

Finanzmärkte befinden sich im Stress



Globalisierung ist, wenn Turbulenzen im amerikanischen Immobilien- und Hypothekenmarkt plötzlich zu einem Ansturm auf die Schalter einer britischen Bank und zu Milliardenabschreibungen in Basel, Frankfurt, Dresden und anderswo führen. Globalisierung ist auch, wenn ein obskurer Begriff aus dem angelsächsischen Finanzjargon wie «subprime mortgage» es bei uns zu einer ähnlich breiten Bekanntheit bringt wie «Gammelfleisch». Die Idee, Hypotheken und andere Verbindlichkeiten von teils zweifelhafter Qualität zu bündeln und häppchenweise über mehrere Stationen an Investoren weltweit weiterzureichen, wurde bis vor Kurzem als clevere Finanzinnovation gepriesen. Die Idee ist auch nicht schlecht, solange transparent bleibt, was man effektiv im Portefeuille hat und welche Risiken damit verbunden sind, und solange sich diese Risiken angemessen in den Preisen widerspiegeln. Ob die nun bekannt gewordenen Verluste eingetreten sind, weil die Risikoüberwachungssysteme versagt haben oder weil deren Warnsignale ignoriert wurden, ist von aussen schwer zu beurteilen.

Trügerisch war jedenfalls der Glaube, das Bonitätsrisiko der zweitklassigen Forderungen mit einer breiten Streuung der Anlagen beherrschen zu können. Denn die Diversifikation des Risikos funktioniert nur, wenn die Einzelrisiken einigermassen unabhängig voneinander sind. Das war aber hier nicht der Fall. Heerscharen von amerikanischen Hypothekenschuldnern haben jahrelang von niedrigen Zinsen und steigenden Immobilienpreisen profitiert und darauf gesetzt, dass diese Bedingungen, unter denen sich Schulden fast von selbst finanzieren, weiterhin bestehen bleiben. Als der Wind kehrte, weil die Zinsen nach oben und die Immobilienpreise nach unten schossen, offenbarte sich die Fragilität der zugrunde liegenden Finanzierungsmodelle.

RIESIGES KLUMPENRISIKO. Da sich die makroökonomischen Rahmenbedingungen für alle Schuldner gleichzeitig verschlechterten, wurden die vielen tausend individuellen Kreditforderungen, die durch die Verbriefung den Weg in die Portefeuilles risikobereiter Investoren gefunden hatten, unversehens zu einem einzigen grossen Klumpenrisiko. Nicht dass eine solche Entwicklung völlig unvorhersehbar gewesen wäre. Es gab keinen Mangel an Hinweisen darauf, dass die Häuserpreise schon längst spekulativ überhöht waren und die Zinsen nicht ewig bei ihren historischen Tiefstwerten verharren würden. Andererseits ist es ein wiederkehrendes Muster im Verhalten von Finanzmärkten, dass Risiken, obwohl eigentlich bekannt, zunehmend ignoriert und zu rückläufigen Risikoprämien auch in Kauf genommen werden, wenn der Schadenfall nur genügend lange ausgeblieben ist.

TEST FÜR ZENTRALBANKEN. Zu einem Stresstest wurde die Krise auch für die Zentralbanken. Kritik einstecken musste die Bank of England, die Liquiditätshilfen für den gestressten Finanzsektor erst verweigerte, um dann unter dem Druck der Ereignisse doch noch eine demütigende Kehrtwende vollziehen zu müssen. Aber auch die Fed, die Zentralbank der USA, kam unter Beschuss, und zwar sowohl für ihre Rolle bei der Verursachung der Krise als auch für ihr Verhalten nach Ausbruch der Krise. Ein Vorwurf lautete, sie habe mit ihrer anhaltend expansiven Geldpolitik nach dem Platzen der spekulativen Blase bei den Technologie-Aktien zu Beginn des Jahrzehnts die Entstehung einer neuen, ganz ähnlichen Spekulationsblase im Immobiliensektor begünstigt. Dabei sei doch schon die vorangegangene Aktienblase nur dadurch möglich geworden, dass die Fed die Spekulation zu lange mit einer zu grosszügigen Geldversorgung angeheizt habe. In beiden Episoden lag die Verantwortung für die amerikanische Geldpolitik in den Händen von Alan Greenspan, dessen Memoiren dieser Tage auf den Markt gekommen sind.

Die Kritiker Greenspans müssen sich allerdings entgegenhalten lassen, dass die Geldpolitik in der fast 20-jährigen Amtszeit des «Maestro» so erfolgreich war wie zuvor lange nicht, wenn man die Erfolgskriterien zugrunde legt, an denen sich jede Geldpolitik messen lassen muss: die monetäre und konjunkturelle Stabilität der Wirtschaft. Der Geldpolitik einen Strick daraus zu drehen, dass ihre Stabilitätserfolge die Akteure auf den Finanz- und Immobilienmärkten dazu verführen, Risiken zu unterschätzen und Vermögenspreise auf exzessive Höhen zu treiben, wäre absurd. Jede Verantwortung muss dort angesiedelt werden, wo sie am wirksamsten wahrgenommen werden kann. Die Verantwortung für den Umgang mit Risiken haben daher diejenigen zu tragen, die diese Risiken übernehmen bzw. insoweit unbeteiligte Dritte mit betroffen sein könnten, auch die Finanzmarktregulierung.

ZENTRALE AUFGABE. Letzten Monat reagierte die Fed, jetzt unter der Leitung von Ben Bernanke, auf die Krise unter anderem mit einer deutlichen Zinssenkung. Auch dafür wurde sie wieder gescholten. Die einen hätten sich einen noch grösseren Zinsschritt nach unten gewünscht, andere monierten, die Fed hätte die Inflationsschleusen geöffnet und sei vorschnell jenen Unvorsichtigen zu Hilfe geeilt, die zu lange auf tiefe Zinsen spekuliert hätten. Ob Dosierung und Timing einer Zinsänderung richtig bemessen sind, weiss man immer erst hinterher. Aber auch hier gilt: Jede Zentralbank muss sich am Ende daran messen lassen, ob es ihr gelingt, die Stabilität des Finanzsystems, der Konjunktur und des Preisniveaus zu erhalten. Es ist weder ihre Aufgabe, Investoren aus der Patsche zu helfen, die sich verspekuliert haben, noch ist sie eine moralische Instanz, die dazu berufen ist, spekulative Exzesse zu bestrafen.

* Oliver Landmann ist ordentlicher Professor für theoretische Volkswirtschaftslehre an der Universität Freiburg i.Br. (oliver.landmann@vwl.uni-freiburg.de)