsumentenpreisinflation momentan niedrig und stabil ist[6].

Effekte von Veränderungen der Assetpreise auf die Realwirtschaft

In der Literatur liegen ausreichende Erkenntnisse darüber vor, dass in den Industrieländern Veränderungen der Aktienkurse dem Konjunkturverlauf zeitlich vorauslaufen[7]. Die kausalen Beziehungen zwischen Aktienkursen und Outputwachstum sind allerdings komplex, uneindeutig und nur unter größten Schwierigkeiten zu identifizieren. Mishkin[8] gibt einen Überblick über die Effekte von Veränderungen in Assetpreisen auf die Realwirtschaft:

- Aktienkurse: Steigende Aktienkurse senken die Eigenfinanzierungskosten der Unternehmen und über die damit günstigeren Bilanzbilder die Fremdfinanzierungskosten, da der Wert der Sicherheiten der Unternehmen ansteigt. Ein Anstieg der Aktienkurse erhöht das Finanzvermögen der Haushalte und damit den Konsum. Sinkende Aktienkurse erhöhen die Wahrscheinlichkeit, dass die Haushalte in eine finanzielle Schieflage geraten. Damit fällt die Nachfrage nach dauerhaften Konsumgütern und Immobilien.
- Immobilienpreise: Ein Anstieg der Immobilienpreise senkt die Ausgaben der Haushalte für Immobilien. Da die Immobilienpreise eine bedeutende Komponente des Haushaltsvermögens darstellen, erhöht ihr Anstieg den privaten Konsum. Bei der Kreditvergabe von Banken stellen die Sicherheiten der Haushalte und Firmen eine entscheidende Größe dar. Steigen die Immobilienpreise, so erhöht sich auch der Wert der Sicherheiten der Firmen und Haushalte. Damit erhöht sich für die Banken der Anreiz, ihre Kreditvergabe auszuweiten. Dies sollte Konsum und Investitionen tendenziell erhöhen[9].

[5] J. B. Taylor: Discretion Versus Policy Rules in Practice, Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy, 39, 1993, S. 195-241.

[6] Vgl. A. Filardo: Should Monetary Policy Respond To Asset Price Bubbles? Some Experimental Results, Federal Reserve Bank of Kansas City, RWP 01-04, Juli 2001, S. 16-20. Für einen Überblick über die Rolle von Assetpreisen bei der Inflationsprognose siehe J. Stock, M. Watson: Forecasting Output and Inflation: The Role of Asset Prices, in: Journal of Economic Literature, Vol. XLI (September 2003), S. 788-829.

[7] Vgl. C. Borio, P. Lowe: Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus, a.a.O., S. 8.

[8] Vgl. im Folgenden F. Mishkin: The Transmission Mechanism And The Role of Asset Prices in Monetary Policy, NBER Working Paper 8617, Dezember 2001.

- Wechselkurse: Eine Abwertung der inländischen Währung führt tendenziell zu einem Anstieg der Nettoexporte. Verschulden sich die Unternehmen allerdings in ausländischer Währung und halten sie ihre Forderungen in inländischer Währung, so kann eine Abwertung die Bilanzbilder der Unternehmen verschlechtern, da ihre Verbindlichkeiten relativ zu ihren Forderungen steigen. Wie die Erfahrung in einigen Schwellenländern gezeigt hat, sinkt damit die Kreditwürdigkeit der Unternehmen mit negativen Folgen für die Investitionen.

Effekte von Veränderungen der Assetpreise auf die Stabilität des Finanzsystems

Empirisch gibt es keine Schwierigkeit, eine Beziehung zwischen großen Veränderungen in den Assetpreisen und darauf folgenden Stabilitätsproblemen im Finanzsektor festzustellen[10]. In den Industrieländern resultieren Risiken für die Realwirtschaft und das Finanzsystem aus Veränderungen der Assetpreise in erster Linie aus den Effekten sinkender Assetpreise auf Investitionen und Bilanzbilder[11].

Berücksichtigung von Assetpreisen bei der Geldpolitik

Wenn ein Verfall der Assetpreise adverse Effekte auf die Realwirtschaft, das Finanzsystem und die zukünftige Inflationsrate hat, so legt dies nahe, dass die Geldpolitik die Assetpreise explizit in ihr Zinssetzungskalkül einbeziehen sollte. Beispielsweise könnte die Aktienkursentwicklung von der Zentralbank dadurch berücksichtigt werden, dass sie in die Taylor-Regel (1) einen zusätzlichen Term α(P/E) -(P/E)*, der die Abweichung des Kurs-Gewinn-Verhältnisses (P/E) von einer „natürlichen“ Kurs-Gewinn-Relation (P/E)* beschreibt, einbaut. Dieses „natürliche“ Kurs-Gewinn-Verhältnis basiert auf den Erwartungen über die zukünftige Gewinnentwicklung und der von den Vermögensbesitzern geforderten Ertragsrate auf Aktien. Ist man der Meinung, dass das empirische Wissen über den natürlichen Realzins r und das natürliche Outputwachstum y* in Gleichung (1) genauso dürftig ist wie das Wissen über das „natürliche“ Kurs-Gewinn-Verhältnis, ist es eine Überlegung wert zu fragen, ob die Geldpolitik nicht vorausschauend Veränderungen in den Kurs-Gewinn-Verhältnissen in ihr Kalkül einbeziehen sollte: Wenn (P/E) relativ zu (P/E)* „zu niedrig“ ist, sollte die Zentralbank die Zinsen senken. Wenn (P/E) relativ „zu hoch“ ist, sollte sie die Zinsen erhöhen, um das Entstehen einer spekulativen Assetpreisblase im Keim zu ersticken[12].

Sicher ist es sehr schwierig eine Assetpreisblase zu identifizieren. Der entscheidende Punkt hier ist aber nicht die Identifikation per se, sondern ob Variablen wie die Kreditentwicklung nützliche Informationen über die Nachhaltigkeit von Assetpreisentwicklungen in sich tragen. Wenn ja, dann kann die Geldpolitik auch präventiv die Zinsen erhöhen, um einen Assetpreisboom zu stoppen[13].

Nichtberücksichtigung von Assetpreisen bei der Geldpolitik

Insbesondere Verfechter der geldpolitischen Strategie der flexiblen Inflationssteuerung[14], die fast alle großen Notenbanken implizit oder explizit verfolgen, haben sich gegen eine direkte Adressierung der Assetpreise durch die Zentralbanken ausgesprochen. Dieser geldpolitische Ansatz gibt eine spezifische Antwort auf die Frage, wie eine Zentralbank auf Veränderungen in den Assetpreisen reagieren sollte: Da die Assetpreise über den Konsum und die Investitionen die aggregierte Nachfrage und damit die Inflationsrate der Konsumentenpreise antreiben, sollte die Geldpolitik nur dann Veränderungen in den Assetpreisen be-

[9] Bei fallenden Immobilienpreisen kann durch denselben Kanal eine Kreditklemme resultieren. Eine Kreditklemme tritt dann auf, wenn die schlechte Finanzsituation die Banken dazu zwingt, die Kreditvergabe zurückzufahren und damit an sich kreditwürdige Unternehmen und Haushalte keinen Kredit erhalten. Siehe B. S. Bernanke, C. Lown: The Credit Crunch, in: Brookings Papers on Economic Activity, 1991: 2, S. 205-239.

[10] Vgl. C. Borio, P. Lowe: Asset prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus, a.a.O. S. 1.

[11] Vgl. International Monetary Fund, World Economic Outlook, Mai 2000, Washington D.C., S. 102-103.

[12] Vgl. O. J. Blanchard: Bubbles, Liquidity Traps, and Monetary Policy. Comments on Jinushi et al., and on Bernanke, in: Japan's Crisis and its Parallels to the U.S. Experience, Institute für International Economics, 2000, S. 7. Siehe auch S. G. Cecchetti et al.: Asset Prices and Central Bank Policy, Geneva Reports on the World Economy, Nr. 2, International Center for Monetary and Banking Studies and Centre for Economic Policy Research, Juli 2000.

[13] Vgl. C. Borio: Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation?, BIS Working Papers Nr. 128, Februar 2003. S. 31 f.

[14] Siehe z.B. B. S. Bernanke, M. Gertler: Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?, in: American Economic Review, P & P, Mai 2001, Vol. 91, Nr. 2, S. 253-257; und L. E. Svensson: Monetary Policy and Real Stabilization, September 2002, in: Rethinking Stabilization Policy, A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 29. - 31. August 2002, S. 261-312, http://www.princeton.edu/~svensson/. Das Konzept der expliziten (flexiblen) Inflationssteuerung zeichnet sich durch drei Merkmale aus: Erstens, die Zentralbank verpflichtet sich langfristig auf ein spezifisches Niveau der Inflationsrate. Langfristige Preisniveaustabilität ist das primäre Ziel der Geldpolitik. Das Inflationsziel sollte weder zu hoch noch zu niedrig sein. Zweitens, die Zentralbank hat in der kurzen Frist eine gewisse Flexibilität, andere Ziele – darunter die Konjunkturstabilisierung – zu verfolgen. Drittens, die Zentralbank sollte ihre Politik gegenüber der Öffentlichkeit hinreichend offen und transparent gestalten, z.B. durch Veröffentlichung von detaillierten Inflationsberichten. Vgl. B. S. Bernanke, M. Gertler: Monetary Policy and Asset Price Volatility, in: Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, Fourth Quarter 1999, S. 22.

rücksichtigen, wenn diese die Inflationsprognosen der Zentralbank beeinflussen. Von präventiven Eingriffen der Notenbank in Reaktion auf eine Assetpreishausse oder gar ein Platzenlassen von Assetpreisblasen sollte Abstand genommen werden. Die am häufigsten für diese These angeführten Gründe sind:[15]

- Erstens, unterschiedliche Assetpreise können widersprüchliche Signale liefern: So können steigende Immobilienpreise eine restriktive Geldpolitik erforderlich machen, wohingegen ein unterbewerteter Aktienmarkt eine expansive Geldpolitik notwendig werden lässt. Die Geldpolitik verfügt aber nur über ein Zinsinstrument.
- Zweitens, Fehlbewertungen von Assets können die Folge von Entwicklungen sein, die nicht durch die Politik geändert werden können, z.B. weil die Investoren einen exzessiven Optimismus an den Tag legen.
- Drittens, eine geldpolitische Reaktion auf spekulative Blasen macht eine Einschätzung der möglichen Überbewertung des betrachteten Assets erforderlich, was – wenn überhaupt – nur unter größten Schwierigkeiten möglich ist. Wichtig ist weniger, ob die Notenbank präventiv auf einen zu starken Anstieg der Assetpreise reagiert, sondern wie sie sich nach einem Crash auf einem bedeutenden Assetmarkt verhält. Denn ein Crash kann weitaus einfacher identifiziert werden als eine spekulative Blase: „When you see it, you know it."[16]
- Viertens, die Zentralbank gleicht praktisch einem Herzchirurgen, dem statt eines Skalpells lediglich ein Fleischermesser zur Verfügung steht. Selbst wenn eine Blase identifiziert werden kann, so vermag die Geldpolitik doch nichts dagegen tun, oder genauer gesagt: die geldpolitischen Instrumente sind zu stumpf oder zu grob, als dass sie effektiv graduell Luft aus dem Ballon der Assetpreise lassen könnten. Ein großer Knall mit entsprechenden adversen realwirtschaftlichen Folgen wäre daher sehr wahrscheinlich[17].
- Fünftens, die direkte Adressierung der Assetpreise durch die Geldpolitik fußt auf der starken Annahme, dass die Assetpreisinflation die zukünftige Konsumentenpreisinflation hinreichend genau widerspiegelt. Die Beziehung zwischen der Assetpreis- und der Konsumentenpreisinflation ist aber wohl doch nicht allzu eng. Zum einen, weil die zentrale Frage praktisch nicht beantwortet werden kann, welche Assetpreise genau in einem weiter gefassten Konsumentenpreisindex berücksichtigt werden sollen. Zum anderen, weil Assetpreise sich auch aus Gründen verändern, die nichts mit veränderten Inflationserwartungen zu tun haben.
- Sechstens, sind die Inflationserwartungen hinreichend stabil, so verfügt die Zentralbank über mehr Zeit, die ökonomische Lage einzuschätzen und kann dementsprechend später die Zinsen erhöhen. Diese würden auch schneller wirken, weil die Verzögerungseffekte bei der Transmission der Zinsen auf die Realwirtschaft in Folge von Veränderungen auf den Finanzmärkten und technologischer Verbesserungen kürzer geworden sind.
- Siebtens, würde es die Öffentlichkeit verstehen, dass die Zentralbank die Zinsen erhöht, wenn die Konsumentenpreisinflation sich noch nicht zu beschleunigen droht? Man würde sich potenziell enorm hoher Wohlfahrtsgewinne berauben, verhinderte die Geldpolitik einen realwirtschaftlichen Boom in Reaktion auf einen angeblich „zu starken" Anstieg der Assetpreise.

Outputverluste heute versus Outputverluste morgen?

Aufgrund der im letzten Abschnitt angeführten Argumente besteht unter den Zentralbanken ein breiter Konsens, Assetpreisblasen nicht durch Zinserhöhungen platzen zu lassen, aber in Reaktion auf einen Verfall von Assetpreisen mit einer massiven, aber lediglich temporären Bereitstellung von Liquidität zu antworten,

[15] Vgl. hierzu S. G. Cecchetti: The Trouble With Bubbles, Occasional Essays on Current Policy Issues Nr. 21, 4. September 2002, http://www.econ.ohio-state.edu/cecchetti/essays.htm; S. G. Cecchetti: Central Bankers and Asset Price Misalignments, Occasional Essays on Current Policy Issues Nr. 20, 8. Mai 2002, http://www.econ.ohio-state.edu/cecchetti/essays.htm.; B. S. Bernanke: Asset Price „Bubbles" and Monetary Policy, Remarks Before the New York Chapter of the National Association for Business Economics, New York, New York, 15. Oktober 2002, http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/default.htm.; A. Filardo: Monetary Policy and Asset Prices, in: Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, Third Quarter 2000, 11-36, S. 17; F. Mishkin, E. N. White: U.S. Stock Market Crashes and Their Aftermath: Implications for Monetary Policy, a.a.O.; B. J. DeLong: Slouching Towards Utopia?: The Economic History of the Twentieth Century – XIV. The Great Crash and the Great Slump, 1997, http://econ161.berkeley.edu/TCEH/Slouch_Crash14.html.

[16] F. Mishkin, E. N. White: U.S. Stock Market Crashes and Their Aftermath: Implications for Monetary Policy, a.a.O., S. 3.

[17] So ging der einzige Versuch, bei dem die US-Notenbank versuchte, eine spekulative Aktienmarktblase platzen zu lassen, 1929, gründlichst daneben. Es besteht ein breiter Konsens, dass es die Geldpolitik, und nicht der Crash an den Aktienmärkten war, der primär die Weltwirtschaftskrise im letzten Jahrhundert verursacht hat. Vgl. B. J. DeLong, a.a.O.

[18] Vgl. The Economist: Bubble trouble, 4. September 1999, S. 88.

[19] Vgl. im Folgenden M. Bordo, O. Jeanne: Monetary Policy and Asset Prices: Does „Benign Neglect" Makes Sense?, a. a. O., S. 4 ff.

um hierdurch die Stabilität des Finanzsystems sicher zu stellen[18]. Auf den ersten Blick ist eine solche Sicht aber nur schwer verständlich[19]:

Die Auffassung, dass im Falle eines Assetmarktcrashs die Stabilität des Finanzsystems aufrecht erhalten werden kann, ohne hierdurch Ziele der Geldpolitik zu opfern, trifft nur unter einer sehr speziellen Voraussetzung zu, nämlich, dass die Krise den Charakter einer sich selbst erfüllenden Panik hat. Sollte die Krise dagegen durch eine permanente Revision der Erwartungen über die zukünftigen Renditen auf diesen Märkten ausgelöst werden, so wäre das „Einspringen" der Zentralbank mit massiven Zinssenkungen eher kontraproduktiv. Führt der Crash zur Instabilität des Finanzsystems, einer Kreditklemme und rezessiven Tendenzen in der Realwirtschaft mit dem Risiko einer Deflation, so wäre eine zeitweise höhere Inflationsrate durchaus wünschenswert. Die Finanzkrise und die Reaktion der Geldpolitik machten das Opfer makroökonomischer Ziele, und hier insbesondere das der Preisstabilität, notwendig.

Wenn die Krisenbewältigung aber ein Opfer in Form monetärer Stabilität erfordert, dann ist es nur schwer verständlich, wieso die Zentralbank nicht präventive Maßnahmen ergreifen sollte. Finanzkrisen fallen ja nicht einfach vom Himmel, sondern sind größtenteils das Resultat geldpolitischer Handlungen in der Vergangenheit. Die Tiefe einer Finanzkrise wird durch die Ungleichgewichte bestimmt, die während einer Assetpreishausse aufgebaut werden, welche wiederum von dem Ausmaß der Expansion der Geldpolitik determiniert werden[20].

Die Geldpolitik befindet sich somit während einer Assetpreishausse in einem Dilemma: Lässt sie den Boom ungezügelt dahintreiben, dann erhöht sich das Risiko, dass der Hausse ein Crash folgt, der mit einer Kreditklemme einhergeht, weil sinkende Assetpreise den Wert der Sicherheiten der potenziellen Kreditnachfrager zusammenschrumpfen lassen, und die Banken daraufhin zögerlicher bei der Kreditvergabe werden. Eine präventiv-restriktive Geldpolitik kann in diesem Fall als eine Art „Versicherungspolitik" gegen das Risiko einer Kreditklemme verstanden werden.

Eine Politik der Versicherung gegen das Auftreten von Instabilitäten im Finanzsystem in der Zukunft geht allerdings mit nicht unerheblichen Kosten in Form von Outputverlusten in der Gegenwart einher[21]. Die optimale Geldpolitik hängt somit von den relativen Kosten und Nutzen der Versicherungspolitik ab. Optimal wäre eine präventiv-restriktive Geldpolitik, wenn das Risiko eines Crashs mit adversen Rückwirkungen auf die Realwirtschaft signifikant ist und die Geldpolitik zugleich dieses Risiko zu geringen Kosten eliminieren kann. Eine ganz andere Frage ist allerdings, ob und wann die Bedingungen für eine präventive Geldpolitik gegeben sind. Bislang gibt es in der Literatur keine eindeutigen Antworten[22].

Geldpolitik als „Kunst" und „Wissenschaft"

Wie soll eine Zentralbank nun mit Assetpreisen umgehen? Geldpolitik ist immer „Kunst" und „Wissenschaft" zugleich[23]: „Wissenschaft", weil sie nach wissenschaftlichen Erkenntnissen regelgebunden erfolgen sollte, um die Erwartungen der Märkte zu stabilisieren. „Kunst", weil eine allein nach Regeln praktizierte Geldpolitik ein Wissen über die Funktionsfähigkeit der Wirtschaft voraussetzt, das die Zentralbanken nicht besitzen, und weil eine allein nach Regeln verfolgte Geldpolitik keine Spielräume in Zeiten der Krise offen lässt[24]. Da man nicht darauf vertrauen kann, dass jeder Zentralbank ein „Künstler" wie Alan Greenspan vorsteht[25] – man denke nur an die Bank of Japan[26] –, ist es vielleicht doch besser, sich für eine geldpolitische Strategie zu entscheiden, an der sie gemessen werden kann. Um durch diese aber nicht in eine geldpolitische Zwangsjacke gepresst zu werden, ist es von zentraler Bedeutung, dass Zentralbank und Finanzmarktregulierung im Vorfeld mithelfen, durch mikroökonomische Maßnahmen die Stabilität des Finanzsystems zu stärken, um eine spätere Krise zu vermeiden. Denn entscheidend ist weniger die Asset-

---

[20] Siehe hierzu C. P. Kindleberger: Manias, Panics, and Crashes. Fourth Edition, New York 2000.

[21] Hierauf weisen z.B. neueste Untersuchungen der US-Notenbank hin. Siehe B. S. Bernanke: Monetary Policy and the Stock Market: Some Empirical Results, Federal Reserve 2003, http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2003/20031002/default.htm.

[22] Siehe hierzu S. G. Cecchetti et al.: Asset Prices and Central Bank Policy, Geneva Reports on the World Economy, Nr. 2, a.a.O.; C. Goodhart, B. Hofmann: Asset Prices and the Conduct of Monetary Policy, Nr. 88, in: Royal Economic Society Annual Conference 2002 from Royal Economic Society; B. S. Bernanke, M. Gertler: Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?; S. D. Smith: What Do Asset Prices Tell Us about the Future?, in: Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review, Third Quarter 1999, S. 4-13.

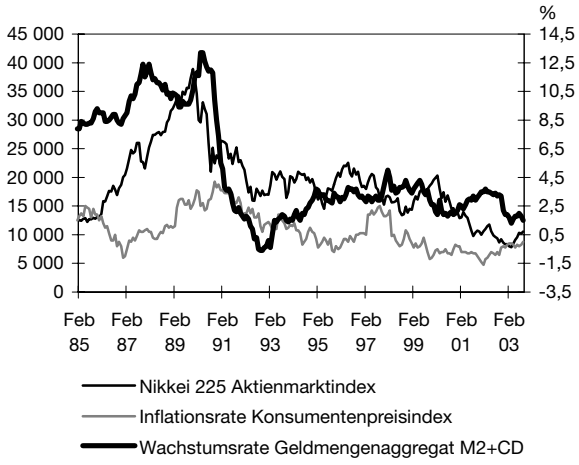
[23] Vgl. C. E. Walsh: The Science (and Art) of Monetary Policy, in: FRBSF Economic Letter, 2001-13, 4. Mai 2001.

[24] Vgl. M. Bordo, O. Jeanne, a.a.O., S. 19.

[25] Vgl. B. Woodward: Maestro: Alan Greenspan's Fed and the American Economic Boom, London 2001.

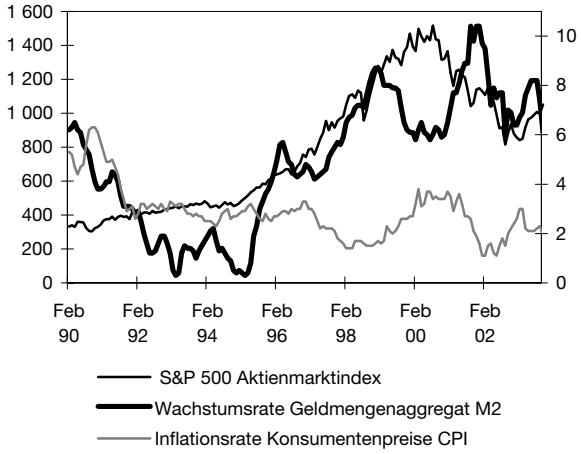
[26] Siehe hierzu J. Jerger, G. Zimmermann: Geldpolitik bei Stagnation. Die Irrtümer der japanischen Notenbank, in: Jahrbuch für Wirtschaftswissenschaft, Band 53/2002, Heft 3, S. 346-363.

Abbildung 1
Japan – Deflationäre Nachwehen des Aktienmarktcrashs



Quelle: Bloomberg.

Abbildung 2
USA – Aktienmarktcrash, aber positive Inflationsraten



Quelle: Bloomberg.

preisentwicklung per se als die Frage, ob ein Rückgang der Assetpreise eine Kreditklemme zu erzeugen vermag oder nicht.

Ein Vergleich zwischen Japan und den USA

Ein Vergleich der Entwicklungen in Japan und USA nach Platzen der jeweiligen Assetpreisblasen kann hierfür als Beispiel herangezogen werden. In beiden Ländern ergab sich der fulminante Anstieg der Aktienkurse aus dem Zusammenspiel einer expansiven Geldpolitik, einer Deregulierung des Finanzsektors und eines irrationalen Überschwangs seitens der Anleger. Unterschiedlich war dagegen die Reaktion der beiden Systeme auf das Platzen der Blasen. In Japan hatte der Verfall der Aktien- und Immobilienpreise eine erhebliche Destabilisierung des Bankensektors zur Folge, die die viel zu zögerliche expansive Geldpolitik der Bank of Japan konterkarierte und Japan in eine Deflation schlittern ließ[27].

In den USA blieb dagegen das Finanzsystem in Reaktion auf das Platzen der größten Aktienmarktblase aller Zeiten erstaunlich stabil, was nicht nur auf eine aggressivere Geldpolitik nach Platzen der Blase und den darauf folgenden Verfall der Aktienkurse, eine höhere Anpassungsfähigkeit der Realwirtschaft, sowie die Tatsache, dass die Immobilienpreise nicht eingebrochen sind, zurückzuführen ist, sondern auch auf eine höhere Stabilität des Finanzsektors. Diese resultierte zu einem Gutteil aus den Aufräumarbeiten im Bankensektor nach der Kreditklemme Anfang der 90er Jahre[28].

Die Struktur des Finanzsystems entscheidet damit darüber, ob der Nettoeffekt einer Assetpreisblase positiv oder negativ ist[29]. Dies zeigt wiederum ein Vergleich zwischen Japan und den USA: Die Boomphase betrug in Japan rund fünf Jahre. Danach erlebte die japanische Wirtschaft in den 90er Jahren eine „verlorene Dekade“ und es ist gut möglich, dass ein weiteres verlorenes Jahrzehnt, geprägt durch niedriges Wachstum und Deflation, zu erwarten ist, sollten nicht eine Reform des angeschlagenen Bankensektors und „unorthodoxe“ geldpolitische Maßnahmen gegen die Deflation implementiert werden.

Anders dagegen die USA: Nach Platzen der Blase am Aktienmarkt hatte die US-Wirtschaft lediglich eine äußerst milde Rezession zu erleiden[30], und sie befindet derzeit in einem – wenn auch mit Unsicherheiten behafteten – Aufschwung. Es ist daher sehr gut möglich, dass der Nettoeffekt des Assetpreisbooms in den USA auf die Wohlfahrt der US-Bürger positiv ist.

Mikroökonomische Maßnahmen

Die zunehmende Bedeutung der Assetpreise für die Realwirtschaft bringt die Zentralbanken gleich

[27] Siehe hierzu G. Zimmermann: Deflation und Geldpolitik in Japan: Was läuft falsch?, in: Japan Analysen Prognosen, München, Heft 185, Mai 2002.

[28] Vgl. F. Mishkin: Promoting Japanese Recovery, in: K. Ishigaki, H. Hino (Hrsg.): Towards the Restoration of Sound Banking Systems in Japan – the Global Implications. Kobe 1998, http://www-1.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/, S. 16 ff.

[29] Siehe hierzu C. Borio: Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation?, a. a. O., S. 6.

[30] Siehe W. D. Nordhaus: The American Economy in Recession and Recovery, 2002 http://www.econ.yale.edu/~nordhaus/homepage/recent_stuff.html.

von zwei Seiten in Zugzwang. Einerseits müssen sie durch ihre Regulierungsinstrumente dazu beitragen, das Finanzsystem „wetterfest" zu machen, so dass ein möglicher Verfall der Assetpreise nicht zu einer Kreditklemme führt. Andererseits müssen sie die Assetpreise verstärkt in ihrer geldpolitischen Ausrichtung berücksichtigen.

Was bedeutet dies für die Politik der Zentralbanken? Wenn man zwei Ziele – makroökonomische Performance einerseits und Stabilität des Finanzsystems andererseits – hat, sollten die Zentralbanken, getreu dem Motto „the right tool for the job", ihr makroökonomisches Instrumentarium zur Erreichung ihrer makroökonomischen Ziele und ihr mikroökonomisches Instrumentarium zur Sicherung der Stabilität des Finanzsystems einsetzen[31].

Gegeben die Schwierigkeiten, mit makroökonomischen Instrumenten die Assetmärkte zu beeinflussen, müssen alle Zentralbanken zur Abwehr von Assetpreisblasen und Instabilitäten im Finanzsystem verstärkt ihr mikroökonomisches Instrumentarium einsetzen. Hierunter werden all die Instrumente verstanden, die zur Regulierung und Überwachung des Finanzsystems beitragen. Diese sollten zum einen die Anreize für die Marktteilnehmer, an dem Aufbau einer Assetpreisblase zu partizipieren, gering halten, und zum anderen die Effekte der Assetmärkte auf die Realwirtschaft begrenzen[32]. So kann die Zentralbank durch die Veröffentlichung von Berichten über die Stabilität des Finanzsystems die Marktteilnehmer vor Anspannungen und Verzerrungen im Finanzsystem warnen, und Abweichungen der Geldpolitik vom „Normalfall" und ein damit verbundenes Überschießen der Inflationsrate über das angepeilte Inflationsziel hinaus begründen[33].

Weiterhin können die Zentralbanken die Wahrscheinlichkeit einer Assetpreisblase dadurch senken, dass sie durch ihre Kommunikationspolitik eine höhere Transparenz in den Bilanzierungs- und Buchführungspraktiken und eine Verbesserung der Publizitätspflichten der Unternehmen einfordern und die Kenntnisse und Kompetenz der Investoren verbessern helfen[34,35]. Eine andere Option wäre, dass die Geldpolitik systematisch auf eine Verschlechterung der Bilanzbilder mit Zinssenkungen reagiert[36].

Änderungen in den geldpolitischen Strategien

Wenn noch kein Konsens über die „richtige" Mikropolitik der Zentralbanken besteht,[37] so ist dieser noch viel weniger bei der Antwort auf die Frage, wie die Geldpolitik auf die zunehmende Bedeutung der Assetpreise für Inflation, Output und Finanzsystem reagieren soll, zu finden. Zumindest eins ist klar: Es ist in erster Linie die Aufgabe der Zentralbanken, die Stabilität des Finanzsystems nach Turbulenzen auf den Finanzmärkten zu sichern, indem sie mögliche Liquiditätsengpässe durch die Bereitstellung von Liquidität beseitigen bzw. verhindern. Zu denken ist in diesem Zusammenhang an die Zinssenkungen der US-Notenbank in Reaktion auf die Terroranschläge des 11. September 2001 oder auf den Aktienmarktcrash 1987.

Wie soll die zunehmende Bedeutung der Assetpreise aber in den geldpolitischen Strategien der Notenbanken berücksichtigt werden? Selbst wenn immer mehr Zentralbanken das Konzept der expliziten flexiblen Inflationssteuerung übernommen haben – auch in Zukunft wird es in der praktischen Geldpolitik noch eine Vielzahl an anderen geldpolitischen Konzepten geben (müssen?). Denn die einzelnen Länder sind einfach viel zu unterschiedlich, als dass man ein Konzept in gleicher Weise anwenden könnte. Jede Notenbank muss daher den für ihren institutionellen Unterbau adäquaten Ansatz finden, mit dem sie auf Assetpreisentwicklungen reagieren will. Zudem unterliegt auch die Wissenschaft Moden. Beide Punkte äußern sich in den unterschiedlichen Antworten der Notenbanken

[31] Vgl. B. S. Bernanke: Asset Price „Bubbles" and Monetary Policy, a.a.O.

[32] Vgl. Bank for International Settlements: Turbulence in Asset Markets: The Role of Micro Policies, a.a.O.

[33] Vgl. L. E. Svensson: Are There Limits to the Use of Monetary Policy for Economic Stabilization?, a.a.O.

[34] Vgl. B. S. Bernanke: Asset Price ‚Bubbles' and Monetary Policy, a.a.O.

[35] Die Mikropolitik der Zentralbanken muss durch institutionelle Änderungen im Finanzsektor begleitet werden. Siehe C. Borio et al. (2003), A tale of two perspectives: old or new challenges for monetary policy?, BIS Working Papers, No. 127, February 2003, S. 44f. Die Aufgaben liegen hier in erster Linie bei der staatlichen Finanzaufsicht und den Finanzregulierungsbehörden. So ist z.B. an die Verpflichtung der Banken auf eine hohe Kapitalisierung und Diversifizierung ihrer Assets, ein „stress-testing" ihrer Portfolios sowie eine Erhöhung der Standards für das Risikomanagement der Banken zu denken. Vgl. Bank for International Settlements: Turbulence in Asset Markets: The Role of Micro Policies, a.a.O.

[36] Vgl. S. G. Cecchetti: What the FOMC Says and Does When the Stock Market Booms, in: Reserve Bank of Australia: Asset Prices and Monetary Policy, RBA 2003 Conference, 18-19 August 2003, http://www.rba.gov.au/PublicationsAndResearch/Conferences/2003/index.html.

[37] Vgl. C. Borio, P. Lowe: Asset prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus, a.a.O., S. 25.

[38] Vgl. O. Issing: Why Stable Prices and Stable Markets Are Important And How They Fit Together, European Central Bank, First Conference of the Monetary Stability Foundation, 5 December 2002, Frankfurt/Main, http://www.ecb.int/key/02/sp021205_1.pdf; und C. Borio et al.: A Tale of Two Perspectives: Old or New Challenges for Monetary Policy?, a.a.O. S. 43.

auf die Frage nach dem Umgang mit dem Assetpreisproblem:

- Die vielkritisierte erste Säule der Geldpolitik der EZB mag eine Berechtigung haben, wenn sich bei niedrigen und stabilen Inflationserwartungen inflationäre Prozesse langfristig weniger in den Preisen für Güter- und Dienstleistungen, als vielmehr in den Geldmengen-, und noch viel wichtiger, in den Kreditaggregaten widerspiegeln sollten. Sollten diese über Gebühr aufgebläht werden, dann kann dies eine präventiv-restriktive Geldpolitik unter Umständen rechtfertigen[38]. Die Vorteile einer solchen Strategie wären mit der geringeren Transparenz, der höheren Komplexität und dem höheren Kommunikationsbedarf einer Zwei-Säulen-Strategie abzuwägen. Zudem spielt das Geldmengenwachstum nur in sehr langfristigen, für die praktische Geldpolitik nicht wirklich relevanten Zeiträumen eine Rolle[39].
- Wie aus ihrem Inflationsbericht und der Definition der Kernrate der Einzelhandelspreise ersichtlich ist, berücksichtigt die Bank of England die Immobilienpreise zumindest indirekt. Der Zentralbankpräsident King[40] hat zudem vorgeschlagen, das von der Bank of England praktizierte Konzept der expliziten Inflationssteuerung dahingehend zu modifizieren, dass der Zeitraum, innerhalb dessen das Inflationsziel erreicht werden soll, verlängert wird. Bisher versuchen die Zentralbanken nämlich, ihr Inflationsziel in einem Zeitraum von zwei Jahren zu erreichen. Ein Assetpreisboom kann aber zu Ungleichgewichten auf den Finanzmärkten führen, die zu einem späteren Zeitpunkt die Inflationsrate aus dem Zielkorridor fallen lassen. Für die Zentralbank besteht somit ein Konflikt zwischen Abweichungen der Inflationsrate in ein oder zwei Jahren und Abweichungen vom Inflationsziel in einer ferneren Zukunft. Es könnte daher Sinn machen, die Zinsen heute zu erhöhen und dies mit einem Unterschießen der Inflationsrate in der kurzen Frist zu erkaufen, um hierdurch ein stärkeres Unterschießen in der langen Frist zu vermeiden. Allerdings könnte der Preis für eine verlängerte Erfüllungsperiode für das Inflationsziel in Reputationsproblemen für die Zentralbank bestehen[41].
- Der Ansatz der US-Notenbank („Fed") erscheint als ein – der enormen Unwissenheit der Zentralbanken geschuldeter – traktabler Kompromiss. Sie hat sich nämlich auf die Position zurückgezogen, die Assetpreise zwar zu beobachten, mögliche Assetpreisblasen aber nicht zum Platzen zu bringen, und sich darauf zu beschränken, die adversen Nachwirkungen eines Falls der Assetpreise durch die massive Bereitstellung von Liquidität abzudämpfen. Die Fed verfolgt zwar implizit auch das Konzept der Inflationssteuerung[42]. Indem sie aber darauf verzichtet, einen Zeitraum zu spezifizieren, innerhalb dessen sie ein verkündetes Inflationsziel erreichen will, lässt sie sich genügend Spielraum, um „flexibel" auf Finanzmarktturbulenzen zu reagieren. So konnte es sich die Fed aufgrund ihrer Reputation als „inflation fighter" leisten, in Reaktion auf das Platzen der Blase am US-Aktienmarkt im Jahre 2000 die Zinsen in Folge auf historische Rekordtiefs zu senken. Gleichzeitig schaut sie zwar auf die Geldmengenaggregate, nimmt sie angesichts der Instabilität der Geldnachfrage aber auch nicht „zu" ernst.

Schlussfolgerung

Die Inflation ist nicht tot, sie ist aber nach 20 Jahren Kampf hinreichend unter Kontrolle, so dass sie der Geldpolitik nicht mehr die gleichen Kopfschmerzen bereiten muss wie zuvor. Ironischerweise müssen die Zentralbanken heute verstärkt auf ein Problem reagieren, zu deren Lösung sie ursprünglich primär gegründet wurden, nämlich die Aufrechterhaltung der Stabilität des Finanzsystems. Verfügen die Zentralbanken heute über die Instrumente, die monetäre Stabilität zu gewährleisten, so kann das gleiche über den Komplex der Finanzsystemstabilität noch nicht gesagt werden[43].

Die Zentralbanken sind daher noch auf der Suche nach Antworten auf die Frage, wie sie mit den Assetpreisen geldpolitisch umgehen sollen. Vieles deutet allerdings darauf hin, dass Assetpreisblasen nicht direkt mit der Zinsnadel aufgestochen, und die Zentralbanken auf einen Verfall der Assetpreise mit einer massiven Bereitstellung von Liquidität reagieren sollten.

[39] Vgl. L. E. Svensson: A Reform of the Eurosystem's Monetary-Policy Strategy Is Increasingly Urgent, Mai 2002, mimeo, Princeton 2002, http://www.princeton.edu/~svensson/topics.htm#Eurosystem, S. 3.

[40] M. King: The Inflation Target Ten Years On, Speech delivered to the London School of Economics, Dienstag, 19. November 2002, http://www.bankofengland.co.uk/speeches/speech181.pdf.

[41] Vgl. The Economist: Still Bubbling, 18. Januar 2003, S. 66.

[42] Vgl. M. Goodfriend: Inflation Targeting in the US?, mimeo, Federal Reserve Bank of Richmond, 24. Februar, 2003.

[43] Vgl. A. Crockett: Central Banking, Financial Stability and Basel II, Speech at the 38th SEACEN Governors' Conference, Manila, 13. Februar 2003. http://www.bis.org/speeches/sp030213.htm#pgtop.