

# Geldpolitik und die ökonomische Krise

VON INGMAR SCHUMACHER\*

Die hier vertretene Grundthese ist, dass Zentralbanken genauere Ziele für die Entwicklung des Finanzsektors setzen müssen, genauso wie sie es für Inflation und Wirtschaftswachstum machen, sowie weitere Instrumente benötigen, um einen zumindest teilweise von der Realwirtschaft abgekoppelten Einfluss auf den Finanzsektor zu erlangen.

Eine Mehrzahl der Ökonomen geht mittlerweile davon aus, dass der heutigen ökonomischen Krise eine zu lockere Geldpolitik in den USA und Europa zugrunde lag. Die „US Federal Reserve“ hat ab dem Jahre 2000 die nominalen Zinsen in den USA drastisch gesenkt, was über mehrere Jahre sogar zu negativen realen Zinsen geführt hat. Dazu wurde simultan die monetäre Basis drastisch erhöht. Dafür gab es sicherlich mehrere Gründe. Investoren sollten nach der Dotcom-Blase wieder mehr Anreize zum Investieren bekommen, und Konsumenten sollten nach dem Angriff auf die Twin-Towers wieder mehr Vertrauen in die USA gewinnen. Dazu kommt, dass die „US Federal Reserve“ als Hauptziel eine niedrige Inflation hat und als Zweitziel Wirtschaftswachstum. Da die Inflation in den USA trotz stark expansiver Geldpolitik sehr niedrig war, konnte es sich die „US Federal Reserve“ erlauben, ihre expansive Geldpolitik aufrechtzuerhalten. Schlussendlich hatten vor allem China und ölexportierende Länder einen Zahlungsbilanzüberschuss angesammelt, der hauptsächlich aus Dollars bestand und nur wenig reinvestiert wurde. Man kann also auch davon ausgehen, dass die expansive Geldpolitik der „US Federal Reserve“ eine Reaktion auf diese teilweise strategischen, vor allem chinesischen, Zahlungsbilanzüberschüsse war. Diese expansive Geldpolitik wurde von der Europäischen Zentralbank aus Wettbewerbsgründen übernommen.

Zudem sah die Finanzwelt seit dem Jahre 2000 eine regelrechte Liberalisierungswelle, gekoppelt mit einer Fülle von Finanzinnovationen, deren Komplexitäten das dem Bankwesen zugrunde liegende asymmetrische Informationsproblem explosiv erhöht haben. Vor allem die Verbriefung von Kreditpositionen, gekoppelt mit dem sogenannten „tranching“, hat die Risikopositionen für Investoren uneinschätzbar gemacht. In Zeiten einer expansiven Geldpolitik sowie eines relativ starken Wirtschaftswachstums ist dies kein Problem per se. Falls der Markt sich jedoch verschlechtert und Risikopositionen neu evaluiert werden, können diese systematisch unterschätzten Risiken drastische Folgen haben.

Dies alles hat zu einem Überschuss an Geld geführt, der, gekoppelt mit den niedrigen Zinsen, eine äußerst günstige Finanzierung des US-Haushaltes zugelassen hat. Gleichsam als Nebeneffekt kamen auch die Immobilien-erwerber in den Genuss billigen Geldes. Die Folge war eine Inflation der weltweiten Hauspreise. Damit Banken gegenüber ihren Konkurrenten keine Geschäfte



Die Euro-Euphorie hat Ernüchterung Platz gemacht.

(FOTO: AFP)

verloren, wurden Konsumenten, vor allem in den USA, mit immer generöseren Angeboten ange-lockt. Anfangs wurden Darlehensanträge ohne Einkommensnachweis akzeptiert, nachher ohne Jobnachweis, und zum Schluss war nicht mal ein Nachweis des Kapitals mehr nötig. Diese sogenannten Ninja-Darlehen haben seit ca. 2004 einen großen Teil des sogenannten Subprime-Marktes ausgemacht, des Marktes für zweitklassige Hypothekendarlehen. Selbst seriöse Bankiers sind diesen Lockerungen der Selbstregulierung aus Wettbewerbsdruck gefolgt und es wurde wieder mal angenommen, dass eine neue Ära in der Finanzwirtschaft angebrochen war.

Danach kamen Mitte 2006 die ersten Zahlungsausfälle, Mitte 2007 eine abnehmende Risikobereitschaft der Investoren, welche die Refinanzierung von Banken problematisierte. Die resultierende Kreditknappheit hat die Finanzblase dann endgültig zum Platzen gebracht.

Was kann also getan werden, um der Wahrscheinlichkeit einer Wiederholung einer solchen Krise entgegenzuwirken? Meine Hauptthese hier ist, dass die Ziele der Geldpolitik klarer definiert werden sollten, und dass die Zentralbanken neue Instrumente benötigen, die mehr direkten Einfluss auf den Finanzmarkt besitzen.

Die beiden Hauptziele der „US Federal Reserve“ sowie der Europäischen Zentralbank sind Preisstabilität und Wirtschaftswachstum. Bei sinkenden Preisen und Konjunkturproblemen sollte daher eine expansive Geldpolitik verfolgt werden, bei steigenden Preisen und zu starkem Wachstum eine kontraktive Geldpolitik. Obwohl Finanzmarktstabilität auch auf der Agenda der Europäischen Zentralbank steht, hat die Entwicklung der letzten Jahre gezeigt, dass es keine klar definierte Richtlinie für den Finanzmarkt gibt. Während das Inflationsziel der EZB und der „US Federal Re-

serve“ bei ca. zwei bis drei Prozent liegt, gibt es anscheinend keine Richtlinie für die Entwicklung der Preise auf dem Finanzmarkt. Dabei gibt es durchaus eine Reihe von Kennzahlen (z. B. das Kurs-Gewinn-Verhältnis, die Kapitalrentabilität sowie das Leverage), die man über eine branchenweite Aggregation als Indikatoren relativ zur Entwicklung des realen Marktes interpretieren könnte. Dies setzt die Existenz eines effizienten Preises natürlich voraus, der jedoch in Zeiten stabilen Wachstums zumindest grob besteht. Wenn also über einen längeren Zeitraum gewisse branchenweite Kennzahlen aus nicht ersichtlichen Gründen sich von der Realwirtschaft abkoppeln, kann man durchaus von potenziellen Gefahren ausgehen, die unter Umständen Einfluss auf die Realwirtschaft haben könnten. Was also vonnöten wäre, ist ein holistischer Ansatz der Geldpolitik, der über die Taylorregel hinausgeht, mit definierten Zielen, die über die jetzigen Inflations- und Wachstumsziele hinausgehen.

Dieser Argumentation zugrunde liegt die Annahme, dass die bisherigen Instrumente der Zentralbanken, also Zinssatz und Geldmenge, sehr wahrscheinlich nicht ausreichend sind, um auch auf dem Finanzmarkt genügend Einfluss zu besitzen. Selbst wenn man davon ausgehen würde, dass diese beiden Instrumente genügen, wäre es immer noch nützlich, wenn die Zentralbanken weitere Instrumente hätten, die sie spezifisch im Finanzsektor einsetzen können, und die nicht direkt einen Einfluss auf die Realwirtschaft hätten. Das Ziel dieser Instrumente wäre eine Intervention auf dem Finanzsektor, um durch Spekulation getriebene Preise wieder auf einen effizienten, erwarteten langfristigen Preis zu bringen. Das große Problem liegt einmal darin, diesen effizienten Preis zu bestimmen, sowie Instrumente zu finden, die branchenweiten Einfluss auf den Finanzsektor erlauben.

Die Preise auf dem Finanzsektor spiegeln die Erwartungen der Investoren wider sowie die Möglichkeiten der Investition. Erwartungen auf dem Finanzmarkt müssten, theoretisch, eigentlich genauso in einem gewissen Rahmen gehalten werden können wie Erwartungen gegenüber der Inflation und Wirtschaftswachstum. Heutzutage weiß man, dass die Zentralbanken alles versuchen, um Inflation auf einem niedrigen Niveau zu halten. Genauso weiß man auch, dass es ein Ziel für Wirtschaftswachstum gibt. Gerade durch diese Erwartungsgrundlage agieren Firmen, Kunden und Investoren ohne übermäßig spekulative Beweggründe, wenn sie für die nächste Zeit planen. Wenn jedoch kein fester Rahmen vorgegeben wäre, dann würde heutzutage immer noch Spekulation über Preisentwicklung und Wirtschaftswachstum die Ökonomie so destabilisieren, wie es in den Jahren vor der Taylorregel häufig vorgekommen ist. Solange also die Zentralbanken ein Wachstumsziel für den Finanzsektor glaubhaft vorgeben können (so wie sie es für Inflation und Wirtschaftswachstum schon lange machen), wird durch Erwartungen hochgetriebene Spekulation mehr die Ausnahme als die Regel sein.

Solche Ziele haben natürlich ihren Preis. Die Gefahr solcher Wachstumsziele ist nämlich, dass Zentralbanken das Opfer von Spekulanten à la George Soros werden, der durch die Spekulation auf die Abwertung des Britischen Pfundes im Jahre 1993 das Europäische Währungssystem zerschlagen hatte. Wenn z.B. feste Aktienkursbänder (relativ zur Realwirtschaft) von den Zentralbanken angegeben werden würden, und die Zentralbank bei steigenden Aktienkursen in den Markt eingreifen würde, könnte dies zu weiterer Instabilität durch Baisse-spekulationen führen. Harte Ziele, oder vorgegebene Aktienkursbänder, sind deshalb nicht einsetzbar.

Sie können als Indikatoren gelten, jedoch sollten die Instrumente der Zentralbanken bei den Finanzinstituten angreifen, die für diese Spekulationen (mit) verantwortlich sind. Hier müsste die Rolle der Zentralbanken jedoch klar weitergehen als nur die Aufsicht (sowie Beraterrolle) über Kreditinstitute zu haben, wie es momentan der Fall ist.

Einer der Gründe, weshalb die Spekulation so überhandnahm, war, dass im Finanzboom der letzten Jahre die Selbstregulierung der Bankiers sich dem Wettbewerbsdruck so drastisch beugte. Vor allem die Ninja-Darlehen zeigten hier, wie eine Bank nach der anderen das Augenmaß für das Wesentliche verlor. Für den Fall, dass der Finanzsektor seine Zukunftserwartungen selber künstlich hochtreibt, dazu der Wettbewerbsdruck noch die Selbstregulierung in Vergessenheit versenkt, wäre zumindest zu dem Zeitpunkt eine gewisse übergeordnete Regulierung notwendig. Wenn also eine Zentralbank beobachten würde, dass ihre Beraterrolle keinen Einfluss auf die Selbstregulierung der Bankiers hätte, sollte sie zumindest über Instrumente verfügen, um die durch Wettbewerbsdruck ausge-setzte Selbstregulierung mit Hilfe von kurzfristiger zentraler, branchenweiter Regulierung wieder einzuführen. Einige Vorschläge für mögliche Instrumente könnten sein: kurzfristig strengere Auflagen bei Darlehensvergabe, Erhöhung der Eigenkapitalanforderung, geringere Verbriefung von Kreditpositionen sowie strengere Kontrolle der Risikopositionen. Die Aussage hier ist also eindeutig, dass der freie Markt des Finanzsektors eine zeitweilige Regulierung sehen sollte, sobald der Verdacht auf eine durch Spekulation getriebene Abweichung vom Gesamttrend besteht.

\*Dr. Ingmar Schumacher ist Makroökonom und unterrichtet gegenwärtig an den Universitäten Luxemburg und Trier.