



Falscher Ansatz

Die staatlichen Hilfspakete für die Banken haben eine unterschätzte Nebenwirkung. Als Folge der Verschuldung sinken die Hauspreise, was die Systemkrise entsprechend verschärft.

Von Reiner Eichenberger und David Stadelmann

Immer mehr Regierungen lancieren Rettungspakete für ihre Finanzmärkte. Den Anfang machten die USA mit 700 Milliarden Dollar, hauptsächlich für den Aufkauf von illiquiden Wertpapieren auf verbrieften Wohnbauhypotheken (*mortgage-backed securities*, MBS). Dahingegen hoffen die Europäer, die Märkte mit staatlichen Kreditgarantien und Beteiligungen an illiquiden Banken stabilisieren zu können. Da wird's erst richtig teuer, wenn die Marktstabilisierung nicht klappt und die Garantiesummen vom Staat geleistet werden müssen.

Bisher wurden diese Pakete vor allem kritisiert, weil die Regierungen viele wichtige Aspekte noch nicht klar geregelt haben. Beim US-Modell etwa ist noch unklar, wie die Regierung den Wert der zu kaufenden Wertpapiere bestimmen will, wenn der Markt selbst dazu nicht in der Lage ist. Wie will sie verhindern, dass sie für die Wertpapiere zu viel bezahlt? Und wie soll der Plan den Bankhäusern helfen, wenn sie dafür nicht zu viel bezahlt? Und belohnen solche Zahlungen nicht einfach verantwortungslose Manager und Hausbesitzer?

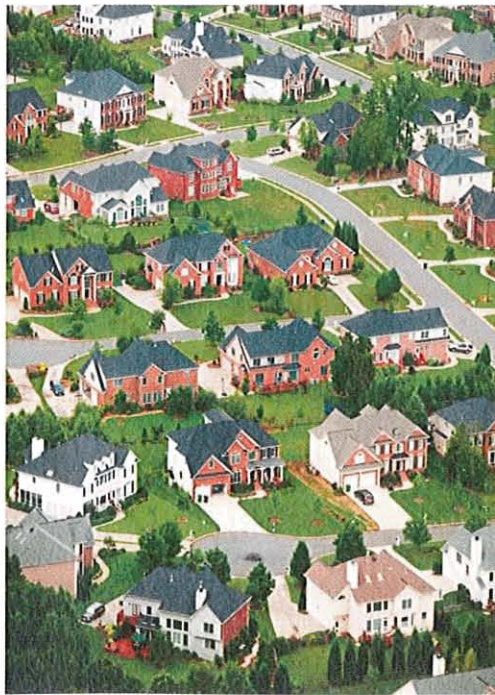
Eines der wohl wichtigsten Probleme wurde bisher aber weder von den Befürwortern noch von den Gegnern staatlicher Finanzspritzen diskutiert: Erhöhen oder senken solche Hilfspakete die Immobilienpreise, die allgemein als die Hauptursache des Finanzchaos identifiziert worden sind?

Die Wirkung des Staatseingriffs verpufft

Die Finanzierung der Pakete erfolgt durch eine Erhöhung der Staatsschulden, was wiederum die Hauspreise senkt. Am einfachsten überlegt man sich das am Beispiel einer Gemeinde: Hohe heutige Schulden bedeuten hohe zukünftige Steuern zur Bedienung der Schulden. Folglich ist die Gemeinde zukünftig weniger attraktiv, und deshalb wollen weniger Leute dort wohnen. Die niedrigere Nachfrage nach Immobilien und Bauland drückt auf deren Preise. Tiefere zukünftige Immobilienpreise heissen aber, dass schon heute die Preise sinken, weil der Immobilienmarkt systematische zukünftige Preisbewegungen antizipiert und in der aktuellen Situation vermutlich sogar überreagiert. Somit gilt: Mehr Schulden führen schon heute zu entsprechend tieferen Immobilienpreisen. Der gleiche Me-

chanismus spielt auch für Staatsschulden, auch wenn er dort durch viele andere Einflussfaktoren überlagert wird und deshalb weniger gut sichtbar ist.

Erstaunlicherweise wurde Staatsverschuldung bisher kaum so analysiert. Wir haben die Auswirkungen von Verschuldung auf die Bodenpreise in Zürcher Gemeinden untersucht. Die ersten Ergebnisse stützen die Sicht (das Arbeitspapier ist auf <http://ssrn.com/abstract=1088261> einzusehen). Mehr Staatsschulden heissen einfach entsprechend tiefere Immobilienpreise.



Sinkende Preise: Wohnquartier in den USA.

Für die staatlichen Rettungsaktionen, welche mit schuldenfinanzierten Finanzspritzen die Märkte zu stabilisieren versuchen, bedeutet dies Folgendes: Die erwünschte Wirkung des Staatseingriffs verpufft, da sich durch die erhöhte Verschuldung ein weiterer Druck auf die Immobilienpreise aufbaut.

Der Wert der auf dem freien Markt verbleibenden MBS sinkt, da sie durch real noch niedrigere Sicherheiten gedeckt werden. Genau weil sich der Staat verschuldet, um den Finanzmarkt zu schützen, sinken die Hauspreise, was die Systemkrise entsprechend verschärft.

Deshalb braucht die Lösung der Krise andere Massnahmen. Besser – wenn auch nicht perfekt – wäre es, wenn die US-Regierung ihr Rettungspaket direkt an der Wurzel des Problems ansetzen würde, dem Immobilienmarkt. Nach Schätzungen gibt es in den USA zurzeit etwa 400 000 bis 600 000 Subprime-Immobilien zu viel, was auf das Preisniveau drückt. Mit 700 Milliarden Dollar könnte das Finanzministerium 3,5 Millionen Häuser zu einem sogar überhöhten Preis von 200 000 Dollar pro Haus kaufen.

Infolgedessen schlagen wir eine andere, kostengünstigere Rettungsaktion vor: Hilfe für Hausbesitzer, die ihr Haus zurzeit nur zu niedrigen Preisen verkaufen könnten. «Uncle Sam» soll es zu einem «fairen» Wert abkaufen. Bei einem Kaufvolumen von etwa 500 000 Einheiten würde das ganze Paket «nur» 100 Milliarden Dollar kosten und die Staatsverschuldung damit moderat erhöhen. Der Staat könnte die gekauften Immobilien für eine bestimmte Zeit vermieten und später wieder verkaufen. Zu niedrigeren Kosten und mit höherer Erfolgswahrscheinlichkeit könnten so die Steuerzahler geschont, Hausbesitzer von Zwangsversteigerungen verschont und gleichzeitig auch einige Probleme der Wall Street gelöst werden.

Aber natürlich hätte auch ein solches 100-Milliarden-Dollar-Paket zugunsten der Subprime-Liegenschaften negative Nebenwirkungen, etwa auf die Preise der anderen, nicht gestützten Immobilien. Die Kosten dieser zusätzlichen Staatsausgaben können nur eingedämmt werden, wenn die Ausgaben in anderen Bereichen entsprechend gekürzt werden. Wo aber so viel sparen? Wenigstens für die USA ist die Antwort erstaunlich einfach: Sie führen drei Kriege – in Afghanistan, im Irak und gegen die Drogen –, wofür sie jährlich weit mehr Geld ausgeben und wofür bei allen anderen Beteiligten ein Vielfaches an Kosten und Leid anfällt, und das alles ohne wirkliche Erfolgsaussichten.

Reiner Eichenberger ist Professor für Finanzwissenschaft an der Universität Freiburg i.Ue. Er leitet als Forschungsdirektor das Center for Research in Economics, Management and the Arts. David Stadelmann ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Makroökonomie, Internationale Industrie- und Wachstumspolitik der Universität Freiburg.»