

Internationale Finanzintegration und Stabilität: Ursachen und vorläufige Lehren aus der internationalen Bankenkrise 2007/2008

Die Krise des internationalen Finanzsystems, die vom US-Hypothekenmarkt ausgegangen ist, klang im vergangenen halben Jahr nicht ab, sondern verstärkte sich sogar. Entsprechend mehren sich die Besorgnisse um die Konjunktur, und die Europäische Zentralbank sowie andere Zentralbanken sind ins Spannungsfeld zwischen Preisniveaustabilität und Finanzsystemstabilität geraten.¹

Trotz weitgehend übereinstimmender Einschätzungen möglicher konjunktureller Auswirkungen bestehen doch unter den Experten teilweise erhebliche Differenzen in den Vorstellungen darüber, was die Wirtschaftspolitik zur Eindämmung der Krise leisten kann und soll. Beispielsweise reichen die Vorschläge für die Geldpolitik von einer mehr oder weniger starken Senkung der Leitzinsen über die Entwicklung und den Einsatz neuer struktureller Offenmarktinstrumente bis hin zu einer zwar vorübergehenden, quantitativ aber nahezu ungezügelt Versorgung der Geschäftsbanken mit Geld.²

Grundsätzlich kann die Angemessenheit von Maßnahmen zur Stabilisierung nur nach einer eingehenden Untersuchung der Ursachen der Turbulenzen beurteilt werden. Aber nicht nur für ein optimales Krisenmanagement ist dies wichtig. Eine sachgerechte Ursachenanalyse ist gerade auch deshalb bedeutsam, um lehrstückhaft die Spielräume einer auf Stabilität ausgerichteten Neugestaltung nationaler und internationaler Rahmenbedingungen für die internationale Finanzintegration aufzuzeigen.

In der Fachwelt ist eine Reihe möglicher Ursachen der Krise diskutiert worden.³ Insbesondere werden hierbei die Rolle der Geldpolitiken wichtiger Zentralnotenbanken, die hohe Verschuldung und die geringe Sparneigung der privaten Haus-

halte in den USA, Regulierungsarbitrage durch die Geschäftsbanken sowie Anreiz- und Durchsetzungsprobleme beim Umgang mit neuen Finanzinstrumenten angeführt. Als weitere vermeintliche Ursachen, die aber eher Symptome sind, werden u. a. die Unfähigkeit der Finanzmärkte zur effizienten Preisbildung beim Handel mit Risiken, eine übermäßig kurzfristige Verschuldung der Finanzinstitute sowie Vertrauensprobleme und Liquiditätsknappheiten am Interbankengeldmarkt genannt.

Eine isolierte Betrachtung dieser möglichen Gründe würde nicht nur die Festsetzung der auf Stabilisierung und Stabilität ausgerichteten wirtschaftspolitischen Maßnahmen komplizieren, sondern wäre auch unangemessen, ließe sie doch eine Reihe weiterer Fragen unbeantwortet. So bliebe beispielsweise unklar, warum die lange Zeit als expansiv betrachtete Geldpolitik der vergangenen Jahre nicht auch zu Inflation führte, warum die privaten Haushalte in den USA nicht sparten, warum Finanzinnovationen wie Kreditderivate und strukturierte Kreditprodukte gerade in dieser Zeit verstärkt aufkamen und warum sich beim Handel mit diesen Produkten keine effiziente Preisbildung ergeben sollte. Sachgerechter scheint es daher, zunächst nach einer gemeinsamen Quelle für diese vielen Gründe der Krise zu suchen. Denn lässt sich eine solche Hauptursache identifizieren, so können auch die Lehren für die Wirtschaftspolitik widerspruchsfrei abgeleitet und umgesetzt werden.

Im Folgenden wird aufgezeigt, dass die mit der internationalen Integration verbundene Vermögensstruktur⁴ und deren Ungleichgewichte wesentlich zum Entstehen der Krise beitrugen, und es wird argumentiert, dass die Krise nicht nur in ihrer Wirkung, sondern vor allem in ihrer Ursache ein globales und kein vorrangig US-amerikanisches Phänomen ist.

Die internationale Integration ...

Die seit dem Jahrtausendwechsel noch einmal intensivierte Integration einer Vielzahl vormals peri-

¹ Vgl. ARBEITSKREIS KONJUNKTUR: Aufschwung stockt: Warten auf die zweite Luft, in: IWH, Wirtschaft im Wandel 1/2008, S. 8-34.

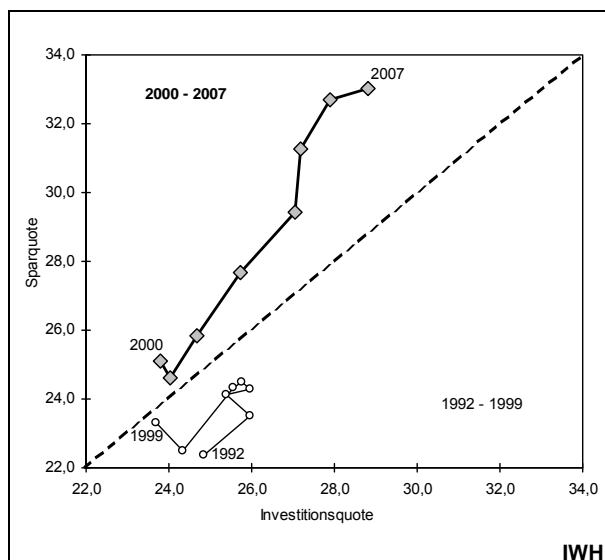
² Vgl. beispielsweise FELDMAN, M. S.: Housing, Credit Markets and the Business Cycle. NBER Working Paper No. 13471, 2007.

³ Vgl. die Auflistung in BUITER, W.: Lessons from the 2007 Financial Crisis. CEPR Discussion Paper No. 6596, 2007, sowie SACHVERSTÄNDIGENRAT ZUR BEGUTACHTUNG DER GESAMTWIRTSCHAFTLICHEN ENTWICKLUNG: Jahresgutachten 2007/08, Kapitel 3.

⁴ Vermögensstruktur i. S. v. kurz- versus langfristigen, liquiden versus illiquiden sowie Finanz- versus Realvermögensform.

pherer Volkswirtschaften in die internationale Arbeitsteilung ist mit einer Reihe globaler Ungleichgewichte einhergegangen.⁵ Insbesondere sparen die Schwellen- und Entwicklungsländer seither zunehmend deutlich mehr, als sie selbst in heimische Sachanlagen investieren (vgl. Abbildung 1). Entsprechend weisen diese Länder einen Überschuss in ihren Leistungsbilanzen auf, während vor allem in den USA und im Vereinigten Königreich beträchtliche Leistungsbilanzdefizite aufgebaut wurden.⁶

Abbildung 1:
Investition und Ersparnis in den Schwellen- und Entwicklungsländern in Relation zum Bruttoinlandsprodukt
- in % -

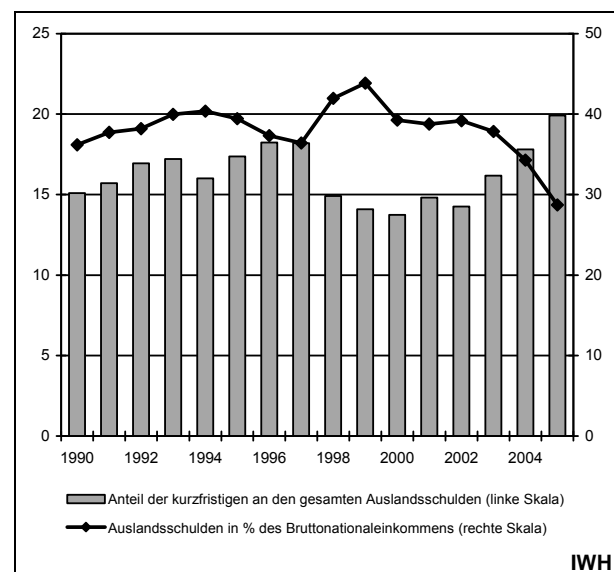


Quelle: IWF – World Economic Outlook Database, April 2008; Darstellung des IWH.

Die Ursache dieses als globale Sparschwemme bekannten Phänomens liegt in den Besonderheiten des laufenden Integrationsprozesses.⁷ Das Produktivitätswachstum, das mit der Integration der

Schwellen- und Entwicklungsländer verbunden gewesen ist, führte über Einkommensanstiege in diesen Ländern aufgrund ihrer beschränkten Absorptionsfähigkeit zu einer erhöhten Sparneigung. Jedoch konnten die Ersparnisse von den dort wenig ausgebildeten Finanzsystemen nur unzureichend in heimische Investitionen gelenkt werden. Die Ersparnisse fanden auch nicht auf dem Umweg über das Ausland zurück in diese Länder. Denn internationale Investoren sind – verstärkt durch die Erfahrungen mit der Asienkrise 1997/98 – vorsichtig, in den durch wirtschaftliche, rechtliche und politische Unwegsamkeiten geprägten Ländern zu investieren.⁸ Als Ausdruck dessen ging die Quote der Auslandsschulden dieser Länder zurück, und der Anteil der kurzfristigen Schulden an den gesamten Auslandsschulden stieg (vgl. Abbildung 2).

Abbildung 2:
Auslandsverschuldung der Entwicklungsländer
- in % -



Quelle: Weltbank.

⁵ Die Aufnahme Chinas in die Welthandelsorganisation WTO im Jahr 2001 markierte hierbei einen Meilenstein im Integrationsprozess.

⁶ Im Gegenzug weisen Japan und Deutschland teils beträchtliche Überschüsse auf.

⁷ Vgl. CABALLERO, R. J.; FARHI, E.; GOURINCHAS, P.-O.: An Equilibrium Model of “Global Imbalances” and Low Interest Rates. NBER Working Paper No. 11996, 2006, sowie RAJAN, R.: Investment Restraint, the Liquidity Glut, and Global Imbalances. Anmerkungen im Rahmen der Conference on Global Imbalances, Bali, 16. November 2006, <http://www.imf.org/external/np/speeches/2006/111506.htm>, Zugriff am 04.12.2007.

⁸ Vgl. ARBEITSGEMEINSCHAFT DEUTSCHER WIRTSCHAFTSFORSCHUNGSINSTITUTE: Die Lage der Weltwirtschaft und der deutschen Wirtschaft im Herbst 2006, in: IWH, Wirtschaft im Wandel, 2. Sonderausgabe 2006, S. 55 ff. Hier besteht auch ein enger Zusammenhang mit der vergleichsweise schwachen Sachkapitalbildung in vielen Industrieländern in diesen Jahren. Denn die geringe Beleihbarkeit von Auslandsinvestitionen belastet trotz deren höherer Kapitalproduktivität finanziell das jeweils gesamte multinationale Unternehmen und damit auch dessen heimische Aktivitäten. Vgl. DIETRICH, D.: Asset Tangibility and Capital Allocation, in: Journal of Corporate Finance, Vol. 13, 2007, pp. 995-1007.

... änderte das Anlageverhalten internationaler Investoren ...

Die Währungspolitik vieler Schwellen- und Entwicklungsländer zielte darauf, die überschüssigen Ersparnisse in liquiden Devisenreserven anzulegen, um sich gegenüber Währungskrisen zu immunisieren und um Unabhängigkeit vom Internationalen Währungsfonds zu erreichen. Von den Zentralbanken wurden daher insbesondere leicht liquidierbare Dollaranlagen wie kurz- und langfristige Staatsanleihen sowie so genannte *asset backed securities* (forderungsbesicherte Wertpapiere, ABS) nachgefragt.⁹

Die Integration des internationalen Finanzsystems bedeutete aber ebenfalls, dass sich plötzlich abzeichnende Anlagemöglichkeiten – vor allem für institutionelle Investoren aus den entwickelten Volkswirtschaften – verstärkt genutzt werden können, was zuvor aufgrund fragmentierter Finanzsysteme nicht möglich war. Um diese Chancen ergreifen zu können, bedarf es jedoch eines hinreichenden Bestands an liquiden Finanzanlagen, die im Fall neuer Investitionsmöglichkeiten auch kurzfristig aufgelöst werden können.

Alles in allem entwickelte sich somit weltweit eine starke Nachfrage nach liquiden Kapitalanlagen, sodass deren reale Renditen über das gesamte Laufzeitenspektrum auf historisch niedrige Niveaus gesunken sind. Hierbei wurden Mittel in großem Umfang in die USA und in das Vereinigte Königreich gelenkt, deren Finanzsysteme als hoch entwickelt und investorenfreundlich gelten. Vor allem aber schienen sie aufgrund ihrer Innovationsfähigkeit eher als die Finanzsysteme anderer entwickelter Volkswirtschaften in der Lage, den Liquiditätsbedürfnissen unter den Bedingungen der Globalisierung zu entsprechen und zeitnah entsprechende Finanzprodukte zu entwickeln.

... und führte zu neuen Geschäftsmodellen bei den Banken

Vergaben Banken bislang üblicherweise Buchkredite, die sie überwiegend durch die Hereinnahme

von Einlagen refinanzierten, so gingen sie in der jüngeren Vergangenheit verstärkt dazu über, Kreditforderungen zu verbrieften und zu handeln; hierbei bedienten sie sich häufig weitgehend unregulierter Zweckgesellschaften („Conduits“ und „Special Investment Vehicles“). Diese Änderung des Geschäftsmodells war die Reaktion der Banken auf die weltweit hohe Nachfrage nach Liquidität unter den Bedingungen der internationalen Finanzintegration.

Unterstützt durch die Innovationen im Informations- und Telekommunikationsbereich ergaben sich durch die zunehmende weltweite Integration der Finanzsysteme neue Gelegenheiten zur Diversifikation. Diese ermöglicht es Banken, illiquide Finanzanlagen besser in liquide zu transformieren und so den steigenden Bedarf an Liquidität zu erfüllen. Beispielsweise erfordern diversifizierte Anlageportfolios weniger Eigenkapital und erlauben daher nicht nur eine stärkere Refinanzierung über kurzfristige Verbindlichkeiten, sondern zudem eine Ausweitung des Kreditgeschäfts.¹⁰

Um diesen Diversifikationsvorteil auszunutzen, haben Banken verstärkt ihre Forderungen gehandelt sowie das internationale Bankgeschäft über ausländische Niederlassungen ausgeweitet.¹¹ Beide Strategien stehen in einem wechselseitigen Zusammenhang, haben aber nicht nur Vorteile. So deuten jüngere Erfahrungen im US-Bankensektor darauf hin, dass mit einer Ausweitung der Geschäftsfelder ein höheres verhaltensspezifisches Risiko auf Seiten der Banken verbunden ist. Denn im Zuge von Geschäftsfelderausweitungen erfolgt ein verstärkter Einsatz standardisierter bankinterner Kontroll- und Steuerungsinstrumente (wie sie beispielsweise bei der Organisation von internen Kapitalmärkten verwendet werden), sodass sich die Anreize zur Informationsbeschaffung über potenzielle Kreditkunden verändern: Kredite werden nicht mehr auf der Grundlage weicher Informationen, die im Zuge langer Kreditbeziehungen gewonnen werden und im Allgemeinen schlecht nachprüfbar sind, sondern

⁹ Obwohl der Anteil des Dollars an den offiziellen Währungsreserven der Entwicklungsländer seit 2002 um etwa zehn Prozentpunkte zurückging, dominiert die US-Währung nach wie vor mit einem Anteil von circa 60% deren Devisenvorräte (Berechnungen des IWH auf statistischer Grundlage der Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER) des Internationalen Währungsfonds).

¹⁰ Vgl. DIAMOND, D. W.; RAJAN, R: A Theory of Bank Capital, in: The Journal of Finance, Vol. 60, 2000, pp. 2431-2465.

¹¹ Zur Bedeutung und Funktion international aktiver Banken vgl. DIETRICH, D.; VOLLMER, U.: Banks Internationalization Strategies: The Role of Bank Capital Regulation. IWH Diskussionspapier 18/2006.

aufgrund harter Bonitätskennziffern vergeben, denn Letztere können leichter in den Steuerungsinstrumenten berücksichtigt werden.¹²

Der Anreiz, zugunsten harter Bonitätskennziffern auf weiche Informationen zu verzichten, wird durch den Umstand verstärkt, dass Kredite, die auf Basis harter Bonitätsfaktoren vergeben werden, grundsätzlich leichter handelbar sind, die Marktliquidität verbessern und so nochmals den Spielraum zur Diversifikation erweitern.¹³ Obwohl der Transfer von Kreditrisiken als solcher nicht in jedem Fall zu einer Verschlechterung der Anreize für Banken bei der Auswahl und Überwachung von Kreditnehmern führt, ist bei einer Zunahme der Marktliquidität mit derartigen negativen Anzeizeffekten zu rechnen, und die Transformationsleistung der Banken nimmt tendenziell ab.¹⁴ Die Fehlreize können von den niedrigen Zinsen noch verstärkt worden sein, denn die Opportunitätskosten eines durch ein Fehlverhalten der Bank bedingten Kreditausfalls (und daher die zusätzlich erzielbaren Gewinne durch Kreditüberwachung) sind bei niedrigen Zinsen gering.¹⁵

Zudem verstärkt eine Zwischenschaltung von Zweckgesellschaften als zusätzliche Intermediäre oft die Undurchsichtigkeit der Finanzprodukte. Da außerdem die von den Zweckgesellschaften gehandelten derivativen Kreditprodukte häufig gesondert auf die Bedürfnisse einzelner Geschäftspartner abgestellt wurden (so genannte Over-The-Counter-Transaktionen, OTC), waren diese Titel

von anderen Marktteilnehmern kaum zu bewerten. Die Konstruktion der Zweckgesellschaften konnte den resultierenden negativen Anzeizeffekten nur teilweise entgegenwirken. Sie refinanzierten sich zwar – ähnlich wie Banken mit Sichteinlagen – kurzfristig durch die Ausgabe von Geldmarktpapieren.¹⁶ Aber die mittel- und unmittelbaren Haftungszusagen der Eignerbanken waren aus den bereits angeführten Gründen unzureichend, um genügend Anreize zur Überwachung der Geschäftsaktivitäten von Zweckgesellschaften zu bieten.

Diese verbesserten Möglichkeiten zur globalen Diversifikation führten zusammen mit den bereits oben angesprochenen hohen Ersparniszuflüssen aus den Schwellen- und Entwicklungsländern vor allem in den USA zu steigenden Vermögenspreisen sowie zur verstärkten Kreditvergabe in den Bereichen der Hypotheken-, Kreditkarten- und Kraftfahrzeugfinanzierung. Konsequenz der induzierten Anreizverschlechterungen bei den Banken war jedoch, dass zunehmend auch risikoreiche Ausleihungen, beispielsweise im Subprime-Segment, vorgenommen wurden und Risikoprämien auf historisch niedrige Niveaus sanken. Folglich sparten die privaten US-Haushalte kaum; stattdessen kapitalisierten sie preisbedingte Wertzuwächse vor allem bei Immobilien.¹⁷ Der Erfolg dieser Strategie ist auch davon abhängig, dass die Immobilienpreise weiter steigen, denn nur dann können auch Subprime-Schuldner mit flexibel verzinslichen Hypothekendarlehen (adjustable rate mortgages, ARM) künftige Zinsanpassungen aus der Beleihung der Kapitalgewinne begleichen.

Alles in allem wurden die Banken ihrer Aufgabe zur Transformation von illiquiden in liquide Finanzanlagen nicht voll gerecht, denn sie reduzierten den von ihnen durch Informationsbeschaffung zu erbringenden Mehrwert zugunsten einer möglichst vollständigen Ausschöpfung der sich bieten-

¹² Vgl. STEIN, J. C.: Information Production and Capital Allocation: Decentralized Versus Hierarchical Firms, in: *The Journal of Finance*, Vol. 57, 2002, pp. 1891-1921.

¹³ Marktliquidität bestimmt, wie leicht eine Forderung verkauft werden kann, während Finanzierungsliquidität angibt, wie leicht eine Forderung beliehen werden kann. Zum Zusammenspiel von Markt- und Finanzierungsliquidität vgl. BRUNNERMEIER, M. K.; PEDERSEN, L. H.: *Market Liquidity and Funding Liquidity*, in: *Review of Financial Studies* (im Erscheinen).

¹⁴ Vgl. BHATTACHARYA, S.; CHIESA, G.: *Optimal Credit Risk Transfer, Monitored Finance and Real Investment Activity*. Discussion Paper 6584, CEPR 2007, sowie FECHT, F.; WAGNER, W.: *The Marketability of Bank Assets and Managerial Rents: Implications for Financial Stability*. Deutsche Bundesbank, Discussion Paper Series 2: *Banking and Financial Studies*, No. 12/2007.

¹⁵ Vgl. DIETRICH, D.: *Monetary Policy Shocks and Heterogeneous Finance Decisions: A Model of Hidden Effort Choice and Financial Intermediation*, in: *German Economic Review*, Vol. 4, 2003, pp. 365-388.

¹⁶ Zu den positiven Anreizwirkungen von unbesicherten Bank-einlagen vgl. DIAMOND, D. W.; RAJAN, R.: *Liquidity Risk, Liquidity Creation, and Financial Fragility: A Theory of Banking*, in: *Journal of Political Economy*, Vol. 109, 2001, pp. 287-327. Eine weitere Rolle dürfte bei der Konstruktion der Zweckgesellschaften die damit verbundene Möglichkeit zur regulatorischen Arbitrage gespielt haben.

¹⁷ Zu den Besonderheiten dieses als „equity extraction“ bezeichneten Phänomens in den USA vgl. GREENSPAN, A.; KENNEDY, J.: *Estimates of Home Mortgage Originations, Repayments, and Debt on One-to-four-family Residences*. *Finance and Economics Discussion Series* 2005-41.

den Diversifikationsspielräume. Hierbei wurden anscheinend die bankspezifischen Liquiditätsrisiken unterschätzt. Dies mag zum einen auf mangelndes Erfahrungswissen der Banken zurückzuführen sein. Zum anderen dürfte hierzu auch beigetragen haben, dass die Banken darauf spekulierten, im Krisenfall Unterstützung in Form eines staatlichen Bail-outs zu erhalten. Vor diesem Hintergrund muss die Rettung der Investmentbank Bear Stearns, die ex post im Sinne einer Stabilisierung des deutschen Finanzsystems zweckmäßig gewesen sein mag, aus Ex-ante-Sicht kritisch beurteilt werden.

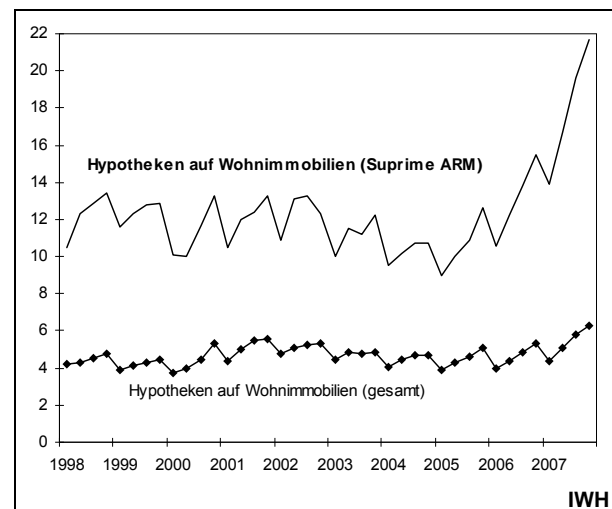
Die globale Ausbreitung der Krise

Mit der Wende bei den Geldmarktzinsen nach 2004 geriet das neue Geschäftsmodell der Banken zunehmend unter Druck, denn die kurzfristige Refinanzierung wurde angesichts der unverändert niedrigen Kapitalmarktzinsen schwieriger. Zu Jahresbeginn 2007 konnten dann die im Passivgeschäft zu zahlenden Zinsen im Aktivgeschäft der Banken nicht mehr ohne weiteres verdient werden: Schuldner mit guten Risikoeigenschaften waren nicht bereit, höhere Zinslasten auf sich zu nehmen, hatten sie doch Zugang zu preiswerten Finanzierungsalternativen auf den Kapitalmärkten. Zinsanpassungen bei Kreditkunden minderer Bonität (Subprime-Segment) hingegen führten wegen der nur noch geringen Immobilienpreisanstiege zu steigenden Kreditausfällen (vgl. Abbildung 3).¹⁸

Zur weltweiten Verbreitung der Krise kam es aufgrund der vielfältigen finanziellen Verflechtungen, die entsprechende Akzeleratoreffekte auf den Vermögenmärkten anstießen und letztlich in eine Solvenzkrise von Banken zu münden scheinen. Zunächst gerieten Immobilienfinanzierer ebenso unter Druck wie Zweckgesellschaften, die im Handel mit hypothekenbesicherten Wertpapieren engagiert waren. Damit kamen auch die für sie haftenden Banken (später ebenso Versicherungen) in Bedrängnis.

¹⁸ Grundsätzlich wird ein Hypothekenkredit dem Subprime-Segment zugerechnet, sofern der Kreditnehmer bereits eine Zahlungsunfähigkeit oder Zwangsversteigerung hinter sich hat, er mit seinen Kreditraten in der jüngeren Vergangenheit in Verzug geraten ist, die Relation von Schuldendienst und Einkommen des Kreditnehmers über 55% liegt oder der Hypothekenswert 85% des Immobilienwerts übersteigt.

Abbildung 3:
Anteil im Zahlungsrückstand befindlicher Hypothekenkredite in den USA
- in % -



Quelle: Mortgage Bankers Association of America.

Betroffene Finanzinstitutionen versuchten nun weltweit, die entstehende Liquiditätsknappheit zu überwinden. Grundsätzlich können sie hierzu Mittel aus anderen Regionen oder Geschäftsfeldern abziehen,¹⁹ verstärkt leicht liquidierbare Anlagen nachfragen sowie kurzfristige Gelder hereinnehmen. Die Kapitalmarktzinsen blieben nicht zuletzt deshalb auf ihrem niedrigen Niveau, während die Geldmarktsätze, insbesondere für unbesicherte Interbankeneinlagen, in die Höhe schnellten.²⁰ Diese Zinsentwicklung zehrt aber das Eigenkapital nicht nur der unmittelbar betroffenen Banken auf, sondern auch das von jenen Banken, die nicht in den kritischen Märkten engagiert waren und die dadurch mit in den Sog der Krise gezogen werden.²¹

Gehen die Ausleihungen der Banken infolge ihrer Belastungen zurück bzw. werden Kredite nicht prolongiert oder gar gekündigt, dann kann im Finanzsystem insgesamt weniger erwirtschaftet werden und zur Befriedigung von Gläubigeransprü-

¹⁹ Zur Bedeutung dieses Ansteckungskanal vgl. DERVIZ, A.; PODPIERA, J.: Cross-border Lending Contagion in Multi-national Banks. ECB Working Paper Series, No. 807, 2007.

²⁰ Der Anstieg der Zinssätze für unbesicherte Interbankeneinlagen wird zudem verstärkt durch die Unsicherheiten, die unter den Geschäftspartnern am Geldmarkt über ihre Bonität herrscht.

²¹ Vgl. DIAMOND, D. W.; RAJAN, R.: Liquidity Shortages and Banking Crisis, in: The Journal of Finance, Vol. 60, 2005, pp. 615-647.

chen bereitstehen. Hinzu kommt, dass die Verwertung der als Sicherheiten hinterlegten Immobilien ebenso wie Notverkäufe weiterer Bankaktiva den Preisdruck auf den Vermögenmärkten verstärken. Konsequenz ist, dass die Banken noch höhere Refinanzierungskosten zu tragen haben werden und gleichzeitig immer weniger Liquidität mit ihren Aktiva erwirtschaften. Ein Ende dieser Prozesse ist derzeit nicht absehbar.

Schlussfolgerungen und Lehren

Die globale Sichtweise auf das Subprime-Debakel lässt erste Schlussfolgerungen zu und ermöglicht, Lehren für eine stabilitätsorientierte Wirtschaftspolitik in einer integrierten Weltwirtschaft daraus zu ziehen. Zunächst scheint die Krise nicht durch ein zufälliges Zusammentreffen einer Vielzahl ungünstiger Ereignisse verursacht worden zu sein. Vielmehr kann sie zu einem bedeutenden Teil auf nur ein Phänomen zurückgeführt werden, nämlich der Integration vormals peripherer und institutionell schwach entwickelter Volkswirtschaften in die Weltwirtschaft. Paradoxe Weise scheint dies dazu geführt zu haben, dass das Epizentrum von Finanzmarkturbulenzen nicht mehr in diesen Ländern liegt, sondern sich zu den entwickelten Volkswirtschaften verlagerte.²²

Eine wichtige Lehre ist daher, dass zur Gewährleistung von Finanzsystemstabilität in den Industrieländern auch in den Schwellen- und Entwicklungsländern wirksame Institutionen geschaffen werden müssen. So werden beispielsweise funktionsfähige Finanzsysteme zur Kanalisierung heimischer Ersparnisse in heimische Investitionen benötigt. Aber auch Handel und Produktion sind international so zu organisieren, dass Finanzungleichgewichte nicht weiter begünstigt werden. Beispielsweise sind Eigentumsrechte und Rechtssysteme in den Schwellenländern auch für nationale Aktivitäten fortzuentwickeln, sodass nicht nur multinationale Unternehmen für den Export in die Industrieländer produzieren, sondern auch lokale Märkte zunehmend bedient und so die gesamtwirt-

schaftlichen Überschussersparnisse abgebaut werden.

Des Weiteren gilt es, die Balance zwischen der Förderung von Finanzinnovationen und der Stabilität des Weltfinanzsystems zu wahren. Beispielsweise kann die Risikoallokation mittels strukturierter Kreditprodukte, die auf spezielle Kundenbedürfnisse zurechtgeschnitten sind, unter Umständen zwar verbessert werden. Da diese Produkte jedoch keinen Sekundärmarkt haben, müssen für ihre Bewertung ersatzweise Modelle verwendet werden, die jedoch mögliche Verhaltensrisiken nur unzureichend als endogene Einflussfaktoren von Ausfallwahrscheinlichkeiten und Korrelationen erfassen. Der Effizienzgewinn durch verbesserte Risikoallokationen wird dann aber unter Umständen durch ein höheres systemisches Gesamtrisiko zunichtegemacht. Ein Ziel der Regulierung sollte daher sein, neue komplexe Finanzprodukte zunächst nur auf kleinen Teilmärkten zuzulassen, auf denen sie einerseits getestet und andererseits durch Auslese standardisiert werden können. Eine derartige marktkonforme Standardisierung bestimmter Kreditprodukte in Verbindung mit der Förderung von organisierten Börsen – sowohl für deren zunächst beschränkten Handel als auch für die anschließende Ausweitung der Handelsmöglichkeiten – könnte beiden Zielen gerecht werden.²³

Die Umgestaltung der internationalen Finanzarchitektur sollte sich aber nicht nur auf die Regulierung privater Aktivitäten beziehen, sondern müsste auch Anpassungen bei der internationalen Währungspolitik einschließen. So sind die traditionellen Instrumente der Bretton-Woods-Organisationen zunehmend ungeeignet, denn deren Funktionsfähigkeit beruht auf dem Grundsatz der besonderen Knappheit von Devisen. Dieser ist jedoch mit dem Wechsel der Schwellen- und Entwicklungsländer vom Lager der internationalen Schuldner zu den Gläubigern gegenstandslos. Auch wegen des hiermit begründeten Legitimationsproblems von IWF und Weltbank sowie ihrer nur auf Krisenbewältigung ausgerichteten Instrumente sind künftig internationale ordnungspolitische Regelwerke erforderlich, die unter anderem über eine Steigerung der Attraktivität von Schwellenländern für inter-

²² Siehe zu dieser Ansicht auch TRICHET, J.-C.: Reflections on the Global Financial System. Keynote im Rahmen des 25th Anniversary IIF Annual Membership Meeting. Washington D.C., 20. Oktober 2007, <http://www.ecb.int/press/key/date/2007/html/sp071020.en.html>, Zugriff am 21.10.2007.

²³ Zu ähnlichen Vorschlägen vgl. CECCHETTI, S.: Preparing for the Next Financial Crisis, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/730>, Zugriff am 19.11.2007.

nationale Finanzinvestoren zur effektiven Krisenvermeidung beitragen, indem globale Ungleichgewichte auf den internationalen Finanzmärkten abgebaut werden.

Nicht zuletzt erteilt die Erfahrung mit dem Subprime-Debakel auch der Geldpolitik eine wichtige Lektion. So können die integrationsbedingten Veränderungen des internationalen Anlageverhaltens erklären, dass die Niedrigzinspolitik der Notenbanken in den USA und im Euroraum für einige Zeit nicht wie sonst üblich zur Inflation führte. Aus Sicht einer quantitätstheoretischen Interpretation führte die mit der Integration einhergehende Zunahme der Liquiditätsnachfrage zu einer strukturellen Veränderung der Geldnachfrage. Eine vorübergehend stark beschleunigt zunehmende Geldmenge (in breiter Abgrenzung) hatte daher nicht die üblichen inflationären Folgen. Aus Sicht der Neuen Keynesianischen Makroökonomik war mit der verstärkten Einbindung von unterentwickelten und vormals isolierten Volkswirtschaften in die internationale Arbeitsteilung und mit der damit einhergehenden Internationalisierung der Produktion ein positiver Angebotschock verbunden, der zu einem sinkenden natürlichen Realzins geführt hatte. Geldpolitik mit historisch niedrigen Zinsen war daher für einige Zeit mit dem Ziel der Preisniveaustabilität vereinbar.²⁴ Aber anziehende Rohstoffpreise, insbesondere für Öl und Nahrungsmittel, deuten darauf hin, dass mittelfristig die Zeit niedriger natürlicher Realzinsen vorüber sein dürfte. Die bisherige Konsumzurückhaltung in den Schwellenländern scheint zunehmend aufgegeben zu werden, und infolge der Verschiebungen in der globalen Nachfrage und der hierdurch ausgelösten realwirtschaftlichen Anpassungen wird weltweit künftig wohl eher eine Phase höherer natürlicher Realzinsen als in den letzten Jahren zu beobachten sein.²⁵ Allerdings sollte eine geldpolitische Straf-

fung wenn möglich erst nach einer Beruhigung der internationalen Finanzmärkte erfolgen, da es anderenfalls, wie die Erfahrungen der Großen Depression in den USA gezeigt haben, zu sehr hohen Anpassungskosten kommen könnte.

Schließlich lehrt die Erfahrung der vergangenen Jahre, dass die Geldpolitik auf den Informationsgehalt monetärer Größen nicht verzichten sollte. Zwar scheinen traditionelle Geldmengenaggregate nicht mehr so informativ wie früher zu sein. Aber Veränderungen in der Ausstattung von Volkswirtschaften mit Liquidität in einem weiteren Sinne geben wertvolle Signale für eine auf Preisniveau- und Finanzsystemstabilität ausgerichtete Geldpolitik.

Diemo Dietrich

(Diemo.Dietrich@iwh-halle.de)

*Achim Hauck**

(Achim.Hauck@uni-duesseldorf.de)

²⁴ Diese Sicht hat auch innerhalb der Zentralbanken Eingang gefunden; vgl. BINI SMAGHI, L.: Financial Globalisation and Excess Liquidity: Monetary Policies and New Uncertainties. Anmerkungen im Rahmen des Euro50-Natixis breakfast Seminar. Washington D.C., 21.10.2007, <http://www.ecb.int/press/key/date/2007/html/sp071021.en.html>, Zugriff am 22.10.2007.) Welche der beiden Sichtweisen zutrifft, ist eine empirische Frage, die wohl erst in einiger Zeit rückwirkend zu beantworten sein dürfte.

²⁵ Zu den Auswirkungen von Angebots- und Nachfrageschocks auf den natürlichen, also konjunktur- und inflationsneutralen Zins vgl. NEISS, K. S.; NELSON, E.: The

Real-interest-rate Gap as Inflation Indicator, in: *Macroeconomic Dynamics*, Vol. 7, 2003, pp. 239-262.

* *Achim Hauck*, Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf, Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät, Fachgebiet Volkswirtschaftslehre.