

ÖKONOMEN

# Neues Denken nötig

Fünf Wirtschafts-Nobelpreisträger, eine Frage: Wie sollte die künftige Weltfinanzordnung aussehen?

Ende der Woche treffen sich mehr als 20 Staats- und Regierungschefs in Washington. Dort wollen sie über Konsequenzen der globalen Finanzkrise beraten. Während einigen die stärkere staatliche Einflussnahme auf Anreizsysteme für Manager genügt, fordern andere ein neues „Bretton Woods“ (in dem US-Kurort beschloss die Staatengemeinschaft 1944 ein System fester Wechselkurse, um Protektionismus und Abwertungswettläufe zu verhindern). Der SPIEGEL bat fünf Wirtschafts-Nobelpreisträger um ihre ganz eigene Handlungsanleitung.

## Was bislang alles schiefging.

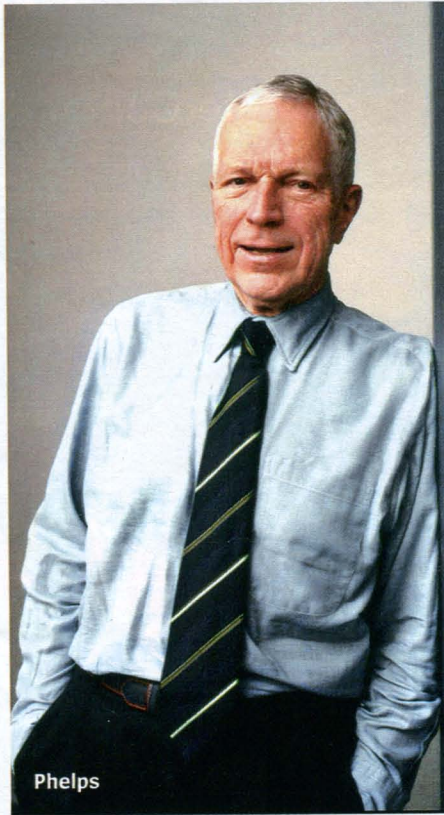
**Edmund S. Phelps, 75:** Es ist absurd, vom „Ende des Kapitalismus“ zu sprechen, wie manche Europäer dies derzeit tun. Ein gutes Leben setzt einen einträglichen, interessanten Arbeitsplatz voraus – einen, der Veränderungen und Herausforderungen mit sich bringt. Und dazu braucht es einen funktionierenden Kapitalismus.

Niemand bezweifelt, dass die Bankenindustrie in den USA versagt hat. Die Banken kauften Hypotheken und bündelten sie in hypothekebesicherte Wertpapiere, die dann in großen Mengen ins Ausland exportiert und von den erwerbenden Finanzfirmen überbewertet wurden.

Die Rating-Agenturen, deren Bewertungen ausschließlich auf rosigen Annahmen und niemals auf Worst-Case-Szenarien beruhten, waren an dieser Überbewertung in erheblichem Maße mitschuldig.

Beim Verkauf von Derivaten, etwa Ausfallversicherungen und anderen besicherten Schuldtiteln, veräußerten die Banken Finanzprodukte, die für eine große Zahl von Anlegern zu komplex waren, um sie noch zu verstehen.

Letztlich fügten sich die Banken selbst den schlimmsten Schaden zu. Die Höhe ihrer Darlehen und die Höhe der Kredite, die sie selbst aufgenommen hatten, um diese Darlehen zu vergeben, waren im Vergleich zu ihrem Kapital beziehungsweise Eigenkapital so hoch, dass jede ernsthafte Störung der Vermögenspreise – also eine Welle von Ausfällen oder ein steiler Anstieg der Liquiditätsprämien – verheerende Folgen für die Geschäfts- und Überlebensfähigkeit einer Bank haben konnte.



Phelps

JÜRGEN FRANK



Lucas

UNIVERSITY OF CHICAGO NEWS OFFICE

Dass die Banken bereit waren, bis hin zum Zusammenbruch immer größere Risiken in Kauf zu nehmen, ist eine Folge der Vergütung ihrer Mitarbeiter: Jeder Tag, an dem die Bank noch Geschäfte machen konnte, erhöhte den Reichtum der Mitarbeiter. Rückforderungsregeln, bei denen ein Bonus nur bei einer langfristigen Performance gewährt wird, gab es nicht.

Bedarf es hier einer Regulierung? Ohne Zweifel sind hier und da einige neue Regelungen notwendig.

Dennoch argumentieren viele Beobachter, dass die fehlenden Fesseln für die Banken eher darauf zurückzuführen sind, dass die Aufsichtsbehörden versäumt haben, ihre Macht zu nutzen, als dass es an Regulierungsbehörden gefehlt hätte. In jedem Fall ist ein neues Denken nötig.

Ein grundlegendes Problem, dem sich die Regulierungsdiskussion stellen muss, ist die Frage, welche Funktion die Bankenindustrie für die Gesellschaft übernehmen soll. In den vergangenen zwei Jahrzehnten haben die Banken zunehmend versucht, mit Eigenheim- oder gewerblichen Hypotheken Geld zu verdienen. Da sich dies als schwierig erwiesen hat, müssen die Banken in Zukunft entweder ihr Kreditvolumen insgesamt reduzieren oder einen Teil der Kredite an die Unternehmen umlenken.

Leider scheinen die meisten Banken die Expertise für Firmenkredite oder Investitionen verloren zu haben – für die sie in den sagenhaften Jahren der Investmentbanken wie etwa der Deutschen Bank und J. P. Morgan bekannt waren.

Könnte es den US-Großbanken gelingen, diese Expertise zurückzugewinnen?

Es scheint wahrscheinlich, dass streng regulierte Banken keine ideale Quelle für die Finanzierung von Geschäftsinvestitionen sind, vor allem von innovativen Geschäftsideen. Eine natürliche Quelle für junge Start-up-Unternehmen sind wohlhabende „Erbonkel“, sogenannte Business Angel, die mehr von jungen Unternehmern verstehen als es ein Banker je könnte.

Ein anderer natürlicher Geldgeber sind Risikokapital-Finanziers, die selbst einen Hintergrund als Unternehmer haben und junge Firmen beraten und finanziell unterstützen können. Auch manche Hedgefonds sind kreativ, wenn es darum geht, innovative Projekte zu finanzieren.

Es ist eindeutig nicht im Interesse einer Gesellschaft, wohlhabende Anleger, Risikokapitalgeber und Hedgefonds zu regulieren, die in kleine oder neue Firmen in-





Millionärsmesse in Moskau (o.), Hausverkaufsanzeige in Aurora, Illinois



Containerhafen in Hongkong (o.), Spielzeugproduktion in China



**Facetten einer globalisierten Wirtschaftswelt:** „Die Finanzstruktur ist mangelhaft und ungerecht gegenüber den Entwicklungsländern“

vestieren oder ihnen Geld leihen. Wenn eine Gesellschaft diesen Fehler begeht, wird ihre Innovationskraft leiden, werden der Lohn der Arbeit und das Angebot von Jobs leiden.

## Das drängendste Problem: die Rezession.

**Robert E. Lucas, 71:** In einer finanziellen Krise passieren Dinge sehr schnell. Der Boom auf dem Immobilienmarkt und die Subprime-Hypothekenkrise gehören schon längst der Vergangenheit an.

Die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) muss in dieser Situation mehr Bargeldreserven zur Verfügung stellen und wird dieser Aufgabe auch gerecht. Die Reserven beliefen sich am 10. September insgesamt auf 47 Milliarden US-Dollar, am 8. Oktober auf 180 Milliarden Dollar und am 22. Oktober waren es bereits 329 Mil-

liarden Dollar. Das ist eine gute Zentralbankpolitik.

Sollten wir uns Sorgen machen, dass die Menschen einfach die neuen Reserven behalten und ihre Ausgaben weiter reduzieren? Dies passiert sicherlich zum Teil, aber es können ja jederzeit weitere Reserven hinzugefügt werden.

Sollten wir uns um die Inflation Gedanken machen? Natürlich, immer.

Aber das drängendere Problem ist im Augenblick die Rezession. Falls die Inflation weiter steigt, können Reserven so schnell wieder zurückgezogen werden, wie sie zugeführt wurden.

Meines Erachtens sind diese Überlegungen die wichtigsten der heutigen US-Politik. Ich glaube an unsere Chancen, eine tiefere Rezession als die von 1982 zu vermeiden, wenn die gegenwärtige Kreditpolitik der Fed weiterhin so aggressiv bleibt.

Gegenwärtig halte ich dies für das Günstigste, was man erwarten kann. Und das ist doch sehr viel besser als eine Wiederholung der dreißiger Jahre.

Die Regulierungsstruktur, die diese Ereignisse zugelassen hat, muss neu geordnet werden. Das muss nicht diese Woche geschehen, wird aber auch nicht in einer Zeitspanne gelingen, in der die Krise noch positiv zu beeinflussen wäre.

Die Regulierungsprobleme, die gelöst werden müssen, lassen sich wie folgt zusammenfassen: Die Öffentlichkeit benötigt ein leicht bereitzustellendes Zahlungsmittel, das keinem Ausfallrisiko unterliegt und daher auch keinen Sturm auf die Banken auslösen kann. Der beste Weg, dies zu erreichen, wäre ein wettbewerbliches Bankensystem, dessen Einlagen staatlich gesichert sind.

Dies kann aber nur dann funktionieren, wenn es für die Vermögenswerte dieser Banken eine strenge Regulierung gibt. Wenn ein solches Gleichgewicht erzielt werden könnte, wäre es für eine Einrichtung außerhalb dieses geregelten Systems möglich, etwas riskantere Einlagen anzubieten. Diese könnten eine höhere Rendite bieten als Einlagen bei Banken, die einer strengen Aufsicht unterliegen. Einige Ver-





**Börsenhändler (in New York):** „Die nationalen und internationalen Aufsichtsbehörden der Finanzmärkte haben versagt“

braucher und Unternehmen werden das für günstig halten und ihre Einlagen dort hin verlagern. Wenn dies jeder tut, schützt die Regulierung jedoch keinen mehr. Die Regulierungsstruktur, die ihren Ursprung in den dreißiger Jahren hat, schien dieses Problem 60 Jahre lang zu lösen. Für die nächsten 60 Jahre werden wir jedoch etwas anderes brauchen.

## Regulierung der Finanzmärkte ist wichtig.

**Reinhard Selten, 78:** Ich möchte daran erinnern, dass die Finanzmarktkrise ihren Ursprung in einer Blase auf dem amerikanischen Immobilienmarkt hatte. Das Problem ist nicht nur eine Frage der Finanzmärkte, sondern ist ganz allgemein mit Märkten für Vermögenswerte verbunden. Diese Märkte sind weit weniger stabil als andere Gütermärkte. Es kommt auf diesen Märkten häufig zu falschen Erwartungen.

So hatten viele Menschen erwartet, dass sich das Steigen der Immobilienpreise in Amerika unbegrenzt fortsetzen würde. Man glaubte, dass wegen des wachsenden Wohlstands, der zunehmenden Bevölkerung und der Knappheit des Bodens Häuserpreise nur zunehmen können. Diese Erwartung ist inzwischen gründlich enttäuscht worden.

Wegen der mangelnden Stabilität der Märkte für Vermögenswerte ist eine Regulierung der Finanzmärkte wichtig. Es muss dafür gesorgt werden, dass Spekulationsgeschäfte durch einen ausreichenden Eigenkapitalanteil gesichert sind. Das gilt

auch für Hypotheken. In den Vereinigten Staaten wurden Hypotheken bis zu 110 Prozent des Verkehrswerts vergeben. Zudem waren diese Hypotheken mit variablen Zinssätzen und einer Beschränkung der Haftung des Hypothekennnehmers auf den Wert des Hauses ausgestattet.

Als die Zentralbank der USA den Leitzins in kurzen Abständen immer wieder um 0,25 Prozent erhöhte, verdoppelten sich schließlich die Hypothekenzinsen, und viele Hypothekenkreditnehmer zogen es vor, der Bank die Hausschlüssel zurückzugeben und anderswo billiger zur Miete zu wohnen. Das hat natürlich ein Fallen der Häuserpreise ausgelöst. Dadurch kamen Banken in Schwierigkeiten.

In den vergangenen zehn Jahren hat sich eine Revolution im Bankwesen vollzogen. Banken haben mehr und mehr neuartige Wertpapiere verkauft, in denen Hunderte Kreditforderungen ungefähr gleichen Risikos in einem Papier zusammengefasst waren. Die als Subprime bezeichneten

Kreditverbriefungen bündelten Kredite, die mit einem besonders hohen Risiko behaftet waren. Man hatte nicht erwartet, dass die Rückzahlung für viele dieser Kredite gleichzeitig ausfallen würde. Deshalb wurden diese Papiere, die sehr gute Gewinne erbrachten, in großem Umfang auch von deutschen Banken als Investition gekauft. Die Rating-Agenturen bewerteten diese Papiere mit AAA.

Offensichtlich beurteilt der Markt komplexe neuartige Papiere nicht richtig. Es ist daher notwendig, Regeln für die Zulassung neuartiger Wertpapiere aufzustellen. Wertpapiere sollten, ähnlich wie Lebensmittel, mit risikorelevanten Kennzeichnungen versehen sein.

Das in der Wirtschaftstheorie vorherrschende Bild des ökonomischen Verhaltens geht von sehr starken Rationalitätsannahmen aus, die in der Realität nicht erfüllt sind. Wären die Wirtschaftssubjekte im Sinne der Wirtschaftstheorie voll rational, so könnte man die Märkte sich



Selten



Stiglitz



wire.

selbst überlassen, ohne dass es zu schwerwiegenden und langanhaltenden Ungleichgewichten kommen kann.

Dieser Stabilitätsoptimismus ist nicht gerechtfertigt. Die Wirtschaftstheorie muss zu einem realistischeren Bild des menschlichen Verhaltens vordringen. Hierzu ist viel empirische und experimentelle Forschung nötig.

Und die Regeln für die Finanzmärkte müssen nicht nur Banken betreffen, sondern auch andere Institutionen wie Hedgefonds, die auf Finanzmärkten tätig sind. Auf keinen Fall darf es möglich sein, dass Banken hochspekulative Geschäfte in Zweckgesellschaften auslagern, wie es im Falle einiger Landesbanken geschah. Diese Zweckgesellschaften unterliegen nicht den strengen Regeln, denen Banken unterworfen sind.

Man muss darauf achten, dass vorgeschlagene Regulierungen einerseits so einfach wie möglich sind und andererseits nicht umgangen werden können. Um solche Regeln auszuarbeiten, braucht man natürlich detaillierte institutionelle und juristische Kenntnisse. Der Teufel steckt hier wie so oft im Detail.

## Gerechtigkeit gegenüber den Entwicklungsländern.

**Joseph E. Stiglitz, 65:** Eine globale Finanzkrise erfordert eine globale Lösung. Dasselbe gilt für Regulierungen. Lange gab es ein Rennen darum, Regulierung immer weiter herunterzuschrauben, geleitet von dem Irrglauben, dass Deregulierung zu Innovation führt.

Eigentlich sollten die Finanzmärkte nur Mittel zum Zweck sein, um eine florierendere und stabilere Wirtschaft durch die günstige Bereitstellung von Ressourcen und ein besseres Risikomanagement zu ermöglichen. Doch die Finanzmärkte magten das Risiko nicht – sie schufen es.

US-Familien waren nicht in der Lage, mit den unberechenbaren Zinssätzen umzugehen, und nun verlieren Millionen ihr Zuhause. Darüber hinaus wurden Hunderte Milliarden Dollar falsch angelegt, was nun Folgeschäden in Billionenhöhe nach sich zieht.

Hinzu kommt der Preis, den die einzelnen Menschen zu zahlen haben: Familien, deren Lebensträume zerstört sind, wenn sie ihr Zuhause, ihre Arbeitsplätze und ihre gesamten Ersparnisse verlieren.

Wenn wir auch in Zukunft eine Liberalisierung der weltweiten Finanzmärkte sicherstellen wollen, bei der Finanzprodukte problemlos Grenzen passieren können, müssen wir darauf achten, dass diese Produkte sicher sind, die verkaufenden Finanzinstitute hinter den von ihnen ent-



## Der amerikanische Traum.

Von Martin Luther King zu Barack Obama – der neue Präsident und die Bürgerrechtsbewegung. Seit hundert Jahren: Zocker an der Wall Street. Siedler, Indianer, Sklaven – die Geschichte begann mit blutigen Auseinandersetzungen.

**Jetzt in SPIEGEL SPECIAL GESCHICHTE.**  
Für 6,80 Euro im Handel.

Jetzt im Handel oder direkt bestellen:  
Telefon 040/30 07-48 88 oder  
[www.spiegel.de/shop](http://www.spiegel.de/shop)



KENNER  TRINKEN  
WÜRTTEMBERGER

brandplattform



Entdecken Sie die Weine der Württembergischen Weingärtner-Zentralgenossenschaft e.G. / [www.wzg-weine.de](http://www.wzg-weine.de)

WZG Württembergische Weingärtner-Zentralgenossenschaft e.G. · Möglingen  
Tel. 07141 / 48 66-0 · [info@wzg-weine.de](mailto:info@wzg-weine.de)

wickelten Produkten stehen und dass sie selbst sicher und gesund sind.

Die nationalen und internationalen Aufsichtsbehörden der Finanzmärkte haben versagt. Die neuen Vorgaben von Basel II für die Regulierung von Banken stützten sich zum Großteil auf Selbstregulierung, was schon in sich ein Widerspruch ist.

Die Banken haben bewiesen, dass sie nicht in der Lage sind, ihre eigenen Risiken zu managen; aber selbst wenn sie dies könnten, bleibt das grundlegendere Problem der Systemrisiken.

Die aktuelle globale Finanzstruktur ist nicht nur mangelhaft, sie ist auch ungerecht, insbesondere gegenüber den Entwicklungsländern. Sie gehören zu den unschuldigen Opfern dieser weltweiten Krise, die von den USA geschaffen wurde. Selbst Länder, die alles richtig machten – ihre Wirtschaft besser regulierten und makroökonomische Vorsicht walten ließen – werden von den Fehlern der Vereinigten Staaten in Mitleidenschaft gezogen.

Noch schlimmer ist, dass der Internationale Währungsfonds (IWF) in der Vergangenheit prozyklische Maßnahmen (etwa die Anhebung von Zinssätzen und Steuern und die Ausgabendeckelung in einer Rezession) verlangte, während Europa und die USA genau gegenteilig agierten, nämlich antizyklische Maßnahmen vornahmen. Das führt dazu, dass im Krisenfall das Kapital der Entwicklungsländer abfließt – ein Teufelskreis beginnt.

Es häufen sich die Anzeichen, dass die Entwicklungsländer viel Geld benötigen werden. Summen, die die Kapazität des IWF übersteigen. Die Quellen für liquide Mittel befinden sich in Asien und im Nahen Osten. Warum sollten diese Länder jedoch ihr schwerverdientes Geld einer Einrichtung mit einer miserablen Erfolgsbilanz überlassen? Einer Institution, deren Deregulierungspolitik überhaupt erst zu dem jetzigen Durcheinander geführt hat, und die weiterhin eine asymmetrische Politik betreibt, die zur Instabilität beiträgt?

Wir brauchen eine neue Finanzeinrichtung für die Entwicklungsländer, deren Führung den heutigen Realitäten entspricht. Diese neue Einrichtung könnte dem IWF den Weg zu tiefgreifenden Reformen weisen.

Diese Einrichtung sollte umgehend gegründet werden. Wenn Experten der Finanzministerien und Zentralbanken dorthin bestellt werden, könnte sie in kurzer Zeit handlungsfähig sein.

Weitere Reformen müssen folgen: Das vom Dollar abhängige globale System der Währungsreserven zeigt Abnutzungerscheinungen; der Dollar hat sich nicht als guter Wertbewahrer erwiesen. Aber eine Umstellung zu einem Dollar-Euro- oder Dollar-Euro-Yen-System könnte zu noch mehr Instabilität führen. Ein globales Finanzsystem erfordert ein globales Währungsreservesystem.



Der Erfolg der USA wäre nicht vorstellbar, wenn man die Verwaltung des Finanzsystems den 50 Einzelstaaten überlassen hätte. Die Rolle der nationalen Regierung ist unerlässlich. Nun haben wir zwar ein globales Finanzsystem, überlassen seine Verwaltung jedoch in zu großem Maße den einzelnen Ländern. Ein derartiges System kann einfach nicht funktionieren.

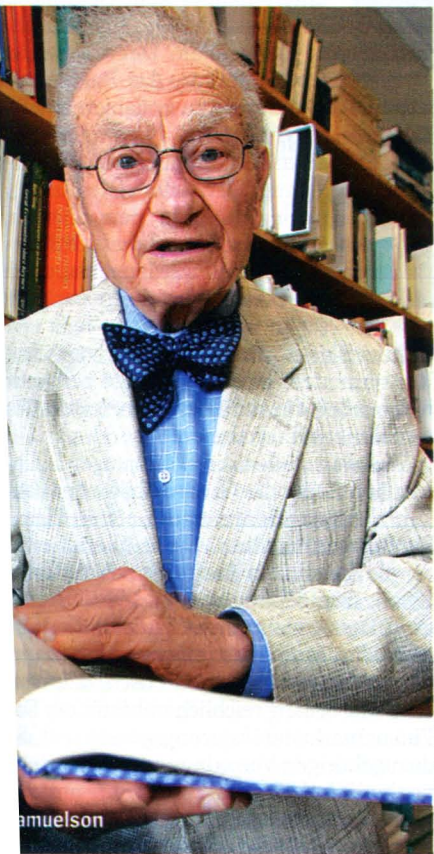
Eine perfekte Stabilität unserer Finanzmärkte oder unserer Volkswirtschaften ist unerreichbar. Die Märkte korrigieren sich nicht selbst. Doch wir könnten vieles besser machen.

Hoffentlich beginnen die Staats- und Regierungschefs Europas und Asiens auf dem Treffen in Washington damit, eine globale Finanzstruktur zu schaffen, damit das 21. Jahrhundert weltweit solide und erfolgreich werden kann.

## Nur die Mitte ist beweglich.

**Paul A. Samuelson, 93:** Aufgrund meiner kurzfristigen und langfristigen Beobachtungen der Wirtschaftsgeschichte glaube ich, dass es als Organisationsform wirtschaftlich reicher oder armer Gesellschaften keine befriedigende Alternative zur Marktwirtschaft gibt.

Märkte an sich sind jedoch etwas anderes als der unregulierte Kapitalismus, den die Anhänger einer zügellosen Marktwirtschaft (Libertarians) so lieben. Diese Sys-



Samuelson

ROBERT SPENGLER / NEW YORK TIMES / LAIF

teme regeln sich nicht selbst, weder mikroökonomisch noch makroökonomisch. Wo immer dies versucht wurde, gab es danach nicht hinnehmbare Ungleichheiten.

Solche Ungleichheiten könnten ein notwendiger Preis sein, der zu zahlen ist, um Fortschritt durch Innovation in den Bereichen Technologie und Management zu erreichen. Stattdessen aber führt die unternehmerische Selbststeuerung zu Defiziten, die Wirtschaftswissenschaftler „totale Faktorproduktivität“ nennen. Überzeugende Beweise dieser Punkte finden sich im Niedergang der USA in den Jahren 2001 bis 2008. Als die Gehälter der Vorstandscheffe im Vergleich zum Durchschnittsgehalt der Mitarbeiter von einem normaleren Verhältnis von 40:1 auf über 400:1 stiegen, verschlechterte sich der industrielle Fortschritt, statt sich zu beschleunigen.

Ich bin deshalb ein Mann der Mitte. Und die Mitte sollte auch das Ziel der USA für 2009 und darüber hinaus sein. Ich betrachte diese Haltung auch als Zielvorgabe für große und kleine Länder. Reine Marktwirtschaftler sind nicht nur emotionale Krüppel, sondern auch schlechte Ratgeber. Ich beziehe mich dabei natürlich auf die Ansichten von Milton Friedman und Friedrich Hayek. Die „Knechtschaft“, vor der sie warnen, ist nicht die von Dschingis Khan, Lenin, Stalin, Mao, Hitler oder Mussolini. Es sind die gemäßigten Staaten der modernen Welt. Denken Sie nur an die Schweiz, Großbritannien, die USA, Skandinavien und den pazifischen Raum. Warum berichten die Bürger dort in hohem Maße, dass sie „glücklich“ sind und ein hohes Maß an freier Meinungsäußerung und Glaubensfreiheit genießen?

US-Präsident George W. Bush wird als schlechtester Präsident in die Geschichtsbücher der 232 Jahre alten Vereinigten Staaten eingehen. Eines seiner Vermächtnisse wird auf jeden Fall das Risiko sein, dass es in den Jahren 2009 bis 2014 in den USA eine linke Mehrheit weit neben der politischen Mitte geben wird. Falls Amerika protektionistisch wird, liegt die Schuld dafür in der Deregulierung der Republikaner, ein ausgezeichnetes Beispiel für das Gesetz von den unbeabsichtigten Folgen.

Ich stimme zu, dass staatliche Vorschriften das unternehmerische Leben regeln (vernünftig regeln) und auf die Stabilisierung der Gesamtwirtschaft abzielen sollten und dass das zukünftige Finanzsystem in einem gewissen Maß Fälle krasser Ungleichheit reduzieren kann. Jedoch kann ein gemäßigtes System, wenn es zu stark an der Reduzierung von Ungleichheiten arbeitet, großen Schaden anrichten. Mein Ziel ist somit der begrenzt gemäßigte Staat.

Ich stehe in der Mitte – nicht weil ich nicht für die Linken oder Rechten entscheiden kann. Sondern weil beide Lager sich als nicht optimal herausgestellt haben, so dass mich Vernunft und Erfahrung in die bewegliche Mitte bringen. ♦

KENNER TRINKEN  
WÜRTEMBERGER


Würtemberger  
EDITION GOURMET

Würtemberger wissen, wie ein Tag perfekt ausklingt: genussreich, vollmundig und harmonisch. Also mit einem Edition Gourmet Spätburgunder der Würtembergischen Weingärtner-Zentralgenossenschaft. Der aromatisch-würzige Duft ist ein herrlicher Vorbote des traumhaft-schönen Geschmacks. Ein Fest für alle Sinne, das ideal mit herzhaften Speisen zur Geltung kommt.