

EZB-Aktienkauf

Gedankenexperimente beenden!

Zeitungsberichten zufolge hat der scheidende EZB-Chef Mario Draghi 2019 seinen Fachabteilungen den Auftrag erteilt, alle Denkverbote fallen zu lassen: Was, so die Frage, soll die EZB tun, wenn Leitzinssenkungen verpuffen und die Volumina der Anleihekaufprogramme so groß werden, dass der EZB das Material ausgeht? Was tun, wenn ein weiterer Schock wie 2007 oder 2009 die Welt erschüttert?

Unter den als „heterodox“ beschriebenen Maßnahmen wird diskutiert, ob die EZB Aktien kaufen sollte. Theoretisch wirken solche Käufe über mehrere Kanäle: Steigende Aktienkurse erleichtern Kapitalgesellschaften die Finanzierung und verbessern über den Portfoliokanal die Finanzierungsbedingungen anderer Unternehmen, aber auch die Vermögenspositionen der Banken und damit deren Kreditvergabefähigkeit. Aktienkäufe könnten als langfristiges EZB-Signal Vertrauen schaffen. Allerdings wirft eine solche Politik einige Fragen auf, ganz abgesehen von der ordnungspolitischen Grundsatzfrage, ob die EZB Eigentümerin privater Unternehmen sein sollte.

Wenn die EZB Einzelaktien kauft, könnte sie zum Großaktionär einiger Unternehmen mutieren und müsste die delicate Frage beantworten, wie sie die damit verbundenen Stimmrechte ausübt. Darüber hinaus dürfte es Debatten darüber geben, welche Unternehmensanteile aus welchen Staaten die EZB kaufen sollte – theoretisch könnte sie über solche Käufe gezielte Industrie- und Regionalpolitik betreiben oder sich zumindest dem Vorwurf aussetzen, dies zu tun. Diese Überlegungen legen nahe, dass die EZB indexbasierte Aktienfonds (Exchange Traded Funds – ETF) kaufen sollte. Allerdings könnten diese Käufe die Effizienz von Aktienmärkten schwächen, da es auch darüber zu einer systematischen Bevorzugung großer Unternehmen käme. Deren Aktien werden nur wegen der Indexmitgliedschaft gekauft, unabhängig von der unternehmensbezogenen Produktivität oder Innovationsstärke. Die Informationsfunktion der Preise dürfte leiden, wenn zu viele Aktien aus geldpolitischen Gründen gekauft werden. Selbst wenn die Notenbank synthetische ETF kauft, also solche, die Aktienindizes nachbilden, anstatt die betreffenden Aktien tatsächlich zu halten, könnte die Informationsfunktion der Aktienpreise beeinträchtigt sein, wenn Investoren in größerer Zahl einer vorgegebenen Gewichtung der Aktien in den

Indizes folgen, anstatt informierte, fundamental ausgerichtete Entscheidungen zu treffen.

Zudem ist fraglich, ob die EZB solche Aktienkaufprogramme ohne weiteres beenden kann. Schon dessen Ankündigung könnte zu Kursrutschen führen, welche die EZB dazu zwingen könnten, wieder auf expansive Politik umzuschalten. Im widrigsten Fall gerät die EZB ins Schlepptau der Finanzmärkte, die kaum noch ein Umschalten auf restriktive Politik zulassen. Das Wissen der Investoren um die EZB in ihrer Rolle als „investor of last resort“ könnte ein riskanteres Verhalten der Investoren zur Folge haben. Es wäre die Wiedergeburt des legendären Greenspan-Put, an dessen Ende neue Vermögenspreisblasen lauern.

In der Praxis gibt es zwar Notenbanken, die Aktien kaufen – unter anderem die Zentralbanken der Schweiz, Israels, Tschechiens, der Slowakei und Dänemarks –, aber offiziell werden diese Käufe im Rahmen des Währungsmanagements getätigt. Die Hong Kong Monetary Authority hat 1998 Aktien gekauft, aber mit dem Ziel, den Wechselkurs der eigenen Währung zu verteidigen. Die chinesische Notenbank kaufte 2015 Aktien, um einen Ausverkauf am Aktienmarkt zu verhindern. Die Bank of Japan ist zurzeit die einzige Notenbank, die Aktienkäufe gezielt als Mittel der Geldpolitik einsetzt, um im Rahmen ihrer quantitativen und qualitativen Lockerung die Risikoprämie von Vermögenswerten zu reduzieren. Seit 2013 kauft sie ETF auf den Tokyo Stock Price Index (Topix) und den Nikkei 225-Index. Aktuell hält sie bei einer Bilanzsumme von 639 Billionen Yen Staatsanleihen im Wert von 500 Billionen Yen, Aktien im Wert von 33 Billionen und J-Reits (japanische Immobilienfonds) im Wert von rund 600 Mrd. Yen. Ende September 2019 hielt sie fast 80 % des japanischen ETF-Marktes, wenngleich sie nach eigenen Angaben über die ETF nur rund 5 % des heimischen Aktienmarktes innehatte. Studien zeigen, dass die Bank of Japan die Aktienkurse positiv beeinflusst, allerdings scheint dieser Effekt schwach zu sein und mit der Zeit zu verblassen. Eine Studie zeigt, dass die Politik der Bank of Japan dazu führt, dass die Unternehmen die günstigen Kurse für die Beschaffung von Eigenkapital nutzen, allerdings steigern sie nicht ihre Investitionstätigkeit, sondern erhöhen vor allem Barbestände und kaufen kurzfristige Vermögenswerte. Unter dem Strich ist damit die Frage offen, ob die Aktienkäufe der Bank of Japan zu höheren Unternehmensinvestitionen und steigendem Output führen. Gemessen an den Risiken dieser Politik sind das wenig versprechende Aussichten – die EZB sollte diese Gedankenexperimente besser beenden.

© Der/die Autor(en) 2020. Open Access: Dieser Artikel wird unter der Creative Commons Namensnennung 4.0 International Lizenz (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.de>) veröffentlicht.

Open Access wird durch die ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft gefördert.

Hanno Beck, Aloys Prinz
Hochschule Pforzheim,
Westfälische Wilhelms-Universität Münster
hanno.beck@hs-pforzheim.de