

# Die Mär vom zu billigen Geld

**Prof. Dr. Sebastian Dullien**  
**Konferenz „Die Finanzmarktkrise und ihre**  
**Folgen“ am 11.6.2009 in Berlin**

# Programm

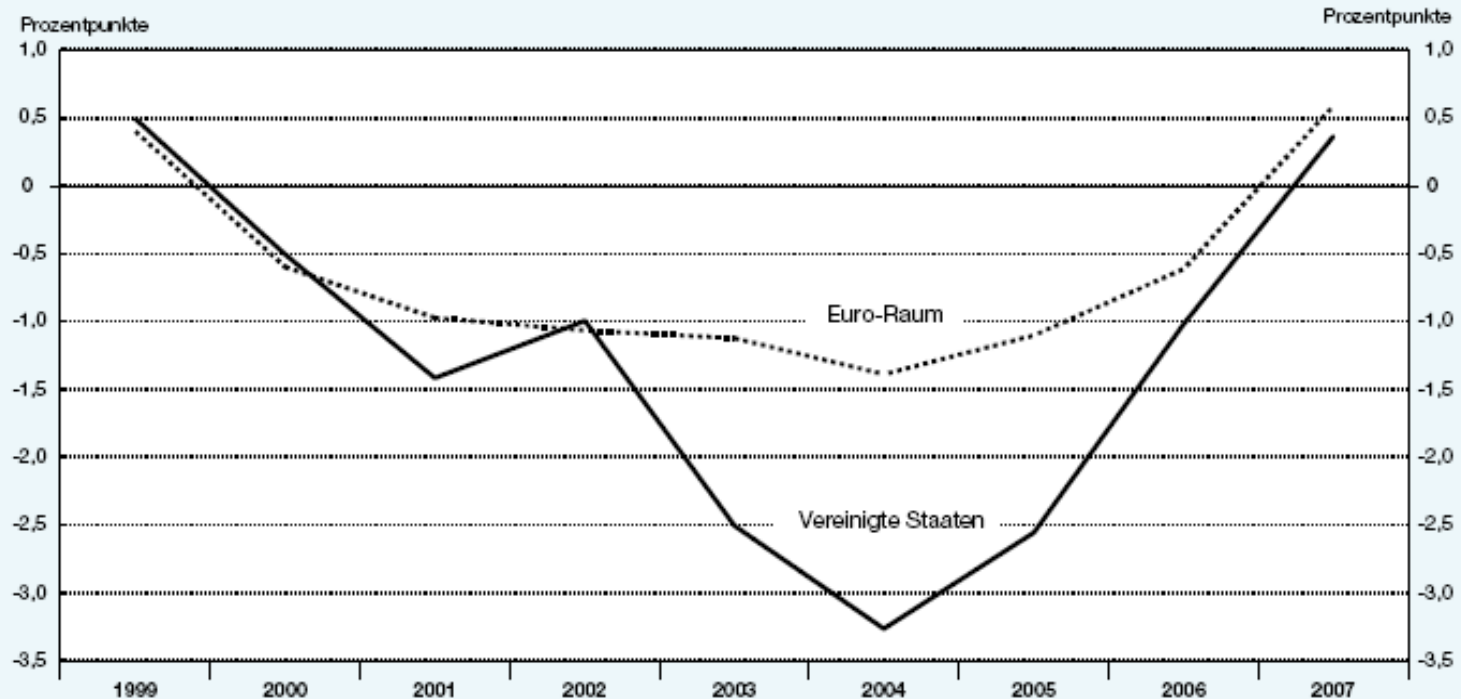
1. Häufig geäußerte Thesen zur Rolle der Geldpolitik beim Entstehen der Finanzkrise
2. Sind die Thesen haltbar?
  - a) Geldpolitik und die Hauspreisblase
  - b) Geldpolitik und die leichtsinnige Vergabe von Hypotheken
3. Wer hat Interesse an der Verbreitung dieser Thesen?

# Häufig geäußerte Thesen zur Geldpolitik und Finanzkrise

- Die US-Geldpolitik hat mit zu niedrigen Zinsen die Hauspreisblase verursacht
- Die US-Geldpolitik hat mit zu niedrigen Zinsen die Banken in riskante Geschäfte getrieben

# Beispiel: SVR (2007) kritisiert US-Geldpolitik

Abweichungen des kurzfristigen Zinssatzes vom Taylor-Zins<sup>1)</sup>  
für den Euro-Raum und die Vereinigten Staaten



1) Zur Berechnung des Taylor-Zinsses siehe JG 2006 Ziffer 225.

Quelle für Grundzahlen: OECD

© Sachverständigenrat

## Zur Erinnerung: Welche Elemente hat die globale Finanzkrise?

1. Eine US-Hauspreisblase
2. Einen Boom im US-Subprime-Hypothekenmarkt mit Kreditvergabe an Schuldner zweifelhafter Qualität
3. Verbriefung dieser Schulden und Verteilung der „toxic assets“ weltweit
4. Übermäßige Risikolust der Banken

# Wie beeinflussen Zinsen die Hauspreise? (I)

- Zinsen beeinflussen Hauspreise über eine Reihe von Kanälen:
  - Niedrigere Hypothekenzinsen erhöhen die Nachfrage nach Häusern, weil sich ein größerer Teil der Menschen Häuser leisten kann
  - Niedrigerer Zins (und damit niedrigere Diskontrate) erhöht den Gegenwartswert künftiger Erträge

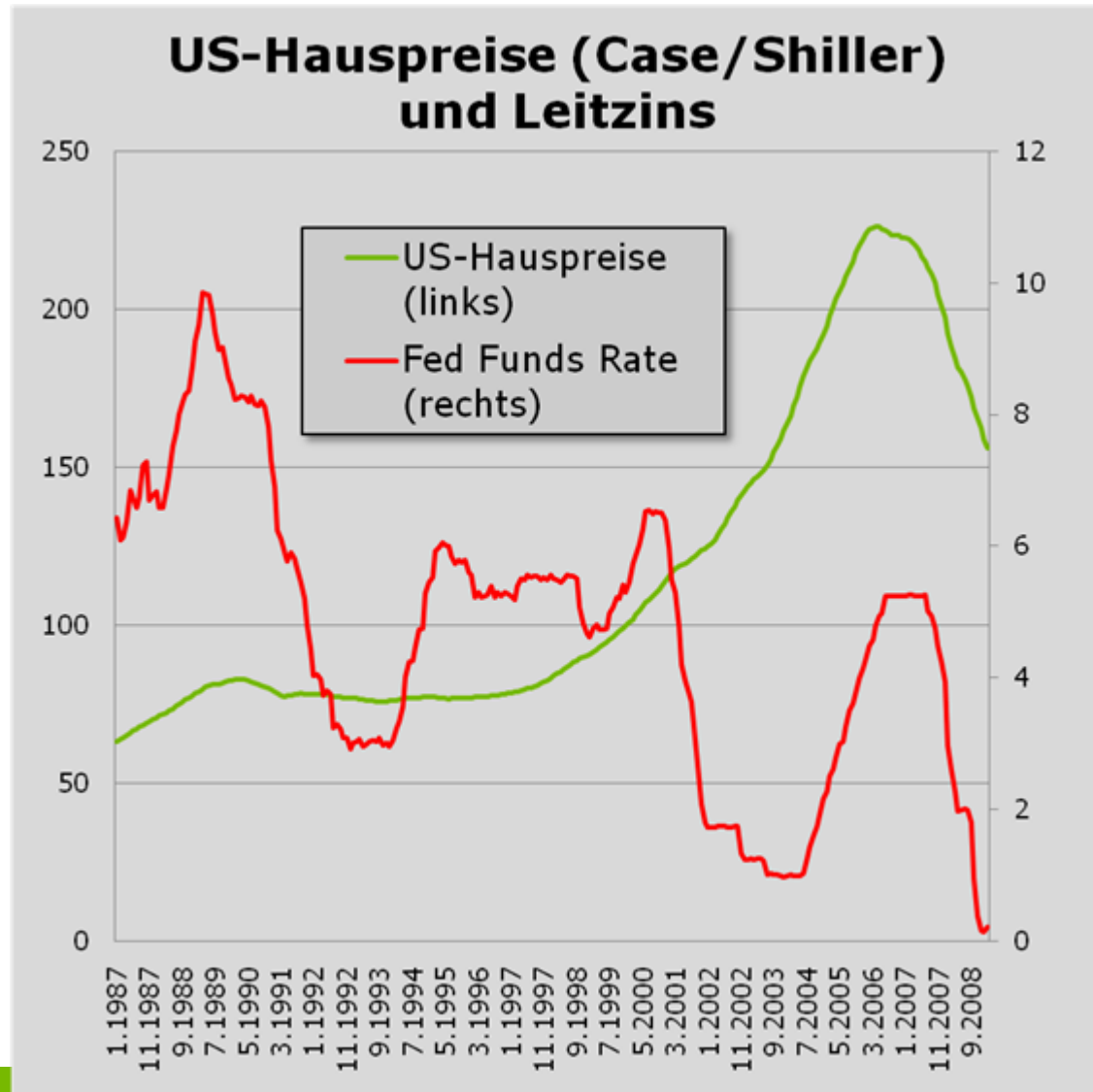
$$NPV = \sum_{t=1}^T \frac{C_t}{(1+r)^t} - C_0$$

## Wie beeinflussen Zinsen die Hauspreise? (II)

- Also: Ceteris paribus: Niedrigerer Zins führt zu höheren Immobilienpreisen
- Aber: Ist das eine Blase?
  - Definition einer Blase (Aus: Webster New World Finance and Investment Dictionary):  
*“A rapid but often short-lived run-up in prices that is caused by irrational exuberance, rather than the basic underlying fundamentals of the market.”*
  - Also: Blase ist ein Abweichen von dem Fundamentalwert eines Vermögensgegenstandes

# Wie beeinflussten Zinsen die Hauspreise (IV)

- Niedrige Zinsen können also den fundamentalen Wert von Häusern beeinflusst haben, wenn es Geldpolitik gelungen ist, Erwartung für langfristig niedrige Zinsen zu schüren
- Aber: Die Hauspreise stiegen lange weiter, nachdem Zinsen wieder steigen
- Und: Neue Zinssenkung müssten dann wieder zu höheren Preisen führen



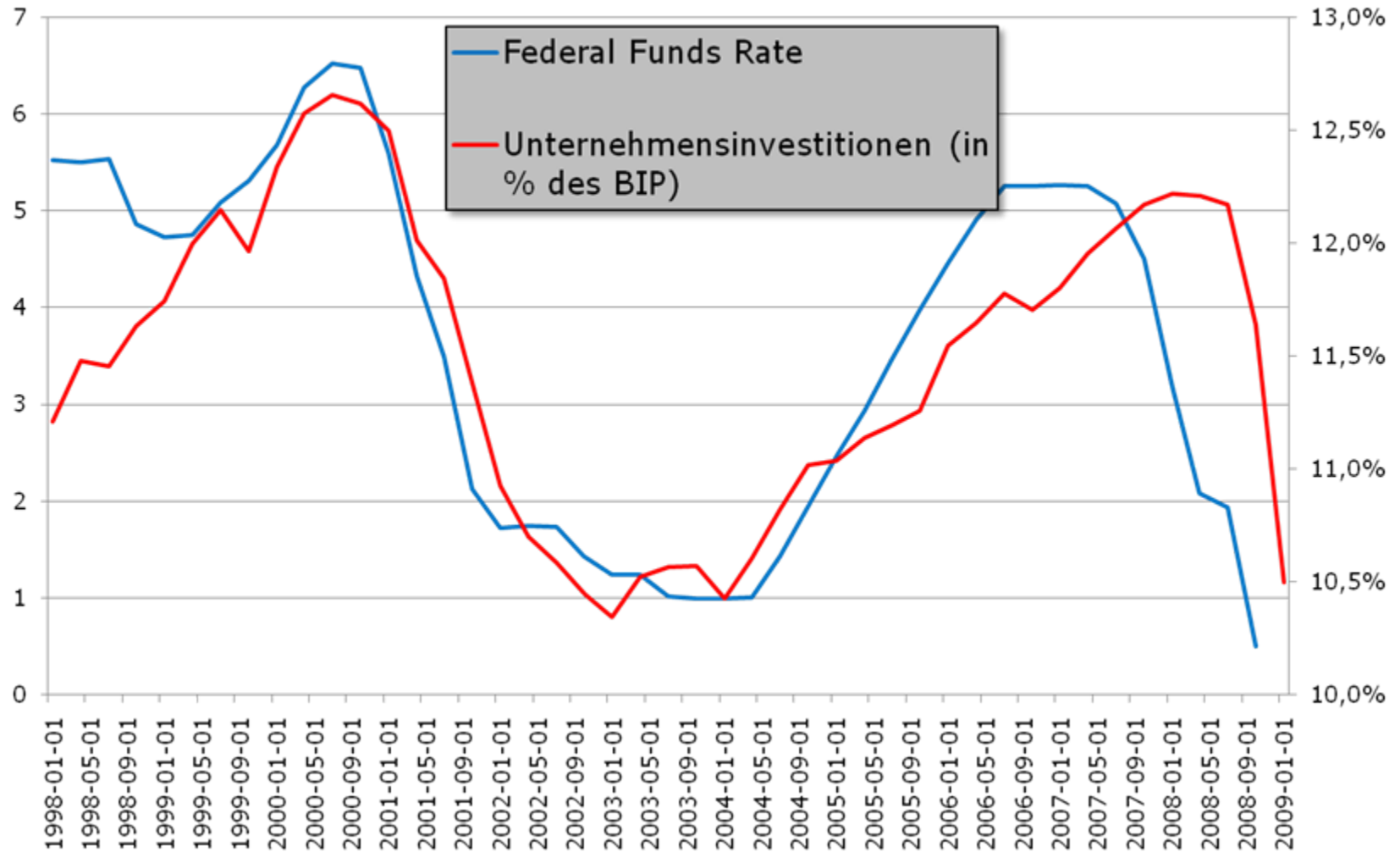


# Aber führen nicht niedrige Zinsen zu Spekulationsblasen – jenseits der Fundamentalpreise?

- Theoretisches Wissen über Spekulationsblasen ist sehr gering
  - Theorie rationaler Erwartungsblasen (u.a. Blanchard 1979)
    - Aber keine Erklärung der Ursachen
  - Behavioural Finance (Shiller etc.)
    - Herding, Greater Fool, Social framing
    - Aber: Keine Rolle für Geldpolitik
  - Wicksell (bzw. Nachfolger):
    - Notenbankzins unter natürlichem Zins führt zu höheren Vermögenspreisen und Überinvestitionen
    - Problem: Theorie kann nicht Blase nur in einem Teil der Wirtschaft erklären

# Es gab aber keine Blase der Gesamtwirtschaft!

## US-Unternehmensinvestitionen und Zins



# Aber kann nicht die Geldpolitik jedesmal eine Blase zum Platzen bringen?

- Zentralbank kann im Prinzip Zinsen so weit erhöhen, dass diese höher sind als die erwartete Preissteigerung
- Damit platzt üblicherweise die Spekulationsblase
- Problem: Spekulanten können üblicherweise hohe Zinsen viel länger bezahlen als normale Investoren
- Kosten für den Rest der Wirtschaft wären sehr hoch!

# Spekulationsblasen und niedrige Zinsen – Auch historisch ein wackeliger Zusammenhang

- Aktienblase 1929:
  - Fed senkte Diskontsätze 1927 einige Monate von 4,0 auf 3,5 Prozent – da Preise aber fielen, war Realzins hoch
- Aktienblase 1987:
  - Fed-Zins lag 1985 bei 7,5 Prozent
- US-Immobilienboom und Savings and Loan Crisis (zweite Hälfte 1980er):
  - Fed-Zins war hoch, nicht niedrig (s.o.)
- New-Economy-Blase 1999/2000:
  - Fed senkte Zins kurzfristig 1998 von 5 auf 4,5 Prozent, zog ihn aber schnell wieder an

# Aber haben niedrige Zinsen nicht zur riskanten Kreditvergabe der Banken geführt? (I)

- Es gibt keinen theoretischen Grund anzunehmen, dass Banken an riskantere Schuldner verleihen, wenn ihre Refinanzierungskosten sinken!
  - Kreditausfall wird immer aus Eigenkapital getragen
- Es gibt keinen theoretischen Grund anzunehmen, dass Käufer bei niedrigeren Zinsen eher Immobilien kaufen, die sie sich nicht leisten können

## Aber haben niedrige Zinsen nicht zur riskanten Kreditvergabe der Banken geführt? (II)

- Im Gegenteil: Im Stiglitz/Weiss (1981)-Modell der Kreditrationierung führen sogar höhere Zinsen zu riskanterem Kreditportfolio
  - Begründung: Bei hohen Zinsen sind es zunehmend riskante Schuldner, die noch Kredite aufnehmen
- Mishkin (2008) begründet so auch die riskanten Ausleihungen der Savings and Loans in der S&L-Krise mit **hohen** Notenbankzinsen!

## Aber was ist mit Leverage? Haben nicht die niedrigen Zinsen Anreize für Verschuldung gesetzt?

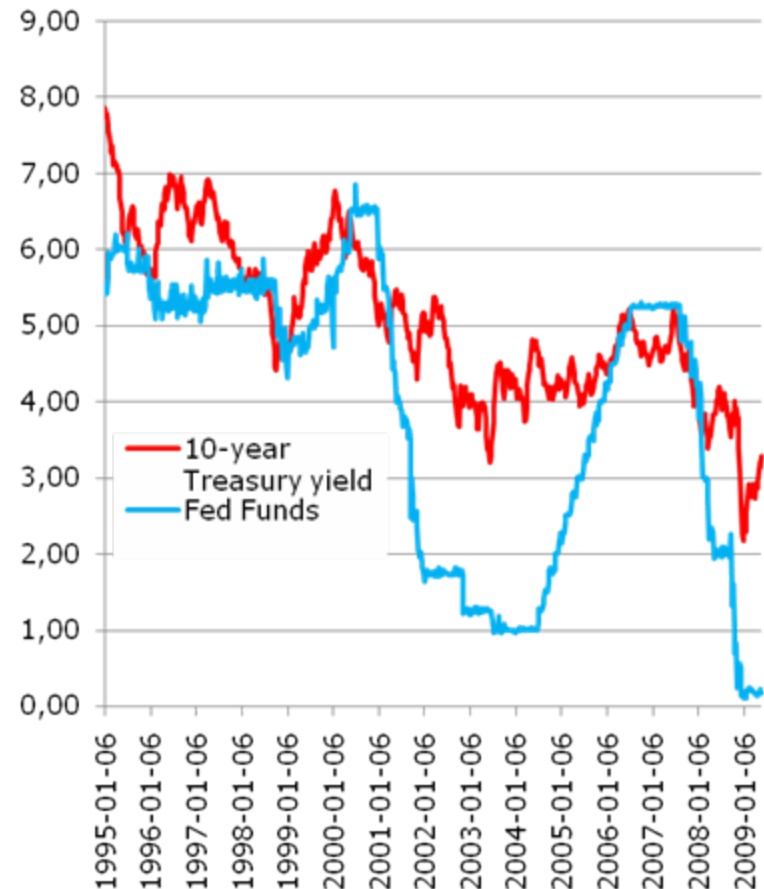
- SVR (2007) argumentiert, dass niedriger Zins für Fremdkapital Anreize für Leverage erhöht

$$r_{EK} = r_{GK} - \frac{FK}{EK} (r_{GK} - r_{FK})$$

- Aber: Was genau ist Kalkül der Banken?
  - Maximierung der Eigenkapitalrendite würde immer zu maximalem Leverage führen!
  - Feste Vorgabe von Eigenkapitalrendite („25 %“) würde bei niedrigerem Zins zu kleinerem Leverage führen

# Haben fallende Profite im normalen Geschäft Banken in riskante Geschäfte getrieben?

- Von Bankern wird gerne argumentiert, dass Renditen im „normalen Geschäft“ so niedrig waren, dass riskante Geschäfte notwendig waren
- Aber: Spread zwischen Fed Funds und 10-jährigen Staatsanleihen war so groß wie lange nicht
- Normale Fristentransformation hätte Banken ordentliche Gewinne gebracht





# Und was ist mit der Geldmenge? Musste sich der Anstieg von M2/3 nicht irgendwo entladen?

- (Neo-)Monetaristen argumentieren, dass großer Liquiditätsanstieg der vergangenen Jahre irgendwann zu Inflation führen müsse
- Wenn schon keine Inflation in normalen Gütern, dann Inflation bei Vermögenspreisen
- Also: Erklärung für Hauspreisanstieg?
- Nein!
  - Könnte evtl. Preisanstieg erklären
  - Erklärt aber nicht Preisverfall

# Vorläufige Schlussfolgerungen

- These ist beliebt, dass US-Geldpolitik für Hauspreisblase verantwortlich ist
- Theoretisch und empirisch ist diese These aber mehr als wackelig
- Ansätze der Behavioural Finance erscheinen zur Interpretation der Blase weit vielversprechender
- Regulierungs- und Anreizprobleme am Finanzmarkt scheinen zur Erklärung der Vergabe von übertürkanten Hypotheken wichtiger

## Warum werden diese Thesen weiter verbreitet?

- Natürlich gibt es auch Ökonomen die sich irren
- Aber: Aktuelle Debatte ist auch Wettstreit über die Deutungshoheit zur Finanzkrise
- „Who controls the past controls the future.“  
Aus *George Orwell's "1984"*
- Zentrale Fragen:
  - Hatten wir Marktversagen oder Staatsversagen?
  - Welche Institutionen haben versagt?

# Wer hat ein Interesse an diesen Thesen? (I)

- Initiative Neue Soziale Marktwirtschaft:
  - Arbeitgeberfinanziert
  - Macht seit langem Lobby-Arbeit für mehr Deregulierung
  - Will mit Thesen mehr Finanzmarktregulierung und Staatseingriffe abwehren



## Wer hat ein Interesse an diesen Thesen? (II)

- Europäische Zentralbank:
  - Stand lange unter Druck, doch bitte eine lockerere Geldpolitik zu fahren
  - Hat noch im Juli 2008 die Zinsen erhöht
  - These des zu lockeren Geldes unterstützt eigene Position



Hochschule für Technik  
und Wirtschaft Berlin

*University of Applied Sciences*

**Vielen Dank für Ihre  
Aufmerksamkeit!**