

den zusätzliche Schritte notwendig. Diskutiert werden die Verbreiterung der Steuerbasis, verschiedene Einschnitte bei den Sozialleistungen und Änderungen bei der Indexierung der Altersrenten.

Aussichten für ein nachhaltiges Wachstum hängen stark von politischen Entscheidungen ab

Für eine Erholung der Konjunktur im Prognosezeitraum haben sich die Bedingungen im Laufe dieses Jahres verbessert. Dazu zählt die günstige Entwicklung des außenwirtschaftlichen Umfelds, insbesondere der Konjunktur in Deutschland, wohin ein Viertel der polnischen Ausfuhren geht. Mit einer weiteren Zunahme der ausländischen Nachfrage und einer steigenden Auslastung der Produktionskapazitäten werden die Unternehmensinvestitionen sich wieder beleben. Da auch die öffentlichen Investitionen und der private Konsum weiter kräftig zulegen, werden die Impulse für eine Beschleunigung der wirtschaftlichen Expansion zunehmend von der Binnennachfrage kommen. Diese Entwicklung entspricht einer Normalisierung, denn

mit Ausnahme des Krisenjahres 2009 war die Binnennachfrage während der letzten Jahre wichtigste Triebfeder des wirtschaftlichen Wachstums.

Trotz aller wirtschaftlichen Erfolge ist für ein nachhaltiges Wachstum mit entsprechenden Investitionen in der Zukunft mittelfristig eine solide Aufstellung der öffentlichen Finanzen, das heißt ohne kontinuierlichen weiteren Schuldenanstieg, notwendig. Dazu ist über diskretionäre Maßnahmen hinaus eine zeitnahe und realistische Konsolidierungsstrategie erforderlich. Bislang war der politische Wille zu fiskalischen Reformen jedoch nur schwach ausgeprägt. Größere Anstrengungen in diese Richtung sind in den kommenden Jahren angesagt, um Polen die Spielräume zu sichern, die es für ein längerfristiges Wachstum benötigt und die auch im europäischen Kontext weiterhin die Stellung des Landes als eines wirtschaftlich soliden „Vorzeigekandidaten“ rechtfertigen können.

Martina Kämpfe
(Martina.Kaempfe@iwh-halle.de)

Vermögenspreisblasen: Erklärungsansätze und wirtschaftspolitische Überlegungen*

Geschichten und spekulative Blasen

Das Erbgut von Schimpansen und Menschen ist zwar etwa zu 99% identisch, aber es bleibt eine Reihe von bedeutsamen Unterschieden. Einer davon ist: Menschen erzählen sich Geschichten. Zwar können auch Affen miteinander kommunizieren und voneinander lernen, aber sie erzählen sich keine abstrakten Geschichten. Die Fähigkeit, Zusammenhänge losgelöst von aktuellem Geschehen und unmittelbarem praktischem Bezug an andere weitergeben zu können, unterscheidet den Menschen von allen anderen Lebewesen. Menschen

können Wissen an die nächste Generation weitergeben.¹⁷ Dank dieser Fähigkeit können sich Menschen eine große Fülle an Wissen aneignen, auch indem sie einzelne Beobachtungen und Erfahrungen in einen größeren Zusammenhang setzen. Menschen sind quasi biologisch darauf ausgelegt, Zusammenhänge in den Wirren des Alltags zu suchen – und zu finden. Dabei passiert es allerdings mehr oder weniger regelmäßig, dass systematische Zusammenhänge gesehen werden, wo gar keine sind. Wenn genügend Menschen an diese Zusammenhänge glauben, weil sie in einer guten Geschichte, einer Story, verpackt sind, dann kann das zu

* Der vorliegende Beitrag basiert auf Vorträgen des Verfassers zum Thema Preisbildung auf Vermögensmärkten, u. a. auf dem am 16. Juni 2010 auf der Mitgliederversammlung des IWH gehaltenen Vortrag „Aus der Krise für die Zukunft lernen – Wirtschaftspolitik nach der Weltfinanzkrise und der Schuldenkrise“.

¹⁷ Diesen „kulturellen“ Unterschied zwischen Affen und Menschen hat der Biologe *Claudio Tennie* untersucht, siehe dazu zum Beispiel TENNIE, C.: Kulturwesen Schimpanse? Bild der Wissenschaft plus. Sonderheft zum Klaus-Tschira-Preis für verständliche Wissenschaft, 2010, S. 28-31.

Dynamiken führen, die sich mit einigem Abstand scheinbar kaum mit gesundem Menschenverstand in Einklang bringen lassen. Ein interessantes Beispiel hierfür sind Blasen auf Vermögensmärkten.¹⁸

In dem vorliegenden Artikel werden zunächst Erklärungsansätze für das Entstehen und das manchmal recht lange Überleben von Vermögenspreisblasen vorgestellt. Dabei wird auch auf psychologische Phänomene zurückgegriffen. Darauf aufbauend werden Überlegungen angestellt, welche wirtschaftspolitischen Maßnahmen die Wirtschaft robuster und weniger anfällig für die negativen Folgen von Vermögenspreisblasen machen können.

Zunächst sei die rationale Bewertung von Vermögensgütern auf einem effizienten Markt betrachtet.¹⁹ Ein Vermögensgut ist ein Anspruch auf zukünftige Zahlungen. Wie viel Geld würde ein rationaler Investor für einen solchen zukünftigen Zahlungsstrom heute ausgeben? Er würde eine risiko-adequate Verzinsung seiner heutigen Ausgabe verlangen – also die erwarteten zukünftigen Zahlungen abzinsen. Somit entspricht der rationale Preis eines Vermögensgutes dem heutigen, abgezinsten Wert aller erwarteten zukünftigen Zahlungen, die sich aus seinem Besitz ergeben. Kauft ein Investor zum Beispiel ein Mietshaus, dann sind die Mieten die zukünftigen Zahlungen, die es abzuzinsen gilt. Nun kann man durchaus sehr unterschiedliche Vorstellungen davon haben, wie sich die Mieten in einer Region in der Zukunft entwickeln werden und damit auch zu sehr unterschiedlichen Bewertungen für Mietshäuser kommen.²⁰ Und wenn diese Bewertungen – im Nachhinein betrachtet – übertrieben sind, dann entsteht eine Immobilienpreisblase, wie sie in Deutschland zum Beispiel in Berlin nach der Wiedervereinigung zu beobachten

war.²¹ Dort stieg das Preis-Mietverhältnis²² für Mietshäuser, also der Preis der pro einer DM aktueller Miete gezahlt wurde, in den zweieinhalb Jahren von Mitte 1989 bis Ende 1992 um gut 50% – das sind knapp 20% pro Jahr. Dieser Preisanstieg lässt sich nur durch ziemlich hohe erwartete Mietwachstumsraten erklären: Ein Investor ist heute bereit, einen relativ hohen Preis für ein vermietetes Objekt zu bezahlen, wenn er erwartet, dass die Mieten in Zukunft steigen werden. Um den beobachteten Preisanstieg in Berlin zu erklären, muss man unterstellen, dass die Investoren annahmen, die Mieten würden dauerhaft deutlich schneller steigen, als dort jemals zuvor beobachtet. Dahinter stand eine Geschichte über die Entwicklung Berlins, die auch in den deutschen Zeitungen und Zeitschriften aus den Jahren 1987 bis 1996 nachgelesen werden kann. Es herrschte die Auffassung vor, dass Berlin an die goldenen Zwanziger anknüpfen würde. Damals war Berlin mit etwa sechs Millionen Einwohnern die Industriemetropole Kontinentaleuropas. Da die Stadt 1990 nur etwas über drei Millionen Einwohner zählte, hätte eine solche Entwicklung ein immenses Bevölkerungswachstum mit entsprechender Nachfrage nach Wohnraum bedeutet. 1991 wurde Berlin die Hauptstadt des wiedervereinigten Deutschlands, und es wurde erwartet, dass u. a. auch Konzernzentralen ihren Sitz nach Berlin verlegen würden. Es wurde gar eine neue Wohnungsnot prognostiziert. Daraus ist nichts geworden. Die Blase platzte; der Preisverfall begann im September 1993, als die Bewerbung Berlins um die Olympischen Spiele 2000 scheiterte. Die Preis-Mietverhältnisse halbierten sich daraufhin. War die Blase irrational? Im Nachhinein neigen wir zu dieser Sichtweise. Aber zu Beginn der 1990er Jahre glaubten die Investoren an die Geschichte einer wiederaufstrebenden Wirtschafts-

¹⁸ Zur ökonomischen Bedeutung von Geschichten (Stories) siehe zum Beispiel AKERLOF, G. A.; SHILLER, R. J.: *Animal Spirits. How Human Psychology Drives the Economy, and Why it Matters for Global Capitalism*. Princeton University Press: Princeton, Oxford 2009, pp. 51 et sqq.

¹⁹ Eine Lehrbuchdarstellung der Preisbildung auf Vermögensmärkten, insbesondere Aktienmärkten, findet sich in HOLTEMÖLLER, O.: *Geldtheorie und Geldpolitik*. Mohr Siebeck: Tübingen 2008, S. 271 ff.

²⁰ Darüber hinaus können sich auch die individuell angesetzten Abzinsungsfaktoren unterscheiden, zum Beispiel aufgrund unterschiedlicher Risikoeinschätzung oder unterschiedlicher Risikoneigung. Dies wird hier jedoch ausgeblendet.

²¹ Siehe hierzu HOLTEMÖLLER, O.; SCHULZ, R.: *Investor Rationality and House Price Bubbles: The Case of Berlin and the German Reunification*, in: *German Economic Review*, Vol. 11 (4), 2010, pp. 465-486.

²² Das Preis-Miet-Verhältnis ist mit dem Preis-Dividende- oder Kurs-Gewinn-Verhältnis, das auf Aktienmärkten als Indikator für die Beurteilung der Angemessenheit von Aktienkursen verwendet wird, vergleichbar; siehe hierzu HOLTEMÖLLER, O.: *Niedrige Preis-Dividende-Verhältnisse: Einstiegssignal für den Aktienmarkt?*, in: *Wirtschaftsdienst*, Bd. 89 (2), 2009, S. 135-140.

metropole Berlin. Und theoretisch hätte es ja auch so kommen können; daher sprechen wir von einer *spekulativen Blase*.

Hätte irgendeine Art von Regulierung die Berliner Hauspreisblase verhindern können? Wohl kaum. Es gab das historische Vorbild der 1920er Jahre und die Euphorie der Wiedervereinigung. Wer 1991 oder 1992 vor dem Platzen einer Berliner Hauspreisblase gewarnt hätte, wäre nicht ernst genommen worden. Die Mehrheit der Investoren *und* relevanten Politiker glaubte an die hinter der Preisentwicklung stehende Geschichte. Ähnlich war es auch bei anderen Blasen in der jüngeren Vergangenheit.²³ Bei der Internetblase um die Millenniumswende war es die Geschichte, dass die neuen Informations- und Kommunikationstechnologien den Produktivitätsfortschritt beflügeln würden, sodass das Wirtschaftswachstum dauerhaft höher ausfallen würde.²⁴ Die Hauspreisblase in den USA, die letztlich zu der weltweiten Wirtschafts- und Finanzkrise führte,²⁵ beruhte auf der Geschichte, dass Wachstum und demographische Entwicklung in den USA sowie das politische Bemühen, den Anteil der Hausbesitzer in der Bevölkerung zu erhöhen, die Hauspreise immer weiter mit historisch einmaligen Wachstumsraten steigen ließen.²⁶ Niemand kann in Echtzeit erkennen, ob sich solche Geschichten bewahrheiten werden oder nicht. Es gibt nämlich nicht nur die geplatzten Blasen, sondern auch eine Reihe von Erfolgsgeschichten. Die Internetblase hat viele erfolgreiche Unternehmen

wie zum Beispiel Amazon oder Ebay hervorgebracht, die die frühen Investoren reich gemacht haben und auch insgesamt großen Nutzen stiften.²⁷ Und bereits 1921 hat *Frank Knight* argumentiert, dass überdurchschnittliche Gewinne, die innovative Unternehmer mit der Einführung neuer Technologien erzielen, die Kompensation für die große Unsicherheit, die damit verbunden ist, darstellen.²⁸ Gerade die Aussicht auf überdurchschnittliche Gewinne führt dazu, dass Unternehmer einen Anreiz haben, in Technologien mit sehr unsicheren Erfolgsaussichten zu investieren, was wiederum positive Effekte auf die langfristige ökonomische Entwicklung einer Volkswirtschaft haben kann.

Warum die Blase sich weiter aufblähen kann: Konformität und übermäßiges Selbstvertrauen

Der Glaube an Geschichten über neue Technologien oder Entwicklungen vermag also zu erklären, wie spekulative Blasen entstehen können. Aber warum platzen sie nicht sofort, sobald man sie klar erkennen kann? Erklärungsbeiträge liefern die Phänomene Konformität und übermäßiges Selbstvertrauen (*overconfidence*). Wenn eine Geschichte erst einmal an Fahrt aufgenommen hat und weit verbreitet ist, dann wird sie auch von Menschen übernommen, die es eigentlich besser wissen könnten. So wurde zu Zeiten der Internetblase geradezu belächelt, wer sich nicht an der Spekulation mit Aktien oder sogar Derivaten beteiligte. Dieses Verhalten tritt nicht zufällig auf. Der Psychologe *Solomon Asch* hat in den 1950ern mit einem Experiment eindrücklich gezeigt, wie Gruppendruck Entscheidungen wider besseres Wissen hervorrufen kann.²⁹ In dem Experiment werden einer Gruppe

²³ Die Bedeutung von Stories für die Entstehung von Blasen auf Vermögensmärkten wird ausführlicher diskutiert von SHILLER, R. J.: *The Subprime Solution. How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about it*. Princeton University Press: Princeton, Oxford 2009, pp. 39 et seqq.

²⁴ Hinter der Internetblase stand die Story von der *New Economy*; siehe zum Beispiel SHILLER, R. J.: *Irrational Exuberance*. Princeton University Press: Princeton 2000. Viele kleine Zutaten für diese Geschichte werden auch beschrieben in LOWENSTEIN, R.: *Origins of the Crash. The Great Bubble and its Undoing*. Penguin Books: London 2004, pp. 101 et seqq.

²⁵ Die weltweite Wirtschafts- und Finanzkrise der Jahre 2007 bis 2010 hatte eine Fülle von Ursachen, nicht nur die hier angeführte Geschichte hinter der Hauspreisentwicklung in den USA, siehe dazu HOLTEMÖLLER, O.: *Die Weltfinanzkrise und ihre Auswirkungen auf Deutschland*, 2009, <http://www.holtem.de/Dokumente/Weltfinanzkrise.pdf>.

²⁶ Hinzu kam die Geschichte von der Risikodiversifikation durch Verbriefung von Immobilienkrediten.

²⁷ Auch die Eisenbahn-Euphorie im 19. Jahrhundert ist – für viele – eine sehr erfolgreiche Spekulationsphase gewesen, siehe zum Beispiel ODLYZKO, A. W.: *This Time is Different: An Example of a Giant, Wildly Speculative, and Successful Investment Mania*, in: *The B.E. Journal of Economic Analysis and Policy*, Vol. 10 (1) (Topics), Article 60.

²⁸ KNIGHT, F. H.: *Risk, Uncertainty and Profit*. Mineola (NY), Dover 2006 (republication of the 1957 edition of the work originally published in 1921 by the Houghton Mifflin Company).

²⁹ Siehe ASCH, S. E.: *Effects of Group Pressure upon the Modification and Distortion of Judgement*, in: H. Guetzkow (ed.), *Groups, Leadership and Men*. Carnegie Press:

von acht angeblichen Probanden zwei Bilder gezeigt. Eines mit einem einzigen Balken und ein anderes mit drei verschiedenen langen Balken. Zwei dieser drei Balken (Balken B und C) haben eindeutig eine andere Länge als der einzelne, einer (Balken A) ist genauso lang wie der einzelne. Die Probanden sollen sagen, welcher der drei Balken (A, B oder C) genauso lang ist wie der einzelne. Die Antwort sollte eigentlich klar sein – wie gesagt, die Längenunterschiede sind sehr deutlich. Aber sieben der angeblichen Probanden gehören zum Experiment. Sie geben, bevor der eigentliche Proband antwortet, alle die gleiche falsche Antwort ab. Von 50 (echten) Probanden in *Asch's* Experiment haben sich 37 der offensichtlich falschen Antwort angeschlossen. In späteren Experimenten konnten Neurowissenschaftler außerdem zeigen, dass diejenigen Menschen, die gegen die Gruppenmeinung die richtige Antwort geben, erheblichem emotionalen Stress ausgesetzt sind.³⁰

Neben diesem als Konformität bezeichneten Phänomen trägt auch übermäßiges Selbstvertrauen dazu bei, Vermögenswerte selbst zu deutlich überhöhten Preisen zu erwerben. Solange die Geschichte trägt, steigen die Preise weiter, weil immer mehr Menschen einsteigen. Selbst wenn ein Investor weiß, dass die Preise irgendwann wieder sinken werden, kann er den Einstieg für lohnend erachten. Er muss nur glauben, dass er früher als andere erkennen kann, wann die Blase platzen wird, sodass er wieder verkaufen kann, bevor die Preise abstürzen. In diesem Sinne hat *John Maynard Keynes* Spekulation als die Voraussage der Marktpsychologie definiert.³¹ Und das Phänomen, sich selbst mehr zuzutrauen als allen anderen, ist bei Menschen weit verbreitet.³² Drei Beispiele: (1) Fragt

man in einer Umfrage danach, ob sich die Teilnehmer für mäßige, durchschnittliche oder überdurchschnittlich gute Fahrer halten, so gibt eine klare Mehrheit an, überdurchschnittlich gut zu sein – was offensichtlich nicht stimmen kann. (2) Fragt man Finanzvorstände von Unternehmen nach einem 80%-Prognoseintervall für den Aktienkurs am Ende des nächsten Jahres, erhält man so enge Intervalle, dass später nur 40% der Intervalle den tatsächlichen Kurs beinhalten.³³ (3) Lässt man Probanden das Ergebnis von Münzwürfen voraussagen und befragt sie nach einigen Runden, wie sie ihre Prognosefähigkeiten für die nächsten hundert Münzwürfe einschätzen, geben etwa 40% an, dass sie mit zunehmender Erfahrung bessere Prognosen abgeben würden.³⁴

Wirtschaftspolitische Überlegungen

Es lässt sich nicht leugnen, dass es auf Vermögensmärkten immer wieder zu Preisentwicklungen kommt, die im Nachhinein nicht rational erscheinen. Ein Beispiel dafür sind spekulative Blasen. Deren Aufkommen lässt sich durch Verhaltensweisen erklären, die tief in der menschlichen Natur liegen und die daher nicht ohne Weiteres durch wirtschaftspolitische Maßnahmen nachhaltig verändert werden können. Die Existenz von Vermögenspreisblasen heißt nicht, dass ökonomisch irrationale, psychologische Phänomene das gesamte Marktgeschehen bestimmen. Aber viele Investitionsentscheidungen basieren auf einer *fragwürdigen* Wissensgrundlage. Die Erwartung, dass sich diese Investitionsentscheidungen als vorteilhaft erweisen werden, beruht auch auf einer gewissen impliziten Koordinierung der Gesellschaft. Die implizite Koordinierung funktioniert dadurch, dass die – für eine gewisse Zeit – dominante Ge-

Pittsburgh, PA, 1951, und ASCH, S. E.: *Opinions and Social Pressure*, in: *Scientific American*, 193, 1955, pp. 31-35.

³⁰ Siehe hierzu PETERSON, R. L.: *Inside the Investor's Brain. The Power of Mind over Money*. Wiley & Sons: Hoboken, New Jersey 2007, p. 237.

³¹ KEYNES, J. M.: *Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes*, 7. Auflage (unveränderter Nachdruck der 1936 erschienenen 1. Auflage). Duncker & Humblot: Berlin, S. 133 f.

³² Ein Modell, in dem durch Overconfidence bedingte heterogene Erwartungen über zukünftige Zahlungen eine spekulative Blase generieren, findet sich in SCHEINKMAN, J. A.; XIONG, W.: *Overconfidence and Speculative Bubbles*,

in: *Journal of Political Economy*, Vol. 111 (6), 2003, pp. 1183-1219.

³³ Diese Zahlen stammen aus einer Erhebung in den Jahren 2001 bis 2007, siehe, ITZHAK, B.-D.; GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R.: *Managerial Overconfidence and Corporate Policies*, in: NBER Working Paper 13711, 2007.

³⁴ Siehe LANGER, E. J.; ROTH, J.: *Heads I Win, Tails It's Chance: The Illusion of Control as a Function of the Sequence of Outcomes of a Purely Chance Task*, in: *Journal of Personality and Social Psychology*, Vol. 32 (2), 1975, pp. 951-955.

schichte, die sich aus der Interpretation der fragwürdigen Wissensgrundlage herauskristallisiert, die Entscheidungen vieler Akteure determiniert.³⁵ Dies kann dazu führen, dass neue Technologien und Produkte, die es ohne die Geschichte und die daraus resultierenden Gewinnmöglichkeiten vielleicht nicht gegeben hätte, die Effizienz des Wirtschaftens nachhaltig erhöhen.

Auch die Wirtschaftspolitik unterliegt menschlicher Unvollkommenheit

Das Platzen spekulativer Blasen hat aber häufig negative Folgen für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung bis hin zu ausgeprägten Rezessionen.³⁶ Sollten also wirtschaftspolitische Maßnahmen ergriffen werden, um spekulative Preisblasen zu bekämpfen?³⁷ Wirtschaftspolitik wird ebenso von Menschen gemacht wie die Blasen. Die Wirtschaftspolitiker sind vor psychologischen Phänomenen wie Konformität oder übermäßigem Selbstvertrauen nicht gefeit. Auch die Wirtschaftspolitiker bzw. von ihnen beauftragte Institutionen haben nur ein unvollkommenes Wissen über das Funktionieren von Wirtschaft und Gesellschaft. Dies begründet eine gewisse Skepsis gegenüber staatlicher Lenkung. So schreibt *Friedrich August Hayek* in der

Einleitung seines Werkes *Die Verfassung der Freiheit*, dass „kein menschlicher Verstand all das Wissen umfassen kann, das das Handeln der Gesellschaft lenkt, und dass daher ein unpersönlicher, nicht von dem individuellen Urteil abhängiger Marktmechanismus erforderlich ist, der die individuellen Bemühungen koordiniert.“³⁸ Aber nicht nur neoliberale Ökonomen wie Hayek weisen auf diese Problematik hin. Zum Beispiel die christlichen Kirchen haben sich in einem Gemeinsamen Wort „Für eine Zukunft in Solidarität und Gerechtigkeit“ recht ähnlich geäußert; zusätzlich weisen sie auf die Problematik der Interessendurchsetzung hin: „Gegenwärtig wird der Staat zunehmend mit der Erwartung konfrontiert, die Gesamtsteuerung der gesellschaftlichen Entwicklung zu übernehmen, wobei der hierzu erforderliche Sachverstand und die notwendige Unterstützung von Verfahren der öffentlichen Meinungsbildung und Konfliktaustragung erwartet werden. Dabei wird unterstellt, dass in diesen Verfahren alle zu berücksichtigenden Interessen zur Geltung kommen und sich die überzeugendsten Argumente durchsetzen. Diesem Ziel entspricht die politische Wirklichkeit ebenso wenig wie die wirtschaftliche Wirklichkeit dem Ideal des vollkommenen Wettbewerbs. Die Schwerfälligkeit von Gesetzgebungsprozessen, das bürokratische Eigeninteresse von Verwaltungen, die ungleichen Chancen der Bürgerinnen und Bürger, sich politisch und rechtlich Gehör zu verschaffen, aber auch die oft ungenügende Absehbarkeit der Folgen bestimmter politischer Entscheidungen sind offensichtliche Grenzen demokratisch legitimer Regierungen“ (Ziffer 140).³⁹

Ex ante kann man nun einmal häufig nicht wissen, ob sich eine Spekulation ex post als richtig oder falsch herausstellen wird. Wir brauchen daher nicht ein wirtschaftspolitisches Paradigma, das ex ante alle Fehlentwicklungen zu verhindern bestrebt ist, sondern eines, dass die Unvollkommenheit

³⁵ In ähnlicher Weise argumentiert unter zusätzlichem Einbezug des Arbeitsmarktes zum Beispiel auch FARMER, R. E. A.: *How the Economy Works. Confidence, Crashes and Self-Fulfilling Prophecies*. Oxford University Press: New York 2010, pp. 109 et sqq.

³⁶ Neben Preisblasen gibt es weitere Phänomene auf Vermögensmärkten, die gegen rein rationale Bewertungen und für den systematischen Einfluss bestimmter menschlicher Verhaltensweisen auf die Preisbildung sprechen, siehe zum Beispiel AKERLOF, G. A.: *Behavioral Macroeconomics and Macroeconomic Behavior*, in: *American Economic Review*, Vol. 92 (3), 2002, pp. 411-433.

³⁷ Eine Möglichkeit, Vermögenspreisblasen zu bekämpfen, ist die Erhöhung der Leitzinsen durch die Zentralbank. Dadurch wird die reale Entwicklung gedämpft und zukünftig erwartete Dividenden oder Mieten werden stärker diskontiert, sodass die entsprechenden Fundamentalwerte sinken. Simulationsstudien zeigen, dass diese Vorgehensweise nicht unbedingt zu einer Stabilisierung der realwirtschaftlichen Entwicklung führen muss, siehe zum Beispiel HOLTEMÖLLER, O.: *Geldtheorie und Geldpolitik*, a. a. O., S. 330 ff. und die dort zitierte Literatur. Zum aktuellen Stand dieser Debatte siehe auch EUROPÄISCHE ZENTRALBANK: *Vermögenspreisblasen und Geldpolitik*. EZB Monatsbericht November 2010, S. 75-89.

³⁸ VON HAYEK, F. A.: *Die Verfassung der Freiheit*. Mohr Siebeck: Tübingen 2005, S. 4 f.

³⁹ Kirchenamt der Evangelischen Kirche in Deutschland; Sekretariat der DEUTSCHEN BISCHOFSKONFERENZ (Hrsg.): *Für eine Zukunft in Solidarität und Gerechtigkeit*. Wort des Rates der Evangelischen Kirche in Deutschland und der Deutschen Bischofskonferenz zur wirtschaftlichen und sozialen Lage in Deutschland. Hannover, Bonn 1997.

menschlichen Entscheidens akzeptiert. Die Verantwortung des Staates liegt in der Schaffung vernünftiger Regulierungs- und Überwachungsmechanismen für das wirtschaftliche Handeln, die die krisenhaften Auswirkungen platzender Vermögenspreisblasen und anderer Finanzkrisen abmildern.⁴⁰ Auch wäre es sinnvoll, eine pluralistische Diskussion über die Tragfähigkeit der jeweils aktuell umlaufenden Stories zu fördern. Außerdem sollten die Menschen über die psychologischen Phänomene, die hier beschrieben worden sind, aufgeklärt werden, bevor sie entsprechende finanzielle Entscheidungen fällen. Erste Schritte in diese Richtung wären zum Beispiel eine intensivere Vermittlung ökonomischer Bildung in der Schule und die Förderung erschwinglicher und unabhängiger Finanzberatung. Ferner sollte die Wirtschaftspolitik auf die Robustheit der handelnden Akteure hinwirken, damit das Platzen einer Blase weniger dramatische Folgen hat, als oft zu beobachten gewesen ist. Einige Maßnahmen, die hierzu beitragen können, sollen hier kurz genannt werden. Dabei steht der Finanzsektor im Vordergrund, weil er einerseits mit der Finanzierung fragwürdiger Investitionen maßgeblich zur Entstehung von Blasen beiträgt und weil andererseits der Zusammenbruch von Banken und Versicherungen oder die Einschränkung ihres Kreditangebotes eines der wichtigsten Probleme nach dem Platzen einer Vermögenspreisblase darstellt.

Schaffung von Regulierungs- und Überwachungsmechanismen für Finanzintermediäre

Banken, Versicherungen und andere Finanzintermediäre übernehmen wichtige Funktionen in einer Volkswirtschaft, indem sie Transaktionskosten bei der Lenkung finanzieller Mittel in produktive Verwendungen reduzieren und Mechanismen zum

⁴⁰ In den Schlussfolgerungen aus einer Konferenz der Federal Reserve Bank of Chicago und der Weltbank wird dies wie folgt formuliert: „... even more important than the effort to identify bubbles is the effort to establish an effective prudential regulatory regime that will buffer the financial system against the impact of crisis.“ (HUNTER, W. C.; KAUFMAN, G. G.; POMERLEANO, M. (eds): *Asset Price Bubbles. The Implications for Monetary, Regulatory, and International Policies*. MIT Press: Cambridge, London 2003, p. xxv).

Umgang mit den Problemen einer asymmetrischen Informationsverteilung zwischen Kapitalnehmern und Kapitalgebern entwickeln. Zur Regulierung dieses Sektors gehören Eigenkapitalvorschriften. Erstens sollte gewährleistet werden, dass die Differenz zwischen den Forderungen und Verbindlichkeiten stets positiv ist. Übersteigen die Verbindlichkeiten einer Bank deren Forderungen, zum Beispiel weil ein großer Kreditnehmer ausgefallen ist, dann verlieren viele Anleger ihre Einlagen, sodass es zu einer Kettenreaktion kommen kann, die zu einer gesamtwirtschaftlichen Krise führt. Eine Einlagenversicherung könnte zwar prinzipiell diese Kettenreaktion verhindern; sie erhöht aber die Wahrscheinlichkeit, dass sich Anleger weniger Gedanken darüber machen, welcher Bank sie ihre Ersparnisse anvertrauen und was diese Bank mit den Ersparnissen macht. Hier wird deutlich, dass auch den Privatanlegern die Verantwortung zukommt, auf die Solidität der Verwendung der von ihnen zur Verfügung gestellten finanziellen Mittel zu achten.

Zweitens kann durch eine hohe Eigenkapitalausstattung erreicht werden, dass die Bankeigentümer bzw. das von diesen beauftragte Management geringere Risiken bei der Kreditvergabe eingehen. Nur wenn Kredite mit einem substantiellen Anteil an Eigenkapital unterlegt sind, tragen auch die Bankeigentümer das Risiko eines Kreditausfalls. Arbeitet die Bank ausschließlich mit Fremdkapital, so profitiert sie zwar von erfolgreichen Projekten, ist aber nicht an deren Risiko beteiligt. Eine vorgeschriebene formale Eigenkapitalquote für Finanzintermediäre reicht zur Begrenzung der eingegangenen Risiken aber nicht aus. Erstens kann es durch Fehleinschätzungen oder durch kriminelle Energien zu einer Verletzung der Eigenkapitalvorschriften kommen. Zweitens schlagen sich im modernen Finanzwesen nicht alle Risiken unmittelbar in der Bilanz nieder, sodass das aktuelle Verhältnis von Forderungen und Verbindlichkeiten eines Finanzintermediärs nur ein unvollkommener Indikator für die Gefahr einer Zahlungsunfähigkeit ist. Finanzintermediäre sollten daher nachweisen müssen, dass sie über ein adäquates Risikomanagement zur Verhinderung einer eigenen Schieflage verfügen. An ein solches Risikomanagement sind zum einen formale Anforderungen, die staatlich überprüft

werden sollten, zu knüpfen. Da sich die Rahmenbedingungen aber immer schneller ändern, als neue rechtliche Anforderungen formuliert werden können, sollten zum anderen die Informationen über das Risikomanagement und über eingegangene Risiken, die sich nicht unmittelbar in der Bilanz niederschlagen, einer Veröffentlichungspflicht unterliegen, damit die Anleger anhand dieser Informationen das von ihnen zu tragende Risiko besser einschätzen können. Auch an dieser Stelle wird wieder deutlich, dass private Anleger die Verantwortung für die finanziellen Konsequenzen ihrer Anlageentscheidungen wenigstens teilweise selbst tragen sollten. Der resultierende Wettbewerb um das Vertrauen der Anleger schafft Anreize für die Finanzintermediäre, adäquate Risikomanagementsysteme zu installieren, die auch die Anleger überzeugen.

Durchsetzung der Regulierungs- und Überwachungsmechanismen

Jedoch ist nicht ohne Weiteres davon auszugehen, dass bestehende Regulierungs- und Überwachungsmechanismen auch von den politisch Verantwortlichen durchgesetzt werden. Folgende Aspekte sind insbesondere zu beachten: Ein Verstoß gegen die Regulierungs- und Überwachungsvorschriften muss erhebliche Konsequenzen für die Eigentümer und Manager des Finanzintermediärs haben. Bankmanager haben einen großen Anreiz, hohe Risiken einzugehen, weil sie zwar von den entsprechenden Gewinnen in Form von Gewinnbeteiligungen oder Gehaltserhöhungen profitieren, aber kein eigenes Kapital beim Ausfall eines Kreditnehmers verlieren. Diesem Anreiz sollten finanzielle Konsequenzen bei Verletzung der Eigenkapital- und Risikomanagement-Vorschriften entgegenstehen, um die Risikofreude der Bankmanager zu dämpfen. Staatliche Intervention beim Zusammenbruch eines Finanzintermediärs sollte auf die Fälle beschränkt sein, in denen aus einer Insolvenz erhebliche gesamtwirtschaftliche Kosten resultieren (*Too-big-to-fail*-Problematik). Unterstützt der Staat regelmäßig Finanzintermediäre, die in eine finanzielle Schieflage gekommen sind, dann sinkt sowohl für Manager und Eigentümer als auch für die Sparer der Anreiz, Risikovorsorge zu betreiben. Kommt

es im Extremfall zu einer staatlichen Liquiditätsbereitstellung, um Schlimmeres zu verhindern, sollten auch den Kapitalgebern finanzielle Konsequenzen drohen, damit sie keinen Anreiz haben, auf staatliche Hilfestellung zu spekulieren.⁴¹

Regulierungs- und Überwachungsbehörden sollten weitgehend unabhängig von politischem Druck arbeiten können. Auf Wiederwahl bedachte Politiker haben im Falle der Insolvenz einer einzelnen Bank einen Anreiz, staatliche Hilfen zur Verfügung zu stellen, um die Auswirkungen auf unmittelbar betroffene Sparer und Arbeitnehmer abzufedern. Langfristig schafft dieses Verhalten jedoch wiederum unsinnige Anreize.

Solide Wirtschaftspolitik

Die optimale Gestaltung des Finanzsystems ist keine hinreichende Bedingung für eine gute wirtschaftliche Entwicklung. Darüber hinaus müssen auch andere wirtschaftspolitische Gebiete, zum Beispiel die Finanzpolitik, die Geldpolitik und die Wechselkurspolitik, auf eine nachhaltige und stabile wirtschaftliche Entwicklung ausgerichtet sein. Stabile ökonomische und politische Verhältnisse sind zudem die beste Vorbeugung gegen die Übertragung ausländischer Finanzkrisen auf das eigene Land.

Oliver Holtemöller
(Oliver.Holtemoeller@iwh-halle.de)

⁴¹ Entsprechendes gilt auch für den Umgang mit staatlichen Schuldenkrisen. Die finanzielle Rettung überschuldeter Staaten ohne die Beteiligung der privaten Kapitalgeber würde zu gesamtwirtschaftlich sehr nachteiligen Anreizwirkungen führen, siehe hierzu DIETRICH, D.; HOLTEMÖLLER, O.; LINDNER, A.: Wege aus der Schulden- und Vertrauenskrise in der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion, in: IWH, *Wirtschaft im Wandel* 8/2010, S. 370-375.