



Munich Personal RePEc Archive

Monetary Policy, Vagabonding Liquidity and Bursting Bubbles in New and Emerging Markets

Gunther Schnabl and Andreas Hoffmann

University of Leipzig

5. April 2007

Online at <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/4019/>
MPRA Paper No. 4019, posted 12. July 2007

Geldpolitik, vagabundierende Liquidität und platzende Blasen in neuen und Aufstrebenden Märkten¹

Gunther Schnabl
Universität Leipzig
Marschnerstr. 31, 04109 Leipzig
Tel. +49 341 97 33 561 – Fax. +49 341 97 33 569
E-mail: schnabl@wifa.uni-leipzig.de

Andreas Hoffmann
Universität Leipzig
Marschnerstr. 31, 04109 Leipzig, Germany
Tel. +49 341 97 33 578 - Fax. +49 341 97 33 569
E-mail: ahoffmann@wifa.uni-leipzig.de

Abstrakt:

Das Papier erklärt auf der Basis der monetären Überinvestitionstheorien von Hayek und Wicksell, wie seit Mitte der 80er Jahre expansive Geldpolitiken in den großen Volkswirtschaften mit Blasen in aufstrebenden und neuen Märkten in Verbindung gebracht werden können. Das Papier beschreibt eine Welle von Blasen und Krisen, die Mitte der 80er Jahre mit einer expansiven Geldpolitik in Japan und der japanischen Bubble Economy einsetzt und sich mit der Asienkrise, der Blase auf den neuen Märkten, der US-Immobilienblase und den derzeitigen Boomphasen in China und Mittel- und Osteuropa fortsetzt. Die Welle spekulativer Übertreibungen wird als sehr robust charakterisiert, da vor allem in Japan und den USA das Platzen von Blasen schnelle Zinssenkungen ausgelöst hat, die den Nährboden für neue spekulative Übertreibungen bilden. Nach Wicksell und Hayek kann nur ein höheres Zinsniveau in den großen Volkswirtschaften die strukturellen Verzerrungen und das Krisenpotential korrigieren, das die Liquiditätsschwemme der letzten beiden Dekaden mit sich gebracht hat.

Keywords: Blasen, Boom-bust-cycles, Hayek, Wicksell, aufstrebende Märkte, Kapitalfluss.

JEL: B53, E32, E44, E52.

¹ Wir danken Christian Milow für hilfreiche Anmerkungen.

1. Einleitung

„Krisen gehören zum kapitalistischen System wie die Sünde zur Religion.“ Dem Leser des Buches „*Manias, Panics and Crashes*“ des Wirtschaftshistorikers Charles Kindleberger (2000) wird deutlich, dass es spekulative Übertreibungen und Krisen seit jeher gegeben hat: Die Weltwirtschaftskrise des 20. Jahrhunderts, die Gründerzeitkrise unter Bismarck oder die Tulpenmanie im 16. Jahrhundert. Immer wieder sind Blasen entstanden, die von Euphorie genährt sich schließlich in kollabierenden Vermögenspreisen und einer Welle von Bankrotten entladen haben.

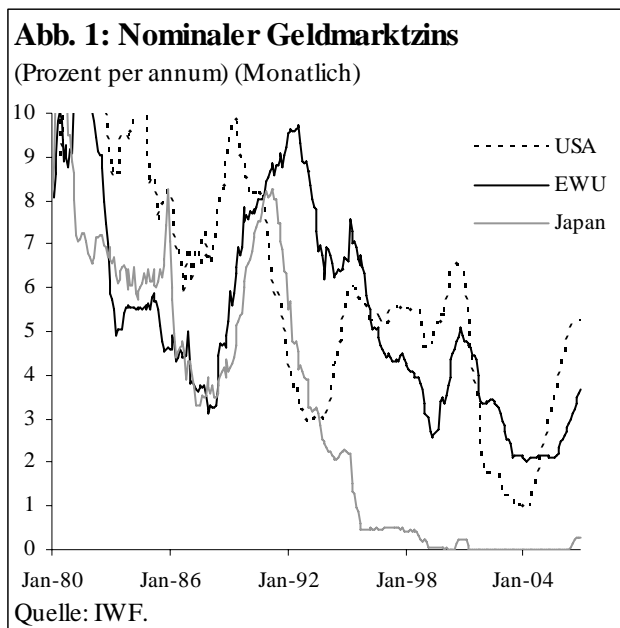
Obwohl *ex post* Spekulationsblasen leicht identifizierbar sind, werden diese *ex ante* mehrheitlich nicht erkannt und vom Glaube getragen, dass der rechtzeitige Ausstieg vor dem Platzen der Blase möglich sei oder dem rasanten Aufstieg die weiche Landung folgen werde. Entscheidend sind irrationale Faktoren wie Herdenverhalten („*Monkey see, monkey do*“) oder das Unwohlsein, den Nachbar reich werden zu sehen. Obwohl Kindleberger (2000) anerkennt, dass Krisen am Ende von Spekulationswellen nicht prognostizierbar sind, identifiziert dieser zwei Faktoren, die diese wahrscheinlicher machen. Zum einen seien Spekulationswellen mit positiven wirtschaftlichen Erwartungen verbunden. Zum anderen sei reichlich Liquidität im Spiel, die den Nährboden der Übertreibungen bilde.

Beide Faktoren gelten für die Weltwirtschaft seit Mitte der 80er Jahre. Einerseits tendierten die Zentralbanken in den großen Volkswirtschaften zu großzügiger Liquiditätsversorgung, andererseits waren in den neuen und aufstrebenden Märkten in den Industrieländern, Ostasien und Osteuropa die wirtschaftlichen Perspektiven positiv. Aus Kindlebergers (2000) Sicht überrascht es deshalb nicht, dass auch die Krisen zugenommen haben: das Platzen der japanische Blase (1989), die Tequila-Krise (1994), die Asienkrise (1997/98), die japanische Finanzmarktkrise (1998), die Russlandkrise (1998), das Platzen der New Economy Blase in den USA und anderen (entwickelten) Volkswirtschaften (2000), der drohende Konkurs des LTCM Hedge Fonds (2001).

Seit dem Jahr 2002 ist es auf dem Krisenparkett ruhig geworden. Doch seitdem die Zinsen in den USA und dem Eurogebiet angestiegen sind, herrscht Nervosität. China, Ungarn, die Türkei und baltische Staaten werden als mögliche Krisenherde gehandelt.

2. Liquidität und Inflation

Seit Mitte der 80er Jahre ist die weltweite Liquiditätsversorgung angestiegen. Sie entsprang den großen Kapitalmärkten in Japan, den USA und dem Eurogebiet und wurde – insbesondere von einer schnell wachsenden Anzahl von Hedge-Fonds – in eine steigende Anzahl von neuen und Aufstrebenden Märkten getragen.



Zunächst begann die japanische Zentralbank Mitte der 80er Jahre die Zinsen zu senken. Ende der 90er Jahre hatte der japanische Geldmarktzins den Nullpunkt erreicht (Abb. 1). Internationale Investoren (Hedge-Fonds) nahmen in Japan Kapital zu günstigen Konditionen auf und legten dieses in Hochzinsländern (meist Aufstrebenden Märkten) an. Die Gewinne aus solchen *Carry Trades* waren auch ohne großes Währungsrisiko, weil Japan und die

meisten Empfängerländer den Wechselkurs gegenüber dem Dollar stabilisierten. Die Aufstrebenden Märkte profitierten von sinkenden Zinsen und Boomphasen, die die Kredit-Ratings der Länder deutlich verbesserten und so zusätzliche Kapitalzuflüsse induzierten.

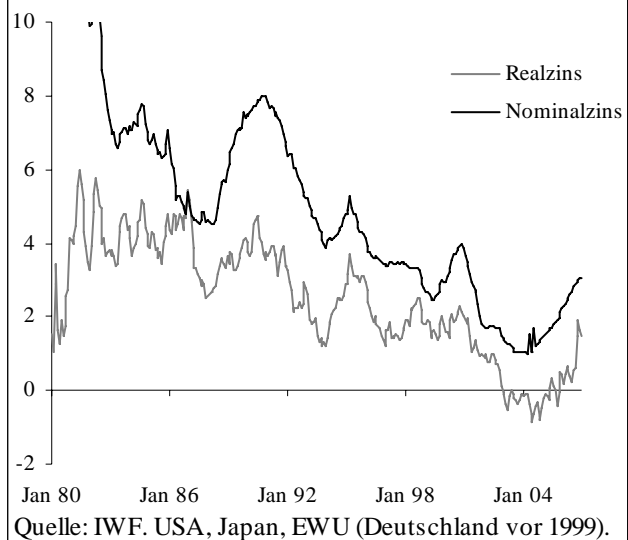
Zu der Liquiditätsschwemme in Japan gesellte sich die Ära Greenspan. Als kurz nach dem Amtsantritt des neuen US-Notenbankpräsidenten im Oktober 1987 die Kurse am New York Stock Exchange plötzlich drastisch zu fallen begannen, reagierte Greenspan mit einer raschen Liquiditätsausweitung, um die Verluste der Finanzinstitute zu vermeiden. Wäre ein Geldinstitut ins Wanken gekommen, so die Argumentation, hätte eine Kettenreaktion das ganze Finanzsystem in Gefahr gebracht (Woodward 2000). Dieses Muster blieb während der fast 20jährigen Amtszeit von Greenspan unverändert. Zuletzt wurde nach dem Platzen der New Economy-Blase im Jahr 2000 das US-Zinsniveau auf einen historischen Tiefstand gesenkt (Abb. 1).

Die Europäische Zentralbank, die in der Tradition der „inflationssaversen“ Deutschen Bundesbank steht, folgte zögerlich. Zwar senkte sie in den Jahren 2000 bis 2003 die Zinsen weit weniger als die Federal Reserve, doch wurden auch in Europa historisch niedrige Zinsen auf den Geld- und Kapitalmärkten verzeichnet (Abb. 1).

Das weltweite Zinsniveau fiel rasant und erreichte im Sommer 2004 seinen historischen Tiefstand. Die realen

Abb.2: Durchschnittlicher Geldmarktzins

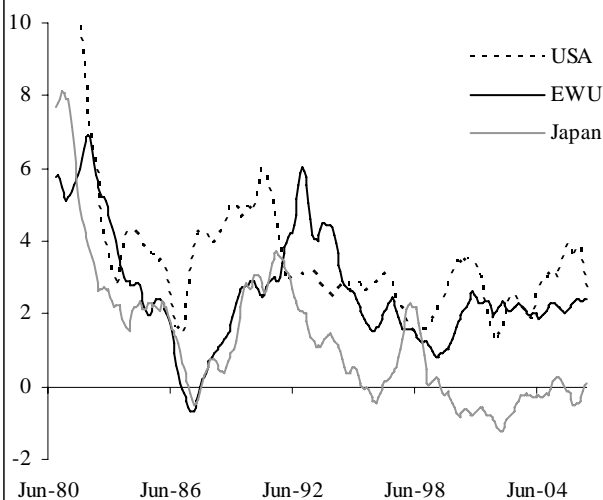
(Prozent per annum) (Monatlich)



Zinsen wurden negativ (Abb. 2). Der Carry Trade, die Jagd nach Renditen und die Prosperität der Hedge-Fonds erreichten neue Rekorde.

Abb. 3: Konsumentpreisinflation

(Prozent per annum) (Monatlich)



Im Gegensatz zu den 70er Jahren als die schnell wachsende Liquidität in den Industriestaaten zu Inflation und Stagnation führte, waren die Zinssenkungen in den großen Volkswirtschaften seit Mitte der 80er Jahre nur bedingt mit Inflation verbunden. In Japan herrschte in den 90er Jahren Deflation, die Inflation im Eurogebiet bewegte sich nahe am Zielwert von 2%, in den USA nur wenig darüber (Abb. 3). Isoliert betrachtet rechtfertigte die

moderate Inflation relativ expansive Geldpolitiken auch deshalb, weil sich der Fokus der geldpolitischen Zielsetzungen von der Geldmenge auf die Inflationsraten verlagerte.

Stattdessen waren aber Blasen auf den Aktien- und Immobilienmärkten zu beobachten, die entweder in den großen Volkswirtschaften selbst oder in (Gruppen von) Aufstrebenden Märkten auftraten. Platze die Blase in einer Region, tauchte diese anderorts wieder auf: Blasen vagabundierten z.B. von Japan nach Ostasien, von Ostasien in die neuen Märkte der Industrieländer und von den neuen Märkten nach Osteuropa und China.

3. Die monetären Überinvestitionstheorien nach Hayek und Wicksell

Der Einfluss der wachsenden Liquidität in den großen Volkswirtschaften auf die weltweiten Aktien- und Immobilienpreise lässt sich mit Hilfe der monetären Überinvestitionstheorien von Hayek (1976) und Wicksell (2005) analysieren, die konjunkturelle Schwankungen mit einer „perversen Elastizität des Kreditsystems“ (Hayek) bzw. „Notenbankfehlern“ (Wicksell) erklären. Am Anfang des monetären Überinvestitionszyklus steht der Anstieg der internen Verzinsung der Unternehmen, z.B. durch die Entdeckung neuer Produktionstechnologien (wie im Falle der New Economy) oder neuer Märkte und Produktionsstandorte (wie derzeit in China oder Osteuropa). Die Investitionen und die Nachfrage auf dem Kapitalmarkt steigen.

Nach Wicksell (2005) kommt es durch das Absinken der Zinsen unter den natürlichen Gleichgewichtszins zur Überinvestition. Im Modell von Wicksell wird nicht zwischen Geschäftsbanken und Notenbanken unterschieden, demnach kann einer erhöhten Kapitalnachfrage, anstatt mit einer Leitzinsanhebung, durch zusätzliche Geldschöpfung der Notenbank begegnet werden. Da die private Ersparnis bei konstantem Zins unverändert bleibt, übersteigen die Investitionen das Sparen. Zunächst nährt die zusätzliche Liquidität den Aufschwung, in dessen Verlauf auch Investitionsprojekte mit niedrigen (erwarteten) Renditen finanziert werden. Löhne und Konsum steigen, Produktionsreserven werden mobilisiert. Schließlich steigen die Konsumentenpreise.

Nach Schumpeter (1997) können sich im Aufschwung auf der Basis von Erwartungen die Preise von Aktien und anderen realen Aktiva wie Immobilien von der realen Wirtschaftsentwicklung lösen. Es kommt zur Spekulation: „In dieser sekundären Welle [...] gewinnt die spekulative Antizipation schließlich Eigenbedeutung, wird das Prosperitätssymptom schließlich in der bekannten Weise selbst wieder Prosperitätsfaktor“ (Joseph Schumpeter).

Ziehen dann wegen zunehmender Liquiditätsknappheit die Zinsen an – zum Beispiel ausgelöst durch eine restriktive Geldpolitik, um die inflationäre Entwicklung unter Kontrolle zu halten – dann können sich Sachinvestitionen und spekulative Anlagen als überdimensioniert herausstellen, wenn nicht fristenkongruent wird. Investitionsprojekte, die zum bisherigen Zins noch rentabel waren, werden abgebrochen. Die unausweichliche Strukturbereinigung zieht Unternehmen, Konsumenten und Finanzinstitute in den Strudel der Krise.

4. „Boom-and-Bust Cycles“ in Ostasien

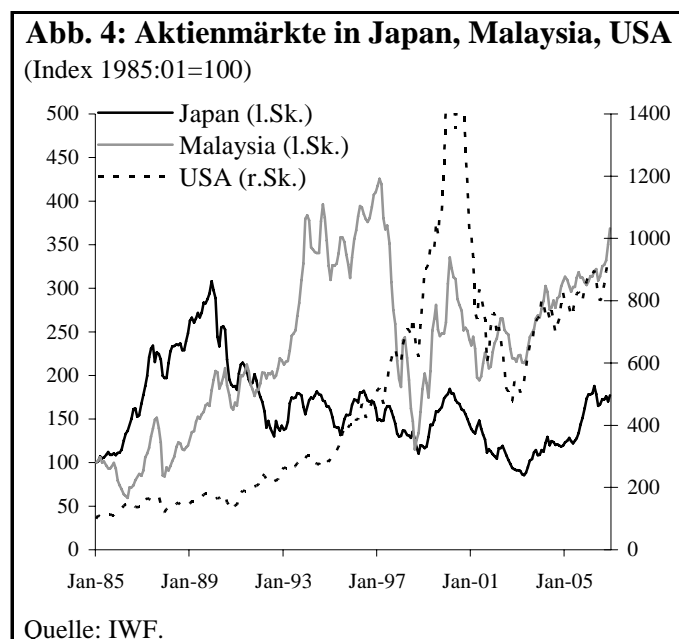
Obwohl Wicksell und Hayek in der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts ihre Modelle auf geschlossene Volkswirtschaften zugeschnitten haben, lassen sich diese auf die heutigen internationalen Kapitalmärkte übertragen, wo die Geldschöpfung in den großen Volkswirtschaften über die internationalen Kapitalmärkte das Zinsniveau in „Aufstrebenden Märkten“ trotz drohender Überhitzung niedrig hält. Da Ostasien in den letzten Jahrzehnten sehr gute wirtschaftliche Perspektiven aufzuweisen hatte, ist es nicht verwunderlich, dass gerade dort wiederholt spekulative Übertreibungen zu beobachten waren.

Die erste große Blase entstand Mitte der 80er Jahre in Japan in einer Phase der Euphorie bezüglich japanischer Exporterfolge, die sich in einem großen Handelsüberschuss gegenüber den USA widerspiegelten. Der Versuch, das Handelsungleichgewicht zwischen beiden Ländern durch eine starke Aufwertung des Yen (Plaza Abkommen im September 1985) und später durch eine expansive Geldpolitik Japans (Louvre Abkommen im Februar

1987) zu reduzieren (Schnabl 2000),

bildete die Grundlage der japanischen Bubble Economy.

Nachdem die japanische Zentralbank 1986 und 1987 sukzessive die Zinsen gesenkt hatte, um die Aufwertung abzdämpfen (Abb. 1), beflügelte die Liquiditätsausweitung auf dem Kapitalmarkt die Spekulation auf den Aktien- und Immobilienmärkten (Abb. 4). Zwischen 1984 und 1989 verdreifachten sich die Kurse an der



Tokioter Börse und der Grundstückswert des kaiserlichen Palastes näherte sich dem von ganz Kalifornien an (Schnabl und Starbatty 1998). Das Platzen der Blase im Dezember 1989 wurde wie im Modell Wicksells von der Zentralbank ausgelöst, die durch Zinserhöhungen die irrationale Euphorie auf den Anlagemärkten zu bremsen suchte (Abb. 1). Die Folge war nicht nur die verlorene Dekade der japanischen Volkswirtschaft in den 90er Jahren, sondern auch der Export der Blase in Japans kleine Nachbarstaaten. In Abb. 4 repräsentiert Malaysia den Anlagenboom in den ostasiatischen Tigerstaaten.

Die Bank of Japan begegnete der nachhaltigen Stagnation mit starken Zinssenkungen (Abb. 1), die zwar nicht die japanische Wirtschaft zurück auf den Wachstumspfad bringen konnten – da sie die Restrukturierung des maroden Finanzmarktsektors verzögerten (Starbatty 1999) – aber den *Carry Trade* beschleunigten. Die Not leidenden japanischen Finanzinstitute und internationale Hedge-Fonds nahmen in Japan zu niedrigen Zinsen Kapital auf, um es in den kleinen ostasiatischen Hochzinsländern anzulegen. Da die ostasiatischen Tigerstaaten den Wechselkurs gegenüber dem Dollar stabilisierten, schien das Risiko beschränkt.

In Indonesien, Korea, Malaysia, den Philippinen und Thailand begünstigen die internationalen Kapitalzuflüsse neue Übertreibungen, die 1997 in die Asienkrise mündeten (Abb. 4). Im Gegensatz zur japanischen Bubble wurde die Krise in Ostasien nicht durch die Zentralbanken ausgelöst. Wie bei Hayek (1976) begann der private Finanzsektor die Liquidität zu verknappen, als – nicht zuletzt wegen steigender Leistungsbilanzdefizite – das Vertrauen in das ostasiatische Wirtschaftswunder sank. Devisenmarktinterventionen gegen den Abwertungsdruck trieben die Zinsen in die Höhe. Schließlich stürzten die Währungen ab. Da die beträchtliche Auslandsverschuldung in ausländischer Währung denominated war, kam es unweigerlich zu Finanzmarktkrisen (McKinnon und Schnabl 2004), die nur mit Hilfe des IWF zu bewältigen waren. Es folgte ein schmerzlicher Prozess der strukturellen Bereinigung.

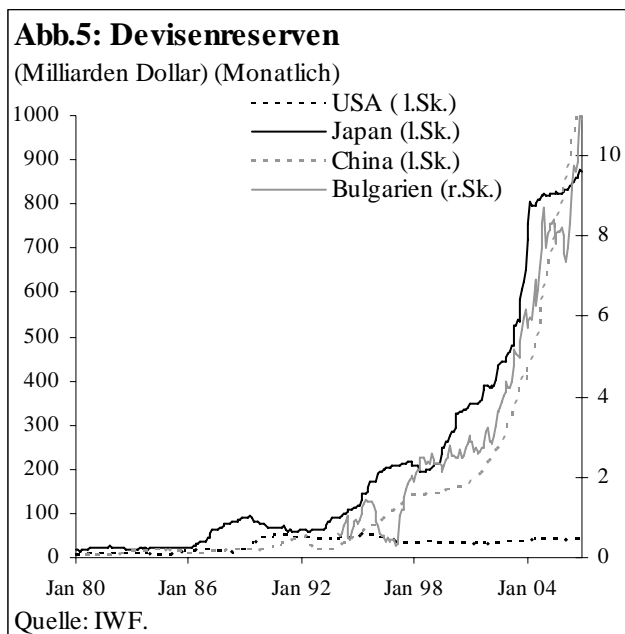
Die Asienkrise machte auch die Abhängigkeit zwischen der Finanzmarktstabilität in den Schuldner- (Tigerstaaten) und Gläubigerstaaten (Japan) deutlich (Schnabl und Starbatty 1998). Mit der Krise in Ostasien litten Japans Exporte und japanische Direktinvestitionen in der Region. Der japanische Bankensektor, der ohnehin unter einer immensen Last fauler Kredite litt, musste neue Kreditausfälle in Südostasien hinnehmen. Die Aktienkurse in Tokio begannen zu fallen. Die japanische Finanzmarktkrise fand mit dem Bankrott riesiger Finanzinstitute ihren Höhepunkt. Die wirtschaftliche Erholung Japans wurde auf Jahre zurückgeworfen und die Nullzinspolitik (und damit der *Carry Trade*) verfestigt.

5. Die Blasen in den sicheren Häfen

In Zeiten von Finanz- und Währungskrisen in Aufstrebenden Märkten sucht das Kapital Zuflucht in den sicheren Häfen der entwickelten Volkswirtschaften. Beflügelt von den Visionen des Internet-Zeitalters begannen die Kurse von Internet- und EDV-Unternehmen in den USA (Abb. 6) und Europa zu steigen. Yahoo und Google ließen die Unternehmen des alten Marktes als Zwerge erscheinen. Die Gewinne von Investmentbanken und Hedge-Fonds

blühten. Alan Greenspan sprach von „Irrationaler Überschwänglichkeit“, während er die Zinsen nur zögerlich erhöhte (Shiller 2000).

Die Überschwänglichkeit erreichte in den USA ihren Höhepunkt im März 2000. Da der Kursrutsch auf dem neuen Markt enorme Verluste für Banken und Hedge-Fonds (mit entsprechenden Ansteckungseffekten) erwarten ließ, senkte die Federal Reserve den Leitzins sehr schnell auf den historischen Tiefststand von nahe 1 Prozent (Abb. 1). Da die Europäische Zentralbank weit weniger die Zinsen senkte, mussten Banken und Unternehmen den Verlusten aus der Spekulation mit einschneidenden Restrukturierungen begegnen, die erst vor kurzer Zeit abgeschlossen wurden. Aus der Sicht Hayeks ist dieser Bereinigungsprozess die Grundlage für den derzeitigen Aufschwung im Eurogebiet.

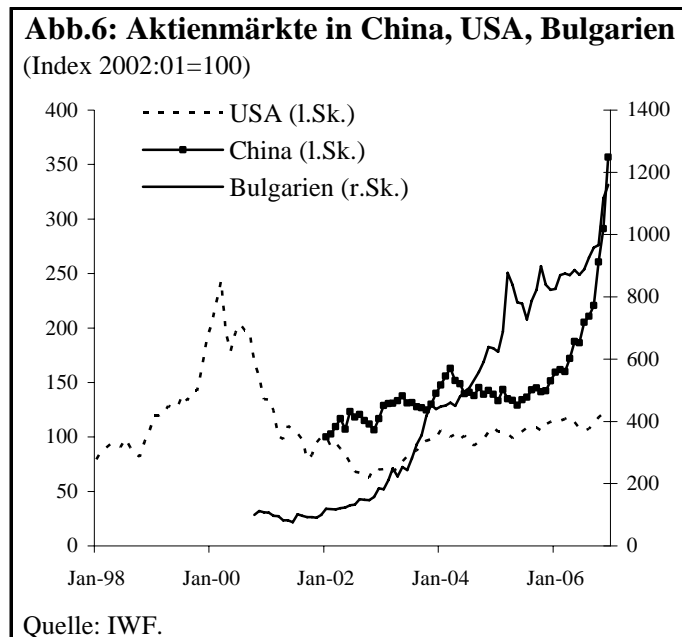


In den USA konnten die Finanzunternehmen hingegen die Verluste aus dem Platzen der New Economy-Blase durch neue Finanzgeschäfte kompensieren. Es entstand die immense US-Immobilienblase.

Das niedrige Zinsniveau in den USA in den Jahren 2001 bis 2005 hatte auch internationale Implikationen. Die expansive Geldpolitik brachte den Dollar unter Abwertungsdruck, da die privaten Anleger nach lukrativeren

Anlagemöglichkeiten (*hunt for yield*) in den Aufstrebenden Märkten suchten. Vor allem die ostasiatischen Staaten, die traditionell ihren Wechselkurs an den Dollar banden, akkumulierten rasant Dollarreserven (McKinnon und Schnabl 2004) (Abb. 5). Die daraus resultierende Geldmengenexpansion bildete den Nährboden für neue Boomphasen, nun mit Schwerpunkt auf China (Abb. 6).

Das niedrige Zinsniveau in den USA sowie die Zinssenkungen der Europäischen Zentralbank begünstigen ferner Kapitalzuflüsse nach Mittel- und Osteuropa, wo insbesondere in Ländern mit festen Wechselkursen – wie z.B. Bulgarien – die Devisenreserven (Abb. 5) sowie Aktien- und Immobilienpreise (Abb. 6) nach oben schossen. Die Kapitalzuflüsse spiegeln sich – wie im Falle der Asienkrise – in hohen Leistungsbilanzdefiziten wider.



Die Entwicklung verlangsamte sich, nachdem ab Sommer 2004 die Federal Reserve und seit Herbst 2005 die europäische Zentralbank die Zinsen erhöhten und Liquidität absorbierten (Abb. 1). Nach Hayek und Wicksell kommt es dann zum Umschwung, wenn das Zinsniveau wieder steigt und die zum niedrigen Zinsniveau getätigten Investitionen einer neuer Messlatte unterworfen werden. Entsprechend sind die

Erwartungen bezüglich China, Osteuropa und dem US-Immobilienmarkt instabil.

6. Ausblick

Vor allem die Sorge um die US-Immobilienmärkte hat die Zinserwartungen in den USA verändert (Economist 2007). Kommt die Rezession in den USA – was der nun Ex-Fed-Vorsitzende Alan Greenspan jüngst als möglich bezeichnet hat – dann könnte der Leitzins wieder sinken. Auch in Japan könnten die marginalen Zinserhöhungen bereits ihren Höhepunkt erreicht haben, da der politische Widerstand aufgrund der Fragilität der japanischen Wirtschaft wächst. Je expansiver die Geldpolitik in Japan und den USA, desto schwieriger wird es auch für die Europäische Zentralbank den Zins hoch zu halten, da bei steigenden Zinsdifferenzen der Aufwertungsdruck auf den Euro steigt. Dies könnte bedeuten, dass das weltweite Zinsniveau weiter sinkt.

Obwohl damit das Wachstum in den großen Volkswirtschaften stabilisiert würde, wären die langfristigen Perspektiven im Wesentlichen aus drei Gründen ungewiss. Erstens, führt die Politik des billigen Geldes in Reaktion auf platzende Spekulationsblasen zu Moral Hazard und einem größeren Anreiz zur Spekulation. Dies bedeutet höhere Volatilität. Zweitens, dürfte die erneute übermäßige Liquiditätszufuhr zu neuen Blasen führen, die wie Inflation mit höherer Unsicherheit und Umverteilung verbunden sind. Es liegt die Vermutung nahe, dass aufgrund von asymmetrischer Information im Aufschwung insbesondere Hedge-Fonds profitieren, während im Abschwung überwiegend die kleinen Anleger Verluste realisieren.

Drittens, muss nach Hayek den spekulativen Verwerfungen im Aufschwung die strukturelle Bereinigung im Abschwung folgen, um die Wirtschaft nachhaltig zurück auf den Wachstumspfad zu bringen. Werden Zinsen gesenkt, um Anpassungslasten zu verhindern, dann kann zwar eine Rezession vermieden werden, doch werden – wie in Japan – strukturelle Verkrustungen zementiert.

Langfristig ist eine Welt von fast kostenloser Liquidität und negativer Realzinsen nur schwer vorstellbar. Eine restriktivere Geldpolitik vor allem der Bank of Japan, aber auch der Federal Reserve scheinen deshalb auf die lange Frist unumgänglich. Spätestens dann treten die strukturellen Verzerrungen zu Tage, die das derzeit sehr niedrige Weltzinsniveau mit sich gebracht haben dürfte.

Literatur:

- Backe, Peter / Égert, Balazs / Zumer, Tina 2006: Credit Growth in Central and Eastern Europe. *ECB Working Paper* 687.
- Danne, Christian / Schnabl, Gunther 2007: A Role Model for China? Exchange Rate Flexibility and Monetary Policy Making in Japan. *Mimeo*.
- Economist 2007: The Trouble with the Housing Market. 24.3.2007, 11.
- Hayek, Friedrich 1976: Geldtheorie und Konjunkturtheorie, Salzburg.
- Kindleberger, Charles 2000: Manias, Panics, and Crashes. New York et al..
- McKinnon, Ronald / Schnabl, Gunther 2004: The East Asian Dollar Standard, Fear of Floating, and Original Sin. *Review of Development Economics* 8, 3, 331-360.
- Shiller, Robert 2000: Irrational Exuberance, Princeton University Press.
- Schnabl, Gunther / Starbatty, Joachim 1998: Im Strudel der japanischen Krise: Die Weltkonjunktur ist bedroht / Die Strukturprobleme Japans werden mit einem nachfragepolitischen Kraftakt zementiert. *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 22.08.1998, 13.
- Schnabl, Gunther 2000: Leistungsbilanz und Wirtschaftspolitik – das Beispiel Japan, Baden Baden.
- Schumpeter, Joseph 1997: Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung, Berlin.
- Starbatty, Joachim 1999: Geldpolitische Hygiene statt keynesianischer Hydraulik – Hayeks Konjunkturtheorie wird im Lichte der jüngsten Finanzkrisen wieder aktuell. *Handelsblatt* 16. März 1999, S. 53.
- Wicksell, Knut 2005: Geldzins und Güterpreise, FinanzBuch Verlag.
- Woodward, Bob 2000: Greenspan. Dirigent der Weltwirtschaft, Europa Verlag, Hamburg und Wien.