

**Comment by Professor Stephen Cecchetti**  
Published in the Börsen-Zeitung on February 1, 2005

### **WARTET NICHT, BIS DIE BLASE PLATZT!**

Die Geldpolitik ist bestrebt, die Stabilität der Preise, des Wirtschaftswachstums und des Finanzsystems zu gewährleisten. Da Vermögenspreisblasen die Erreichung dieser Ziele gefährden, sind die Geldpolitiker gezwungen, ihnen eine Rolle bei ihren Entscheidungen einzuräumen. Es kann nicht einfach ignoriert werden, wenn die Preise für Aktien und Immobilien ungerechtfertigt in den Himmel schießen. Solange keine alternativen politischen Maßnahmen zur Verfügung stehen, haben die Notenbanker angesichts entstehender Vermögenspreisblasen keine andere Wahl, als die Zinsen zu erhöhen.

Diese proaktive Schlussfolgerung ergibt sich aus der sorgfältigen Betrachtung des Schadens, den Vermögenspreisblasen im Hinblick auf die Investitionsentscheidungen der Unternehmen, die Anlage- und Sparscheidungen der privaten Haushalte und die Fiskalpolitik der Regierung anrichten können. Im Einzelnen gestalten sich die Schäden wie folgt: Für die Unternehmen bedeuten ungerechtfertigt hohe Aktienkurse, dass sie zu leicht Finanzierungen erhalten. Was passiert, ist einfach: Im euphorischen Sog der Spekulationsblase können Aktien zu Kursen verkauft werden, die sich unmöglich rechtfertigen lassen. Es gibt zahlreiche Beispiele von Internetunternehmen, die in den neunziger Jahren Schwindel erregende Summen am Aktienmarkt einnahmen und nur wenige Jahre später alles wieder verloren. Diese Unternehmen hätten ihre Gelder zweifelsohne besser anderweitig angelegt. Hinzu kommt, dass es durch diese Vorfälle für High-tech-Startup-Firmen inzwischen extrem schwer - wenn nicht gar zu schwer - geworden ist, überhaupt eine Finanzierung zu erhalten. Im Gefolge einer Spekulationsblase kann es Jahre dauern, bis sich eine Volkswirtschaft wieder strukturell erholt.

Auf das Verbraucherverhalten wirken sich Aktien- und Immobilienpreisblasen ebenso schädigend aus. Die Verbraucher fühlen sich bei steigenden Preisen für Aktien und Immobilien wohlhabender. Und je reicher man ist, desto mehr seines Einkommens gibt man aus und desto weniger spart man. Platzt die Blase, wird der Wohlstand neu berechnet: Die Verbraucher sitzen dann in Häusern und auf Hypotheken, die für ihr Einkommen viel zu groß sind, und ihre Anlageportfolios sind nur noch ein Bruchteil dessen wert, was sie einst waren.

Außerdem verzerren Vermögenspreisblasen auch die fiskalischen Entscheidungen der Regierung. Wenn die Aktienkurse zulegen, steigen auch die gewinnabhängigen Steuereinnahmen. Steigende Staatseinnahmen führen zu Ausgabensteigerungen und Steuersenkungen. Mit dem Platzen der Blase brechen dann die Steuereinnahmen drastisch ein. Da Steuererhöhungen im gegenwärtigen politischen Umfeld undenkbar sind, ist das Ergebnis eine Kombination aus Ausgabenkürzungen und erhöhter Neuverschuldung. Zumindest ein Teil des derzeitigen Haushaltsdefizits der USA kann auf die Internet-Blase der späten neunziger Jahre zurückgeführt werden.

Bei der Untersuchung der Auswirkungen von Spekulationsblasen muss zwischen Aktien- bzw. Immobilienwerten unterschieden werden. Obwohl beide über ähnliche Kanäle auf die Volkswirtschaft einwirken, unterscheiden sie sich in der Regel in der Größenordnung. Hausse- und Baissephasen am Aktienmarkt sind für eine Volkswirtschaft viel weniger schädlich als hochschnellende Immobilienpreise. Dafür gibt es zwei Gründe: Erstens reagieren die Verbraucher mit ihren individuellen Konsumententscheidungen viel empfindlicher auf Immobilienpreisänderungen als auf Aktienkursschwankungen. Zweitens leiden in Ländern, in denen Hauskäufe mit Krediten finanziert werden (etwa in den USA, Großbritannien und einer Reihe anderer Länder) auch die Bilanzen der Banken unter den Auswirkungen von Preiseinbrüchen.

All diese Theorien sind historisch belegbar. In seinem World Economic Outlook vom April 2003 berichtete der Internationale Währungsfonds, dass Aktienkurseinbrüche im Schnitt 2,5 Jahre andauern und mit Einbußen von 4% beim Bruttoinlandsprodukt (BIP) einher gehen, die sich sowohl auf den Konsum als auch die Investitionen auswirken. Immobilienpreiseinbrüche treten zwar weniger häufig auf, halten aber fast doppelt so lange an und gehen wegen ihres Durchschlagens auf den Bankensektor mit doppelt so hohen BIP-Verlusten einher.

Dies alles ist den Geldpolitikern bekannt. Sie sind sich der Pathologie von Vermögenspreisblasen und auch der Folgekosten ihres Platzens voll bewusst. Gleichwohl zögern die Notenbanker aufgrund ihrer eher konservativen Einstellung, die resultierende Instabilität durch zinspolitische Maßnahmen zu bekämpfen.

Die Kritiker des aktivistischen Ansatzes im Hinblick auf Spekulationsblasen führend allerlei Argumente ins Feld, um ihre Passivität zu rechtfertigen. Ihr schlagkräftigstes Argument ist, dass man, um gegen solche Blasen vorgehen zu können, zunächst das Ausmaß abschätzen muss, um das sich die Vermögenspreise vom den Fundamentaldaten entfernt haben. Aber wie sollen denn die Geldpolitiker besser als der Markt wissen, welche Aktien- und Immobilienpreise aufgrund langfristiger Bedingungen gerechtfertigt sind? Die Tatsache, dass Fehlentwicklungen bei Vermögenspreisen schwer zu messen sind, ist noch lange kein Grund, sie einfach zu ignorieren. Gewöhnlich reagiert man auf uneinheitliche Daten, indem man statistische Verfahren einsetzt, um die Datenqualität zu verbessern. Davon abgesehen sollte man natürlich stets vorsichtig reagieren und den Unsicherheiten explizit Rechnung tragen. Würden die Notenbanker alle schwer messbaren Daten aussortieren, verblieben ihnen sehr wenige Informationen als Grundlage für ihre Entscheidungen.

Während es immer Unstimmigkeit darüber geben wird, ob es überhaupt zu Aktienpreisblasen kommen kann, ist dies bei Immobilienpreisblasen nicht der Fall. Solange sich das Finanzsystem nicht radikal verändert, wird es immer unpraktikabel und teuer bleiben, ein Haus short zu verkaufen (das heißt, ein Haus zu leihen, es in den Markt zu verkaufen und zu einem späteren Zeitpunkt zurückzukaufen, um von einem Preisrückgang zu profitieren). Das Fehlen eines solchen Mechanismus erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass sich Häuserpreisblasen bilden können. Treffliche Beispiele

dafür sind die Erfahrungen Japans in den späten achtziger Jahren, Großbritanniens in den vergangenen Jahren und aktuell in den USA.

Heutzutage besteht die einzig angemessene Reaktion auf Vermögenspreisblasen darin, die Zinspolitik zu straffen. Nun ließe sich natürlich fragen, ob es hierzu denn keine Alternativen gibt. Warum nicht nach anderen Instrumenten suchen, die direkt auf das Problem abzielen? In Kenntnis der engen Grenzen, die der Geldpolitik heutzutage gesetzt sind, arbeiten Ökonomen inner- und außerhalb der Zentralbanken an der Entwicklung alternativer Instrumente. Um aufzuzeigen, was wünschenswert und praktisch sein könnte, sollte zunächst hervorgehoben werden, dass die durch Blasen verursachte Instabilität letztendlich auf die Hebelwirkung zurückzuführen ist. Boom-Bust-Zyklen entstehen, weil sich Menschen verschulden, um Käufe zu hohen Preisen zu tätigen. Das Finanzsystem gerät in Gefahr, weil Kredite durch Werte zu inflationierten Preisen besichert werden. Daher liegt es nahe, nach Maßnahmen zu suchen, die die Kreditaufnahme dämpfen.

Im Falle von Aktienpreisblasen wurde beispielsweise vorgeschlagen, die Einschussforderungen bei kreditfinanzierten Aktienkäufen anzupassen. Solche Geschäfte haben einen Anteil von schätzungsweise 20% am Gesamtumsatz des US-Aktienmarktes. Erhöht man die Kosten dieser Transaktionen, wenn die Aktienkurse schnell steigen, kann dies das Wachstum der Blasen eindämmen. Bei Immobilienpreisblasen müsste man die Bedingungen für Hypothekendarlehen ändern, um den Hebeleffekt zu verringern. Es bietet sich beispielsweise an, die Eigenkapitalerfordernis für den Immobilienkäufer zu erhöhen, indem man Beleihungsgrenzen festlegt, die abhängig von dem Tempo sinken, mit dem die Immobilienpreise in jüngster Zeit zugenommen haben. Solche Limits könnten entweder direkt eingeführt werden oder indirekt über die risikogewichteten Eigenkapitalanforderungen an den Kreditgeber. In jedem Fall würde dieses Vorgehen die Liquidität reduzieren, über die die Käufer den Vermögenspreisboom anheizen, und die Finanzinstitute wären gezwungen, ihre Anfälligkeit gegenüber dem Risiko des Platzens der Immobilienpreisblase zu verringern.

Diese Ansätze klingen verheißungsvoll. Die Behörden könnten sich regulatorischer Instrumente bedienen, um Aktien- und Immobilienpreissteigerungen entgegenzuwirken, die nicht durch die fundamentalen Wirtschaftsbedingungen gerechtfertigt sind, während die Zinssetzung weiter an den traditionellen Zielen der Geldpolitik ausgerichtet bliebe. Doch solange die Effizienz dieser Alternativen nicht nachgewiesen ist, bleibt den Notenbankern nur die Zinspolitik. Und die richtige Reaktion auf entstehende Aktien- bzw. Immobilienpreisblasen ist es, die Zinsen zu erhöhen. Dies ist zwar unbeliebt, aber genau dies haben die Geldpolitiker zu tun, wenn sie ihre Aufgabe, die Stabilisierung der Wirtschaft und des Finanzsystems, erfüllen wollen.