



Titelthema

Operation gelungen, Patient tot

Expansive Geldpolitik und die Finanzmarktkrise

Die Finanzkrise hält uns seit über einem Jahr in Atem. Aber wer ist eigentlich Schuld an dem Fiasko? Die Medien diskutieren vor allem die Rolle der Banken. Die Zentralbanken und die Politik der großen Volkswirtschaften stehen hingegen nicht in der öffentlichen Kritik. Zwei Cottbuser Ökonomen hinterfragen die expansive Geldpolitik der letzten Jahrzehnte kritisch und decken einen spannenden Zusammenhang zwischen Zentralbankhandeln und der aktuellen Finanzkrise auf.

Von Professor Dr. Athanassios Pitsoulis und Diplom-Volkswirt Sören Schwuchow, Brandenburgische Technische Universität Cottbus

Seit mittlerweile mehr als 18 Monaten wird die Finanzwelt durch eine der größten Krisen seit der Weltwirtschaftskrise der 1930er Jahre in Atem gehalten. Die Rolle, die die Politik bei dieser Krise spielt, darf dabei nicht vernachlässigt werden. Genau dies wird aber allzu oft getan, denn die Aufmerksamkeit der Analysten hat sich bislang in erster Linie auf die Banken konzentriert. Sie konstatieren den Finanzinstituten Verantwortungslosigkeit im Umgang mit Finanzinstrumenten, die insbesondere in den Boomzeiten nach dem Platzen der „dot-com“-Blase in den USA auf den Markt gebracht wurden, und die hohe Gewinne ermöglicht hatten.

Die folgende Abbildung zeigt das Anschwellen und Platzen der Immobilienblase in den USA. Wie konnte es dazu kommen? Die Kritik lautet, dass mit geschickter Verbriefung rentabel gemachte Papiere „schlechten“ Risikos als Vehikel für eine weite Verbreitung dienen konnten. Hypothekenkredite geringer Bonität (aus dem so genannten „Subprime“-Segment) konnten durch Verbriefung („securitization“) zu gewinnbringenden Portfolios geschnürt werden. Hypothekenbanken verkauften diese dann gewinnbringend an Investmentfonds. Die Pakete fanden ihren Weg auch zu Geschäftsbanken.

Gefahr einer Abwärtsspirale

Solange der Boom sich fortsetzte, war dies ein lukratives Geschäft. In dem Moment aber, in dem sich der Boom als Blase herausstellte und diese sogar platzte, wurden diese Papiere plötzlich „toxisch“: Gewaltige Kreditsummen mussten von den Banken abgeschrieben werden. Dies wiederum beeinträchtigte ihre Reputation und konnte damit eine Bankenkrise auslösen, die, wie die Weltwirtschaftskrise in den 1930er Jahren gezeigt hat, ganze Volkswirtschaften in eine Abwärtsspirale reißen kann. Regierungen vieler Staaten sprangen mit

Bankenverstaatlichungen und Ausfallbürgschaften in nie da gewesener Größenordnung als „Retter in letzter Sekunde“ ein.

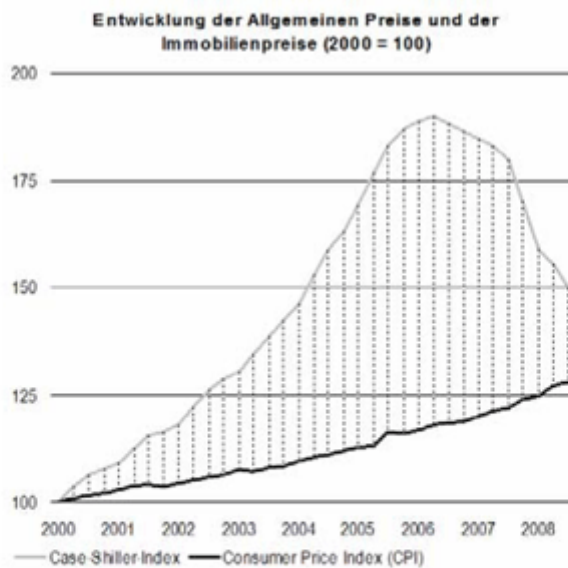


Abb. 1: Entwicklung des Konsumentenpreisniveaus und der Immobilienpreise in den USA 2000–2008

Quelle: Eigene Darstellung

Daten: Case-Shiller-Index von "Standard and Poors", Consumer Price Index von "U.S. Department of Labor: Bureau of Labor Statistics"

Die Kritik, dass mit Finanzmarktderivaten unverantwortlich umgegangen wurde, ist sicherlich gerechtfertigt. Bei der Suche nach Schuldigen darf aber die politische Verantwortung nicht außen vor gelassen und ausschließlich „gierigen“ Bankern und unsoliden Hauseigentümern aufgebürdet werden. Der politisch-ökonomische Zusammenhang spielt ebenfalls eine wichtige Rolle. Will man aus der Krise lernen, muss man fragen: Hat vielleicht die Wirtschaftspolitik eine Mitverantwortung an der Krise? Wenn ja, worin besteht diese? Einige namhafte Ökonomen, etwa Joseph Stiglitz und Paul Krugman, argumentieren nachdrücklich, dass unter anderem expansive Geldpolitik zum Zustandekommen der Krise beigetragen hat. Im Folgenden werden die negativen Auswirkungen einer expansiven Geldpolitik zusammengefasst und am Beispiel der Fed (Federal Reserve System - US-Zentralbanksystem) argumentiert, dass die Faktoren, die letztendlich zur Krise führten, politisch nicht nur gewünscht, sondern sogar nach Kräften politisch gefördert wurden.

Fluch oder Segen?

Jede moderne Volkswirtschaft bedient sich des Geldes nicht nur als Zahlungsmittel, Recheneinheit und Wertaufbewahrungsmittel, sondern auch als wirtschaftspolitisches Instrument. Geldpolitik ist neben der Fiskalpolitik eine der Säulen, auf denen moderne Wirtschaftspolitik beruht. Unter expansiver Geldpolitik versteht man eine Politik der Zentralbank zur Ausweitung der Geldmenge. Dabei versucht die Zentralbank das Kreditangebot und die Kreditnachfrage gleichzeitig zu regulieren.

So sollen die Banken dazu bewegt werden, ihr Kreditangebot bei einsetzender Liquiditätsausweitung zu erhöhen, und die Wirtschaftssubjekte sollen aufgrund der sinkenden Zinsen ihre Kreditnachfrage ausweiten. Zu diesem Zweck wird die

Zentralbank den Refinanzierungszinssatz senken und eine Erhöhung des Geschäftsvolumens, also der ausgegebenen Kredite an die Geschäftsbanken, veranlassen (Dieckheuer 2003, S. 118f). Eine expansive Geldpolitik hat daher meist zwei Ergebnisse: einen sinkenden Zinssatz und eine wachsende Geldmenge.



Anzeige

Ralph Andereg
Grundzüge der Geldtheorie und Geldpolitik
 2007. 19, 394 Seiten, Broschur
 € 34,80
 ISBN 978-3-486-58148-5

Eine Einführung in die Vielfalt und den steten Wandel der Geldpolitik.

Sie möchten in diesem Buch blättern?
 Ein Klick genügt!

Expansive Geldpolitik kann ins Leere laufen

Zwischen beiden Effekten besteht ein Kausalzusammenhang, der jedoch je nach Datenlage unterschiedlich geartet sein kann: Niedrige Zinssätze können unter den richtigen Rahmenbedingungen die Investitionstätigkeit über eine gesteigerte Kreditnachfrage erhöhen. Die Zentralbank hat dann die Möglichkeit über den sinkenden Zinssatz die Geschäftsbanken zu einer Erhöhung der Geldmenge und die Nichtbanken (Haushalte, Unternehmen etc.) zu einer Erhöhung der Kreditnachfrage zu bewegen. Unter den falschen Rahmenbedingungen kann eine solche Politik aber schädlich wirken:

Gerade in einer Rezession kann es passieren, dass trotz der expansiven Geldpolitik keine zusätzliche Nachfrage nach Geld entsteht, da die Geschäftsbanken das zusätzliche Zentralbankgeld nicht abrufen (Stiglitz 1999, S. 871f.). Dieser Effekt wird dadurch verursacht, dass den Banken das Risiko einer Kreditvergabe aufgrund der erwarteten schlechten gesamtwirtschaftlichen Lage zu hoch ist. Unter diesen Umständen kann im Extremfall die expansive Geldpolitik ins Leere laufen.

Vorgeschichte der Krise

Beobachtet man das Verhalten der wichtigsten Zentralbanken (USA, Japan, Eurosystem oder vor 1998 Deutschland) in den letzten 25 Jahren, so lässt sich in dieser Zeit eine beispiellose Bereitschaft erkennen, die Wirtschaft mit einer Niedrigzinspolitik zu stimulieren. So lag am Ende eines jedes Konjunkturzyklusses der Zinssatz niedriger als zu dessen Beginn. Infolge dieser Politik wuchs die Geldmenge auch deutlich stärker als die reale Wirtschaft, so dass die „goldene Faustregel“ der Geldpolitik, dass die Wachstumsrate der Geldmenge gleich der Summe der Wachstumsrate der Produktion und der Inflationsrate sein sollte, verletzt wurde. Zwischen 1990 und 2005 wuchs beispielsweise die japanische Wirtschaft insgesamt real lediglich um 10 Prozent, während die Geldmenge real um mehr als 144 Prozent anstieg.

Ein ähnliches Bild zeigte sich in den USA während der Amtszeit des Zentralbankchefs Alan Greenspan (1987-2006): Während der reale Output um rund 70 Prozent zulegte, stieg die Geldmenge M3 (die breiteste Geldmengendefinition, die neben dem Bargeldumlauf auch Bankschuldverschreibungen und Anteile an Geldmarktfonds beinhaltet) real um 183 Prozent (Schnabl/Hoffmann 2007, S. 3 ff.). Greenspan wurde oft dafür gerühmt, dass er die Wirtschaft vor Schlimmerem bewahrte, wenn er während Krisen die Finanzmärkte mit billigem Geld überschwemmte (Schnabl 2007, S. 558). Ähnlich verhielten sich im Schlepptau der Fed auch die EZB sowie die japanische Zentralbank.

Wie ticken eigentlich Zentralbanken?

Im Mittelpunkt der Geldpolitik steht der Zielkonflikt zwischen Wirtschaftswachstum beziehungsweise Beschäftigung auf der einen Seite und Preisniveaustabilität auf der anderen Seite. Im Prinzip betrachten die meisten Zentralbanken die mittelfristige Preisniveaustabilität als das vorrangige Ziel. Jedoch unterscheiden sie sich teilweise deutlich in der Wichtigkeit der anderen Ziele und der Definition der Preisniveaustabilität (vgl. Matsuda (2001): Vortrag an der Universität Würzburg am 07.02.2001, unter: <http://www.boj.or.jp/en/type/ronbun/ron/wps/kako/owp01g01.htm#09>).

In **Europa** ist als alleiniges Ziel der Geldpolitik die Preisniveaustabilität in Art. 105 I EG-Vertrag festgelegt. Eine Stimulierung der Wirtschaft ist nur dann möglich, wenn eine Beeinträchtigung der Preisniveaustabilität ausgeschlossen ist.

Hingegen sind in den **USA** die Ziele der maximalen Beschäftigung (also Wirtschaftswachstum) und der Preisniveaustabilität nach dem Federal Reserve Act gleich gewichtet, so dass der Stimulierung der Wirtschaft eine relativ höhere Bedeutung als in Europa zukommt. Dies wirkt sich zum Beispiel so aus, dass in den USA, bei einbrechenden Aktienkursen mit einer Senkung der Zinsen reagiert wird.

Die expansive Geldpolitik der Bank of **Japan** hatte ihren Ursprung in einer seltenen Extremsituation: Neben einer schweren Rezession befand sich Japan auch im Würgegriff einer dauerhaften Deflation. Als einzige Lösung sah die japanische Zentralbank eine konsequente Null-Zins-Politik und löste damit den „geldpolitischen Ausnahmezustand“ aus („Japan vor dem Ende des geldpolitischen Ausnahmezustands“, FAZ vom 14.07.2006, Nr. 161, S. 12).

Diese Beispiele zeigen, dass zwar alle drei großen Zentralbanken eine ähnliche Politik verfolgten, jedoch mit unterschiedlichen Zielen und in einem unterschiedlichen politischen Rahmen. Während in Europa die Geldpolitik vor allem der Preisniveaustabilität zu dienen hat, sind bei der Geldpolitik der USA auch politische Ziele gegeben.

Mit billigem Geld überschwemmt

Warum hat diese Entwicklung nicht zu einem starken Anstieg der Inflation geführt? In Japan zeigten sich ganz im Gegenteil sogar Anzeichen einer Deflation, lediglich in den USA war die Inflation leicht erhöht, was aber eine natürlich Folge einer stark wachsenden Wirtschaft war. Eine mögliche Erklärung ist, dass die Schwemme billigen Gelds nicht in Konsumausgaben geflossen ist, sondern in alternative Verwendungen. Tatsächlich lässt sich im Zeitraum der expansiven Geldpolitik ein Anstieg bei den Preisen von Vermögensgegenständen („assets“) verzeichnen. Den Anfang machten hier die Aktienpreise, deren Anstieg im Jahr 2000 zu einem abrupten Ende kam. Es folgte der Boom auf dem US-Immobilienmarkt. Auch diese Blase ist nun geplatzt.

Die expansive Geldpolitik hat aber die Krise nicht abgewendet. Im Gegenteil, die Stimulierung der Wirtschaft über die Überkompensation alter, verlustreicher Geschäfte durch neue, renditeträchtigere Geschäfte, verschob lediglich die Krise in die Zukunft. Dies lässt sich damit erklären, dass eine höhere Rendite nur mit einem höheren Risiko möglich ist: Gäbe es kein Risiko, würde niemand, der eine mit Sicherheit steigende Aktie besitzt, diese so verkaufen, dass jemand anderes Gewinn macht; ebenso würde niemand, der eine mit Sicherheit fallende Aktie besitzt, diese mit Gewinn verkaufen können. Wachsende Renditemöglichkeiten gibt es daher nur bei einer stetigen Verschlechterung der Risikopositionen, und dies führt zu einer größeren Krisenanfälligkeit im Zeitverlauf (Schnabl 2007, S. 558).

Expansive Geldpolitik in der Theorie

Die expansive Geldpolitik spielt möglicherweise bei der Entstehung der Blasen eine entscheidende Rolle. Wären die Blasen rein monetär, das heißt es würden sich Preise ohne Kaufkrafteffekte ändern, gäbe es kein Problem. Geldpolitik kann aber „reale Effekte“, also Wirkungen auf Variablen wie Wachstum und Arbeitslosigkeit haben. Wie genau sich geldpolitische Maßnahmen in reale Effekte übersetzen ist heute zwar klarer als noch in den 1930er Jahren aber es gibt nach wie vor keine abgesicherte Theorie. Die Makroökonomik und die Theorie der Geldpolitik kennen verschiedene „Transmissionskanäle“, über die geldpolitische Impulse in die reale Sphäre Wirkung zeigen können (Stiglitz 1999, S. 877ff.). Die wichtigsten sind der Zinskanal, der „asset-inflation“-Kanal und der Kreditkanal.

Die Theorie des Zinskanals besagt, stark vereinfacht, dass bei richtigen Rahmenbedingungen über sinkende Zinsen die Investitionstätigkeit angeregt wird und diese zu einem steigenden Wirtschaftswachstum führen kann. Beim so genannten „asset-inflation“-Kanal bewirkt die zusätzliche Liquidität, die bei expansiver Geldpolitik entsteht, eine Überschussnachfrage nach Vermögensgegenständen, was zu steigenden Preisen führt. Ein stärkerer Anstieg bei den asset-Preisen als bei den Konsumentenpreisen kann mit unterschiedlichen Elastizitäten der Nachfrage und des Angebots (siehe unten) erklärt werden.



Herbert Sperber, Joachim Sprink
Internationale Wirtschaft und Finanzen
 2007. 14, 262 Seiten, Broschur
 € 24,80
 ISBN 978-3-486-58288-8

Anzeige

Anschaulich und konsequent praxisnah.

Sie möchten in diesem Buch blättern?
Ein Klick genügt!

KMU und Verbraucher Profiteure

So reagieren Immobilienpreise empfindlicher auf eine expansive Geldpolitik als Konsumentenpreise (Greiber/Setzer 2007, S. 5). Der Kreditkanal wirkt über die Verfügbarkeit von Krediten und ist mit dem „asset-inflation“-Kanal verknüpft. So führen die gestiegenen Vermögenspreise zu einer erhöhten Kreditwürdigkeit, da sich mit steigenden Vermögenswerten die Risikotragfähigkeit der Banken erhöht („balance-sheet“-Effekt). Gleichzeitig werden asymmetrische Informationen abgebaut und die Banken weiten ihr Kreditangebot aus.

Der „bank-lending“-Effekt bewirkt, dass gerade kleine und mittlere Unternehmen aber auch Verbraucher durch eine expansive Geldpolitik bevorzugt werden, da diese in besonderem Maße von Finanzintermediären abhängig sind (Borchert 2003, S. 250). So erhalten diese verbesserte Finanzierungsmöglichkeiten. Steigende Kredite führen aber über die aktive Geldschöpfung von Geschäftsbanken wiederum zu einer steigenden Geldmenge.

USA: Wohneigentum als Eintrittskarte in die Mittelschicht

Eine Steigerung des Kreditangebotes führt auch zu einer Steigerung der Nachfrage nach Immobilien, da diese meist kreditfinanziert sind. Mit verbesserten Finanzierungsbedingungen können mehr Menschen einen Kredit erhalten und überhaupt erst als Nachfrager am Immobilienmarkt auftreten. Dies war in den USA, wie auch in anderen westlichen Volkswirtschaften, stets politisch höchst opportun. Mit dem Slogan „affordable housing“ wurden in den USA seit 1913 viele Politikmaßnahmen ergriffen, die eine Verbesserung der Lebenssituation vor allem ärmerer Haushalte zu Ziel hatten.

Die Argumente hierfür waren vielfältig: Wohneigentum sollte das Leben von ärmeren Haushalten stabilisieren, da regelmäßige Umzüge bei Veränderungen der wirtschaftlichen Lage ausbleiben würden. Außerdem ging man davon aus, dass nicht mehr zu entrichtende Mieten die Budgets der Haushalte entlasten und in „sinnvollere“ Verwendungen fließen würden, zum Beispiel Krankenversicherungen oder Kinderbetreuung.

Wohneigentum wurde dabei nicht nur als eine Art Eintrittskarte in die Mittelschicht angesehen, sondern auch als eine Art Versicherungsschutz, aus ihr nicht wieder heraus zu fallen. Letztendlich ging es bei der Wohneigentumsförderung um den Abbau von Ungleichheit. Dementsprechend

gut verkauften sich politische Initiativen zu seiner Förderung, und zwar auf beiden Seiten des politischen Spektrums.

„It is good for America, it is good for our families, it is good for our economy.“

Im Jahre 1994 verabschiedete der US-Kongress den „Homeowners Equity Protection Act“, der die amerikanische Zentralbank mit der Regulierung des Hypothekenmarktes beauftragte. Die Fed kam diesem Auftrag aber nicht nach. Im Jahre 2002 rief US-Präsident George W. Bush „America's Home Ownership Challenge“ ins Leben. Dieses Programm hatte zum Ziel, mehr als 5,5 Mio. Hypothekenkredite an Kunden zu vergeben, die bislang nicht bedient wurden. US-Finanzinstitute versprachen eine Kreditsumme von 1,1 Bio. US-Dollar auf den Markt zu bringen. Der Markt begann erwartungsgemäß zu boomen. Im Jahre 2004 verkündete das Weiße Haus, dass die Quote der Hauseigentümer in den USA zum ersten Mal in der Geschichte beinahe 70 Prozent erreicht hatte.

Dies war nicht die einzige Maßnahme. Mit den Worten „it is good for America, it is good for our families, it is good for our economy“ unterzeichnete Präsident George W. Bush im Jahre 2003 etwa den „American Dream Downpayment Act“, der armen Haushalten 200 Mio. US-Dollar für Anzahlungen von Hauskäufen. Dies beinhaltete auch Maßnahmen, die den bürokratischen Aufwand bei Häuserkäufen verringern sollten. Dadurch wurde der Immobilienmarkt flexibler als zuvor, jedoch in erster Linie im Segment der weniger wohlhabenden Nachfrager.

Ohne Bonität trotzdem kreditwürdig

Die politisch gewollte Nachfragesteigerung hatte aber auch negative Folgen: Sie hatte preistreibende Wirkung, da das Angebot sich nur zeitlich verzögert anpassen kann (Hilber 2006, S. 6ff.). Durch die expansive Geldpolitik wurden die Kosten für eine Hypothek oder die Risikoaversion der Banken so weit gesenkt, dass auch bonitätsschwache Kreditnehmer sich anfangs eine Hypothek leisten konnten oder überhaupt angeboten bekamen. Dadurch wurde dem Immobilienmarkt eine neue, große Nachfragergruppe zugeführt, so dass die Blase weiter wachsen konnte.

Allerdings muss man hierbei auch entlastend festhalten, dass in erster Linie die Banken an der Entstehung selbst schuld sind, da sie als Ergebnis der Verbriefung von Risiken auf eine Prüfung der Bonität fast vollständig verzichtet haben, da das Risiko und somit auch die Kosten des Kreditausfalls auf den Käufer übertragen wurden. Dies erzeugte einen Anreiz für eine exzessive Hypothekengabe losgelöst von der Bonität der Kreditnehmer. Die Blase am Immobilienmarkt verstärkte diesen Prozess, da die antizipierten zukünftigen Wertsteigerungen der Immobilien die Bonität des Kreditnehmers ersetzten; die Banken konnten damit kalkulieren, beim Ausfall die Kosten aus der Verwertung der Immobilien zu decken (Kregel 2007, S. 14).

Wohneigentum zählt zu den superioren Gütern

An dieser Stelle lässt sich nun eine ökonomische Interpretation der Entwicklung auf dem Immobilienmarkt skizzieren. Betrachten wir zunächst die Entwicklung der Ausgaben für Mietwohnungen und Wohneigentum in den USA in den Jahren 2000 und 2006 zu laufenden Preisen. Die Ausgaben für Mietwohnungen steigen

in beiden Jahren zunächst bis zu einem jährlichen Einkommen von zirka 35.000 US-Dollar an, fallen dann aber wieder ab (Abbildung 2).

Im Gegensatz dazu steigen die Ausgaben für Wohneigentum permanent mit dem Einkommen an. Mietwohnungen sind also ein klassischer Fall von „inferioren Gütern“, also solchen, für die Konsumenten mit steigendem Einkommen weniger ausgeben, während Wohneigentum ein klassischer Fall von „superioren Gütern“ ist, also solchen Gütern, bei denen die Ausgaben mit dem Einkommen ansteigen. Verlassen ärmere Haushalte also die niedrigeren Einkommenskategorien, so beginnen sie, Mietwohnungen durch Wohneigentum zu ersetzen. Dies wirkt sich auch auf die Nachfrage nach Wohneigentum aus. Es ist schön zu erkennen, dass die Mietausgaben 2000 weit unter denen im Jahre 2006 lagen.

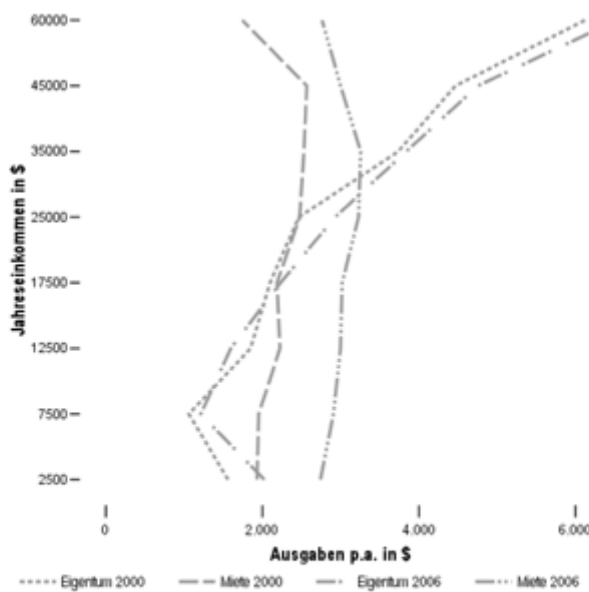


Abb. 2: Durchschnittliche Ausgaben für Wohneigentum nach Jahreseinkommen USA 2000 und 2006 (zu laufenden Preise)

Quelle: Eigene Darstellung

Daten: "U.S. Department of Labor: Bureau of Labor Statistics", "Consumer Expenditure Survey 2000" bzw. "Consumer Expenditure Survey 2006"

Junge Familien sind preissensibler

Betrachten wir als nächstes die Preis- und Einkommenselastizitäten dieser Nachfrage (Schulte u.a. 2008, S. 341ff.). Diese beschreiben, wie sensibel Haushalte auf relative Änderungen von Preisen oder Einkommen mit Änderungen der nachgefragten Menge reagieren. Die Nachfrage nach Wohneigentum ist unelastisch in Bezug auf Preise und Einkommen, das heißt Haushalte reagieren nicht besonders sensibel auf Preis- oder Einkommensänderungen.

Es gilt einiges dabei zu beachten: Die Preiselastizität der Nachfrage liegt in der Regel unter der Einkommenselastizität der Nachfrage. Außerdem unterscheiden sie sich zwischen Kategorien von Haushalten; so reagieren beispielsweise Haushalte mit jüngeren Eltern und Kindern sensibler auf Preise, weil die Eltern zukünftigen Nachwuchs mit einplanen. Sie unterscheiden sich weiterhin je

nachdem, wo die Immobilien liegen; in Innenstädten ist die Nachfrage meist sehr viel elastischer, als in den Vorstädten.

Eine Frage der Elastizität

Dies betrifft aber nur die kurzfristigen Elastizitäten. Man kann argumentieren, dass sich die langfristigen Elastizitäten signifikant von den kurzfristigen unterscheiden. Die langfristige Sichtweise ist die, die den Zeitraum abdeckt, in dem Konsumenten sich vollkommen auf die Preis- und Einkommensänderungen eingestellt haben. So ist beispielsweise die Nachfrage nach Verbrauchsgütern wie Benzin kurzfristig unelastisch in Bezug auf Preisänderungen, langfristig aber elastischer.

Der Grund hierfür ist, dass die Haushalte bei zukünftigen Autokäufen die Benzinpreise einkalkulieren und etwa bei gestiegenen Benzinpreisen vermehrt verbrauchsarme Autos kaufen werden. Bei langlebigen Konsumgütern wie Wohneigentum ist es genau umgekehrt, das heißt die Nachfrage ist kurzfristig elastischer. Die Ursache ist, dass diese Güter sich meist im Besitz befinden und nur sporadisch ersetzt werden müssen.

Preisänderungen betreffen also immer einen großen Prozentsatz der auf dem Markt befindlichen Menge. Bei den Einkommenselastizitäten ist es ähnlich. Bei dauerhaften Gütern ist die kurzfristige Einkommenselastizität größer als die langfristige. Solche Branchen sind daher in der Regel anfälliger für Konjunkturschwankungen, weil sich kurzfristige Einkommensänderungen stark auswirken.

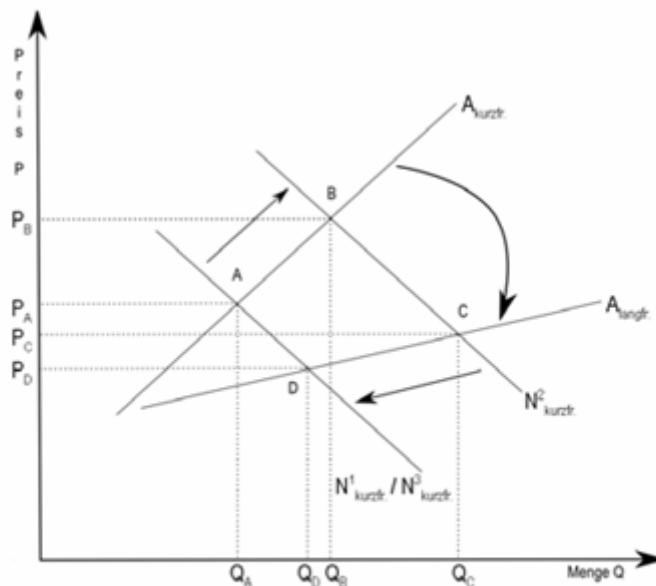


Abb. 3: Angebot, Nachfrage und Preisbewegungen auf dem Immobilienmarkt
Quelle: Eigene Darstellung

Sinkende Preise und steigende Zinsen für Immobilienmarkt ungünstig

Die Entwicklung auf dem Immobilienmarkt kann nun, extrem vereinfacht, in einem Angebots-Nachfrage-Diagramm dargestellt werden (Abbildung 3). „A kurzfr.“ und „A langfr.“ bezeichnet die kurz- und langfristigen Angebotskurven,

„N kurzfr.“ bezeichnet die kurzfristige Nachfrage. Die Kombination von Niedrigzinspolitik und Wohneigentumssubventionierung führten dazu, dass vermehrt Ausgaben in Wohneigentum flossen. Da die kurzfristige Einkommenselastizität der Nachfrage nach Wohneigentum geringer ist als die langfristige dauert der Anpassungsprozess der Nachfrage einige Zeit.

Bis sich das langsamer reagierende Angebot anpasst, werden aber die Preise steigen, da Wohneigentum zunehmend knapper wird ($A \Rightarrow B$). Dabei finanzieren die später eingetretenen Kohorten der Nachfrager die Hypothekendarlehen der früher eingetretenen. Der Nobelpreisträger Paul Krugman bezeichnete dieses Phänomen folgerichtig als „Schneeballsystem“ (Krugman 2008, S. 147).

Irgendwann werden keine weiteren Nachfrager auf den Markt strömen und ab einem gewissen Zeitpunkt wird aufgrund der verstärkten Bau- und Handelstätigkeit der Preis zu sinken beginnen ($B \Rightarrow C$). Um in einer allgemeinen Boomphase ein Überhitzen der Wirtschaft zu vermeiden, kann die Zentralbank die Zinsen nicht dauerhaft niedrig halten; sie wird irgendwann die Zinsen erhöhen, um die Konjunktur zu drosseln. Sinkende Preise und steigende Zinsen sind aber das Ungünstigste, was auf dem Immobilienmarkt passieren kann.

Damit kehren sich die zuvor beschriebenen Mechanismen um und die Blase platzt. Dies stellt die Banken nun allerdings vor das Problem, dass sie eine Vielzahl von Krediten ausgegeben haben, die nun unzureichend besichert sind. Verschlimmernd kam jetzt noch eine Besonderheit auf dem US-Hypothekenmarkt hinzu. Dort wurden verstärkt variabel verzinsten Kredite ausgegeben, so dass bei steigenden Zinsen auch die Raten der Kreditnehmer stiegen und dadurch weitere Kreditnehmer ausfielen. Im Extremfall bricht die gesamte künstlich hoch gehaltene Nachfrage weg, mit dem Resultat, dass sich der Markt sogar auf einem niedrigerem als dem Ausgangspreis einpendelt ($C \Rightarrow D$).

Expansive Geldpolitik begünstigt Blasenbildung

Die langfristig expansive Geldpolitik in Europa, Asien und den USA hat zu einer Vielzahl von Blasen auf verschiedenen Märkten geführt (Schnabl 2007, S. 559). Solange die Finanzsysteme sich von den Krisen erholen konnten, wurde der Handlungsbedarf als gering empfunden. Das Platzen der amerikanischen Immobilienblase hat nun aber das Finanzsystem derartig in Mitleidenschaft gezogen, dass eine Erholung auf sich warten lassen wird. Die negativen Auswirkungen werden inzwischen auch in anderen Branchen spürbar, was sich auf die Arbeitslosigkeit, die Wachstumsraten und eine Reihe von anderen Variablen auswirkt.

Blasen auf asset-Märkten, insbesondere auf dem Immobilienmarkt, führen regelmäßig in Krisen. Für Regierungen und Zentralbanken werfen solche harten Landungen ein klassisches „moralisches Dilemma“ auf: Die Übernahme von Risiken und Verstaatlichung von Banken erhöht die Risikoneigung der Investoren weiter und sind daher beides keine guten Lösungen. Ebenso schlecht (weil unpopulär) ist es, die Kosten privaten Gewinnstrebens zu sozialisieren und dem Steuerzahler aufzubürden. Die Handlungsfähigkeit der Regierungen nach der Krise ist daher begrenzt. Besser wäre es gewesen, vor ihrem Eintreten zu handeln. Um sich aber vor der nächsten Krise richtig zu verhalten, müssen die Lektionen aus der aktuellen Misere gezogen werden.

Inflationsindikator neu definieren

Was kann man also tun, um in Zukunft verantwortungsvoller mit der Geldpolitik umzugehen? Verschiedene Maßnahmen sind denkbar und werden in der Literatur diskutiert. Konsumgüterpreise sollten zum Beispiel nicht der einzige Inflationsindikator für die Zentralbanken sein. Zwar ist eine direkte Steuerung von Vermögenswerten durch die Zentralbanken als dirigistischer Eingriff in das freie Marktgeschehen grundsätzlich abzulehnen, aber dieser wird notwendig, sobald die Entwicklung bei den Vermögenspreisen sich auf den Konsum auswirkt. (Walter/Just/Bergheim 2007, S. 6).

Dies ist typischerweise in den USA der Fall, da es dort ein völlig normaler Vorgang ist, Wertsteigerungen von Immobilien über zusätzliche Beleihungen für Konsumzwecke zu nutzen. Von einer hohen Inflation der Vermögenswerte kann unter diesen Bedingungen eine größere Gefahr für das Wachstum einer Volkswirtschaft ausgehen als von der Konsumenteninflation. Als Reaktion auf die Krise sollten außerdem Anreize für spekulatives Verhalten durch eine Fortsetzung der expansiven Geldpolitik vermieden werden, damit nicht „die Rettungsaktion von heute [...] den Grundstein für die Krise von morgen“ (Schnabl 2007, S. 559) legt.

Autoren

Dr. Athanassios Pitsoulis hat die Juniorprofessur für Mikroökonomik an der Brandenburgischen Technischen Universität (BTU) Cottbus inne

Diplom-Volkswirt Sören Schwuchow ist Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Wirtschaftswissenschaften der BTU Cottbus.

Literatur

Borchert, Manfred (2003): Geld und Kredit - Einführung in die Geldtheorie und Geldpolitik. 8. Auflage, München: Oldenbourg Verlag.

Diekhauer, Gustav (2003): Makroökonomik: Theorie und Politik. 5. Auflage, Heidelberg: Springer Verlag.

Greiber, Claus & Setzer, Ralph (2007): Money and housing - evidence for the euro area and the US. Deutsche Bundesbank Economic Studies, No 12/2007.

Hilber, Christian A.L. (2006): Der Einfluss von Preisänderungen auf Angebot und Nachfrage von Immobilien: Theorie, empirische Evidenz und Implikationen. Online unter <http://personal.lse.ac.uk/hilber/hilber_wp/Hilber-ImPrAnrVerWirk-2006-02-26-DP.pdf> Letzter Aufruf am 08.07.2008.

Kregel, Jan (2008): MINSKY'S CUSHIONS OF SAFETY - Systemic Risk and the Crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market. Levy Economics Institute of Bard College Public Policy Brief, No 93, 2008.

Krugman, Paul (2008): The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008. New York: Norton & Company.

Reinhart, Carmen M. & Rogoff, Kenneth S. (2008): Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison. Online unter
<http://www.economics.harvard.edu/faculty/rogoff/files/Is_The_US_Subprime_Crisis_So_Different.pdf> Letzter Aufruf am 20.05.2008.

Schnabl, Gunter & Hoffmann, Andreas (2007): Monetary Policy, Vagabonding Liquidity and Bursting Bubbles in New and Emerging Markets - An Overinvestment View. CESIFO Working Paper, No. 2100.

Schnabl, Gunther (2007): Geldpolitik am Scheideweg. Wirtschaftsdienst, Ausgabe 9 / 2007, S. 558-565.

Schulte, Karl-Werner u.a. (2008): Immobilienökonomie. München: Oldenbourg Verlag.

Stiglitz, Joseph E. (1999): Volkswirtschaftslehre. 2. Auflage, München: Oldenbourg Verlag.

Walter, Norbert & Just, Tobias & Bergheim, Stefan (2007): Immobilienpreise und Geldpolitik. DB Research EU-Monitor 51.