

## Ein Streitgespräch **Irrtum oder Systemfehler?**

Stefan Deges/Roland Vaubel/Volker Wieland

**Die Politische Meinung:** *Wie schneidet der Euroraum bei der Bewältigung der Finanzkrise ab?*

**Volker Wieland:** Wenn wir nicht den Euro, sondern immer noch Franc oder Lira hätten, dann hätten wir schon vor August 2007, sicher aber danach riesige Bewegungen innerhalb der europäischen Währungen und auch starke Abwertungen erlebt.

**Roland Vaubel:** Nun ja, es gibt eine Reihe von europäischen Ländern, die dem Euro-Gebiet nicht angehören und die gut mit dem Schock fertig werden, die Schweiz zum Beispiel oder Großbritannien, Dänemark und Schweden.

**Volker Wieland:** Bei kleinen Ländern wie der Schweiz wird zu Recht angezweifelt, ob sie die Garantien für ihr Bankensystem auch liefern könnten, wenn sie wirklich gefragt wären. So gut sieht die Schweiz in der Krise nicht aus.

**Die Politische Meinung:** *Welche Rollespielte die Geldpolitik beim Entstehen der Krise?*

**Roland Vaubel:** Ganz klar, die Federal Reserve hat in den Jahren 2003 und 2004 eine viel zu expansive Geldpolitik gemacht. Nach den durchaus ansehnlichen Wachstumsraten 2003 und 2004 hätte die Federal Reserve unverzüglich die Zinsen erhöhen müssen. Der Grund, warum sie es nicht getan hat, war, dass im November 2004 eine Präsidentschaftswahl anstand. 2005 kam die Anpassung dann viel

zu spät, und das hat auch zu dieser Blase beigetragen.

**Volker Wieland:** Wenn man nach Schuldigen sucht, kommen die Zentralbanken nicht ungeschoren davon. In den USA hat die Federal Reserve 2003 und 2004 nicht ausreichend auf die beobachtete Inflationsrate reagiert. Das muss aber nicht an den Wahlen gelegen haben. Ben Bernanke hat damals immer wieder auf künftige Deflationsrisiken hingewiesen und rechtfertigte damit, die Zinsen länger auf niedrigerem Niveau zu lassen.

**Die Politische Meinung:** *Und wie schätzen Sie die Rolle der Europäischen Zentralbank (EZB) ein?*

**Roland Vaubel:** Ich glaube nicht, dass die EZB an der Entstehung der Finanzmarktkrise beteiligt war.

**Volker Wieland:** Die EZB hat die Lage damals anders als die Federal Reserve beurteilt. Übrigens auch wegen der Entwicklung der Geldmenge. Insofern hat diese Strategie etwas gebracht, die laut Ihrer Aussage, Herr Vaubel, eigentlich schon lange abgeschafft war.

**Die Politische Meinung:** *Hätte die Strategie der EZB, angewandt auf dem amerikanischen Markt, vielleicht die Bildung der Blasen verhindert?*

**Roland Vaubel:** Nein. Hauptursache war die Immobilienpreisblase. Dahinter stand

die Vermögensbildungspolitik, die der amerikanische Kongress seit Mitte der Neunzigerjahre betrieben hat. Bei den Schuldigen sollten wir auch die Aufsichtsbehörden nennen, die die Hypothekenbanken nicht ausreichend kontrolliert haben.

*Die Politische Meinung:* Aber dennoch scheint die EZB-Strategie das schärfere Schwert zu sein ...

**Roland Vaubel:** Das trifft im Vergleich zur Federal Reserve zu, aber nicht im Vergleich zur Bundesbank. Ökonometrische Analysen kommen zu dem Ergebnis, dass die EZB weniger inflationsempfindlich und stärker konjunkturorientiert ist als die Bundesbank.

**Volker Wieland:** Das kann man auch bestreiten. Zum einen arbeiten solche Studien bei der Bundesbank mit deutschen Daten und bei der EZB mit Euro-Daten. Die Ergebnisse lassen sich nur schwer vergleichen, da die Euro-Daten, insbesondere die Inflation, für den bisherigen Zeitraum eine geringere Variabilität aufweisen. Es liegt doch eine erfolgreiche Zeit mit sehr stabilen Inflationsraten hinter uns. Das Einzige, was sich bewegt hat, war das Wirtschaftswachstum, mal hoch, mal niedrig. Und weil das die Preisentwicklung beeinflusst, hat die Geldpolitik reagiert.

**Roland Vaubel:** Dass die Geldpolitik der EZB zu locker war, kann man doch daran sehen, dass die Inflationsraten so hoch waren.

**Volker Wieland:** Die waren ja nicht so hoch.

**Roland Vaubel:** Sie waren 0,7 Prozentpunkte höher als im Rest Westeuropas.

*Die Politische Meinung:* Um bei der Krise

zu bleiben: Welchen Beitrag hat die EZB geleistet, um die Krise zu vermeiden?

**Volker Wieland:** Die EZB konnte diese Krise als Einzelkämpferin nicht vermeiden. Dennoch würde ich sie nicht komplett aus der Kritik entlassen. Die Lehre der Krise lautet für mich, auf keinen Fall noch einmal so lange die Zinsen so niedrig lassen, wie es in den USA geschehen ist, aber in geringerem Maße auch im Eurogebiet.

*Die Politische Meinung:* Wenn ich die Rhetorik aus Amerika richtig deute, dann wiederholt sich das, was nach 2001 und 2002 geschehen ist: Der Chef der amerikanischen Notenbank, Ben Bernanke, spricht schon wieder von einer Deflation und begründet damit niedrige Zinsen. Wiederholt sich das Drama der Vergangenheit?

**Roland Vaubel:** Ich halte die Geldpolitik der Federal Reserve und auch der EZB im Moment nicht für unangemessen. In einer solchen Panik steigt die Nachfrage nach Geld, auch nach Zentralbankgeld, dramatisch an. Und da muss man einfach so viel Geld anbieten, wie nachgefragt wird. Es gibt ja die alte Regel: In einer Krise leihe großzügig, aber – und jetzt kommt der kritische Punkt – leihe zu einem Strafzins. Diesen Strafzins, den vermisste ich. Ich meine, es wäre gut gewesen, wenn man da einen Aufschlag verlangt hätte, damit die Banken merken, gratis bekommen sie das nicht.

**Volker Wieland:** Ich denke auch, dass die Geldpolitik seit Beginn der Krise nicht zu lax war. Die Risikoprämien für Dreimonatsgeld, Sechsmonats- und Einjahresgeld sind im Oktober stark angestiegen und immer noch sehr hoch. Das muss die Zinspolitik natürlich ausgleichen. Die bisherigen Zinssenkungen im Euroraum fangen also gerade einmal den Anstieg der Prämien auf. Und da wir nun eine Re-

zession erwarten, wenn wir sie nicht schon haben, lassen sich durchaus auch noch weitere Zinssenkungen rechtfertigen. Ich stimme Herrn Vaubel aber auch in dem Punkt zu, dass wir das nächste Mal nicht so lange warten dürfen, um die Zinsen wieder zügig auf ein neutrales Niveau anzuheben.

**Die Politische Meinung:** *Wenn die Geldpolitik Einfluss auf die Blasenbildung hat, wäre es dann nicht hilfreich gewesen, wenn die G20-Staaten beim Weltfinanzgipfel im November 2008 auch neue Regeln für Notenbanken diskutiert hätten? Das ist nicht geschehen.*

**Roland Vaubel:** Es ist ein gutes Zeichen, dass darüber nicht gesprochen wurde.

**Volker Wieland:** Wenn jetzt die Unabhängigkeit der Zentralbanken als Ursache der Krise gesehen würde, dann sollten wir uns lautstark zur Wehr setzen.

**Die Politische Meinung:** *Wenn die Notenbanken die Krise mit verschuldet haben, wird man auch über Konsequenzen nachdenken müssen.*

**Roland Vaubel:** Nein, Notenbanken sollten unabhängig sein. Ich wäre äußerst beunruhigt, wenn jetzt die Politiker auf internationalen Gipfeltreffen irgendwelche Empfehlungen für die Geldpolitik abgeben würden. Es ist schon schlimm genug, dass sich diese Euro-Gruppe ständig einmischt.

**Volker Wieland:** Natürlich ist man in den letzten Jahren auch etwas arrogant geworden in Bezug auf die Modelle und Strategien. Wir müssen darüber nachdenken, wie die Politik bei extremen Ungleichgewichten eingreifen kann, zumindest verbal, um die Rückführung der Ungleichgewichte zu beschleunigen. Aber wir benötigen nicht unbedingt mehr Einfluss von politischer Seite oder neue Institutionen.

Ich denke, die Zentralbanken müssen ihre Strategien hinterfragen. Sie müssen überlegen, wie sie diese Finanzblasen besser berücksichtigen können. Das verlangt auch eine Weiterentwicklung der Modelle und Analysemethoden.

**Roland Vaubel:** Ich bin generell der Meinung, dass internationale Absprachen zwischen den Regierungen gefährlich wären, wenn tatsächlich inhaltlich Maßnahmen beschlossen würden. Sinnvoll ist natürlich der Informationsaustausch. Es ist auch nicht schlecht, dass sich in Washington zwanzig Politiker hinstellen oder in Brüssel sogar 27, die dann irgendwelche Garantien bekräftigen. Das wirkt sich gut auf das Vertrauen aus. Aber die Lösungen der Finanzmarktprobleme, insbesondere die Regulierungen, die notwendig sind, die sollten auf jeden Fall auf nationaler Ebene beschlossen werden. Würden sich stattdessen Regulierungskartelle bilden, wäre das äußerst gefährlich. Alle Argumente, die da jetzt herumswirren in der Literatur und in den Zeitschriften, dass man das Problem international lösen müsse, sind einfach falsch.

**Volker Wieland:** Ich sehe das ein bisschen anders: Ein Problem war sicherlich auch ein gewisser Deregulierungswettbewerb. Manche Länder haben gesagt, wir ziehen diesen Wirtschaftsbereich an uns, in dem wir laxere Aufsichtsmaßstäbe setzen. Deshalb benötigen wir vielleicht noch keine internationale Regulierungsorganisation, aber eine internationale Absprache über Regeln, die einen möglichst großen Bereich abdecken, halte ich für sinnvoll.

**Roland Vaubel:** Da würde ich Ihnen total widersprechen. Es ist im Grunde genommen so wie beim Steuerwettbewerb. Man muss berücksichtigen, dass es bei der Regulierung nicht nur darum geht, den Ban-

ken Kosten aufzubürden, sondern ein öffentliches Gut bereitzustellen: die Finanzmarktstabilität. Und deswegen hat niemand einen Anreiz, so schwach zu regulieren, dass das Ziel der Finanzmarktstabilität gefährdet würde. Jedes einzelne Land hat einen hinreichenden Anreiz zu verhindern, dass die Banken kollabieren. Da jedes Land nicht nur die Kosten der Regulierung betrachtet, die man natürlich gern niedrig halten würde, sondern auch den Nutzen, nämlich die Finanzmarktstabilität, ist ein Wettlauf zum regulatorischen Nullpunkt nicht zu erwarten. Internationale Absprachen über die Regulierung der Banken etablieren jedoch ein Politikerkartell, und das Kartell führt zu einer übermäßigen Regulierung.

**Volker Wieland:** Warum sollte Liechtenstein ausreichend Regulierung bieten, wenn auf der anderen Seite der Nutzen von überhaupt keiner Regulierung für so ein kleines Land extrem hoch ist? Dort fließt dann das ganze Kapital hin.

**Roland Vaubel:** Liechtenstein hat kein Interesse daran, dass seine Banken zusammenbrechen.

**Volker Wieland:** Ich denke, diese Banken werden nicht zusammenbrechen, wenn alle anderen Länder regulieren. Und selbst wenn eine Bank solch eines Landes zusammenbrechen würde, haben die Besitzer und Entscheider in den Jahren vorher bereits genug verdient, um sich zur Ruhe zu setzen. Wenn der Gewinn hoch genug war in der Zeit davor, dann kann das doch reichen für die Zeit nach dem Zusammenbruch. Zugegeben, Liechtenstein ist ein Extrembeispiel. Aber es gibt sicher Länder, die letztendlich mehr profitiert haben, weil sie einen großen Finanzsektor hatten, den sie nicht stark reguliert haben, und im Nachhinein mussten andere Länder die Kosten tragen.

**Roland Vaubel:** Natürlich wirkt sich das auch auf andere aus. Aber das bedeutet nicht, dass zu wenig reguliert wird. Vielleicht kann ich ein Bild verwenden: Sie argumentieren so, als ob der Pilot eines vollbesetzten Passagierflugzeugs keinen hinreichenden Anreiz hätte, den Absturz des Flugzeuges zu vermeiden, weil er ja nur einen Teil des Schadens tragen würde.

**Volker Wieland:** Nein, weil er den Rettungssitz hat, mit dem er abspringt.

**Roland Vaubel:** Die Annahme passt nicht. Bankenkonkurse und der Zusammenbruch des Bankensystems sind wie ein Absturz. Die Absturzgefahr reicht vollkommen aus. Ob da jetzt in anderen Ländern auch noch Schäden auftreten, ist egal.

*Die Politische Meinung:* Offensichtlich hatten die Vereinigten Staaten kein Interesse daran zu regulieren und die Briten auch nicht.

**Roland Vaubel:** Kein Land hat ein Interesse daran, zu wenig zu regulieren.

*Die Politische Meinung:* Dann hätte es diese Krise gerade nicht geben dürfen.

**Roland Vaubel:** Es gibt zwei Arten von Erklärungen für die Krise: Die einen sagen, die Banker haben wider besseres Wissen die Krise riskiert, weil der Markt ihnen nicht die richtigen Anreize bot – zum Beispiel wegen der Haftungsbeschränkungen und der zum Teil asymmetrischen Bonussysteme. Die anderen suchen nicht nach einem Systemfehler, sondern sie sagen, die Banker haben sich geirrt. Der Markt kann nichts daran ändern, dass die Zukunft ungewiss ist.

**Volker Wieland:** Ich denke, dass die Fehleinschätzung der dauerhaft möglichen Wachstumsraten bestimmter Wertanlagen sicher eine wichtige Rolle gespielt

hat, aber auf der anderen Seite auch die Anreize. Zum Beispiel auf den Wohnungsmarkt in den USA gab es sicher auch Anreizprobleme.

**Roland Vaubel:** Das stimmt, aber sie gingen vom Staat aus.

**Volker Wieland:** Und Sie sagen, das kann man im Prinzip national regulieren? Die haben halt einen Fehler gemacht, nächstes Mal aber regeln sie das korrekt? Das scheint mir zu optimistisch gedacht. Zudem sehe ich nicht wie Sie den übergroßen Schaden, wenn sich Länder absprechen. Im Gegenteil, gerade auch bei der kurzfristigen Reaktion auf die Krise war es sehr von Vorteil, dass die Länder sich gemeinsam relativ schnell zu einer gemeinsamen Haltung durchgerungen haben. Und jetzt die große Gefahr zu sehen, wenn sich Länder absprechen – Sie sprechen von Kartellen –, den Schaden kann ich beim besten Willen nicht sehen. Ich sehe höchstens die Gefahr, dass nicht sinnvoll und ausreichend reagiert wird. Außerdem macht eine Absprache Sinn, weil in manchen Ländern die Tendenz existiert, jetzt überzuregulieren.

**Roland Vaubel:** Es ist doch wohl klar, dass auch ohne diese internationalen Gipfeltreffen alle Länder etwas unternommen hätten. Aber es ist weder notwendig noch sinnvoll, dass alle das Gleiche tun. Denn wir brauchen jetzt eine Vielzahl von Experimenten, um herauszufinden, was die optimale Form der Regulierung ist. Das weiß man ja nicht. Das muss man ausprobieren. Und deswegen ist es gut, dass jeder seinen eigenen Weg geht und dann zum Schluss alle von demjenigen lernen können, der es am besten gemacht hat.

**Volker Wieland:** Aber wir haben doch in der Vergangenheit sehr unterschiedliche Ansätze erlebt, und das hat zu einer Krise geführt.

**Roland Vaubel:** Nein, nicht dass jeder etwas anderes gemacht hat, hat zu der Krise geführt, sondern dass in den USA eine verfehlte Vermögenspolitik betrieben wurde, dass Kredite vergeben wurden an Personen, die keine hinreichenden Sicherheiten bieten konnten.

**Volker Wieland:** Ich denke, das, was am Wohnungsmarkt in den USA passiert ist, war nur der Auslöser.

**Roland Vaubel:** Ohne diesen Auslöser wäre es überhaupt nicht zu der Krise gekommen.

**Volker Wieland:** Ich könnte auch andere Auslöser nennen. Die Art, wie Ratings eingesetzt wurden zum Beispiel. Deshalb sollte man darüber nachdenken, wie man Regeln schafft, die das vermeiden. Ich sehe einfach einen Vorteil, das gemeinsam zu machen. Natürlich sind Experimente nicht schlecht. Aber wir haben bereits in der Vergangenheit unterschiedliche Experimente in der Regulierungspolitik beobachten können. Irgendwann kommt dann die Phase, in der man sagt, der ein oder andere Aspekt hat gut funktioniert, und den wenden wir jetzt überall an.

**Roland Vaubel:** Ich würde Ihnen zustimmen: Die Immobilienpreisblase war keine hinreichende Bedingung für die Finanzmarktkrise, aber sie war eine notwendige Bedingung, ohne die Immobilienpreisblase wäre nichts passiert. Der Grund ist, dass man die Risiken nicht erkannt hat. Die Anreize des Marktes waren okay, aber man hat falsche Erwartungen gehabt. Die Wirtschaft funktioniert – wie die Wissenschaft – nach dem Prinzip des “Trial and Error“, wie es Karl Popper genannt hat, also: Versuch und Irrtum. Denn der Wettbewerb begünstigt die Innovation. Das war auch an den Finanzmärkten so. Der Irrtum ist ganz unver-

meidlich. Wir haben hier einen riesigen Irrtum erlebt, aus dem wir lernen werden. Aber wir haben keinen Systemfehler.

**Volker Wieland:** Aber wenn es nur an den Fehleinschätzungen von Marktwerten lag, dann gibt es nichts in Bezug auf die angemessene Regulierung zu lernen. Ich meine, jedes Finanzsystem, das darauf basiert, dass kurzfristig abrufbare Einlagen über das Bankensystem in langfristige Projekte investiert werden, hat ein grundsätzliches Problem, das heißt eine Instabilität, die eine gewisse Garantie seitens des Staates erfordert und damit auch eine gewisse Regulierung, um ein unangemessenes Ausnutzen dieser Sicherheiten zu vermeiden. Diese Regulierungspolitik lässt sich sicher noch verbessern.

**Roland Vaubel:** Ich würde sagen, wir können zwei Dinge lernen: *Erstens*, Lehman Brothers "was too big to fail". Wir werden uns in Zukunft solche Konkurse nicht mehr leisten können, weil sie Paniken auslösen, die es einfach nicht wert sind. Daraus ergeben sich wichtige Konsequenzen für die Bankenregulierung. Wenn nämlich die großen Banken in Zukunft damit rechnen dürfen, dass sie rausgehauen werden, dann müssen diese

Banken im Vorhinein dafür zahlen. Denn sonst subventionieren wir alle das Bankenwesen. Die Banken müssen verpflichtet werden, sich gegen den Konkurs zu versichern – entweder beim Staat oder, wenn sie das vorziehen, auf dem Weltversicherungsmarkt. Und *zweitens* haben wir gelernt, dass das Irrtumspotenzial der Banken und die Panikneigung der Anleger größer sind, als wir gedacht hatten. Deswegen müssen wir in Zukunft stärkere Risikopuffer haben. Die Eigenkapitalvorschriften müssen wesentlich verschärft werden.

**Volker Wieland:** Dass Lehman Brothers, rückblickend gesehen, eine systemrelevante Institution war, die man nicht hätte scheitern lassen sollen, ist unstrittig. Ebenso wenig ist strittig, dass stärkere Risikopuffer in Zukunft notwendig sein werden, um den gestiegenen "Moral Hazard" auszugleichen, das heißt, den höheren Anreiz auszugleichen, dass Finanzinstitutionen Risiken eingehen, weil sie groß genug sind, dass sich der Staat im Falle ihres Scheiterns gezwungen sieht, ein Rettungspaket für sie zu schnüren.

*Die Fragen stellte Stefan Deges  
im Namen der Politischen Meinung.*

### **Zweifelhaftes Krisenmanagement**

*„Allerorts läuft das Krisenmanagement auf Hochtouren. Dabei verdrängen kurzfristige, oft wahltaktische Überlegungen dauerhafte Reformansätze. Das übergeordnete Ziel geht derweil verloren: ein Wirtschaftssystem, das länger als ein paar Jahrzehnte funktioniert und nicht in kurzer Zeit wieder unter einer ‚globalen Schieflage‘ zusammenbricht. In Davos sollten erstmals die Pläne für ein komplett neues Weltwirtschaftsgebäude auf den Tisch, die es bei den anstehenden G-8- und G-20-Gipfeln aufzugreifen gilt.*

*Doch leider gehört es zu den Verzweiflungstaten der Politik, die Tapete schon zu ordern, bevor das Haus entworfen ist. In Deutschland etwa ist der Finanzmarkt zwar längst noch nicht stabilisiert, aber die Große Koalition weiß bereits, wie sie Gehälter der Manager und die Verantwortung der Aufsichtsräte regeln will. Derweil kümmert sich der neue US-Präsident Barack Obama um die Regulierung amerikanischer Hedgefonds und Ratingagenturen. Das hilft zwar nicht der Weltwirtschaft, kommt aber gut an beim Volk.“*

*Stefan Deges am 29. Januar 2009 im Rheinischen Merkur*