

AUS DER BANKEN- UND FINANZGESCHICHTE

Spekulationsblasen und Zentralbankpolitik

Aktives, präventives Leaning durch Zinspolitik und durch makroprudenzielle Maßnahmen kann volkswirtschaftlich sinnvoll sein

Börsen-Zeitung, 11.12.2014

Wie sollen Zentralbanken auf Spekulationsblasen reagieren? Ist es ratsam, solchen Blasen frühzeitig entgegenzuwirken? Oder sollten sich Zentralbanken eher passiv verhalten und – falls die Blase dann doch platzt – am Ende als Retter einspringen? Ersteres wird häufig als „Leaning against the wind“-Strategie bezeichnet, das heißt, die Politik versucht, die Entstehung von Blasen frühzeitig zu erkennen und sich „dagegen zu lehnen“. Letzteres ist hingegen eine reine „Cleaning“-Strategie, bei der die Zentralbank die Schäden der Krise beispielsweise durch die Bereitstellung von Liquidität abmildert, ohne jedoch im Vorfeld bereits eingzugreifen. Sehr eng verknüpft mit dieser „Lean versus Clean“-Debatte ist die folgende Frage: Falls „Leaning“ in der Tat wünschenswert sein sollte, wie kann es dann am besten umgesetzt werden? Sollten Zentralbanken die Blase durch Zinserhöhungen zum Platzen bringen oder vielmehr auf makroprudenzielle Ansätze vertrauen?

„Leaning“ versus „Cleaning“

Befürworter einer passiven Herangehensweise verweisen vor allem darauf, wie schwierig es in der Praxis ist, eine Blase von einem durch Fundamentaldaten legitimierte Boom zu unterscheiden. In der Dot-com-Blase beispielsweise gab es viele, die den steilen Anstieg von Aktienkursen auf die gestiegene Produktivität infolge der Internetrevolution zurückführten. Und selbst wenn ei-

für Überbewertungen im Immobilienmarkt vieler Länder gegeben. Da die Kosten einer unkontrolliert platzenden Blase oft extrem hoch seien, könnte es – sogar ohne 100-prozentige Sicherheit – in vielen Fällen ratsam sein, bereits beim ersten Anzeichen einer Blase zu intervenieren („lean, do not just clean“). Seit der Finanz- und Wirtschaftskrise hat sich die Mainstream-Sichtweise vom passiven „Jackson Hole“-Konsens näher hin zur BIS-Position entwickelt, da die hohen Kosten der Finanzkrise die reine Cleaning-Strategie nun in einem anderen Licht erscheinen lassen.

Ein neuer Streitpunkt betrifft jedoch die Frage, wer korrigierend eingreifen soll. Weitgehender Konsens besteht darüber, dass die nach der Finanzkrise neu geschaffenen makroprudenziellen Instrumente diesem Zweck dienen können. Unklar ist aber, ob dies ausreichend ist. Daher sehen viele auch die Zentralbank in der Pflicht, die Entwicklung von Vermögenspreisen in ihrer Geldpolitik zu berücksichtigen. Andere verweisen hingegen darauf, dass Finanzstabilität nicht zum engeren Mandat der Zentralbanken gehöre, sondern ausschließlich in die Zuständigkeit der Aufsichtsbehörden falle.

Aus der Geschichte lernen

Die kontrovers geführte „Lean versus Clean“-Debatte wurde lange Zeit exklusiv auf Basis theoretischer Modelle ausgetragen. Ein Blick in die Vergangenheit kann die Analyse bereichern. Die Geschichte der Finanzmärkte ist auch eine Geschichte der Blasen, und aus diesen kann man lernen. Genau das versuchen wir in einem neuen Aufsatz mit dem Titel „Bubbles and Central Banks: Historical Perspectives“. Als Grundlage unserer historischen Analyse dienen 23 berühmte Spekulationsblasen aus den vergangenen 400 Jahren, von der holländischen Tulpenmanie (1634-1637) bis hin zu den amerikanischen und spanischen Häusermarktblasen der letzten Jahre.

Die historischen Blasen betrafen viele verschiedene Vermögensklassen, von Waren (zum Beispiel Tulpen, Zucker oder Getreide) über Finanztitel (insbesondere Aktien und Anleihen) bis hin zu Immobilien und Infrastrukturprojekten. Manchmal waren nur spezialisierte Händler beteiligt, in anderen Fällen weite Teile der Bevölkerung. Häufig waren Finanzinstitute selbst in die Spekulationen involviert. In den meisten Fällen spielte eine Schuldenfinanzierung der Handelsaktivitäten eine wichtige Rolle, nur in wenigen Fällen – wie zum Beispiel der Dotcom-Krise – erfolgte die Finanzierung überwiegend über Eigenkapital.

Wann treten Blasen auf?

Die Entstehung der Blasen hatte verschiedene Ursachen: technologische Innovationen (zum Beispiel Eisenbahn oder die New Economy), finanzielle Innovationen (zum Beispiel Futures, Akzeptkredite oder Verbriefungen) oder auch Deregulierung und politische Ereignisse (beispielsweise das Ende eines Krieges). Typisch für blasenartige Entwicklungen ist eine euphorische Stimmung, verbunden mit der Erwartung, dass die Preise immer weiter ansteigen werden.

Fast alle Blasen in unserer Stichprobe treten in einem expansiven monetären Umfeld auf. Vor der Gründung von Zentralbanken expandierte die Geldmenge durch die Herausgabe von Banknoten durch private Banken (beispielsweise in der Gründerkrise) oder die Entdeckung neuer Goldvorkommen (beispielsweise vor der Krise in Australien im Jahre 1893). Außerdem werden Spekulationsblasen fast immer durch einen Kreditboom begleitet, der häufig im Zusammenhang mit Finanzinnovationen steht, wie im Verbriefungsmarkt vor der jüngsten Finanzkrise. Auch Zuflüsse von Kapital und Deregulierung können das Entstehen von Blasen begünstigen. Große Infrastrukturprojekte wie Eisenbahnen wurden häufig in großem Maße durch Ausländer mitfinanziert. Platzt eine Blase, kann es zu einer Umleitung der Kapitalströme und zur Blasenbildung in anderen Mär-

kten kommen. Ein Beispiel sind die Spekulationsblasen in Skandinavien und Asien nach dem Platzen der japanischen Blase (1985–2003).

Kosten von Blasen

Um die Frage nach einem geeigneten Umgang mit Vermögenspreisblasen zu beantworten, fragen wir zunächst: Unter welchen Umständen ist eine Blase – und ihr eventuelles Platzen – besonders schädlich für eine Volkswirtschaft? Ein Rückblick auf vergangene Blasen gibt eine klare Antwort. Blasen, die über Schulden finanziert werden und in denen sich die Kreditmenge im Vorfeld drastisch ausdehnt, haben besonders große gesamtwirtschaftliche Kosten, während das Platzen eigenkapitalfinanzierter Blasen häufig relativ reibungslos vonstatten geht. Als Beispiel hierfür können zwei der ersten Blasen in unserem Datensatz dienen: In der holländischen Tulpenmanie wurde der Ankauf von Tulpen in vielen Fällen über Eigenkapital finanziert. Das letztendliche Platzen der Blase war zwar schmerzhaft für den kleinen Kreis der Marktteilnehmer, die sich verspekuliert hatten, doch der Rest der Wirtschaft blieb vergleichsweise unbeschadet.

Ganz im Gegensatz hierzu steht die deutsch-holländische Krise von 1763: In den Jahren zuvor hatte sich die Kreditmenge rapide ausgedehnt, wobei der mit Abstand größte Teil dieser Kredite von Banken und anderen systemisch bedeutsamen Intermediären stammte, die über ein Netz von Wechselverbindlichkeiten miteinander verflochten waren. Dem Platzen der Blase folgte eine tiefe Finanz- und Bankenkrise mit einem Zusammenbruch der hoch verschuldeten Intermediäre, Notverkäufen und einem drastischen Preisverfall, welche die gesamte Wirtschaft in Mitleidenschaft zogen und in eine schwere Rezession mündeten. Ein Vergleich der Dotcom-Blase und des Immobilienbooms des letzten Jahrzehnts lässt uns zum gleichen Schluss kommen. Die Dotcom-Blase traf in erster Linie die Investoren selbst, während die Folgen des Immobilienbooms ganzen Volkswirtschaften schweren Schaden zufügte.

Nicht nachweisen lässt sich hingegen, dass Immobilienblasen besonders schädlich sind. Nicht alle Immobilienblasen führen zu teuren Krisen – ein Gegenbeispiel ist die Immobilienblase in den USA von 1920 bis 1926, die nur geringe Auswirkungen

Historische Spekulationsblasen

	Zeitraum	Spekulationsgegenstand
1	Tulpenmanie, Holland 1634–1637 (Krise: Feb. 1636)	Tulpen
2	Mississippi-Blase, Paris 1719–1720 (Krise: Mai 1720)	Aktien Mississippi Company
3	Krise von 1763, Holland/Deutschland 1763 (Krise: Sept. 1763)	Getreide, Zucker
4	Krise von 1772, England/Schottland 1772–1773 (Krise: Juni 1772)	Aktien East India Company, Infrastruktur
5	Lateinamerika-Manie, England 1824–1825 (Krise: Dez. 1825)	Anleihen, Aktien, Baumwolle
6	Eisenbahnmanie, England 1840er Jahre (Krise: April/Okt. 1847)	Eisenbahnaktien, Getreide
7	Panik von 1857, USA 1856–1857 (Krise: Okt. 1857)	Eisenbahnaktien- und -anleihen, Land
8	Gründerkrise, Deutschland/Österreich 1872–1873 (Krise: Mai 1873)	Aktien, Eisenbahnen, Immobilien
9	Immobilienboom, Chicago 1881–1883 (keine Krise)	Immobilien
10	Krise von 1882, Frankreich 1881–1882 (Krise: Jan. 1882)	Wertpapiere, insbesondere Aktien
11	Panik von 1893, Australien 1890–1893 (Krise: Jan. 1893)	Bergbauaktien, Land
12	Norwegische Krise 1895–1900 (Krise: Juli 1899)	Immobilien, Aktien
13	Immobilienblase, USA 1920–1926 (keine Krise)	Immobilien, Verbriefungen
14	Aktienblase, Deutschland 1927 (Krise: Mai 1927)	Aktien
15	Aktienblase, USA 1928–1929 (Krise: Okt. 1929)	Aktien
16	„Verlorene Dekade“, Japan 1985–2003 (Krise: Jan. 1990)	Aktien, Anleihen, Immobilien
17	Skandinavische Krise: Norwegen 1984–1992 (Krise: Okt. 1991)	Immobilien
18	Skandinavische Krise: Finnland 1986–1992 (Krise: Sept. 1991)	Immobilien, Wertpapiere
19	Asienkrise: Thailand 1995–1998 (Krise: Juli 1997)	Aktien, Immobilien
20	Dotcom-Blase, u. a. USA 1995–2001 (Krise: April 2000)	Technologieaktien
21	Immobilienblase, Australien 2002–2004 (keine Krise)	Immobilien
22	Subprime-Immobilienkrise, USA 2003–2010 (Krise: 2007)	Immobilien
23	Immobilienkrise, Spanien/Irland 1997–?? (Krise: 2007/2008)	Immobilien

Börsen-Zeitung

hatte. Gleichzeitig gab es eine Reihe sehr schwerer Krisen, denen Blasen in anderen Vermögensgegenständen zugrunde lagen, wie die bereits erwähnte Krise von 1763. Entscheidend ist die Finanzierung der Blase, nicht der Spekulationsgegenstand. Ein alleiniger Fokus auf Immobilienkrisen könnte dazu führen, dass der Aufbau von Risiken in anderen Märkten übersehen wird.

Aktives Leaning sinnvoll

Die historischen Beispiele legen den folgenden Schluss nahe: Falls sich eine Blase zu entwickeln scheint und falls die hiermit verbundenen Preisanstiege durch Schuldenaufnahme – und unter Einbindung systemisch relevanter Intermediäre – finanziert werden, ist ein aktiver, frühzeitiger Leaning-Ansatz vermutlich die beste Antwort. So kann der Kreditboom frühzeitig gebremst und eine Bankenkrise möglicherweise vermieden werden.

Reine Cleaning-Ansätze sind hingegen fast immer mit signifikanten Kosten verbunden, wie beispielsweise in der Krise von 1763 oder der australischen Krise von 1893, denen schwere Rezessionen folgten. Eine Leaning-

Strategie kann dagegen die mit einer Blase verbundenen gesamtwirtschaftlichen Kosten deutlich senken. Das bekannteste Beispiel für eine erfolgreiche Leaning-Politik ist die australische Immobilienblase der frühen 2000er-Jahre. Durch Kommunikation und schrittweise Verschärfung der Geldpolitik konnte die Entwicklung der Hauspreise spürbar verlangsamt werden. Eine Krise blieb aus.

Doch ein Leaning kann auch mit negativen Auswirkungen, beispielsweise auf die Preisstabilität, verbunden sein. Kritiker der Leaning-Politik führen gerne das schwedische Beispiel an. So hatte die schwedische Zentralbank in der Mitte des Jahres 2010 begonnen, ihren Leitzins anzuhöhen, um einer Überhitzung der Immobilienpreise und einer übermäßigen Verschuldung der Haushalte entgegenzuwirken. Allerdings stürzte daraufhin die Inflationsrate ab und wurde zeitweise sogar negativ, was die reale Schuldenlast der Haushalte erhöhte. Paul Krugman hatte daher die Anhänger der Leaning-Strategie als „Sadomonetaristen“ beschimpft. Das schwedische Beispiel zeigt aber vor allem, dass eine Leaning-Strategie in der Zeit nach einer Krise anders zu beurteilen ist als in Boomzeiten. Ist das makroökonomische – nationale wie globale – Umfeld schwach, die Verschuldung bereits hoch und das Finanzsystem geschwächt, kann eine Leaning-Strategie mit sehr negativen Auswirkungen verbunden sein. Die Vor- und Nachteile müssen also sorgfältig gegeneinander abgewogen werden.

Dosierung entscheidend

Der Erfolg einer Leaning-Strategie hängt außerdem wesentlich von ihrer rechtzeitigen Einleitung ab. In Australien konnten massive Zinserhöhungen unterbleiben, weil die Reaktion rechtzeitig und in der richtigen Dosierung erfolgte. Andere historische Episoden – so unter anderem die amerikanische Häuserblase des letzten Jahrzehnts – zeigen, dass eine schwache und verzögerte Leaning-Strategie komplett wirkungslos sein kann. Obwohl die Fed bereits 2004 begonnen hatte, die Zinsen zu erhöhen, setzte sich der Anstieg der Immobilienpreise bis 2006 unvermindert fort. Kommt die Reaktion zu spät, sind typischerweise sehr starke Korrekturen erforderlich. Ein überstarkes Leaning – wie beispielsweise im US-amerikanischen Aktienboom Ende der 1920er-Jahre oder im Falle der japanischen Blase – kann ebenfalls extrem schädlich sein, weil die heftige Kurskorrektur die Wirtschaft in einer schweren Krise stürzen kann. Unklar ist jedoch, ob es weniger schädlich gewesen wäre, wenn die Blase nicht zum Platzen gebracht worden wäre. Haben die Preise erst einmal ein unhaltbares Niveau erreicht, sind alle zur Verfügung stehenden wirtschaftspolitischen Reaktionen mit erheblichen Kosten verbunden.

Unsere historische Analyse legt demnach – in der alten „Lean versus

Clean“-Debatte ganz auf Seiten der BIS-Ökonomen – nahe, dass eine aktive, präventive Reaktion auf sich allmählich bildende Spekulationsblasen in vielen Fällen angebracht ist.

Es bleibt jedoch zu klären, wie der Blase am besten entgegengewirkt werden kann. Das klassische Zentralbankinstrument – der Leitzinssatz – ist ohne Frage ein höchst potentes Instrument. Zinserhöhungen können Blasen effektiv entgegenwirken. In manchen Fällen kann allein durch eine geeignete Kommunikation das Entstehen von Vermögenspreisblasen vermieden werden.

Doch gleichzeitig ist der Leitzins ein sehr stumpfes Instrument, und die damit verbundenen Kosten für den Rest der Wirtschaft sind substantiell. Makroprudenzielle Instrumente – der Leitzinssatz – sind deutlich zielgerichteter. Doch ihre Reichweite ist auf den regulierten Sektor begrenzt, und es ist daher einfacher, sie zu umgehen. Die Zinspolitik erreicht hingegen auch die versteckteren Winkel des Finanzsystems.

Tatsächlich finden sich historische Beispiele für den Einsatz makroprudenzieller Instrumente, die versuchen, die Kreditmenge direkt zu restringieren, oder die maximale Beleihungsgrenzen festlegen. Ein frühes Beispiel einer erfolgreichen makroprudenziellen Politik ist die amerikanische Immobilienblase von 1920 bis 1926. Hier bestanden Beleihungsgrenzen in Höhe von 50 Prozent, zudem durften Immobilienkredite nicht mehr als 25 Prozent des Eigenkapitals einer Bank ausmachen. Dies könnte erklären, warum es damals nicht zu einer Finanzkrise kam. In der australischen Häuserpreisblase der frühen 2000er-Jahre trugen erhöhte Eigenkapitalanforderungen für Immobilienkredite zur Stabilisierung bei.

Doch nicht immer war die makroprudenzielle Politik so erfolgreich. Gegenbeispiele sind die japanische Krise in den frühen 1990er-Jahren oder der Immobilienboom in Spanien. Dort verpufften die Maßnahmen weitgehend wirkungslos, weil sie zu spät kamen oder zu schwach waren. Für die makroprudenziellen Instrumente gilt also dasselbe wie für die Zinspolitik: Entscheidend sind der rechtzeitige Einsatz und die richtige Dosierung. In Spanien kam hinzu, dass die Maßnahmen durch Erschließung anderer Finanzierungsquellen umgangen wurden. Dieses Risiko ist bei zinspolitischen Maßnahmen weniger gegeben.

Vor diesem Hintergrund erscheint uns die Folgerung unausweichlich, dass eine effektive Reaktion auf sich entwickelnde Spekulationsblasen letztlich beider Instrumente – sowohl makroprudenzieller Instrumente als auch einer aktiven Anpassung des Leitzinssatzes – bedarf. Während die makroprudenzielle Politik zielgenauer wirkt, können Zinsmaßnahmen Ausweichreaktionen eher verhindern.

ZU DEN AUTOREN

Das Forscherteam



Isabel Schnabel

Isabel Schnabel lehrt seit 2007 Volkswirtschaftslehre an der Johannes Gutenberg-Universität Mainz. Ihre akademische Laufbahn führte sie nach der Promotion in Mannheim 2003 zunächst zum Max-Planck-Institut zur Erforschung von Gemeinschaftsgütern in Bonn sowie zum IWF, an die London School of Economics (LSE) und an die Harvard University. Sie ist zahlreicher weiteren Forschungseinrichtungen verbunden und seit Juni 2014 Mitglied im Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung („Wirtschaftsweise“). Ihre Forschung, die sich der Bankenregulierung, Finanzkrisen und internationalen Kapitalströmen widmet, stellt immer wieder Bezüge zur Wirtschaftsgeschichte her.



Markus K. Brunnermeier

Markus K. Brunnermeier ist Edwards S. Sanford Professor an der volkswirtschaftlichen Fakultät der Princeton University. Stationen seines akademischen Werdegangs sind Regensburg, Vanderbilt, Bonn und die LSE, wo er 1999 promoviert wurde. Im Rahmen seiner Forschungen in den Bereichen Makroökonomie und Finanzen mit Betonung von Finanz- und Preisstabilität, Spekulationsblasen und Liquiditätsengpässen erhielt er renommierte Auszeichnungen und Stipendien. Neben seiner Mitwirkung in den Forschungsnetzwerken NBER, CEPR und CESifo ist er beratend für verschiedene öffentliche Institutionen tätig, darunter die Deutsche Bundesbank und der ESRB. Derzeit arbeitet er an einem Buch zur Euro-Krise. (Börsen-Zeitung, 11.12.2014)