

Geldpolitik am Scheideweg

Die Krise auf dem US-amerikanischen Hypothekenmarkt zieht immer weitere Kreise. Schienen zunächst nur die USA betroffen, wurden Mitte August die Kapitalmärkte in Europa, China, Japan und Russland erschüttert. In Deutschland drohten IKB und Sachsen LB die Pleite. Die Zentralbanken konnten zwar durch kurzfristige Liquiditätsspritzen im Geldmarkt die Märkte stabilisieren. Doch die nächste Welle wird noch im September erwartet, wenn kurzfristige Kreditlinien für langfristige Hypothekendarlehen revolvier werden.

Droht eine globale Finanzkrise? Grundsätzlich gilt, dass eine Krise nicht vorhersehbar ist und erst ex post Übertreibungen sichtbar werden. Ebenso ist es schwer, die Träger und das Ausmaß der Risiken auf den hoch komplexen Finanzmärkten zu überblicken. Sicher scheint jedoch, dass die Risiken immens und weltweit verstreut sind. Das Volumen der US Subprime-Kredite wird auf mindestens 1,5 Billionen Dollar geschätzt. Risiken in anderen Märkten sind darin nicht enthalten. Es gibt im Wesentlichen zwei Gründe, warum die Risiken deutlich größer erscheinen als bei allen vorangegangenen Finanzmarktkrisen seit Mitte der 80er Jahre. Zum einen spielt das äußerst niedrige Weltzinsniveau in der ersten Hälfte dieses Jahrzehnts eine zentrale Rolle. Nach dem Platzen der New Economy Blase im März 2000 senkte insbesondere die Federal Reserve unter Alan Greenspan aggressiv die Zinsen. Damit konnte der „Magier“ der Finanzmärkte zwar eine Rezession in den USA vermeiden, da die Verluste im Neuen Markt mit neuen lukrativen Geschäften kompensiert werden konnten. Doch das historisch niedrige Zinsniveau scheint spekulative Anlagen begünstigt zu haben, wie sie derzeit im US-Hypothekenmarkt sichtbar werden. Hinzu kommen die internationalen Auswirkungen. Der geringe US-Zins begünstigte die Jagd nach Renditen im Ausland, die den Dollar unter Abwertungsdruck brachten und die Aktien- und Immobilienmärkte z.B. in China und vielen anderen aufstrebenden Märkten nach oben schießen ließen. Da viele Länder ihren Wechselkurs an den Dollar gebunden hatten, wurden die Anlagebooms durch den expansiven Geldmengeneffekt der Devisenmarktintervention begünstigt. Die Risiken der US-Zinspolitik im Form von spekulativen Übertreibungen dürften aus diesem Grund nicht nur in den USA, sondern global entstanden sein. Das Potenzial für weitere platzende Blasen ist gegeben.

Welche Fehler wurden gemacht? Wie immer im Fall von Krisen kommt die Finanzmarktaufsicht unter Kritik. Der Ruf nach besseren Kontrollen wird laut, auf den die Politik sicherlich reagieren wird. Allerdings ist die Kontrolle in globalen Finanzmärkten aus zwei Gründen schwierig. Zum einen machen neue Finanzinstrumente die Risiken selbst für die beteiligten Finanzinstitute undurchschaubar, was jüngst zu Misstrauen zwischen den Finanzinstituten geführt hat. Zum anderen endet – wie das Beispiel Sachsen LB zeigt – der Zugriff der nationalen Behörden an der Staatsgrenze. Eine schlagkräftige internationale Finanzmarktaufsicht ist nicht zuletzt deshalb unwahrscheinlich, weil sie den Interessen der einflussreichen Finanzmärkte in London und New York widerspricht. Wenn internationale Kontrollen doch möglich wären, dürften sich ausreichend Schlupflöcher (z.B. in Finanzparadiesen und Steueroasen) auftun.

In diesem Zusammenhang sind die kurz- und langfristigen Auswirkungen von Zinssenkungen als Reaktion auf Finanzmarkturbulenzen entscheidend. Ohne Zweifel kann mehr Liquidität die kurzfristigen Anpassungslasten senken und Stabilität sicherstellen. Dies hat Alan Greenspan mit Perfektion und Entschlossenheit vorgemacht. Als Rechtfertigung seiner Politik definierte er Finanzmarktstabilität aufgrund möglicher Ansteckungseffekte als Allgemeingut. Ebenso hat



Gunther Schnabl

die Politik in den USA bereits betont, dass das Wohl der jetzt zahlungsunfähigen Hausbesitzer im Interesse aller US-Bürger sei.

Aus diesen sehr einleuchtenden Gründen erwartet die Welt nun Zinssenkungen und Rettungsaktionen für Banken in Schieflage. Dies gilt insbesondere für die Federal Reserve, die nicht nur der Preisstabilität, sondern auch dem Wachstum verpflichtet ist. Sinken in den USA die Zinsen, wird es auch in Europa und anderen Ländern schwierig sein, die Zinsen hoch zu halten. Nach der Diskontsatzsenkung der Federal Reserve werden in den USA Zinssenkungen bereits fest erwartet. Nur das Ausmaß wird noch diskutiert. Die Europäische Zentralbank, die Bank of Japan und die Bank of England haben geplante Zinserhöhungen verschoben: Billiges Geld für alle als Antwort auf Pleiten einzelner im Glücksspiel! Den Zentralbanken dürften dennoch die Zinssenkungen diesmal schwerer fallen als in der Vergangenheit, da spätestens jetzt die langfristigen Folgen einer zu expansiven Geldpolitik sichtbar geworden sind. Die Tatsache, dass seit Mitte der 80er Jahre in Japan, Ostasien, den USA und bedingt auch in Europa Krisen mit Zinssenkungen begegnet wurde, hat zu einem stetig fallenden Weltzinsniveau geführt. Die Folge war eine wachsende Anzahl von Blasen, die sich irgendwo in der Welt auftraten und nach deren Platzen in neue Märkte und Regionen wanderten. Die Rettungsaktion von heute legt den Grundstein für die Krisen von morgen. Deutliche Zinssenkungen als Reaktion auf platzende Blasen waren in den letzten Jahrzehnten auch deshalb möglich, weil sich das starke Geldmengenwachstum nicht in einer Konsumentenpreis-inflation, sondern in rasant steigenden Vermögenspreisen niedergeschlagen hat. Stabile Konsumentenpreise wurden als ausreichend für makroökonomische Stabilität angesehen. Geldmengenziele, wie sie sich in der zweiten Säule der geldpolitischen Strategie der Europäischen Zentralbank wiederfinden, kamen zunehmend in die Kritik.

Doch Vermögenspreisblasen haben ähnliche Auswirkungen wie eine Inflation. Sie gefährden die makroökonomische Stabilität von Volkswirtschaften. Dies zeigt nicht zuletzt Japan, das sich bis heute nicht von der Bubble Economy Mitte der 80er Jahre erholt hat. Zum anderen wird umverteilt. Aufgrund asymmetrischer Information bei der Einschätzung von Renditen und Risiken liegt die Vermutung nahe, dass im Aufschwung insbesondere die großen Finanzinstitute und Hedge-Fonds profitieren, während im Abschwung die kleinen Anleger und Finanzinstitute Verluste realisieren. Im Falle von Bail-outs werden die Verluste der Spekulation sozialisiert. Senken die großen Zentralbanken in den kommenden Monaten die Zinsen, um (kurzfristig) Stabilität zu gewährleisten, dann werden die Anpassungslasten nicht beseitigt, sondern wieder verlagert. Doch dieses Mal sind den Rettungsaktionen Grenzen gesetzt. Der durchschnittliche Zins in den drei großen Industrienationen liegt heute niedriger als im März 2000. Langfristig ist spätestens bei Null die Grenze erreicht. Und eine Welt, in der Kapital umsonst zur Verfügung steht, ist kaum denkbar.

Aus diesem Grund werden die großen Zentralbanken nicht umhinkommen, diesmal einen größeren Teil der Anpassungslasten dem Finanzsektor zu überlassen. Dies dürfte dazu führen, dass die Kosten der vergangenen Zinssenkungen sichtbar werden. Es wird zu strukturellen Bereinigungen und einem langsameren Wachstum der Weltkonjunktur kommen. Um langfristig ein stabiles und solides Wachstum zu gewährleisten, ist es unumgänglich, der Geldmenge wieder eine größere Rolle für die Prognose von Inflationsgefahren und Finanzmarktrisiken zuzuweisen. Nur so kann die strukturelle Gefahr von Spekulationswellen reduziert werden.

*Gunther Schnabl ist Professor für Volkswirtschaftslehre und
Leiter des Instituts für Wirtschaftspolitik der Universität Leipzig
schnabl@wifa.uni-leipzig.de*