

**Mindestreserven auf Sach- und Finanzaktiva
als Instrument der Geldpolitik bei divergierenden
Vermögenspreisentwicklungen im Euroraum**

Michael Holz,
Universität Trier *

Erste Fassung: Oktober 2006

Arbeitspapier und Vortrag
für den 10. Workshop des Forschungsnetzwerks
„Alternative Konzeptionen der makroökonomischen Politik“
vom 27. bis 28. Oktober 2006 in Berlin
zum Thema „Europäische Integration in der Krise“

* Dr. Michael Holz, Universität Trier, FB IV – Volkswirtschaftslehre,
Geld, Kredit, Währung, D - 54286 Trier, holzm@uni-trier.de

Mindestreserven auf Sach- und Finanzaktiva als Instrument der Geldpolitik bei divergierenden Vermögenspreisentwicklungen im Euroraum

Zusammenfassung

Kann die Geldpolitik das Entstehen von für die Volkswirtschaft schädlichen spekulativen Preisblasen an Vermögensmärkten verhindern? Die EZB steht vor dem Problem, eine einheitliche Geldpolitik für den gesamten Euroraum betreiben zu müssen, obwohl ihre Auswirkungen auf den privaten Konsum und das BIP-Wachstum in EWWU-Ländern mit deutlich steigenden Immobilienpreisen (z.B. Spanien) asymmetrisch zu jenen in Ländern mit weitgehend konstanten Immobilienpreisen (z.B. Deutschland) sind. Zinspolitik ist in diesem Fall - anders als bei simultanen Kurssteigerungen an den Aktienmärkten - kein geeignetes Instrument. Eine „Feinsteuerung“ könnten allerdings Mindestreserven auf Sach- und Finanzaktiva ermöglichen. Diese würden das bestehende System der Mindestreserven für Bankeinlagen (Passiva) ablösen. Die „neuen“ Mindestreserven wären von allen Unternehmen der Finanzbranche (als Prozentsatz ihrer Aktiva) bei der EZB zu unterhalten. Die Mindestreservesätze sollten zwischen Vermögenskategorien (Aktien, Anleihen, Immobilien, Krediten usw.) variieren. Hierdurch erhöhte sich der Wirkungsgrad der Geldpolitik aufgrund eines „Zwangs“ aller Unternehmen des finanziellen Sektors zum Halten von Zentralbankgeld. Kommt es zu stark steigenden Vermögenspreisen einzelner Vermögenskategorien, ließen sich diese Reservesätze - als zusätzliches Instrument der Geldpolitik - anheben. Speziell bezogen auf die Immobilienmärkte könnten die Reservesätze zudem in Abhängigkeit von der jeweiligen nationalen Immobilienpreisentwicklung variieren.

Schlagerworte: Geldpolitik und Vermögenspreise, Immobilienmarkt, Tobins Q, Mindestreservpolitik, Finanzmarktstabilität

1. Die Bedeutung von Vermögenspreisen für die Geldpolitik

„Die Entwicklung der Preise für Wohneigentum ist ein wichtiger Bestimmungsfaktor für geldpolitische Beschlüsse, die darauf abzielen, die Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet auf mittlere Sicht aufrechtzuerhalten. So können Änderungen der Immobilienpreise beispielsweise das Konsumverhalten der privaten Haushalte - insbesondere über Vermögenseffekte - und die Wohnungsbauinvestitionen beeinflussen. [...] Die geldpolitische Bedeutung der Immobilienpreisentwicklung spiegelt auch die hohen volkswirtschaftlichen Kosten wider, die aus dem Entstehen und anschließenden Platzen von Immobilienpreisblasen resultieren können.“¹

Diese Aussage der EZB vom Februar 2006 ist in ihrer Deutlichkeit neu und erstaunlich, zeigt sie doch einen Paradigmenwechsel in der Frage geldpolitischer Relevanz von Preisentwicklungen an Vermögensmärkten. Noch vier Jahre zuvor, im Februar 2002, also in einer Phase drastisch fallender Aktienkurse in Folge des Platzens der „New Economy Blase“ im Frühjahr 2000 verlautete aus dem Frankfurter Euro-Tower:

„Ungeachtet dessen sei darauf hingewiesen, dass Aktienkurse kein geeignetes Ziel für die Geldpolitik darstellen. Erstens kann die Geldpolitik die Aktienkurse auf lange Sicht nicht steuern. [...] Zweitens hat die Geldpolitik zwar vielleicht kurzfristige Auswirkungen auf die Aktienkurse, doch ist es ihr unmöglich, die Kurse auf kurze Sicht mehr oder weniger präzise zu steuern. [...] Und schließlich könnte die Verpflichtung der Zentralbank auf ihr vorrangiges Ziel, nämlich die Gewährleistung von Preisstabilität, in der öffentlichen Wahrnehmung stärker in den Hintergrund rücken, wenn sich die Geldpolitik auf die Aktienkursentwicklung konzentrieren würde.“²

Zwar handelt es sich hier um zwei verschiedene Märkte für Vermögenswerte, jedoch gilt für Aktien und Immobilien gleichermaßen, dass beide Komponenten des Reinvermögens privater Haushalte sind. Der Boom an den Aktienmärkten von 1995 bis 2000 lief in den meisten Ländern jenem an den Immobilienmärkten lediglich einige Jahre voraus. Beiden gemeinsam ist zudem das spekulative Element von Investitionen, welches gelegentlich zu merklichen Abweichungen von fundamentalem Wert und Marktpreis führen kann, die oft in einer sich selbst verstärkenden Spekulationsblase enden. Dies gilt derzeit (im Herbst 2006) nach Meinung vieler Beobachter neben den Rohstoffmärkten verstärkt auch für den Immobilienmarkt der USA sowie einiger Teilnehmerländer der EWWU. Auch wenn die EZB einen klaren Beobachtungs- und auch möglichen Handlungsbedarf erkannt hat, so stellt sich die Frage, mit welchen geldpolitischen Indikatoren diese Fehlentwicklungen an Vermögensmärkten möglichst frühzeitig zu identifizieren und mit welchen Instrumenten sie zu bekämpfen sind. Trotz der weiterhin kommunizierten hohen Bedeutung der „monetären Säule“ ihrer geldpolitischen Strategie betreibt die EZB doch ausschließlich Zinspolitik. Ob und wie mit diesem Instrument allerdings auf Entwicklungen an Vermögensmärkten zu reagieren ist, wird in der wissenschaftlichen Debatte nach wie vor kontrovers diskutiert.

¹ EZB: Entwicklung der Preise für Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet, in: Monatsbericht Februar 2006, S. 61

² EZB: Aktienmarkt und Geldpolitik, in: Monatsbericht Februar 2002, S. 56

Auch die praktischen Erfahrungen in den Jahren 2000 bis 2003 sind hierfür nur bedingt geeignet, da die Zentralbanken lediglich auf das Platzen der Aktienblase reagiert haben, in dem Versuch die volkswirtschaftlichen Folgen möglichst gering zu halten. Ein vorbeugendes Agieren in den 1990er Jahren war dagegen nicht festzustellen. Noch im April 2005 schrieb die EZB: „Es ist jedoch unwahrscheinlich, dass eine angemessene geldpolitische Antwort auf mutmaßliche Verzerrungen der Vermögenspreise in einer einfachen, um einen Vermögenspreisindex erweiterten Reaktionsregel zu finden ist.“³

„Einfache“ Regeln sind immer nur abstrakte, dafür aber leicht zu vermittelnde Beschreibungen der Realität. Die Preisbildung an Finanzmärkten - unter Berücksichtigung neuerer verhaltenstheoretischer Ansätze - lässt sich sicherlich nicht durch aus mechanischen Reaktionsfunktionen errechnete zinspolitische Impulse steuern, hierzu bedarf es zunächst einer umfassenden monetären Analyse. Daher ist nach geeigneten Indikatoren zu suchen, welche Fehlentwicklungen an einzelnen Vermögenmärkten möglichst frühzeitig signalisieren.⁴ Zudem sollte nicht erst bei akutem Handlungsbedarf über geeignete geldpolitische Gegenmaßnahmen nachgedacht werden. Dies gilt für kommende Preisblasen an den Aktienmärkten, dies gilt derzeit aber umso dringlicher für die Preisentwicklungen ausgewählter Immobilienmärkte in der EWWU.

Die EZB steht vor dem Problem, eine einheitliche Geldpolitik für den gesamten Euroraum betreiben zu müssen, obwohl ihre Auswirkungen auf den privaten Konsum und das BIP-Wachstum in Ländern mit deutlich steigenden Immobilienpreisen (z.B. Spanien, Frankreich oder Belgien) asymmetrisch zu jenen in Ländern mit weitgehend konstanten Immobilienpreisen (z.B. Deutschland und Österreich) sind.⁵ Zinspolitik ist in diesem Fall - anders als bei simultanen Kurssteigerungen an den EWWU-Aktienmärkten - kein geeignetes Instrument. Eine „Feinsteuerung“ könnten allerdings Mindestreserven auf Sach- und Finanzaktiva ermöglichen. Charles Kindlebergers Fazit lautete schon 1995:

„When speculation threatens substantial rises in asset prices, with a possible collapse in asset markets later, and harm to the financial system, or if domestic conditions call for one sort of policy, and international goals another, monetary authorities confront a dilemma calling for judgment, not cookbook rules of the game.“⁶

³ EZB: Vermögenspreisblasen und Geldpolitik, in: Monatsbericht April 2005, S. 67

⁴ Für einen neueren Ansatz auf diesem Gebiet siehe z.B. Holz, Michael: A Financial Conditions Index as indicator for monetary policy in times of low, stable inflation and high financial market volatility, Arbeitspapier und zugleich Vortrag auf dem 9. Workshop des Forschungsnetzwerks Alternative Konzeptionen der makroökonomischen Politik im Oktober 2005 in Berlin.

⁵ Eine sehr gute Darstellung mit Schwerpunkt auf dem Immobilienmarkt findet sich in OECD: Jüngste Entwicklungen bei den Wohnimmobilienpreisen: Die Rolle der wirtschaftlichen Fundamentalfaktoren, in: OECD Wirtschaftsausblick, Ausgabe 2005/2, Nr. 78, Dezember 2005, S. 159-192

⁶ Kindleberger, Charles: Asset Inflation and Monetary Policy, in: BNL Quarterly Review, No. 192, March 1995, S. 35

Diese Idee ist Gegenstand des vorliegenden Arbeitspapiers. Im zweiten Kapitel wird zunächst die Grundidee vorgestellt, welche auf der Fortentwicklung zweier Beiträge von Thomas Palley (2000, 2004) basiert. Das dritte Kapitel skizziert kurz die Preisentwicklungen an den EWWU-Immobilienmärkten seit dem Start der Währungsunion und zeigt die Bedeutung des Immobilienvermögens für das Anlage- und Konsumverhalten privater Haushalte. Das vierte Kapitel liefert eine knappe theoretische Darstellung der Zusammenhänge von Geldpolitik, Vermögenspreisen und realwirtschaftlicher Aktivität auf Grundlage einer postkeynesianischen Konzeption in der Tradition James Tobins. Im fünften Kapitel wird dann ein konkreter Vorschlag zur Ausgestaltung von Mindestreserven auf Aktiva - unter besonderer Berücksichtigung des Immobilienmarktes - vorgestellt. Kapitel sechs zieht ein kurzes Fazit.

2. Mindestreserven auf Sach- und Finanzaktiva: Die Grundidee

Mindestreserven gibt es in der EWWU seit dem Start der Währungsunion 1999, zuvor wurden sie in Deutschland schon seit Einführung der D-Mark und Gründung der Bank deutscher Länder (Vorgängerin der Deutschen Bundesbank) im Jahr 1948 angewendet. Allerdings wurden und werden diese Mindestreserven nicht auf Finanz- und Sachaktiva erhoben, sondern setzen an der Passivseite von Bankbilanzen an, d.h. bei den Verbindlichkeiten der Kreditinstitute aus Sichteinlagen, befristeten Einlagen (mit bestimmten Laufzeiten bzw. Kündigungsfristen) und Spareinlagen. Die Mindestreserve erfüllt eine geldpolitische Doppelfunktion: Sie schafft einen Bedarf der Geschäftsbanken an Zentralbankgeld und sorgt damit für eine hinreichend stabile Nachfrage nach Zentralbankgeld, wenn sich das Geld- und Kreditvolumen ausweitet (in der Terminologie der Bundesbank ein „Zwang in die Notenbank“). Zum anderen dient sie der längerfristigen Steuerung der Bankenliquidität über Veränderungen der Reservesätze.⁷ In den Worten der EZB heißen diese beiden geldpolitischen Ziele „Stabilisierung der Geldmarktsätze“ und „Herbeiführung oder Vergrößerung einer strukturellen Liquiditätsknappheit“.⁸

Eine zentrale geldpolitische Bedeutung als Steuerungsinstrument haben die Mindestreserven allerdings seit mehr als zehn Jahren nicht mehr, da die Reservesätze mit 2 % recht gering sind, und auch nicht mehr nach verschiedenen mindestreservspflichtigen Einlagearten differenziert werden, sondern pauschal auf täglich fällige Einlagen sowie Einlagen

⁷ Vgl. Deutsche Bundesbank: Die Geldpolitik der Bundesbank, Sonderveröffentlichung, Frankfurt am Main, Oktober 1995, S. 122 ff. (Mindestreservpolitik)

⁸ EZB: Die einheitliche Geldpolitik in Stufe 3 - Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des Eurosystems, Sonderveröffentlichung, Frankfurt am Main, November 2000, S. 56

mit vereinbarten Laufzeiten und Kündigungsfristen von bis zu zwei Jahren, darüber hinaus auf Schuldverschreibungen der monetären Finanzinstitute (MFIs nach EZB-Definition) mit Laufzeit von bis zu zwei Jahren erhoben werden.⁹ Die Bundesbank setzte dagegen die Mindestreservpolitik in den 1960er und 70er Jahren als „Geldschöpfungsbremse“ ein. Dabei differenzierte sie ihre Reservesätze nach Art, Höhe und Herkunft der reservepflichtigen Verbindlichkeiten. Noch 1986 lagen die Reservesätze zwischen 3,75 % und 11 %. In Ausnahmefällen - zuletzt im Jahr 1978 - wurde sogar noch zwischen Beständen und Zuwächsen reservspflichtiger Verbindlichkeiten unterschieden. Für neu hereingenommene Sichteinlagen von Gebietsfremden galt ein kumulierter Mindestreservesatz von 100 % (20 % auf den Bestand und 80 % auf den Zuwachs).¹⁰

Das Repertoire an Handlungsmöglichkeiten bei Einsatz dieses derzeit „inaktiven“ geldpolitischen Instruments ist daher sehr breit und lässt sich gezielt auf einzelne Positionen von Bankbilanzen anwenden. Allerdings soll eine Wiederbelebung der Mindestreserve nicht bei den Verbindlichkeiten, sondern den Bilanzaktiva von Banken und anderen Akteuren des finanziellen Sektors ansetzen.¹¹ Es sind die Vermögensbestände (in erster Linie Immobilien, Aktien, Anleihen, Rohstoffe und Kreditforderungen), auf welche dieses neue Instrument angewendet werden sollte, um spekulativen Blasen an Vermögensmärkten vorzubeugen. Eine Preisblase bei Wohnimmobilien ist ohne ein starkes Kreditwachstum nicht möglich.¹² Die Jahreswachstumsrate privater Wohnungsbaukredite in der EWWU betrug durchschnittlich 12,1 % im zweiten Quartal 2006. Die Wohnungsbaukredite sind damit laut EZB „nach wie vor die Haupttriebfeder der anhaltend kräftigen Kreditvergabe“ der MFIs im Euro-Währungsgebiet. Gründe dieser starken Kreditnachfrage sind anhaltend günstige Finanzierungsbedingungen der Hypothekendarlehen, der Stimmungsanstieg der Verbraucher sowie die „dynamische Immobilienmarktentwicklung in vielen Regionen des Euro-raums“.¹³

Gerade die Immobilienmärkte bieten daher einen geeigneten Ansatzpunkt für Mindestreserven auf Aktiva als zusätzliches Instrument der Geldpolitik. Investitionen privater Haushalte in Wohneigentum werden vorwiegend über Kredite von Banken und anderen monetären Finanzinstituten (z.B. Bausparkassen) finanziert. Dies ist der indirekte Steuerungs-

⁹ Vgl. EZB: Monatsbericht September 2006, Statistikteil, Seite S9

¹⁰ Vgl. Die Geldpolitik der Bundesbank, a.a.O., S. 125

¹¹ Für die Grundidee unter Bezugnahme auf das US-Finanzsystem siehe Palley, Thomas: Stabilizing Finance: The Case for Asset-Based Reserve Requirements, in: Financial Markets and Society, August 2000

¹² Vgl. Borio, Claudio; Lowe, Philip: Securing sustainable price stability: Should credit come back from the wilderness?, Working Paper, 2004

¹³ EZB: Monatsbericht September 2006, S. 49 f.

weg der Immobiliennachfrage über die Kreditvergabe der Banken. Damit ein solches System von Mindestreserven seine volle Wirkung entfalten kann, sind zudem auch institutionelle Investoren an den Immobilienmärkten der EWWU ins Visier zu nehmen. Dies ist der zweite, direkte Steuerungsweg, der an der Aktivseite der Bilanzen von Investment-, Private-Equity- und Hedgefonds¹⁴ ansetzt und auch deren im Kundenauftrag gehaltenen Vermögensbestände in die Mindestreservepflicht einbezieht.

Natürlich erfordert die Umsetzung eines solchen Systems erhebliche rechtliche und organisatorische Vorarbeiten, sowie eine internationale Koordinierung von Zentralbanken und Finanzaufsicht, um Umgehungsversuche zu vermeiden. Es existieren aber bereits international abgestimmte Regelwerke auf ähnlichen Gebieten bzw. befinden sich gerade in der Umsetzungsphase, so etwa bei den Eigenkapitalrichtlinien für Banken („Basel II“), die von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) erarbeitet wurden und sowohl in den USA als auch in der EU Anwendung finden sollen. Die hierfür erforderlichen Bemühungen wären aller Anstrengungen wert, da sie eine Möglichkeit eröffneten, zwei komplementäre Ziele mit zwei verschiedenen Instrumenten anzusteuern.

Die Zinspolitik könnte für das Ziel der Preisstabilität (im Rahmen einer Kooperation von Geld-, Finanz- und Lohnpolitik sogar bei möglichst hohem BIP-Wachstum und geringerer Arbeitslosigkeit¹⁵), die Mindestreservepolitik für das Ziel der Finanzstabilität (Banken und Finanzmärkte) mit Vorbeugemaßnahmen gegen Preisblasen eingesetzt werden. Damit wäre die Zinspolitik von der Aufgabe der Finanzstabilität entlastet, d.h. Leitzinserhöhungen als Reaktion auf stark steigende Immobilienpreise in einzelnen EWWU-Ländern, die in allen Teilnehmerländern und auf allen Kreditmärkten (nicht nur für Wohnungsbaukredite) restriktiv wirkten, könnten durch eine punktuelle Erhöhung der Mindestreservesätze auf Immobilien (Kredite der Banken bzw. Bestände von Fonds) an bestimmten Standorten innerhalb der EWWU ersetzt werden.

Damit wäre auch ein wesentlicher Einwand gegen geldpolitische Reaktionen auf Entwicklungen an den Vermögensmärkten entkräftet, da nicht mehr über das Zinsinstrument gegengesteuert werden müsste, sodass es zu keinen Kreditverteuerungen in anderen Berei-

¹⁴ Im Rahmen der EU-Regulierung von Investmentfonds wird derzeit ohnehin über eine Neuregelung der Anlagegrundsätze im Rahmen des „EU-weiten Investmentpasses“ nachgedacht; siehe Casey, Jean-Pierre: Eligible assets, investment strategies and investor protection in light of modern portfolio theory: Towards a risk-based approach for UCITS (Undertakings in Collective Investments in Transferable Securities), ECMI Policy Brief, No. 2, September 2006

¹⁵ Vgl. hierzu Holz, Michael: Kooperationsmöglichkeiten zwischen Trägern der Makropolitik in der EWWU - Eine theoretische und empirische Analyse unter Berücksichtigung spieltheoretischer Elemente, Berlin 2004

chen der Volkswirtschaft käme, die von der Blase nicht betroffen sind (z.B. der relativ schwache private Konsum und die geringe Investitionsneigung der Unternehmen in Deutschland, während die Immobilienmärkte in anderen EWWU-Ländern und mit ihnen der Konsum dort boomen).¹⁶

Das hier vorgeschlagene System von Mindestreserven zielt auf nichts anderes als eine Reoptimierung des Reinvermögens der privaten Haushalte, d.h. eine Strukturierung des Portfolios nach geänderten Rendite-Risiko-Relationen der einzelnen Aktiva. Dies gilt ebenfalls für die Neuallokation der Aktivseite von Bankbilanzen. Höheren Kreditkosten bzw. geringeren Renditen für Wohnimmobilien stünden nach wie vor die gleichen Immobilienrisiken gegenüber, so dass die Geldpolitik ein klares Signal im Fall drohender Preisblasen setzen könnte, welches zu einem Nach- und evt. auch Umdenken der Immobilieninvestoren führen sollte. In einer solchen Konzeption wirkt Geldpolitik über drei Kanäle auf das Anlegerverhalten. Der Vermögenskanal (im Sinne einer postkeynesianischen Transmissionstheorie wie bei James Tobin) setzt an der Bewertung vorhandener Vermögensbestände an. Hinzu tritt der Kreditkanal im Fall der Finanzierung ihres Erwerbs über Bankkredite, wobei hier z.B. selektiv die Finanzierung vorhandener und neuer Immobilien in bestimmten Regionen verteuert werden kann. Schließlich ist der Erwartungskanal von Bedeutung, da die Geldpolitik nicht nur Zinssätze steuert, sondern auch über Signaleffekte wirksam ist, wenn Mindestreservesätze im Bedarfsfall merklich variiert werden.

3. Die Entwicklung der Immobilienmärkte in der EWWU und ihre Auswirkungen auf das Reinvermögen privater Haushalte

Das geldpolitische Instrument der Mindestreserven auf Aktiva sollte aus mehreren Gründen zunächst auf die Immobilienmärkte der EWWU-Länder angewendet werden:

- Während sich die Aktienmärkte der einzelnen Teilnehmerländer in der Hausse und Baisse der Jahre 1999 bis 2003 fast parallel entwickelt haben, sind seit dem Start der Währungsunion stark divergierende Preisentwicklungen an den Immobilienmärkten zu konstatieren. Stiegen etwa in Spanien oder Irland im Zeitraum 1999 bis 2005 die Preise für Wohneigentum jährlich um durchschnittlich 15,2 % bzw. 13,5 %, so ergab sich in Deutschland ein Rückgang von durchschnittlich 0,6 % pro Jahr.¹⁷

¹⁶ Siehe hierzu auch Palley, Thomas: Asset-based Reserve Requirements: Reasserting Domestic Monetary Control in an Era of Financial Innovation and Instability, in: Review of Political Economy, Vol. 16, No. 1, January 2004, S. 43-58

¹⁷ Vgl. EZB: Monatsbericht Juni 2006, S. 64 (Kasten 7: Jüngste Entwicklung der Preise für Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet)

- Diese gegenläufigen Entwicklungen lassen es kostspielig erscheinen, mit dem zinspolitischen Instrumentarium eine geeignete Reaktion für den gesamten Euroraum zu finden. Mindestreserven erlaubten dagegen getrennte Maßnahmen auf jedem einzelnen Teilmarkt.
- Das Immobilienvermögen privater Haushalte in den EWWU-Ländern ist wesentlich größer als ihr Aktienvermögen. Der Anteil der Immobilien (Aktien) am Reinvermögen privater Haushalte liegt bei 51 % (8 %) in Deutschland, 49 % (14 %) in Italien, 47 % (13 %) in Frankreich und 64 % (12 %) in Spanien. Dagegen macht z.B. in den USA der Immobilienbesitz lediglich 27 % des Reinvermögens aus, der direkte Aktienbesitz (ohne Einlagen bei Pensionsfonds) liegt fast gleichauf bei 24 %.¹⁸
- Dementsprechend wären die volkswirtschaftlichen Folgen für den privaten Konsum, das BIP-Wachstum und die Beschäftigung im Fall des Platzens einer Immobilienblase folgenreicher als beim Platzen der „New Economy Blase“ in den Jahren 2000 bis 2003 an den Aktienmärkten.
- Dies bestätigen auch empirische Studien der EZB, die eine deutlich höhere marginale Konsumneigung der privaten Haushalte in der EWWU aus Immobilienvermögen gegenüber jener aus Finanzvermögen (Aktien, Anleihen usw.) errechnen. Hinzu kommt, dass das Immobilienvermögen weitaus breiter gestreut ist als das Aktienvermögen. Während Aktien überwiegend von den höchsten Einkommensgruppen gehalten werden, ist der kreditfinanzierte Erwerb privater Wohnimmobilien weit verbreitet. Gerade die unteren Einkommensgruppen mit Immobilienbesitz wären von einem Preisverfall ihres Wohneigentums betroffen, da dies unmittelbare Auswirkungen auf ihre Konsummöglichkeiten hätte.¹⁹

Der Einsatz geldpolitischer Instrumente zur Bekämpfung von Immobilienblasen setzt voraus, dass geeignete Indikatoren verfügbar sind, die es erlauben, das Entstehen einer Blase rechtzeitig zu erkennen. Wie verschiedene Untersuchungen zeigen, sind Bewertungsmodelle für nationale Immobilienmärkte mit großen Unsicherheiten behaftet, sie geben aber zumindest Anhaltspunkte für Überbewertungen.²⁰ Selbst der deutsche Immobilienmarkt wird seit kurzem besonders von angelsächsischen Finanzinvestoren „entdeckt“. Diese erwerben sowohl große Bestände von Wohnimmobilien (zumeist im Rahmen der Privatisierung kommunaler Bestände oder der Ausgliederung von Immobilien im Besitz

¹⁸ Vgl. Altissimo, Filippo et al.: Wealth and Asset Price Effects on Economic Activity, ECB Occasional Papers, No. 29, June 2005, S. 13 f.

¹⁹ Vgl. ebenda, S. 11 f.

²⁰ Vgl. etwa DekaBank: Überbewertung von Wohnimmobilien in den großen Industrienationen: in UK am ausgeprägtesten, in: DekaBank Volkswirtschaft Spezial vom 05.09.2005

großer börsennotierter Unternehmen) als auch Industrie- und Gewerbeimmobilien. In einer Immobilien-Verlagsbeilage der FAZ vom 13.10.2006 war unter der Überschrift „Die Investment-Party in Deutschland geht weiter: Weiterhin hohe Transaktionsvolumen und sinkende Renditen“ zu lesen, dass im Jahr 2006 weltweit mit einem Rekordvolumen der Direktanlagen in Immobilien von 600 Mrd. US-Dollar gerechnet wird, davon knapp die Hälfte grenzüberschreitende Transaktionen. Der Markt für Gewerbeimmobilien in Großbritannien scheint besonders überhitzt, dieser umfasst 15 % der europäischen Gewerbeimmobilienbestände, stand aber im ersten Halbjahr 2006 für 35 % der Immobilienumsätze.²¹

Berechnungen der EZB zeigen zudem, dass eine merkliche Korrelation zwischen der Entwicklung der Preise an den Wohnimmobilienmärkten und der Zunahme der Wohnungsbaukredite im Euroraum bestehen. Die durchschnittliche jährliche Kreditwachstumsrate der Jahre 1999 bis 2004 betrug annähernd 30 % in Griechenland, knapp 25 % in Irland und knapp 20 % in Spanien sowie Italien.²² Ein Teil dieses Kreditbooms ist sicherlich Nachwirkungen der Konvergenz langfristiger Zinssätze im Vorfeld der Euro-Einführung zuzuschreiben. Allerdings ist der beschleunigte Immobilienpreisanstieg erst ab dem Jahr 2001, d.h. nach dem Platzen der Aktienmarktblase und den damit einhergehenden Zinssenkungen der EZB zu beobachten, dies bei einem relativ schwachen Wirtschaftswachstum.

Folgende beide Kriterien sollten daher für eine Übergangszeit als Indikatoren für eine Blasenbildung am Immobilienmarkt dienen, bis der EZB bessere Statistiken und Bewertungsmodelle zur Verfügung stehen. Diese sind für das erste Halbjahr 2007 angekündigt, da EUROSTAT derzeit in einer Pilotstudie an einen EWWU-weiten Preisindex für selbst genutztes Wohneigentum arbeitet.²³

- Das Kreditwachstum in jedem EWWU-Teilnehmerland insgesamt - sowie speziell das Wachstum der Wohnungsbaukredite - sollte nicht über mehrere Jahre in Folge merklich über der Zuwachsrate des BIP liegen.
- Zudem sollten die jährlichen Preissteigerungen für Wohnimmobilien in jedem EWWU-Land seit dem Start der Währungsunion im Jahr 1999 nicht deutlich über dem jährlichen durchschnittlichen Zuwachs des Pro-Kopf-Einkommens im gleichen Zeitraum liegen.

²¹ FAZ: Industrie- und Gewerbeimmobilien, Immobilienmarkt-Verlagsbeilage der Frankfurter Allgemeinen Zeitung, 13.10.2006, S. V1

²² Vgl. EZB: Jahresbericht 2005, Kasten 3: Unterschiede im Wachstum der Kredite an private Haushalte in den Ländern des Euro-Währungsgebiets, Frankfurt am Main, Februar 2006, S. 45-49

²³ Vgl. EZB: Monatsbericht Februar 2006, S. 63 (Kasten 1: Verfügbarkeit wichtiger nichtfinanzieller Wohnungsmarktindikatoren)

Das erste Kriterium setzt also beim Kreditwachstum als einem der wesentlichen Gegenposten des Geldmengenwachstums an. Die Beobachtung der Entwicklung von Bankbilanzen ist Bestandteil der „monetären Säule“ der geldpolitischen Strategie der EZB. Das zweite Kriterium dagegen betrachtet direkt die Entwicklung der relevanten Vermögenspreise und setzt diese in Relation zur Fähigkeit der privaten Haushalte, Wohneigentum aus ihrem laufenden Einkommen zu erwerben bzw. Zins- und Tilgungszahlungen aufbringen zu können (Konzept des „Housing Affordability Index“²⁴).

4. Der postkeynesianische Transmissionsmechanismus: Geldpolitik, Vermögenspreise und realwirtschaftliche Aktivität

Sollen Vermögenspreise den Kern einer makroökonomischen Analyse bilden, so ist zu fragen, welche Rolle diese für eine Volkswirtschaft spielen. Neoklassische Theorien betrachten lediglich Stromgleichgewichte, d.h. der Wertpapiermarkt ist Spiegelbild von Investition und Ersparnis auf dem Gütermarkt. Diese Vernachlässigung der Zeitdimension und damit von Vermögensbeständen führt in Friedmans Neoquantitätstheorie dazu, dass alle fünf von ihm als relevant erachteten Komponenten des privaten Vermögens (Geld, Anleihen, Aktien, Sachkapital, Humankapital) perfekte Substitute sind, deren marginale Ertragsraten sich stets angleichen. Erwartungen sind sicher, Risikoaspekte werden daher nicht betrachtet. Eine Konsequenz daraus ist, dass Geldpolitik allein die Geldmenge steuern muss, um Preisstabilität zu gewährleisten. Es herrscht Dichotomie zwischen monetärem und realwirtschaftlichem Bereich.

In keynesianischen Konzeptionen dagegen sind Erwartungen unsicher. In Keynes' Liquiditätspräferenztheorie sind die Erwartungen aber zunächst noch einwertig, so dass jedes Wirtschaftssubjekt lediglich zwischen Wertpapier- und Kassenhaltung wählen kann. Weiterentwickelt wurde diese Konzeption von James Tobin (1969) in seiner postkeynesianischen Portfoliotheorie.²⁵ Erwartungen sind nicht nur unsicher, sondern mehrwertig, Risiken spielen eine wichtige Rolle. Jede Vermögenskategorie weist eine eigene Ertrags-Risiko-Konstellation auf. Geld ist nun ein Vermögenstitel, so dass neben Substitutionseffekten auch Vermögenseffekte zu beachten sind. Tobin unterscheidet die beiden großen Blöcke des Geldvermögens (Geld, Anleihen) sowie des Sachvermögens (Aktien, Sachkapital). Innerhalb dieser Blöcke werden die verschiedenen Anlagemöglichkeiten als Substitute betrachtet, Geld- und Sachkapital dagegen stehen in einer komplementären Beziehung.

²⁴ Siehe hierzu auch das Fallbeispiel USA in einer Untersuchung der KfW-Bankengruppe: Ende des Booms an den US-Immobilienmärkten?, in: KfW Research Nr. 22, Mai 2006

²⁵ Vgl. Tobin, James: A General Equilibrium Approach to Monetary Theory, in: Journal of Money, Credit, and Banking, No. 1, 1969, S. 15-29

Zentral ist der Vergleich zweier Ertragsraten: die Renditerelation neu zu schaffenden und bereits vorhandenen Sachkapitals, bekannt als Tobins Q. Geldpolitik kann dabei lediglich den Marktwert des bereits vorhandenen Sachkapitals beeinflussen. Wird es dadurch für die Wirtschaftssubjekte attraktiv, in neues Sachkapital zu investieren (weil Tobins Q > 1 wird, d.h. der Marktwert über den Reproduktionskosten liegt), so kommt es zu höheren Investitionen und steigendem BIP. Die Transmission verläuft allerdings nicht so glatt wie im Monetarismus, sondern es bestehen viele Möglichkeiten, warum die Geldpolitik am Ende ihr Ziel einer Beeinflussung von BIP-Wachstum und Beschäftigung nicht erreicht. Dem Verhalten von privaten Haushalten, Unternehmen und Banken sowie Erwartungen und Erwartungsänderungen, auch veränderten Einstellungen zum Risiko, kommt dabei zentrale Bedeutung zu.

Das **Schaubild** (im Anhang) zeigt den stilisierten Transmissionsprozess geldpolitischer Impulse über die Vermögensmärkte in die Realwirtschaft. Ausgangspunkt ist die bekannte „Tobin-Zange“, welche im oberen Teil die Substitutions- und im unteren Teil die Vermögenseffekte einer Schaffung von Außengeld („outside money“) durch die Zentralbank aufzeigt. Am Ende dieses Prozesses kommt es zu Investitionen in neues Sachkapital, weil Tobins Q > 1 ist. Diese Relation wird hier als das Aktien-Q bezeichnet, da Tobins Konzeption noch um ein Q für Produktivvermögen, ein Immobilien-Q und ein Rohstoff-Q erweitert wird. Zudem wird eine Zeitachse eingefügt, welche den Transmissionsablauf zu unterschiedlichen Zeitpunkten sowie an unterschiedlichen Märkten betrachtet. Dahinter steht die Überlegung, dass die ursprünglich von Tobin definierten Substitutions- und Komplementärbeziehungen zwischen den einzelnen Vermögenskategorien sich gewandelt und zudem weitere Vermögensmärkte an Bedeutung gewonnen haben, so dass diese in ein theoretisches Gesamtkonzept zu integrieren sind.

Im Gegensatz zur Originalfassung bei Tobin werden hier Geld (Einlagen), Anleihen und Aktien als substitutiv erachtet, da alle drei Bestandteil des Geldvermögens privater Haushalte sind. Im Normalfall sind die Erträge von Aktien und Anleihen positiv korreliert, d.h. steigende Anleihekurse (sinkende Kapitalmarktzinssätze) gehen häufig mit steigenden Aktienkursen einher.²⁶ Positiv korrelierte Ertragsraten sprechen für eine substitutive Beziehung dieser Aktiva zu Anlagezwecken. Davon wird der zweite Block abgegrenzt, welcher jene Vermögenskategorien enthält, die jeweils komplementär zum Geldvermögen gehalten werden (und auch untereinander Komplemente darstellen). Dieses Sachvermö-

²⁶ Siehe hierzu z.B. Filc, Wolfgang; Holz, Michael: Zinsen, Aktienkurse und Konjunktur - ein Rückblick mit Perspektiven, in: Sparkasse, Heft 01/2003, S. 8-14.

gen umfasst Produktivvermögen, Immobilien und Rohstoffe. Besonders nach dem Platzen der „New Economy Blase“ im Frühjahr 2000 waren Aktien- und Immobilienrenditen negativ korreliert, da sich die merklichen Immobilienpreissteigerungen ab diesem Zeitpunkt in vielen Ländern weiter beschleunigt haben. Erträge aus Rohstoffinvestments, allen voran Gold, waren fast immer negativ mit der Aktienkursentwicklung korreliert. Negativ korrelierte Erträge sprechen für eine komplementäre Beziehung dieser Vermögenskategorien, da durch gleichzeitiges Halten im privaten Portfolio Diversifikationsvorteile (ein Stabilisieren der Erträge bei reduziertem Gesamtrisiko) genutzt werden können.

Es sind gerade diese Substitutions- und Vermögenseffekte, welche im Zentrum geldpolitischer Überlegungen stehen müssen. Dabei ist nach den wesentlichen Ursachen für ihr Auftreten zu fragen. Beide können ihren Ursprung in Maßnahmen der Geldpolitik selbst haben, es gibt aber weitere Auslöser. Substitutionseffekte können auf Risikoänderungen einzelner Vermögenskategorien oder aber auf Verhaltensänderungen der Anleger (zeitvariable Risikoneigung) zurückzuführen sein. Vermögenseffekte können neben geldpolitischen Maßnahmen auf Bewertungseffekten (Kursgewinne oder -verluste) vorhandener Vermögensbestände beruhen oder sich aufgrund von Salden in den volkswirtschaftlichen Leistungsreihen (positiver Finanzierungssaldo privater Haushalte, d.h. Nettoersparnis als Stromgröße eines Jahres) ergeben.

Es sollte demnach - bei Erreichen von Preisstabilität - ein weiteres Ziel der EZB sein, mit Hilfe zinspolitischer Maßnahmen diesen Transmissionsprozess derart zu beeinflussen, dass es zu produktiven Investitionen in neues Sachkapital kommt. Dieser Ablauf kann allerdings gestört werden, wenn sich spekulative Blasen bilden, welche ein Portfolio unter herkömmlichen Rendite- und Risikogesichtspunkten nicht mehr optimal erscheinen lassen. Im Extremfall kann die Zinspolitik unwirksam werden. Dies erfordert dann den zusätzlichen Einsatz der hier vorgeschlagenen Mindestreserven, besonders am Immobilienmarkt, um ohne Umwege über den langen und in seiner Wirkung keinesfalls sicheren Transmissionsmechanismus direkt die Rendite ausgewählter Aktiva verändern zu können.

Diese Mindestreserven wirken vergleichbar einer „Tobin-Steuer“ auf spekulative Devisenströme, setzen aber bei den vorhandenen Beständen der Vermögenswerte an. Ziel ist das Lenken der Finanzströme von einer spekulativen in eine produktive Verwendung. Zinspolitik ist hier oft nicht nur wirkungslos, sie wäre für dieses Ziel auch ungeeignet, da die EZB eine Zinspolitik für den gesamten Euroraum betreiben muss. Eine merkliche Zinserhöhung, die Tobins Q senkt, würde die gesamte Volkswirtschaft treffen, da Neuinvestitionen

in Sachkapital zurückgingen, nicht allein jene Märkte, die aus dem Gleichgewicht geraten sind (z.B. der spanische und französische Immobilienmarkt). Die Mindestreserven sind daher ein direkter Hebel, der an einzelnen Vermögenmärkten angesetzt werden kann, und das ohne Wirkungsverzögerung.

Die Mindestreserven ließen damit theoretisch auch eine Unterscheidung zwischen produktiver und spekulativer Investition in neues bzw. vorhandenes Sachkapital sowie Krediten für Investitions- bzw. Konsumzwecke zu. So könnte beispielsweise eine Aktienblase vermieden werden, trotzdem würden Investitionen in Zukunftstechnologien gefördert; es würde Immobilienblasen vorgebeugt, trotzdem könnten relativ preiswerte neue Eigenheime gebaut werden. Dabei ist wohlgemerkt stets nur der erste Teil der Zielsetzung (das Vermeiden von Blasen) Aufgabe der Geldpolitik, der zweite Teil wäre Aufgabe der Finanz- und Wirtschaftspolitik. Zusammenfassend sind - in Anlehnung an die Außenhandelstheorie (Viners Theorie der Zollunion) - zwei Effekte der Geldpolitik zu unterscheiden: der Investitionen schaffende Effekte über Zinspolitik und der Investitionen umlenkende Effekt durch die Mindestreservpolitik, welche die relativen Ertragsraten der Aktiva verändert.

5. Ein Vorschlag zur Ausgestaltung von Mindestreserven auf Sach- und Finanzaktiva in der EWWU als zusätzliches Instrument der Geldpolitik

Gerade am Immobilienmarkt könnte das entworfene Mindestreservesystem sehr wirksam sein. Dies ist leicht ersichtlich, wenn gefragt wird, wer Immobilien kauft, wie diese finanziert werden und was jeweils das vorrangige Investitionsmotiv ist.

- Private Haushalte erwerben überwiegend Wohnimmobilien, die über Hypothekendarlehen finanziert und selbst genutzt bzw. vermietet werden. In einigen EWWU-Ländern mit boomenden Immobilienmärkten werden zudem Zweit- und Drittwohnsitze aus spekulativen Motiven erworben, da auch weiterhin hohe Wertsteigerungen erwartet werden. Soweit diese kreditfinanziert sind, griffe das Mindestreservesystem darauf indirekt über die Aktivseite der Bankbilanzen zu.
- Unternehmen erwerben vorwiegend Industrie- und Gewerbeimmobilien und finanzieren diese teils über Eigenmittel, teils über Kredite. Diese Immobilien dienen fast ausschließlich produktiven Zwecken und sind daher aus geldpolitischer Sicht nicht relevant.
- Investmentfonds (sowie die geplanten REITS²⁷) erwerben Immobilien in erster Linie um Mieterträge aus dem Bestand zu erzielen. Finanziert werden diese durch Ausgabe von Fondsanteilen. Da auch Fonds in das System der Mindestreserven auf Aktiva einzube-

²⁷ Vgl. Voigtländer, Michael: Der deutsche REIT - Grundzüge und steuerpolitischer Anpassungsbedarf, in: IW-Trends, Jg. 33, Heft 1/2006, S. 3-16

ziehen sind, müssten diese ähnlich wie die Banken auf ihre Immobilienbestände Mindestreserven unterhalten. Dies würde den Anteil der „Liquidität“ in den Fonds erhöhen.

- Private-Equity- und Hedgefonds sind die neuen großen Spieler auf den Immobilienmärkten. Diese finanzieren den Erwerb ihrer Aktiva zu 15 bis 20 % mit eingeworbenen Finanzmitteln der Anleger und zu 80 bis 85 % über Bankkredite. Ihr Anlagemotiv ist in der Regel rein spekulativer Natur. Bei diesen Instituten würden der Mindestreservehebel doppelt ansetzen: einerseits über ihre gehaltenen Aktiva (wie bei den Immobilienfonds), zudem über eine Verteuerung der Kreditfinanzierung.
- Ein Vorteil des Immobilienmarktes gegenüber den Finanzmärkten ist zudem, dass die Grundlage der Mindestreserveerhebung der Standort der Immobilie wäre. Im Gegensatz zum Aktienmarkt ist weder der Sitz der Kredit gebenden Bank, noch der gewählte Börsenhandelsplatz hierfür relevant.

Die entscheidende Frage ist, wie hoch die Mindestreservesätze gewählt werden müssen, um eine von Fundamentalfaktoren losgelöste Spekulation am Immobilienmarkt signifikant zu verteuern, und anhand welcher Indikatoren diese Handlungsempfehlungen für die Geldpolitik abzuleiten sind. Hierfür sollen einige Anhaltspunkte gegeben werden. Als Orientierungspunkt wird das derzeit bei der EZB zu unterhaltende Mindestreservesoll (d.h. 2 % Reservesatz auf reservspflichtige Einlagen und Schuldverschreibungen in einer Größenordnung von zusammen 8.315 Mrd. €) von 166 Mrd. € herangezogen.²⁸

Soll nun zunächst „aufkommensneutral“ eine Mindestreserve in gleicher Höhe auf die von MFIs ausgereichten Wohnungsbaukredite an private Haushalte im Euroraum (von derzeit 3.315 Mrd. €) erhoben werden, so ergäbe dies einen durchschnittlichen Reservesatz von genau 5 %. Soll zudem, wie zuvor gefordert, auch die Fondsbranche in diese Mindestreservepflicht einbezogen werden, so bedarf es hierzu geeigneter Daten über deren Bestände. Der Großteil der Immobilienbestände wird derzeit allerdings von den Private-Equity- und auch Hedgefonds gehalten, die sich regelmäßig an Privatisierungsprojekten, vor allem in Deutschland, beteiligen. Die Bestände der europäischen Immobilien-Investmentfonds sind im Vergleich dazu relativ gering, sie betragen 353 Mrd. €, d.h. lediglich gut 10 % des Immobilienbesitzes privater Haushalte.²⁹ Nicht von der Mindestreservepflicht betroffen wäre dagegen der Immobilienbesitz privater Haushalte und Unternehmen, wenn dieser allein durch Umschichtungen innerhalb ihres Reinvermögens entsteht, also ohne Kreditfinanzierung. Darüber hinaus könnten auch die Immobilienbestände spezieller „Riester-Renten-

²⁸ Vgl. EZB: Monatsbericht September 2006, Statistikteil, Seite S9

²⁹ Vgl. EZB: Euro Area Investment Fund Statistics June 2006, Press Release, 12.10.2006, S. 3

Fonds“ und Pensionskassen, die allein der Altersvorsorge dienen, von der Mindestreserve befreit sein. Im Gegensatz zu herkömmlichen Fonds sind die Ansprüche aus diesen Verträgen vor Ende der Vertragslaufzeit nicht veräußerbar.³⁰

Die folgenden Kriterien sollten daher als Indikatoren für eine mögliche Blasenbildung am Immobilienmarkt herangezogen werden, um die Höhe der Mindestreservesätze für jedes der zwölf EWWU-Teilnehmerländer festzulegen:

- Indikator 1: Die durchschnittlichen jährlichen Preissteigerungen für Wohnimmobilien (seit dem Start der Währungsunion im Jahr 1999) sollten nicht deutlich über dem Zuwachs des Pro-Kopf-Einkommens in diesem Zeitraum liegen.
- Indikator 2: Das prozentuale Wachstum der Wohnungsbaukredite sollte nicht über mehrere Jahre in Folge merklich über der Zuwachsrate des Pro-Kopf-Einkommens liegen.

Die aktuellen Ergebnisse zeigt die **Tabelle** im Anhang. Das Pro-Kopf-Einkommen ist im Zeitraum 1999 bis 2005 am stärksten in Irland gestiegen, insgesamt um 60,8 % bzw. durchschnittlich 8,2 % pro Jahr. Schlusslicht ist Deutschland mit insgesamt 10,9 % bzw. 1,7 % pro Jahr. In absoluten Zahlen beträgt das aktuelle Pro-Kopf-Einkommen im Jahr 2006 rund 41.700 € in Irland gegenüber 28.000 € in Deutschland. Dementsprechend sind die Immobilienpreise im selben Zeitraum in Irland jährlich um durchschnittlich 13,5 % gestiegen, in Deutschland dagegen um 0,6 % gesunken. Natürlich rechtfertigen die höheren und zudem schneller steigenden Pro-Kopf-Einkommen in Irland ein stärkeres Hauspreiswachstum, allerdings nicht in der errechneten Größenordnung. Dies zeigen die Zahlenwerte für den Indikator 1 (Sie ergeben sich durch Subtraktion der Veränderungsraten in Spalte 4 von jenen in Spalte 3 der Tabelle).

Vom Beginn der Währungsunion bis zum Jahresende 2005, also über einen Zeitraum von sieben Jahren, gab es fünf Länder (Spanien, Frankreich, Belgien, Irland und Luxemburg), in denen das Immobilienpreiswachstum das Wachstum des Pro-Kopf-Einkommens jahresdurchschnittlich um mehr als fünf Prozentpunkte übertraf. Diese Länder werden daher als diejenigen identifiziert, für die mit einer merklichen Überbewertung von Wohnimmobilien zu rechnen ist. Daher sollte dort auch ein Mindestreservesatz von 20 % auf Wohnungsbaukredite sowie Immobilienvermögen von Fonds erhoben werden. Wird zudem der

³⁰ Auch das derzeitige Mindestreservesystem der EZB auf Bankeinlagen kennt so genannte „Verbindlichkeiten mit einem Reservesatz von 0 %“. Dazu gehören Einlagen mit vereinbarter Laufzeit und Kündigungsfrist von mehr als zwei Jahren, Repogeschäfte und Schuldverschreibungen mit Laufzeiten über zwei Jahre. Diese Einlagen werden bei der Berechnung der Mindestreservebasis zwar statistisch erfasst, aber nicht mit Mindestreserve belegt. Vgl. hierzu auch EZB: Monatsbericht September 2006, Statistikteil, Seite S9.

beschleunigte Immobilienpreisanstieg im Jahr 2005 in Spanien, Frankreich und Belgien betrachtet, so sind diese drei Länder zusätzlich mit einer Zuwachsmindestreserve von nochmals 20 % auf neu ausgereichte Immobilienkredite (bzw. von Fonds künftig neu erworbene Immobilien) zu belegen.

Diese teils drastischen Mindestreserveanforderungen würden eine Spekulation auf Kredit am Immobiliemarkt spürbar verteuern. Beträgt derzeit der Zinssatz für Hypothekenkredite mit zehnjähriger Zinsbindung 4,25 %, so würde sich dieser bei einer 20-prozentigen Mindestreserve auf Kreditbestände um mehr als einen vollen Prozentpunkt auf 5,31 % erhöhen. Im Neugeschäft, welches zusätzlich der Zuwachs-Mindestreserve unterliegt, stiege der Hypothekenzinssatz rechnerisch sogar auf 7,08 %. Es ist davon auszugehen, dass ein derart deutliches Signal der EZB das Immobilienpreiswachstum in diesen Ländern rasch stoppen würde. Die Folge müsste aber kein drastischer Preiseinbruch sein, dafür ist das Wachstum des Pro-Kopf-Einkommens z.B. in Spanien und Irland noch zu hoch. Die Immobilienbewertung sollte aber im Laufe der folgenden Jahre bei stagnierenden Preisen wieder näher an die Fundamentaldaten herangeführt werden.

Eine zweite Gruppe besteht aus den Niederlanden, Italien, Griechenland und Finnland, in denen der Indikator 1 Werte zwischen gut einem und knapp fünf Prozentpunkten aufweist. Hier erscheint ein Mindestreservesatz von 10 % angemessen, dieser würde den genannten Hypothekenzins von 4,25 % moderat auf 4,72 % ansteigen lassen, aber im Gegenzug würden die Banken ja von der „alten“ Mindestreserve auf Einlagen entlastet. Die dritte Gruppe besteht aus Deutschland, Österreich und Portugal, den drei Ländern also, die seit 1999 nur moderate bzw. gar keine Preissteigerungen bei Immobilien zu verzeichnen hatten. Der Mindestreservesatz sollte hier bei Null liegen, d.h. durch den Wegfall der „alten“ Mindestreserve würden die Banken in diesen drei EWWU-Ländern unter dem Strich sogar entlastet und könnten diesen Vorteil in Form einer großzügigeren Kreditgewährung an ihre Kunden weitergeben.

Der Indikator 2 hat derzeit allein ergänzenden Informationscharakter (Er errechnet sich als Differenz der Werte in den Spalten 6 und 3 der Tabelle). Das höchste Wachstum der Wohnungsbaukredite (bereinigt um den Zuwachs des Pro-Kopf-Einkommens) weist Griechenland auf. Allerdings ist dieser Wert wenig aussagekräftig, da es sich hierbei in erster Linie um Aufholprozesse nach dem Euro-Beitritt handelt, noch nicht um einen verlässlichen Indikator für einen überhitzten Immobilienmarkt. Dies macht auch die EZB in ihren Untersuchungen deutlich. Griechenland hat mit Abstand die geringste Verschuldung priva-

ter Haushalte in der EWWU. Diese beträgt derzeit nur knapp 10 % des BIP, gegenüber rund 65 % in Deutschland.³¹ Trotzdem könnte sich Indikator 2 in Zukunft als aussagekräftig erweisen, wenn die erwähnten Aufholprozesse in einigen Jahren abgeklungen sind und weitgehende Konvergenz in einem integrierten EWWU-Finanz- und auch Bankenmarkt erreicht ist.

Auch unter dem Aspekt der Finanzmarktstabilität macht ein solches System von Mindestreserven Sinn und stellt eine Ergänzung der unter „Basel II“ geplanten Eigenkapitalanforderungen an die MFIs dar. Die Mindestreserven können dabei als „automatischer Stabilisator“ dienen, da bei steigenden Immobilienpreisen sich das Mindestreservesoll automatisch erhöht. Bei den Fonds führen diese direkt dazu, dass sie ihre Liquiditätsquote erhöhen müssen (neu zufließende Mittel werden zunächst in der Mindestreserve gebunden, bevor neue Objekte erworben werden können). Bei den Banken dagegen wirken sie nur im Neugeschäft, wenn für teurere Immobilien höhere Kreditbeträge nachgefragt werden. Es bestünde somit eine eingebaute „Kreditbremse“, die sich einer Immobilienblase entgegenstemmt (Politik des „leaning against the wind“).

Ein Nebeneffekt wären erhebliche Seignorage-Gewinne in Zeiten steigender Vermögenspreise. Dabei ist abzuwägen, ob die Mindestreserven wie derzeit von der EZB zu ihrem Hauptrefinanzierungssatz verzinst werden sollten, oder aber wie in früheren Jahren zinslos zu unterhalten sind. Durch die Einbeziehung aller Arten von Investment-, Private-Equity- und Hedgefonds würde zudem die Bemessungsgrundlage erweitert, und im Fall eines international abgestimmten Vorgehens der Notenbanken wäre auch eine Umgehung nicht möglich, wie sie seit etlichen Jahren in Form einer zunehmenden Disintermediation des finanziellen Sektors und des Wachstums von Offshore-Finanzzentren zu beobachten ist.

6. Fazit

Das in dieser Arbeit entworfene System von Mindestreserven auf Aktiva kann einen Beitrag zur Weiterentwicklung der Debatte über das Für und Wider geldpolitischer Reaktionen auf Fehlentwicklungen an den Finanz- und Immobilienmärkten liefern, da es zwei Fliegen allein mit der geldpolitischen Klappe schlägt, d.h. eine Möglichkeit eröffnet, zwei komplementäre Ziele mit zwei verschiedenen Instrumenten anzusteuern. Die Zinspolitik könnte für das Ziel der Preisstabilität (im Rahmen einer Kooperation von Geld-, Finanz- und Lohnpolitik sogar bei möglichst hohem BIP-Wachstum und geringerer Arbeitslosigkeit), die

³¹ Vgl. EZB: Jahresbericht 2006, a.a.O., S. 47

Mindestreservpolitik für das Ziel der Finanzstabilität (Banken und Finanzmärkte), mit besonderem Augenmerk auf drohende Preisblasen, eingesetzt werden.

Damit wäre die Zinspolitik von der Reaktion auf Vermögenspreise entlastet, d.h. Leitzinserhöhungen als Reaktion auf z.B. stark steigende Immobilienpreise in einzelnen EWWU-Ländern - die den Schwerpunkt der vorliegenden Arbeit bilden -, welche in allen Teilnehmerländern und auf allen monetären Märkten restriktiv wirken, könnten durch eine punktuelle Erhöhung der Mindestreservesätze auf Immobilien an bestimmten Standorten innerhalb der EWWU ersetzt werden. Damit wäre auch einer der wesentlichen Einwände gegen geldpolitische Reaktionen auf Entwicklungen an den Vermögensmärkten entkräftet, da nicht mehr über das Zinsinstrument gegengesteuert werden müsste, sodass es zu keinen Kreditverteuerungen in anderen Bereichen der Volkswirtschaft käme, die von dieser Vermögenspreisblase nicht betroffen sind.

Hätte ein derartiges Mindestreservesystem für verschiedene Finanz- und Sachaktiva, nicht nur wie hier vorgestellt für den momentan besonders gefährdeten Immobilienmarkt, bereits vor Beginn der großen Aktienmarkthausse im „New Economy Boom“ der Jahre 1995 bis 2000 existiert, wäre es bei hinreichend hohen Mindestreservesätzen auf Aktienbestände von Fonds und Banken möglich gewesen, einen erheblichen Teil der vorhandenen Überschussliquidität in der Mindestreserve zu binden. Ein Reservesatz von z.B. 30 % hätte viele Aktieninvestments unter Ertrags-Risiko-Gesichtspunkten in einem weniger vorteilhaften Licht erscheinen lassen. Zudem hätten steigende Aktienkurse automatisch zu einer erhöhten Mindestreservepflicht geführt. Ohne neue Mittelzuflüsse wären Fonds dann gezwungen gewesen, einen Teil ihrer Aktienbestände zu verkaufen, um die hierfür benötigte Liquidität zu generieren.

Literaturverzeichnis

Altissimo, Filippo et al.: Wealth and Asset Price Effects on Economic Activity, ECB Occasional Papers, No. 29, June 2005

Borio, Claudio; **Lowe**, Philip: Securing sustainable price stability: Should credit come back from the wilderness?, Working Paper, 2004

Casey, Jean-Pierre: Eligible assets, investment strategies and investor protection in light of modern portfolio theory: Towards a risk-based approach for UCITS (Undertakings in Collective Investments in Transferable Securities), ECMI Policy Brief, No. 2, September 2006

DekaBank: Überbewertung von Wohnimmobilien in den großen Industrienationen: in UK am ausgeprägtesten, in: DekaBank Volkswirtschaft Spezial vom 05.09.2005

Deutsche Bundesbank: Die Geldpolitik der Bundesbank, Sonderveröffentlichung, Frankfurt am Main, Oktober 1995

EZB: Aktienmarkt und Geldpolitik, in: Monatsbericht Februar 2002, S. 43-58

EZB: Die einheitliche Geldpolitik in Stufe 3 - Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des Eurosystems, Sonderveröffentlichung, Frankfurt am Main, November 2000

EZB: Entwicklung der Preise für Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet, in: Monatsbericht Februar 2006, S. 61-78

EZB: Euro Area Investment Fund Statistics June 2006, Press Release, 12.10.2006

EZB: Jahresbericht 2005, Frankfurt am Main, Februar 2006

EZB: Vermögenspreisblasen und Geldpolitik, in: Monatsbericht April 2005, S. 53-69

FAZ: Industrie- und Gewerbeimmobilien, Immobilienmarkt-Verlagsbeilage der Frankfurter Allgemeinen Zeitung, 13.10.2006

Filc, Wolfgang; **Holz**, Michael: Zinsen, Aktienkurse und Konjunktur - ein Rückblick mit Perspektiven, in: Sparkasse, Heft 01/2003, S. 8-14

Holz, Michael: A Financial Conditions Index as indicator for monetary policy in times of low, stable inflation and high financial market volatility, Arbeitspapier und zugleich Vortrag auf dem 9. Workshop des Forschungsnetzwerks „Alternative Konzeptionen der makroökonomischen Politik“ im Oktober 2005 in Berlin

Holz, Michael: Kooperationsmöglichkeiten zwischen Trägern der Makropolitik in der EWWU - Eine theoretische und empirische Analyse unter Berücksichtigung spieltheoretischer Elemente, Berlin 2004

KFW-Bankengruppe: Ende des Booms an den US-Immobilienmärkten?, in: KFW Research Nr. 22, Mai 2006

Kindleberger, Charles: Asset Inflation and Monetary Policy, in: BNL Quarterly Review, No. 192, March 1995, S. 17-37

OECD: Jüngste Entwicklungen bei den Wohnimmobilienpreisen: Die Rolle der wirtschaftlichen Fundamentalfaktoren, in: OECD Wirtschaftsausblick, Ausgabe 2005/2, Nr. 78, Dezember 2005, S. 159-192

Palley, Thomas: Asset-based Reserve Requirements: Reasserting Domestic Monetary Control in an Era of Financial Innovation and Instability, in: Review of Political Economy, Vol. 16, No. 1, January 2004, S. 43-58

Palley, Thomas: Stabilizing Finance: The Case for Asset-Based Reserve Requirements, in: Financial Markets and Society, Working Paper, August 2000

Tobin, James: A General Equilibrium Approach to Monetary Theory, in: Journal of Money, Credit, and Banking, No. 1, 1969, S. 15-29

Voigtländer, Michael: Der deutsche REIT - Grundzüge und steuerpolitischer Anpassungsbedarf, in: IW-Trends, Jg. 33, Heft 1/2006, S. 3-16

Tabelle: Immobilienpreisentwicklung, Wachstum der Wohnungsbaukredite und Pro-Kopf-Einkommen sowie Indikatoren für die Erhebung von Mindestreserven auf Immobilienbestände und -kredite in den EWWU-Teilnehmerländern

Teilnehmerländer der EWWU	BIP pro Kopf 2006 in Euro	durchschnittl. jährliches Wachstum des BIP pro Kopf 1999-2005	durchschnittl. jährliche Veränderung der Immobilienpreise 1999-2005	Veränderung Immobilienpreise 2005	durchschnittl. jährliches Wachstum der Wohnungsbaukredite 1999-2004	Indikator 1	Indikator 2	Mindestreservesatz	ZuwachsmRS
Spanien	23.410	6,9%	15,2%	13,9%	18,0%	8,3%	11,1%	20	20
Frankreich	28.266	3,1%	10,5%	15,2%	10,0%	7,4%	6,9%	20	20
Belgien	29.728	3,5%	9,1%	17,1%	11,0%	5,6%	7,5%	20	20
Irland	41.688	8,2%	13,5%	11,5%	23,0%	5,3%	14,8%	20	
Luxemburg	68.348	5,8%	11,0%	k.A.	keine Angabe	5,2%	k.A.	20	
Niederlande	32.439	4,6%	9,4%	4,8%	12,0%	4,8%	7,4%	10	
Italien	25.078	3,4%	7,7%	9,9%	19,0%	4,3%	15,6%	10	
Finnland	31.463	4,0%	5,9%	6,1%	12,0%	1,9%	8,0%	10	
Griechenland	17.538	7,9%	9,1%	8,9%	29,0%	1,2%	21,1%	10	
Portugal	14.528	3,5%	3,5%	3,2%	14,0%	0,0%	10,5%	0	
Deutschland	28.014	1,7%	-0,6%	-1,6%	3,0%	-2,3%	1,3%	0	
Österreich	31.089	3,0%	0,3%	5,2%	13,0%	-2,7%	10,0%	0	

Datenquellen: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, September 2006 und EZB: Jahresbericht 2005, S. 47/48 sowie Monatsbericht Juni 2006, S. 64

Schaubild: Geldpolitik, Vermögenspreise und realwirtschaftliche Aktivität in einer (post-)keynesianischen Konzeption

Substitutions- effekte

