

Geld- oder Finanzsektorpolitik: Wer trägt die Hauptschuld an der Finanzkrise?

Adalbert Winkler¹

Auf einen Blick

Weltweit haben in den letzten Wochen Regierungen und Notenbanken ihre Bemühungen zur Stabilisierung der Finanzmärkte verstärkt. Parallel zum aktuellen Krisenmanagement hält die Diskussion um die Ursachen der Krise an. Ein Schwerpunkt ist dabei die Frage, ob eine zu laxe Finanzsektorpolitik oder eine zu expansive Geldpolitik die Hauptschuld an den Verwerfungen tragen. Im folgenden Beitrag werden Argumente vorgestellt, die vor allem Änderungen in der Finanzsektorpolitik nahelegen.

Fast fünfzehn Monate nach Ausbruch der Finanzkrise fällt auf, dass bei der Analyse der Krisenursachen der ursprüngliche Fokus auf die Schwachstellen im Finanzsektor selbst durch eine immer längere Liste von potentiellen Krisenauslösern ersetzt wird. Dazu gehören neben populistischen Ansätzen, die auf die „Gier“ der Finanzmarktteilnehmer abzielen, auch makroökonomische Faktoren, wie z.B. das hohe Leistungsbilanzdefizit der USA und die globalen Ungleichgewichte oder die US-Geldpolitik. Letzterer wird vorgeworfen, durch einen zu expansiven Kurs in den Jahren 2003 – 2005 die Krise mit verursacht zu haben. Zu niedrige Zinsen haben einen Immobilienboom ausgelöst und damit den Finanzmarktteilnehmern erst den Anreiz gegeben, über eine verstärkte Aufnahme von Fremdkapital Gewinne „hochzuhebeln.“² Im Jahresbericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich wird daher nahe gelegt, dass die Schwierigkeiten am US-Subprime-Markt nicht Ursache, sondern lediglich Auslöser sämtlicher nachfolgenden Störungen sind.

Richtig ist, dass monokausale Erklärungsansätze in einer globalisierten Volkswirtschaft mit interdependenten Märkten zu kurz greifen. Unbestritten ist auch, dass die Federal Reserve Anfang dieses Jahrzehnts auf das Platzen der Internetblase und den Konjunkturreinbruch mit einer scharfen Zinssenkung und einer langen Phase sehr niedriger Zins-

sätze reagierte, um bei niedrigen Inflationsraten Wachstum und Beschäftigung zu stützen. Aber bedeutet dies, dass die US-Geldpolitik die Krise mit verursacht hat, und wenn ja, zu welchem Anteil?

Die Zinspolitik der Federal Reserve

Für die These einer zu expansiven Geldpolitik als Krisenverursacher spricht, dass der kurzfristige Realzinssatz in den USA – gemessen als Tagesgeldsatz abzüglich der Inflationsrate – von Mitte 2002 bis Ende 2005 negativ war, zeitweise sogar ein Niveau von -2% erreichte. Es ist daher nicht erstaunlich, dass die Kreditvergabe in den USA unter diesen Bedingungen stark anzog, was sicher auch ein Ziel der geldpolitischen Bemühungen war.

Auf eine zu expansive Geldpolitik deutet auch ein Vergleich des kurzfristigen US-Realzinssatzes mit jenem Zins hin, der sich aus einer strikten Anwendung der sogenannten Taylor-Regel ergeben hätte.³ Dabei zeigt sich, dass der kurzfristige US-Realzinssatz zwischen 2002 und 2006 deutlich niedriger als der Taylor-Zins war. Allerdings gilt dies nicht nur für die Vereinigten Staaten, sondern auch für das Eurowährungsgebiet, wenngleich in geringerem Umfang.⁴

Schwerer fällt es, eine übermäßig expansive US-Geldpolitik abzuleiten, wenn man von der Instrumenten- auf die Zielebene wechselt. Zwar lag die US-Inflationsrate in den Jahren 2004–2006 im Durchschnitt um knapp einen Prozentpunkt höher als im Eurowährungsgebiet. Allerdings kann dies darauf zurückgeführt werden, dass die Federal Reserve – im Gegensatz zur Europäischen Zentralbank – nicht nur dem primären Ziel der Preisniveaustabilität, sondern auch dem Wirtschaftswachstum verpflichtet ist. Folglich handelt es sich hierbei auch nicht um ein neues Phänomen: Seit 1982 ist in den USA in Perioden eines konjunkturellen Aufschwungs eine etwas höhere Inflationsrate als in Europa (vor 1999: in Deutschland) zu beobachten.

Die These einer zu expansiven Geldpolitik wird daher auch nicht an der Entwicklung der Inflationsrate, sondern an der Entwicklung der Aktivpreise, insbesondere des rasanten Anstiegs der Immobilienpreise in den USA, festgemacht. Dieser begünstigte die massive Vergabe zweitklassiger Hypothekenkredite, da steigende Hauspreise die entscheidende Grundlage für die Erwartung der Kreditgeber und -nehmer darstellte,

dass diese Kredite bedient werden können.⁵ Ein frühzeitiges zinspolitisches Gegensteuern – so der Vorwurf – hätte diesen Preisanstieg und damit das spätere Platzen der Blase mit ihren gravierenden Folgen für die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte verhindern können.

Leitlinien der US-Finanzsektorpolitik

Der Vorwurf, nicht rechtzeitig auf den Anstieg der Vermögenspreise reagiert zu haben, trifft einen Kernbestandteil der geldpolitischen Überlegungen der Federal Reserve: Vermögensblasen können nicht präventiv bekämpft werden. Denn einerseits besteht keine ausreichende Diagnose-sicherheit bei ihrer Identifizierung, andererseits ist das Zinsinstrument zu stumpf, um spekulative Preisbewegungen zu konterkarieren, sofern Zinsänderungen im Rahmen der bisher üblichen Trippelschritte erfolgen.⁶ Finanzkrisen, sofern sie auftreten, können von der Geldpolitik daher nicht verhindert, sondern müssen durch eine entsprechend expansive Politik aufgefangen werden. Dies ist unproblematisch, solange Krisen mit einer Überschußnachfrage nach Liquidität und einem Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität einhergehen, also kein trade-off zwischen Sicherung von Finanzsektor- und Preisniveaustabilität entsteht.

Finanzkrisen sind jedoch die Ausnahme und nicht die Regel. Denn normalerweise gelten das Finanzsystem und Finanzinnovationen, gerade auf den Kapitalmärkten, als Wachstumsmotor, weil sie eine effizientere Allokation der Ressourcen und Risiken ermöglichen. Die US-Geldpolitik wird deshalb seit langem von zwei weiteren Thesen zur Finanzsektorpolitik ergänzt:

1. Regulierungen des Finanzsektors verhindern Effizienzgewinne und sind wachstumsschädlich.
2. Regulierungen des Finanzsektors sind ineffektiv, da die Finanzmarktteilnehmer früher oder später eine Möglichkeit finden, diese zu umgehen.⁷

Bei der Diskussion um die Ursachen der jüngsten Finanzkrise werden diese Thesen jedoch oft vernachlässigt, obwohl sie angesichts der höheren Regulierungsdichte in Europa – neben der Zinspolitik selbst – einen weiteren zentralen Unterschied zwischen den USA und Kontinentaleuropa darstellen. Unterschiede in der Ausgestaltung der Finanzsektorpolitik sind aber von großer Bedeutung, wenn es Anhaltspunkte dafür gibt, dass

bei besser regulierten Finanzsystemen selbst eine vergleichsweise expansive Geldpolitik nicht notwendigerweise in einer Finanzkrise enden muss.

Das Beispiel Spanien

Diese Überlegung lässt sich am Beispiel von Ländern illustrieren, in denen ähnliche monetäre Bedingungen zu beobachten waren wie in den USA. Eines dieser Länder ist Spanien. So war der kurzfristige Realzinssatz in Spanien zwischen 1999 und 2007 über weite Strecken ebenfalls negativ und lag zeitweise sogar unter dem Niveau des kurzfristigen US-Realzinses. Zu vermuten ist auch, dass der kalkulatorische Taylorzins für Spanien über dem der EWU insgesamt gelegen haben dürfte. Insgesamt spricht also viel dafür, dass das von der EZB für das Eurowährungsgebiet festgelegte Zinsniveau für Spanien zu niedrig war. Diese Feststellung ist kein Vorwurf an die europäische Geldpolitik, sondern reflektiert die schlichte Tatsache, dass die EZB sich in ihrer Zinspolitik an den Verhältnissen im gesamten Währungsgebiet orientiert.

Wie in den USA förderte dieses monetäre Klima eine starke Ausweitung der Kreditvergabe, insbesondere bei der Immobilienfinanzierung. Parallel dazu zogen die Immobilienpreise deutlich an. Schließlich stieg die Schuldenlast der privaten Haushalte erheblich. Im Jahr 2006 erreichte sie US-Niveau.⁸ Allerdings ist in Spanien bisher lediglich ein Rückgang des Preisanstiegs, aber noch kein Rückgang der Preise von Immobilien zu beobachten. Entsprechend fallen die Solvenzprobleme der Hypothekenschuldner in Spanien (noch?) vergleichsweise gering aus. Es ist daher nicht verwunderlich, dass die Finanzkrise ihren Ursprung nicht in Spanien, sondern in den USA hatte.

Finanzsektorpolitik und Finanzkrise

Erhebliche Unterschiede zwischen den USA und Spanien bestehen jedoch auch in der Finanzsektorpolitik. In Spanien ist der Finanzsektor einer erheblich stärkeren Regulierung und einer konsequenteren Aufsicht durch die spanische Notenbank unterworfen. Dazu zählen auch Vorschriften, die eine hohe Qualität der Kreditvergabe sicherstellen sollen. Hypothekenkredite wurden zwar ebenfalls massiv verbrieft, allerdings überwiegend zum Zweck der Refinanzierung der Kredite, die somit in den Bankbilanzen blieben und nicht in Zweckgesellschaften transferiert wurden. Ein Risikotransfer an die Kapitalmärkte fand nur begrenzt statt: Die spanischen

Banken hielten am Buy-and-hold Modell fest, während in den USA das Originate-to-distribute Modell zunehmend an Bedeutung gewann.⁹

In Spanien besteht daher ein vergleichsweise hohes Maß an Transparenz über die Solvenzrisiken von Kreditnehmern und Banken. Die Finanzkrise brach jedoch in den USA aus, weil aufgrund asymmetrischer Informationsverteilung zwischen den ursprünglichen Kreditnehmern und den letztendlichen Haltern der strukturierten Wertpapiere Intransparenz über die Qualität der Papiere herrschte. Sinkende Immobilienpreise lösten Zweifel an der Solvenz aller Wertpapiere aus, die mit zweitklassigen Hypotheken unterlegt waren.¹⁰ Die Unsicherheit der Investoren, ob sie ihr Geld zurückbekommen würden, führte dann zu einem Verkaufsdruck, der letztlich in einem klassischen „run“ endete: Alle wollten die Papiere verkaufen, niemand wollte kaufen, so dass der Markt zusammenbrach. Da diese Papiere auch von Banken gehalten wurden, sprang die Unsicherheit auf den Geldmarkt über, der nach dem Konkurs von *Lehmann Brothers* dann ebenfalls fast vollständig zum Erliegen kam.

Insofern handelt es sich bei der Finanzkrise um eine klassische Liquiditätskrise, die von einem makroökonomischen Solvenzschock, dem Rückgang der Immobilienpreise, ausgelöst worden war. Ein solches Krisenmuster ist klassisch, weil es bereits im 19. Jahrhundert zu beobachten war, bevor überhaupt Geldpolitik betrieben wurde.¹¹ Im Gegenteil, im konkreten Fall der USA wurde die Federal Reserve 1913 mit genau dem Zweck gegründet, in solchen Fällen für ein „elastisches Geldangebot“ zu sorgen.

Richtig ist daher: Eine expansive Geldpolitik hat einen starken Kreditzyklus ausgelöst. Dieser neigt in der Boomphase stets zu Übertreibungen. Dies war auch diesmal der Fall, so dass in den USA – als die Geldpolitik restriktiver wurde, das Wirtschaftswachstum zurückging und die Häuserpreise zu fallen begannen – gravierende Solvenzprobleme entstanden. Eine laxere Regulierung der Finanzmärkte und negative Anreizwirkungen des Originate-to-distribute Modells haben diese Entwicklung begünstigt.¹²

Ein im Vergleich zu früheren krisenhaften Entwicklungen an den Finanzmärkten (Kurssturz an den Börsen 1987, LTCM-Krise 1998, Platzen der Internetblase 2000) neues Element ist dagegen die Liquiditätskrise und das bank-run ähnliche Verhalten der Marktteilnehmer. Sie sind direkt

auf den Aufstieg des Originate-to-distribute Modells zurückzuführen, weil es die Asymmetrie in der Informationsverteilung zwischen ursprünglichen Kreditnehmern und den (letztendlichen) Haltern der Forderungen (hier: die Besitzer der strukturierten Wertpapiere) erzeugte. Im alternativen Buy-and-hold Modell kennen die Kreditgeber ihre Kreditnehmer und beobachten sie während der Kreditlaufzeit. Dies schützt die Banken nicht vor Kreditausfällen als Folge rückläufiger Immobilienpreise. Aber zwei Faktoren erschweren das Überschwappen von einer Solvenzkrise in eine allgemeine, das ganze – und über die internationale Finanzintegration – globale Finanzsystem erfassende Liquiditätskrise: (1) Die Höhe der Ausfälle ist bekannt. (2) Banken können Ausfälle bei Hypothekenkrediten leichter tragen, sofern sie diversifizierte Kreditportfolios halten, also auch Kredite im Bestand haben, deren Qualität vom Rückgang der Immobilienpreise weitgehend unberührt bleibt.

Krisenanalyse: Grundsätzliche Interdependenzen zwischen Geld- und Finanzsektorpolitik beachten

Es fällt schwer, das Originate-to-distribute Modell als Folge einer zu expansiven Zinspolitik auszuweisen. Vielmehr kann umgekehrt argumentiert werden, dass die skizzierten Entwicklungen im Finanzsektor eine stabilitätsgerechte Geldpolitik erheblich beeinträchtigen. Denn in Phasen einer notwendigerweise restriktiven Geldpolitik, wie z.B. zwischen 2005 und 2007, erhöhen sie die Gefahr, dass der Restriktionskurs nicht nur in einem wünschenswerten Nachlassen der real-

wirtschaftlichen Aktivität, sondern in der Finanzkrise endet, weil die deregulierten Finanzmärkte – wie bereits erwähnt – nur sehr bedingt auf das Zinssignal reagieren. Diese Erkenntnis ist nicht neu, sondern wurde bereits nach der ersten Dekade der Ende der siebziger Jahre vollzogenen Deregulierungsmaßnahmen diskutiert.¹³

Die Analyse der Krisenursachen wird in den nächsten Monaten intensiviert werden. Es ist zu hoffen, dass bei der Untersuchung der Rolle der Geldpolitik als möglicher Krisenverursacher die begrenzten Wirkungsmöglichkeiten der Geldpolitik zur Bekämpfung von Fehlentwicklungen im Finanzsektor sowie alle Interdependenzen zwischen Geldpolitik und Finanzsektorentwicklung thematisiert werden. Ziel muss es jetzt sein, den Kreditzyklus zu stabilisieren und nicht, ihn abzuschaffen. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund der zu erwartenden Periode niedriger Zinsen, die dieser Finanzkrise wohl wieder folgen wird. Dazu ist vor allem eine Neuorientierung der Finanzsektorpolitik erforderlich, die verhindert, dass die Transformation illiquider Kredite in liquide Aktiva von Banken auf Kapitalmärkte ausgelagert wird. Insofern bedarf es auch weniger einer Feinadjustierung bestehender Regulierungen und deren Ergänzung durch weitere detaillierte Maßnahmen, sondern eine diese Grundüberlegung widerspiegelnde Neuausrichtung des bestehenden Regelwerks. Denn die Finanzmarktwirkungen, die jede expansive Geldpolitik mit sich bringt, lösen vor allem dann eine Krise aus, wenn Kapitalmärkte eine Transformationsleistung erbringen sollen, für die sie inhärenterweise nicht geeignet sind.

1 Adalbert Winkler ist Professor für Development Finance, Frankfurt School of Finance & Management.

2 Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, „Das Erreichte nicht verspielen“, Wiesbaden, S. 89.

3 Der Taylor-Zins variiert mit der Höhe der „Output Lücke“, also der Differenz aus tatsächlicher und potentialorientierter Wachstumsrate des realen Bruttoinlandsproduktes, und der Differenz zwischen der Höhe der aktuellen und der von der Zentralbank angestrebten Inflationsrate.

4 Vgl. Dovern, J. (2008), Globalisierung und Inflation, mimeo, Institut für Weltwirtschaft, Kiel.

5 Vgl. Gorton, G. (2008), The Panic of 2007, NBER Working Paper No. 14358, Cambridge MA.

6 Einen Kurzüberblick über die Debatte, ob und wie die Geldpolitik auf Veränderungen von Vermögenspreisen reagieren soll, gibt Mayer, T. (2008), Monetary Policy Strategy: the Case for Financial Analysis, Intereconomics, September/October, 259–265.

7 Alan Greenspan hat in zwei Beiträgen der Financial Times diese Thesen noch einmal bekräftigt. Vgl. Greenspan, A. (2008), We will never have a perfect model of risk, Financial Times, 16 March; Greenspan, A. (2008), Repel the calls to contain competitive markets, Financial Times, 4 August 2008. Erst in seiner jüngsten Aussage vor dem Committee of Government Oversight and Reform räumte er „market deficiencies stemming from the failures of counterparty surveillance“ ein.

8 Vgl. dazu die IWF Länderberichte 06/210 und 07/175. Eine weitere Parallele zur Entwicklung in den USA ist der deutliche Anstieg des Leistungsbilanzdefizits.

9 Eine ausführliche Darstellung der Unterschiede findet sich im Finanzstabilitätsbericht der spanischen Nationalbank vom April 2008.

10 Vgl. Krahen, J. (2006), Die Stabilität von Finanzmärkten: Wie kann die Wirtschaftspolitik Vertrauen schaffen?, Johann-Wolfgang-Goethe Universität Working Paper Series Finance and Accounting No. 164, Frankfurt a.M.

11 Vgl. dazu auch Calomiris, C.W. and G. Gorton (1991), The Origins of Banking Panics, in: Hubbard, R.G. (ed.), Financial Markets and Financial Crises, Chicago, pp. 109–173.

12 Vgl. Krahen, J. (2005), Der Handel von Kreditrisiken: Eine neue Dimension des Kapitalmarkts, Johann-Wolfgang-Goethe Universität Working Paper Series Finance and Accounting No. 152, Frankfurt a.M.

13 Vgl. z.B. Friedman, B. (1989), Changing Effects of Monetary Policy on Real Economic Activity, in: Monetary Policy Issues in the 1990s, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 55–111; Wojnilower, A.M. (1985), Private Credit Demand, Supply and Crunches – How Different are the 1980s?, American Economic Review, 75(2), pp. 351–356.