

# Globalisierte Finanzmärkte mildern die Folgen der Kreditkrise

Grosse Wohlfahrtsgewinne durch die internationale Risikoteilung

Von Mathias Hoffmann

*Die internationale Verflechtung der Finanzmärkte hat stark zugenommen. Viele kritisieren, dies habe die gegenwärtige Kreditkrise verschärft, wenn nicht gar ausgelöst, und fordern schärfere Regulierungen. Der Autor wendet sich gegen diese Kritik. Die Verteilung von Kreditrisiken über die Welt hinweg bringe Wohlfahrtsgewinne. Zudem würden globalisierte Finanzmärkte mithelfen, die Folgen der Krise zu dämpfen. (Red.)*

Die derzeitige Krise an den Finanzmärkten scheint jenen Kommentatoren recht zu geben, die eine stärkere Regulierung internationaler Kapitalflüsse fordern. Sie schürt darüber hinaus ein in weiten Teilen der Öffentlichkeit vorhandenes Misstrauen gegenüber exotisch anmutenden Finanzprodukten von Investmentbankern, die sich in ihrem Kalkül von realwirtschaftlichen Überlegungen weit entfernt zu haben scheinen. Eine wichtige Funktion von Kapitalmärkten ist allerdings die Risikodiversifikation oder Risikoteilung. Vor dem Hintergrund der Finanzkrise gerät diese Funktion allzu leicht aus dem Blick, werden doch die Kapitalmärkte selbst als Quelle der Unsicherheit gesehen. Hat die internationale Integration der Finanzmärkte die Krise tatsächlich verschärft, oder hat sie sie nicht im Gegenteil gemildert?

## Folgen der Finanzmarkt-Globalisierung

Um diese Frage zu beantworten, muss man zunächst diejenige nach den realwirtschaftlichen Auswirkungen der Finanzmarkt-Globalisierung stellen. Während unbestreitbar ist, dass die finanzielle Integration auf allen Ebenen voranschreitet, hat sich die ökonomische Forschung bis jüngst schwergetan, die konkreten Auswirkungen der globalen Finanzmarktintegration auf das Verhalten von Haushalten und Unternehmen zu quantifizieren. Zu vielfältig sind die Wechselwirkungen aus theoretischer und empirischer Sicht. So ist es keineswegs erwiesen, dass eine stärkere finanzielle Integration per se zu weniger volatilen Konjunkturzyklen führt und die makroökonomische Stabilität einer Volkswirtschaft steigert.

Als fruchtbar hat sich in der Forschung ein Ansatz erwiesen, der die Konsumentscheidungen privater Haushalte zum Massstab für die realen Auswirkungen finanzieller Globalisierung macht. Aus mikroökonomischer Sicht hängt der Nutzen eines Privathaushalts nicht direkt von seinem momentanen Einkommen ab, sondern von der Höhe und der längerfristigen Stabilität seines gegenwärtigen und zukünftigen Konsumniveaus. Dies setzt allerdings voraus, dass der Haushalt – oder eben eine ganze Volkswirtschaft – das gegenwärtige Konsumniveau von Schwankungen im Produktionseinkommen zumindest vorübergehend abkoppeln kann, etwa durch Sparen, durch die Aufnahme von Kredit oder durch Dividendenzahlungen aus einem Portfolio von Finanzanlagen, die es erlauben, den Konsum auch in einer konjunkturellen Flaute zu glätten. Genau diese sogenannte Konsumglättung oder Konsumrisiko-Teilung setzt aber den Zugang zu Finanzmärkten voraus – sei es für den Privathaushalt, der sich bei seiner Bank Geld borgt, sei es für die Volkswirtschaft als Ganze, für die die gesamtwirtschaftliche Konsumglättung den Zugang zu internationalem Kapital erfordert.

Tatsächlich zeigen jüngere empirische Studien, dass eng mit den Weltfinanzmärkten verflochtene Volkswirtschaften konjunkturelle Einbrüche, aber auch längerfristige strukturelle Anpassungen ohne allzu schmerzhaftes Konsum-

anpassungen für die Privathaushalte abfedern können. Allerdings lässt sich dieser Zusammenhang vor allem für Volkswirtschaften mit ausreichend entwickelten Binnenfinanzmärkten nachweisen. In vielen Schwellen- und Entwicklungsländern ist die internationale Offenheit der Finanzmärkte kein Garant für eine bessere internationale Risikoteilung. Wie die Asienkrise der späten 1990er Jahre und zahlreiche weitere Episoden finanzieller Liberalisierung in Schwellenländern lehren, birgt der Cocktail aus zu rascher internationaler Öffnung und einem zu geringen Entwicklungsgrad der heimischen Finanzmärkte sogar die Gefahr, dass die makroökonomische Volatilität deutlich verstärkt wird. Dies endet nicht selten in regionalen Finanzmarktcrisisen.

## Stärkere Friktionen in Krisenzeiten

Zumindest für die industrialisierten Länder mit ihren hochentwickelten Finanzmärkten gilt aber, dass die finanzielle Globalisierung auf längere Sicht bedeutende Wohlfahrtsgewinne mit sich bringt. Wie sieht es aber in der kurzen und mittleren Frist aus? Überwiegen in der gegenwärtigen Krise nicht die Nachteile der möglicherweise allzu engen internationalen Kapitalverflechtung, wie die schwere Krise der Schweizer Grossbanken zeigt? Mussten die internationalen Finanzmärkte nicht gerade in dem Augenblick von den grossen Zentralbanken der Welt durch Liquiditätsspritzen vor einem Zusammenbruch bewahrt werden, in dem sie internationale Risikoteilung am dringendsten hätten gewährleisten müssen?

Tatsächlich lässt sich empirisch zeigen, dass der Grad der internationalen Risikoteilung in Krisenzeiten deutlich zurückgeht. Mit anderen Worten: Finanzmärkte können ihre Funktion, Risiko auf diejenigen Marktteilnehmer zu übertragen, die es am ehesten zu tragen bereit sind, in Krisenzeiten weniger leicht erfüllen. Das bedeutet aber nicht, dass sie diese Funktion gar nicht erfüllen oder dass eine verstärkte Regulierung notwendigerweise zu besseren Ergebnissen führen würde (etwa indem sie Finanzkrisen und deren internationale Ausbreitung vermeiden hülfe). Es sind vielmehr die – nach wie vor vielfältigen – Imperfektionen im Finanzsystem, deren Wirkung sich in Krisenzeiten akut verschärft. Wohlmeinende Regulierung kann solche Friktionen unbeabsichtigt verstärken, etwa indem sie neue Anreize für allzu kühne finanzielle Konstruktionen zur

Umgehung der Regulierung setzt. Auch besteht die Gefahr, dass ein Übermass an Regulierung die langjährigen Bemühungen um eine vertiefte Integration der Finanzmärkte konterkariert.

Neu wäre dies nicht: Gerade die in der jetzigen Diskussion gerne zum Vergleich herangezogene grosse Depression der 1930er Jahre führte zu einer Welle der Desintegration der internationalen Finanz- und Gütermärkte, was die Bewältigung der Krise deutlich erschwerte. Je integrierter Finanzmärkte international sind, desto eher erlauben sie eine Teilung und damit Milderung der Kosten solcher Krisen. In der derzeitigen Debatte sollte auch nicht vergessen werden, dass finanzielle Innovationen – etwa in Form von Kredit- und Hypotheken-Derivaten – für die internationale Integration der Märkte eine wichtige Rolle spielen, denn sie machen bis anhin nicht diversifizierbare Risiken international handelbar.

## Schädliche Regulierungen

Illustriert werden soll diese These mit einigen Resultaten aus der heutigen Forschung im Bereich der «intranationalen Makroökonomik», die wirtschaftliche Integrationsprozesse auf regionaler Ebene betrachtet. Gemessen an ihren realen Auswirkungen auf Konsum und Einkommen sind die Finanzmärkte zwischen den einzelnen Regionen eines Landes in der Regel viel enger verflochten als zwischen Ländern. Versteht man also die regionalen Verflechtungen innerhalb eines Landes, erlaubt dies, realistische Abschätzungen zu treffen, wo uns etwa die Finanzmarktintegration auf internationaler Ebene einmal hinführen wird.

Auch innerhalb eines Landes funktionieren Finanzmärkte keineswegs reibungslos. So zeigt eine neue Studie, die ich zusammen mit einer Kofautorin verfasst habe, dass die Konsumrisiko-Teilung über die US-Gliedstaaten hinweg in Rezessionen bis in die 1980er Jahre hinein stark zurückging. Dieser Effekt war besonders in jenen Gliedstaaten ausgeprägt, in denen es viele kleine Unternehmen gibt, also solche, die in der Regel keinen Zugang zu überregionalen Kapitalmärkten haben. Wie wir zeigen konnten, war es genau die Deregulierung des seit der grossen Depression per Gesetz stark regional gegliederten US-Bankenmarktes, die ab den 1980er Jahren die Kreditversorgung kleiner Unternehmen (und damit auch ihrer Lieferanten, Kunden und Beschäftigten) im Konjunkturabschwung deutlich stabil-

## Die internationale Verbriefung von Hypothekendarlehen darf nicht verteuert werden

Ein weiteres Beispiel, wie Finanzmarkt-Friktionen sich mit dem Konjunkturabschwung verstärken können, liefert der gegenwärtig im Zentrum der Aufmerksamkeit stehende Markt für Immobilienkredite. Hanno Lustig (UC Los Angeles) und Stijn van Nieuwerburgh (New York University) haben nachgewiesen, dass die interregionale Konsumrisiko-Teilung in den USA bei steigenden Preisen für Wohnimmobilien zunimmt und bei fallenden Preisen deutlich abnimmt. Das eigene Haus ist für viele Privathaushalte die wichtigste und oft einzige Kreditsicherheit, die sie stellen können. Ist der Wert des Hauses hoch, ist selbst bei kurzfristigen Einkommensschwankungen oder gar vorübergehender Arbeitslosigkeit eine Konsumglättung möglich, da Banken leicht Kredite gewähren. Sinken aber – wie momentan – die Immobilienpreise, vergeben Banken nur noch wenig Kredit, und die Verlängerung auslaufender Hypothekendarlehen wird schwierig. Schmerzhafteste Konsumeinschränkungen sind die Folge.

## Kredite für ärmere Haushalte

In dieser Situation befinden sich derzeit viele amerikanische Privathaushalte. Während der Hausse der Immobilienpreise wurde in einem bis dahin nicht gekannten Ausmass Kredit gewährt. Neu war besonders die Erschliessung eines neuen Marktsegments: Kredite erhielten auch Haushalte niedriger Bonität, die früher nie in den Genuss von Hypothekendarlehen gekommen wären. Möglich wurde die Entwicklung dieses Subprime-Marktes erst durch die von den Banken und Hypothekenfinanzierern rege genutzte Möglichkeit, sich der risikoreichsten Tranchen ihrer Kreditportfolios durch Verbriefung zu entledigen: Hypothekenrisiken wurden in vielfältiger Weise zerlegt, in komplexe Pakete gebündelt und an Investoren wie Hedge-Funds oder andere Banken veräussert. Damit verschwanden die Risiken der Hypothekarkredite zwar aus den Bilanzen der Banken. Es wurde aber übersehen, dass die Banken das Risiko ihres Kreditportfolios häufig de facto nicht diversifiziert hatten. Oftmals finanzierten sie nämlich den Kauf ihrer Hypothekenportfolios durch Dritte wiederum selbst durch Kredite und blieben daher exponiert. Die Komplexität der so geschnürten Bündel von Risiken macht diese selbst für Experten intransparent. Dies verhindert die Entstehung liquider Märkte für diese Kreditderivate und trägt entscheidend zu der gegenwärtigen Vertrauenskrise im Bankensektor bei. Die Folge ist eine zeitweise kritische Verknappung der Liquidität am Interbankenmarkt, dessen Zusammenbruch wiederholt nur durch die entschiedenen Interventionen der Zentralbanken verhindert werden konnte.

Karmen Reinhart (University of Maryland) und Kenneth Rogoff (Harvard University) haben jüngst darauf hingewiesen, dass die Hypothekenkrise in vieler Hinsicht typisch ist: Ähnliche Entwicklungen wie spekulative Blasen bei Vermögenswerten, das Anwachsen von Fiskaldefiziten oder eine boomartige Entwicklung der Einkommen lassen sich im Vorfeld vieler Finanzkrisen ausmachen. Vielen solcher Krisen gehen aber auch Finanzmarktliberalisierungen voraus. Im jüngsten Fall gab es zwar keine rechtliche oder regulatorische Liberalisierung, wohl aber mag die Erschliessung des Subprime-Segments des Hypothekenmarktes wie eine Liberalisierung gewirkt haben, indem sie im grossen Stil ausländisches Kapital in die Vereinigten Staaten gelenkt hat.

Diese Analogie ist auch deswegen interessant, weil sie zeigt, was man in der gegenwärtigen Krise nicht aus dem Blick verlieren sollte: Genau wie die Öffnung von ganzen Volkswirtschaften für fremdes Kapital bisweilen zu spekulativen Übertreibungen und Krisen führt, so kann es bei der Erschliessung neuer Arten von Finanzmärkten innerhalb eines Landes zu solchen Krisen kommen. Die meisten Ökonomen würden dennoch darin übereinstimmen, dass die Liberalisierung längerfristig für eine entwickelte Volkswirtschaft von Vorteil ist. Dasselbe Argument dürfte für die Entwicklung des gegenwärtig vielkritisierten Subprime-Hypothekenmarktes gelten.

## Instrumente besser ausgestalten

Die Märkte für private Hypothesen sind bis anhin national stark segmentiert – viel stärker, als dies bei Aktienmärkten der Fall ist. Dabei stellen Wohnimmobilien neben den zukünftigen Arbeitseinkommen den grössten Teil des Vermögens der Privathaushalte dar. Es ist aus gesamtwirtschaftlicher Sicht wünschenswert, solche Klumpenrisiken international handelbar zu machen. Hier kann die Verbriefung und Bündelung von Hypothekenrisiken eine wichtige Rolle spielen. In einer neuen Forschungsarbeit haben wir Indizien dafür gefunden, dass die Entwicklung der Märkte für Hypothekenrisiken insgesamt zu einer besseren internationalen Risikoteilung beigetragen hat. Wahrscheinlich ist dennoch ein Grossteil der allzu komplexen Instrumente, die zur Verschärfung der gegenwärtigen Krise geführt haben, überflüssig. Um solche Instrumente wirklich nutzbar zu machen, wird es darauf ankommen, sie viel einfacher zu gestalten und sie zu standardisieren. Damit könnten sie an liquiden Märkten, etwa an Börsen, gehandelt und jederzeit zu transparenten Marktpreisen gekauft und verkauft werden. Das würde falsche Anreizstrukturen beseitigen und das systemische Risiko, das von den Instrumenten

## Der Autor

G. S. Der Autor unserer heutigen «Themen und Thesen» ist seit dem Herbst 2006 als ordentlicher Professor für International Trade and Finance (wie es im Vorlesungsverzeichnis auf gut Neudeutsch heisst) am Institut für Empirische Wirtschaftsforschung der Universität Zürich tätig. 1972 in Homburg im Saarland geboren, hat Mathias Hoffmann seine ökonomische Grundausbildung als Diplom-Volkswirt an der Universität Bonn erhalten. Danach zog es ihn jedoch gleich ins Ausland. Sein Doktorat in Ökonomie erhielt er 1999 am European University Institute in Florenz, nachdem er zwischendurch noch ein Gastspiel an der University of California at Berkeley gegeben hatte. Danach ging es gleich weiter als Lecturer an die Universität von Southampton (Grossbritannien), wo er 2002 eine Festanstellung erhielt. Im Herbst des gleichen Jahres nahm er einen Ruf an die Universität Dortmund an, an der er bis zum Wechsel nach Zürich angewandte Ökonomie unterrichtete. Hoffmann interessiert sich vor allem für weltwirtschaftliche und ausenwirtschaftliche Fragen sowie für angewandte Ökonometrie. Er hat in so angesehenen Fachzeitschriften wie der «European Economic Review», dem «Journal of International Money and Finance» oder dem «Economic Journal» publiziert. Während seiner Zeit in Grossbritannien beriet er die Bank of England, und bei der Deutschen Bundesbank ist er seit 2004 als Visiting Researcher aufgeführt.



sierter. Die Deregulierung führte zur Herausbildung grösserer Banken mit überregional diversifizierten Kreditportfolios, was Kleinunternehmen im konjunkturellen Abschwung den Zugang zu Kreditlinien erleichterte. Zudem stabilisierten sich die regionalen Konsummuster. In diesem Fall war also Regulierung selbst eine wichtige Quelle von Friktionen, die sich im konjunkturellen Abschwung zusätzlich verschärften. Deregulierung war offenbar die richtige Antwort.

gegenwärtig auch wegen ihrer Intransparenz ausgeht, auf ein akzeptables Mass reduzieren. Wenn die derivativen Instrumente so weiterentwickelt werden, können sie einen sehr wichtigen Beitrag zur internationalen Risikoteilung leisten.

## Fehler bei Fannie und Freddie

Es mag ein schwacher Trost sein – aber dass auch schweizerische und deutsche Banken einen grossen Teil der gegenwärtigen Kosten der Finanzmarktcrisis zu schultern haben, offenbart auch, dass die internationale Risikoteilung funktioniert. Gerade weil die Krise noch nicht ausgestanden ist, bleibt es so wichtig, ihre Kosten durch die Finanzmärkte international zu teilen. Nur so lässt sich verhindern, dass die Kosten für einzelne Volkswirtschaften zu hoch werden und die Krise sich damit vertieft und verlängert. Die derzeitige Schiefelage der beiden US-Hypothekenfinanzierer Freddie Mac and Fannie Mae ist ein Beispiel, wie unzureichende internationale Diversifizierung – gepaart mit vom Staat falsch gesetzten Anreizen – eine Krise in ihrer systemischen Wirkung international verstärken kann. Mit impliziten Regierungsgarantien im Rücken haben diese beiden Institutionen und ihre Kapitalgeber in grossem Stil in eine einzige Vermögenskategorie (Hypotheken) in einem einzigen Land (USA) investiert. Anreize, diese Risiken international breiter zu streuen, hätten die Hypothekenkrise wohl nicht verhindert. Durch eine bessere internationale Teilung der Kosten wäre uns ihre Verschärfung aber womöglich erspart geblieben.

## Body-Art, Body Art oder body art?

«Vademecum» Wer immer mit der deutschen Sprache intensiv zu tun hat, ist darauf angewiesen, sich bei Unsicherheiten und Zweifelsfällen Klarheit verschaffen zu können. Diesem Ziel und Zweck dient der sprachlich-technische Leitfaden der «Neuen Zürcher Zeitung». 1971 ist das NZZ-«Vademecum» erstmals für interne Zwecke erschienen. 2005 gelangte der Leitfaden, der heute über die Landesgrenzen hinaus Standards setzt, in der fünften Auflage erstmals auf den Buchmarkt. Seither sind sechs weitere Auflagen erschienen. Der Leitfaden ist bei NZZ Libro oder im Buchhandel erhältlich.



nzz.libro@nzz.ch; www.nzz-libro.ch

## Weiterführende Literatur

Artis, M. J. und M. Hoffmann (2008): Financial Globalization, International Business Cycles and Consumption Risk Sharing. Erscheint in: Scandinavian Journal of Economics.

Hoffmann, M. und I. Shcherbarkova (2008): Consumption Risk Sharing over the Business Cycle: The Role of Small Firms Access to Credit Markets. IEW Working Paper Nr. 363.

Hoffmann, M. und T. Nitschka (2008): Home Bias: Asset Prices, Securitization of Mortgage Debt and International Risk Sharing. IEW Working Paper Nr. 376.

Lustig, H. und S. van Nieuwerburgh (2005): Housing Collateral, Consumption Insurance and Risk Premia. Journal of Finance 60, 1167–1219.

Lustig, H. und S. van Nieuwerburgh (2006): How much does Household Collateral constrain Regional Risk Sharing? Working Paper, UCLA und NYU.

Reinhart, Karmen M. und Kenneth S. Rogoff (2008): Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison. American Economic Review 98, 339–344.