

Vermögensblasen und Bankenkrisen: Risikowachstum oder Wachstumsrisiken?

Michael Dauderstädt ¹

In kapitalistischen Marktwirtschaften ergibt sich das Wachstum aus Investitionen, die von den Gewinnerwartungen der Investoren abhängen. Dabei vergleichen die Investoren die erwarteten Erträge mit den Kreditkosten der Finanzierung. Da es sich um Erwartungen bezüglich zukünftiger Marktergebnisse handelt, spielen die Risiken eine große Rolle. Die Kreditgeber verlangen höhere Zinsen für höhere Risiken. Der letzte Kreditgeber ist die Zentralbank, für deren Verhalten das Inflationsrisiko ausschlaggebend ist. Hält sie das Kreditwachstum in der Wirtschaft für inflationär, bremst sie es durch eine restriktive Geldpolitik.

EZB und Fed – unterschiedliche Aufträge, unterschiedliche Ergebnisse

Notenbanken müssen immer abwägen, wie groß die realen Wachstumchancen ihrer Volkswirtschaften sind. Schätzen sie diese hoch ein, so können sie eine expansive Geldpolitik betreiben, ohne Inflation befürchten zu müssen. Das Wachstum hängt vom Faktoreinsatz (vor allem Beschäftigung) und von der Produktivitätsentwicklung ab. So lange Arbeitslosigkeit herrscht, steht einer wirtschaftlichen Expansion eigentlich nichts im Wege. Bei Vollbeschäftigung reduziert sich das mögliche Wachstum auf die Produktivitätssteigerung. Aber dazwischen liegen große Spielräume.

Auf einen Blick

Geldpolitik und Finanzmarktregulierung steuern das zukünftige Wachstum, indem sie die Wahrnehmung der Risiken beeinflussen.

Die USA haben ihr hohes Wachstum mit unterschätzten Risiken erkaufte, Europa relative Stabilität mit geringerem Wachstum. In den Weltfinanzmärkten globalisieren sich aber Risiken leichter als das Wachstum. Wohlstand für alle braucht eine dynamische Geldpolitik und klare Regeln für die Finanzmärkte.²

Bei dieser Gratwanderung folgen die Europäische Zentralbank (EZB) und die Fed(eral Reserve), die US-amerikanische Zentralbank, unterschiedlichen gesetzlichen Aufträgen. Während die EZB vor allem die Preisstabilität sichern soll und weitere Ziele des EU-Vertrages wie etwa Wachstum und Beschäftigung nur nachrangig anstrebt, haben diese Ziele für die Fed die gleiche Priorität. In der Praxis hat sich das in den letzten 10 Jahren so ausgewirkt, dass die Fed angesichts von Wachstumsrisiken die Zinsen rasch gesenkt hat, während die EZB vor allem versuchte, möglichen Preissteigerungen frühzeitig Grenzen zu setzen. Im Ergebnis wiesen die USA deutlich höhere Wachstumsraten und eine niedrigere Arbeitslosigkeit als die Eurozone auf.

Dabei haben die beiden Notenbanken auf unterschiedliche Entwicklungen in ihren Volkswirtschaften reagiert. Die EZB war mit einer regional uneinheitlichen Entwicklung in der Eurozone konfrontiert. Einige Länder (z.B. Irland, Spanien) zeigten starkes Wachstum, verbunden mit schnell steigenden Hauspreisen. In anderen Mitgliedstaaten wie Deutschland war die Wirtschaft zeitweise schon einer Deflation nahe. Die USA wiesen dagegen schon seit 1992 ein relativ starkes Produktivitätswachstum und steigende Beschäftigung auf. Die Inflation auf den Gütermärkten hielt sich zugleich in engen Grenzen, während die Vermögenspreise zuerst im IT-Boom und dann im Immobilienboom stark anstiegen. Als Ursache für die sinkende Inflationsneigung auf den Gütermärkten konnte man die Globalisierung mit dem hohen Wachstum billiger chinesischer und osteuropäischer Konkurrenz und der damit verbundenen Abschwächung der Marktmacht der Gewerkschaften in den USA und Europa vermuten. Die Fed hat aus solchen und ähnlichen Überlegungen heraus weniger restriktiv operiert. Außerdem erforderten 2000/2001 das Platzen der dot.com-Blase und der Schock des 11. September entschlossenes Krisenmanagement.

Heute, nach der Subprime-Krise und angesichts einer drohenden Rezession, erscheint die Politik der Fed in einem weniger rosigen Licht. Die Eurozone wirkt dagegen (noch) relativ stabil mit erneutem Wachstum in Deutschland. Die wirklich bessere Politik erweist sich aber erst in der längerfristigen Perspektive, wie man vor allem am Beispiel Japans sehen kann, dessen furiose Aufholjagd 1990 nach dem Platzen einer Vermögens-

blase praktisch zum Stillstand kam. Die japanische Krise hat sicher auch die Politik von EZB und Fed beeinflusst. Aber hat die Fed dadurch nicht die Krise von 2007 heraufbeschworen? Einige Beobachter wie David Milleker vermuten, dass sie in der Absicht, nach dem Platzen der IT-Blase 2001 eine Deflation nach japanischem Muster zu vermeiden, den Immobilienboom begrüßt habe. Andere wie Peter Spahn weisen allerdings darauf hin, dass die Fed schon seit 2004 die Zinsen wieder angehoben hatte und die Subprime-Blase trotzdem munter weiter anschwoll.

Im Kern zeigt sich, dass Notenbanken gegenüber den Kapitalmärkten nur einen begrenzten Spielraum haben. Zinsveränderungen um einige Prozentpunkte scheinen zwar auf Märkten, die in Basispunkten (Hundertstel Prozent) rechnen, hoch zu sein, bleiben aber angesichts von Renditeerwartungen im zweistelligen Bereich weitgehend wirkungslos. Gleichzeitig waren sie angesichts der massiven Liquiditätsengpässe gezwungen, mit riesigen Beträgen zu intervenieren, um wichtige Banken und damit das gesamte Finanzsystem vor dem Zusammenbruch zu bewahren. Letztlich kommt daher der Finanzmarktregulierung die Hauptverantwortung für die Vermeidung von Vermögenspreisblasen zu.

Die Regulierung der Vermögensmärkte

Auf den Kapitalmärkten werden Erwartungen gehandelt. Vermögenstitel sind Ansprüche auf künftige Erträge. Mit der vor allem in den letzten Jahrzehnten zunehmenden Komplexität der Finanzprodukte haben sich die Werte immer weiter von der realen Wirtschaftsentwicklung entfernt. Es werden nicht nur Erwartungen gehandelt, sondern Erwartungen von Erwartungen von Erwartungen. Erfahrungsgemäß unterliegen derartige Bewertungen dann starken Schwankungen und überzogenen Hoffnungen und Befürchtungen, die von den Investoren im Herdentrieb verstärkt werden. Die daraus resultierenden Blasen und Krisen haben nicht nur Folgen für die Spekulanten und Vermögensbesitzer, sondern auch für die Realwirtschaft, wie der Fall Japan besonders dramatisch illustriert.

Die Politik und die Marktteilnehmer selbst haben auf die diversen historischen Krisen mit dem Versuch der Regulierung bzw. Selbstregulierung rea-

giert. Ratingagenturen sollen die Risiken einzelner Vermögen (von Staatsschulden über das Kapital privater Firmen bis zu Derivaten) bewerten, Banken in Abhängigkeit von der Risikostruktur ihrer Bilanzen Liquiditätsreserven und Eigenkapital vorhalten. Die Erfahrung der jüngsten Krise zeigt aber, dass es einen Wettlauf zwischen den Innovationen der Finanzmarktakteure und den Regulierungsversuchen gibt, bei dem die letzteren immer hinterherhinken. Im Rahmen der Subprime-Krise haben die Banken zudem gezielt über Zweckgesellschaften (conduits) versucht, Risiken aus ihren Bilanzen zu entfernen.

Seit Herbst 2007 sind seitens der EU, des Forums für Finanzstabilität, der Wertpapieraufsichtsbehörden und vieler anderer öffentlicher und privater Regulierungsinstanzen Schritte vorgeschlagen und partiell vollzogen worden, die eine Wiederholung der Subprime-Krise verhindern sollen. Mit Recht wurde darauf hingewiesen, dass die privaten Akteure nicht einerseits auf die Unterstützung durch die Zentralbanken setzen können, sich andererseits aber präventiven Maßnahmen entziehen. Allerdings kann es auch nicht darum gehen, wichtige Funktionen der Finanzmärkte durch ein zu enges Korsett zu behindern. Eine rasche Reallokation von Kapital, um Angebotsengpässe zu überwinden, liegt sicher im Interesse der ganzen Wirtschaft. Bisher schrecken die Verantwortlichen aber vor klaren Regulierungsoptionen wie etwa Verschärfungen der Eigenkapitalunterlegungspflichten, assetspezifischen Mindestreservforderungen oder Kreditplafondierungen zurück. Die Selbstregulierung der Finanzmarktakteure stellt jedoch keine Alternative dar, da sie letztlich immer wieder an der Dominanz kurzfristiger einzelwirtschaftlicher Interessen scheitert.

Leider sorgt die marktgesteuerte Kapitalverteilung nicht dafür, dass die gesellschaftlichen Bedarfe wirklich optimal befriedigt werden. Zwar haben auch die problematischen Finanzströme der letzten Jahre positive Effekte gebracht, indem sie armen Amerikanern (zumindest vorübergehend) eine bessere Wohnung oder ärmeren Mitgliedstaaten der Eurozone rasche Aufholprozesse ermöglichten. Aber diese Effekte sind nicht nur durch die inzwischen absehbaren Korrekturen gefährdet, sondern eher zufällige Nebenerscheinungen. Investitionen in die Lebensbedingungen der Armen oder in die Umwelt gehören mangels

kaufkräftiger Nachfrage eher zu den Blindstellen der Kapitalmärkte.

Die Rolle der öffentlichen Banken

Nicht zuletzt aus diesen Gründen haben die meisten Länder öffentliche Banken etabliert, um die Kapitalversorgung für Projekte zu sichern, die zwar im Interesse der Allgemeinheit, aber nicht so kurzfristig hochrentabel sind, dass sich private Investoren ihrer annehmen. Aus einer ähnlichen Logik sind Genossenschaftsbanken entstanden, in denen sich Sparer und Investoren zusammenfanden, an denen die großen Kapitalmarktakteure wenig Interesse zeigten. Im Gegenzug, gewissermaßen als Entschädigung für die eingeschränkte Gewinnorientierung, gewährte der Staat (Zentralstaat, Länder und Kommunen) Bürgschaften oder Kapitalbeteiligungen, die es den öffentlichen Banken erlaubten, sich zu günstigen Bedingungen auf dem Kapitalmarkt zu refinanzieren.

Unterm Strich soll aber auch der öffentliche Bankensektor Überschüsse erzielen. Die staatlichen Teilhaber wollen nämlich ihre Haushalte nicht mit ständigen Subventionen belasten, sondern eher aus den Überschüssen weitere dem Gemeinwohl förderliche Projekte finanzieren (z.B. die umfangreiche Sponsorentätigkeit der Sparkassen). Der Unterschied zum privaten Kreditgeber liegt also in der anderen Risikoperzeption (z.B. Vertrauen in lokale Kunden) oder einer längerfristigen Perspektive. Dass sich das rechnen kann, belegen z.B. Mikrokreditgeber wie die Grameenbank.

Es kann sicher auch mal schief gehen, aber generell weisen die öffentlichen Banken auch in der jüngsten Finanzmarktkrise keine viel schlechtere Leistung auf als private Finanzinstitute, von denen die meisten erhebliche Wertberichtigungen vornehmen mussten. Problematisch ist jedoch, wenn die öffentlichen Banken ihr Geschäft nicht da suchen, wo der private Sektor sich nur zögerlich engagiert, sondern eher dessen Herdentrieb folgen – im schlimmsten Fall bis in die Krise. Eine klare Trennung der Geschäftsmodelle im öffentlichen und privaten Bankensektor würde auch die wettbewerbspolitische Lage entschärfen, die sich durch die zunehmenden Kompetenzen der EU in diesem Bereich ergeben hat.

Globale Märkte, nationale Politik

Ausländische Direktinvestitionen und grenzüberschreitende Kredite haben in den letzten Jahrzehnten deutlich rascher zugenommen als der internationale Güterhandel, ganz zu schweigen von der globalen Wertschöpfung. Auf den globalen Märkten spielen nicht nur die jeweiligen Ertragsersparungen in nationaler Währung, sondern auch die Erwartungen von Wechselkursveränderungen eine entscheidende Rolle.

Durch die Öffnung der Kapitalmärkte haben sich vielen Beteiligten neue Chancen eröffnet. So konnten die USA ihr Leistungsbilanzdefizit über längere Zeiträume zu günstigen Konditionen finanzieren. Aufstrebende Volkswirtschaften wuchsen auch dank des Zustroms von ausländischen Investitionen. Umgekehrt konnte China gewaltige Zahlungsbilanzüberschüsse so anlegen, dass der Aufwertungsdruck auf die eigene Währung gering blieb. Aber auch die Risiken wuchsen. Die Renditeerwartungen globalisierten sich ebenfalls. Wenn Investoren bei scheinbar ähnlichem Risiko in bestimmten Sektoren oder Ländern höhere Erträge erwirtschaften können, geraten weniger ertragreiche Unternehmen und Projekte unter Anpassungs- oder Übernahmepressur. Was aus marktliberaler Sicht effizientere Allokation ist, entpuppt sich aber oft als Umverteilung oder riskante Spekulationsblase.

Die nationale Politik kann den auf den globalen Märkten geprägten Erwartungen nur bedingt ausweichen. Die eigenen Investoren, Unternehmen und Haushalte wollen von den internationalen Anlagemöglichkeiten ebenfalls profitieren. Dazu zählen nicht nur die reichen Vermögensbesitzer, sondern immer mehr Durchschnittsverdiener, oft in Gestalt von Fonds, die ihre Ersparnisse zur Alterssicherung angesichts immer dürftigerer sozialstaatlicher Absicherung verwalten. Diese Anleger scheuen oft die realen Investitionen in einheimisches Wachstum und Beschäftigung, wenn anderswo eine höhere Rendite lockt. Nur können nicht alle auf der Welt dieses

Spiel mitspielen. Letztlich können sich die Erträge im Finanzsektor nicht allzu weit und allzu lange von denen der realen Weltwirtschaft entfernen. Krisen sind daher der übliche, aber kostspielige Weg, mit dem überzogene Erwartungen wieder auf den Boden der Tatsachen gebracht werden. Die Krisenkosten tragen aber oft nicht die Gewinner der Blasen, sondern Steuerzahler und Kleinanleger.

Petition: Mehr Dynamik, weniger Ungleichheit

Eine Geldversorgung, die Wohlstand für alle ermöglicht, sollte einerseits eine günstige Finanzierung realer Investitionen ermöglichen. Dazu dient eine weniger einseitige Stabilitätsfixierung, also mehr nach Art der US-amerikanischen Fed als nach Art der ehemaligen Deutschen Bundesbank. Reale Investitionen bringen mehr Beschäftigung und höhere Produktivität. Nur aus deren Wachstum können die Erträge der Investoren kommen. Wer da mehr erwartet, denkt offensichtlich weniger an reale Wertschöpfung als an massive Umverteilung. Mit ihr wachsen aber einseitig die Vermögen weiter, die immer mehr unrealistische Erträge erwarten und auf der Suche danach das System weiter destabilisieren.

Eine gerechtere Verteilung der Erträge stabilisiert dagegen die Nachfrage und damit letztlich auch das langfristige Wachstum, das die Investoren ebenso wünschen wie die Beschäftigten und Konsumenten. Einer solchen nachhaltigen Entwicklung dienen Institutionen und Regulierungen, die das Kapital in volkswirtschaftlich sinnvolle Verwendungen lenken. Ein mehrsäuliges Bankensystem aus öffentlichen und privaten Instituten kann dazu beitragen. Eine staatliche Finanzmarktaufsicht, die von den Interessen der Investoren unabhängiger ist als die dominanten privaten Ratingagenturen und ausreichend Biss hat, sollte die Auswüchse verhindern, deren Bereinigung doch wieder den Staat und die Steuerzahler verlangt.

1 Dr. Michael Dauderstädt ist Leiter der Abteilung Wirtschafts- und Sozialpolitik der Friedrich-Ebert-Stiftung, Bonn.

2 Der Autor dankt Harald Hagemann und Markus Schreyer für die kritische Durchsicht einer ersten Fassung und den Referenten der Tagung „Kapitalmärkte, Banken und die Rolle der Politik“ des Kocheler Kreises für Wirtschaftspolitik am 13.–14. Juni 2008 in Berlin, auf deren Beiträge sich dieser Aufsatz stützt. Für weitere Informationen zum Kocheler Kreis siehe auch: <http://www.fes.de/wiso>