

# Soll die Europäische Zentralbank auf Preisänderungen von Vermögenswerten reagieren?

54

Jan-Egbert Sturm und Wolfgang Nierhaus

Das Hauptziel der meisten Zentralbanken der Welt und auch der Europäischen Zentralbank (EZB) ist die Sicherung eines stabilen Preisniveaus. Gemessen an der Entwicklung der Güter- und Dienstleistungspreise waren die Zentralbanken in den meisten Industrieländern in den letzten Jahren diesbezüglich recht erfolgreich. Die starken Preisschwankungen bei Vermögenswerten geben allerdings ein anderes Bild wieder. Fast überall waren die Aktienkurse über einen längeren Zeitraum stark gestiegen, seit der ersten Jahreshälfte 2001 sind sie klar rückläufig. In mehreren Ländern haben sich die Immobilienpreise in den vergangenen Jahren deutlich erhöht. Mehrere Ökonomen haben deshalb für eine erweiterte Definition des Inflationsziels plädiert, in dem auch Vermögenspreise enthalten sind (vgl. z.B. Goodhart 2001). Andere wie Mishkin (2001) befürchten hingegen, dass eine Zentralbank mit einer derart geänderten geldpolitischen Konzeption ihre Unabhängigkeit aufs Spiel setzen könnte und es zu wirtschaftlich schlechteren Ergebnissen käme.

Die aktuelle Geldpolitik der EZB beruht auf zwei Säulen. Bei der ersten Säule wird die Entwicklung der Geldmenge M3 und ihrer Komponenten verfolgt und analysiert. Bei der zweiten Säule wird systematisch eine breite Skala von sonstigen Indikatoren für den zukünftigen Preisverlauf im Euro-Raum beobachtet. Zu fragen ist zunächst, ob bereits jetzt schon Bezüge zwischen allfälligen Vermögenseffekten und den Indikatoren der zweiten Säule der EZB bestehen (vgl. Arnold, Van Els und De Haan 2002).

Was Vermögenseffekte auf den Konsum betrifft, so sind EZB-Indikatoren heranzuziehen, die auf das Konsumverhalten abstellen. Hierzu gehören sowohl unmittelbar konsumspezifische Indikatoren (wie das Konsumentenvertrauen) als auch allgemeinere Indikatoren (wie Inflations- und Wachstumsprognosen). Mögliche Bilanzeffekte müssten in den Variablen Kreditvergabe bzw. Geldmenge zu finden sein. Bei Vermögenseffekten auf die Investitionstätigkeit kann eine ähnliche Liste aufgestellt werden, wobei konsumbezogene Indikatoren durch Indikatoren, die sich auf die Investitionsbereitschaft beziehen (z.B. Unternehmervertrauen, purchasing managers index) ersetzt werden. Auch hier ist zu erwarten, dass sich mögliche Bilanzeffekte in der Kreditvergabe und der Geldmenge manifestieren. Der Einfluss von Vermögenseffekten auf die Bereitschaft von Banken, Kredite auszureichen, müsste ebenfalls zu Änderungen in der Kreditvergabe und der Geldmenge führen. Portfolioumschichtungen spielen sich mehr im finanziellen als im realwirtschaftlichen Bereich ab. Gleichwohl können Verschiebungen zwischen einzelnen Vermögenskomponenten EZB-Indikatoren beeinflussen. Ein Beispiel hierzu wäre der Wechsel von Wertpapieren zu liquideren Aktiva im Falle einer inversen Zinsstruktur, was die Interpretation des M3-Indikators erschweren könnte. Zu nennen wären auch mögliche Effekte von Kapitalexporten auf den Wechselkurs.<sup>1</sup>

Offensichtlich reagiert die EZB bereits heute auf Preisänderungen auf Finanzmärkten in dem Maße, wie diese die reale Wirtschaft beeinflussen. Damit ist allerdings die Frage, ob die EZB Vermögenspreise in die Definition des Inflationsziels einbeziehen oder als eigene Zielvariable aufnehmen sollte, noch nicht beantwortet. Wie üblich gibt es Pro und Kontra.

Reagiert die Geldpolitik frühzeitig auf übermäßig starke Vermögenspreisänderungen, so kann vermieden werden, dass spekulative Blasen (»bubbles«) auf den Finanzmärkten außer Kontrolle geraten und ‚boom-bust‘ Zyklen erzeugen (siehe Cecchetti et al. 2000). Andere argumentieren, dass die Geldpolitik auf die intertemporalen Kosten des Lebensunterhaltes zielen sollte, gemessen als gewichteter Durchschnitt aus den jetzigen und zukünftigen Ausgaben für ein Konsumgüterbündel. Vermögenspreise können hierbei als Näherungswerte für zukünftige Güter- und Dienstleistungspreise dienen (Alchian und Klein 1973). Empirische Studien zeigen, dass insbesondere Immobilienpreise wegen ihres relativ guten prognostischen Wertes in die Definition von Inflation einbezogen werden sollten (siehe Bryan et al. 2001 und Goodhart 2001).

Gegen eine stärkere Rolle von Vermögenspreisen in der Geldpolitik sprechen vor allem pragmatische Gründe. So stehen nicht für alle Aktiva Preise zur Verfügung; in vielen Ländern fehlen z.B. zuverlässige und repräsentative Statistiken für Immobilienpreise. Auch ist zu fragen, welche Vermögengstitel mit welchem Gewicht in die Zieldefinition aufgenommen werden sollten. Es kommt hinzu, dass die Zentralnotenbank überhaupt in der Lage sein muss, rechtzeitig spekulative Blasen zu erkennen. Es ist zumindest fraglich, ob Notenbanken bessere prognostische Fähigkeiten und/oder einen Informationsvorsprung gegenüber dem privaten Sektor haben (siehe z.B. Mishkin 2001).

Schließlich erfordert eine derartige Zielsetzung, dass Zentralbanken in der Lage sind, Vermögenspreise zu beeinflussen. Auch hier kann man die Frage stellen, inwieweit eine Zentralbank dazu fähig ist. Dies kann zu Glaubwürdigkeitsproblemen führen. Einer Zentralbank mit zu vielen Zielen, die verfehlt werden, wird das Vertrauen und die Unterstützung entzogen. Dies könnte sogar die Unabhängigkeit der Zentralbank gefährden. In den letzten Jahren sind die Zentralbanken weltweit gerade eben durch die Tatsache, sich auf eine klare Zielgröße zu richten, in der Lage gewesen, ihre Unabhängigkeit zu vergrößern.

Was wäre gewesen, wenn die EZB in den vergangenen Jahren tatsächlich von einem erweiterten Inflationsziel ausge-

<sup>1</sup> Selbstverständlich haben Änderungen beim Konsum und bei den Investitionen auch Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt. Es ist aber zu erwarten, dass diese verzögert stattfinden. Um den Einfluss von Vermögenseffekten auf die Geldpolitik zu analysieren, sind Arbeitsmarktindikatoren von daher weniger nützlich.

gangen wäre? Arnold et al. (2002) sind dieser Fragestellung nachgegangen und haben das herkömmliche Inflationsziel um die Entwicklung von Börsenkursen und Immobilienpreisen ergänzt.<sup>2</sup> Anhand eines makroökonomischen Mehrländermodells zeigen sie, dass die Geldpolitik in diesem Fall im Zeitraum 1994 bis 2001 in Europa wahrscheinlich einen etwas restriktiveren Kurs gefahren hätte als tatsächlich geschehen. Im Großen und Ganzen aber sind die Effekte einer breiteren Definition des Inflationsziels sehr gering.

## Literatur

- Alchian, A.A. und B. Klein (1973), »On a correct measure of inflation«, *Journal of Money, Credit and Banking*, 179-191.
- Arnold, I.J.M., P.J.A. van Els und J. de Haan (2002), *Vermogenseffecten en monetair beleid*, *Preadvies*, Koninklijke Vereniging voor Staatshuishoudkunde.
- Bryan, M.F., S.G. Cecchetti und R.O O'Sullivan (2001), *Asset prices in the measurement of inflation*, DNB Staff Report, Nr. 62.
- Cecchetti, S.G., H. Genberg, J. Lipsky und S. Wadhvani (2000), *Asset prices and central bank policy*, CEPR/ICMB Geneva Reports on the World Economy, Nr. 2.
- Goodhart, C.A.E. (2001), *What weight should be given to asset prices in the measurement of inflation?*, DNB Staff Report, Nr. 65.
- Mishkin, F.S. (2001), »The transmission mechanism and the role of asset prices in monetary policy«, *NBER working paper*, Nr. 8617.

<sup>2</sup> Das Gewicht der Immobilienpreise im Wägungsschema beläuft sich auf 10% oder 20% und das für die Aktienkurse auf 0,5%, 2% oder 4%.