

Gastbeitrag

Kapitalismus für alle

von Robert J. Shiller

Die Wirtschafts- und Finanzkrise hat die Schwächen im Risikomanagement schonungslos offengelegt. Jetzt müssen wir das Finanzsystem ausbauen, demokratisieren und modernisieren. Nur dann bekommen wir auch die Risiken besser in den Griff.



Autor Robert J. Shiller ist Professor für Wirtschaftswissenschaften an der Yale-Universität und Chefökonom von MacroMarkets LLC. Shiller ist auch Preisträger des Deutsche Bank Prize 2009 in Financial Economics. Quelle: dpa

Das Treffen der G20-Staats- und Regierungschefs in Pittsburgh war in mancherlei Hinsicht eine Inspiration: Die wichtigsten Nationen der Welt arbeiten wirklich zusammen, um die Finanzkrise zu bewältigen. Sie werden ihr koordiniertes Programm der Konjunkturstimulierung fortsetzen, Protektionismus vermeiden, daran arbeiten, das Risikomanagement und den Zugang zu Nahrungsmitteln, Energie und Finanzen für die Ärmsten der Welt zu verbessern. Ihr Kommuniqué beinhaltet im Anhang eine Version von Angela Merkels "Charta des nachhaltigen Wirtschaftens", die die wichtigsten Verantwortlichkeiten der Nationen dieser Welt auflistet.

Eines der wichtigeren Themen blieb jedoch außen vor: Wie sollen wir unser Finanzsystem nachhaltig modernisieren und demokratisieren? Das Abschlussdokument war im Ton in vielen Aspekten negativ gehalten. Es spricht von "härterer Regulierung" und wendet sich "gegen unverantwortliche Risiken von Banken und Finanzinstitutionen". Aber um das Risikomanagement zu verbessern, muss man nicht mit Härte vorgehen. Es geht vielmehr darum, Institutionen des Risikomanagements zu verbessern und sie jedermann zugänglich zu machen.

Die G20 hätte sich lieber damit befassen sollen, wie man das Finanzsystem so gestalten kann, dass es tatsächlich den Menschen nützt, und zwar in einer neuen Form, die wissenschaftliche Erkenntnisse besser berücksichtigt. In ihrer Charta verlangt Merkel eine Wirtschaft, die "den Menschen dient". Das ist im G20-Dokument festgehalten. Um das zu erreichen, müssen die Finanzinstitutionen aber ein höheres Niveau erreichen. Und das erfordert eine umfangreiche Planung.

Wir müssen unsere Institutionen weiterentwickeln, um künftige Krisen zu vermeiden. Wichtig ist vor allem, die Risiken von Blasen auf den Immobilienmärkten in den Griff zu bekommen - davon ist die Krise ja ausgegangen. Ein anderes Kernproblem sind die starken Schwankungen

des Bruttosozialprodukts, die Folge der Krise waren. Aber diese Themen standen nicht auf der Liste des G20-Dokuments.

Der negative Unterton gegenüber den Finanzinstitutionen im G20-Kommuniqué ist bedauerlich, weil er Fortschritte beim Risikomanagement verlangsamen könnte. Fortschritte, die unvermeidlich sind, um aus dieser Krise herauszufinden. Glücklicherweise tauchte im Schlusssdokument kein Plan mehr für eine Steuer auf Finanztransaktionen auf, ein Thema, das auf den vorangegangenen Treffen noch breit diskutiert wurde. Sowohl Angela Merkel als auch Finanzminister Peer Steinbrück hatten Unterstützung für diese Idee signalisiert, ebenso wie Frankreichs Präsident Nicolas Sarkozy und der Chef der britischen Finanzaufsicht, Adair Turner.

Dieser Vorschlag geht auf meinen Yale-Kollegen James Tobin zurück, der 2002 verstorben ist. Schon vor Jahrzehnten schlug er eine Abgabe vor, die heute als Tobin-Steuer bekannt ist. Er sah sie als Möglichkeit, Sand ins Getriebe des Finanzsystems zu streuen, um die Entwicklungen ein wenig abzubremsen und dadurch weniger Anreiz für die Spekulation zu geben. So wollte er die Ursachen der Probleme im Finanzsektor bekämpfen.

Ich stimme mit Tobin und seinen Anhängern überein, dass spekulative Exzesse ein internationales Problem sind. Aber ich habe nie gedacht, dass sein spezieller Vorschlag gut sei. Solch eine Steuer ist nur schwer umsetzbar. Sie würde dazu führen, dass Transaktionen in Offshore-Gebiete verlagert werden, und sie würde eher synthetischen als realen Handel begünstigen - also den Bereich der Derivate noch stärken. Selbst wenn sie eingeführt werden könnte, dürfte sie kaum ihren Zweck erfüllen. Warum sollte die Besteuerung von Finanztransaktionen einen Effekt auf die Verringerung von spekulativer Volatilität haben? Die Steuer trafe Transaktionen, die den Markt stabilisieren, ebenso wie jene, die ihn destabilisieren. Zudem wissen wir, dass das Spekulationsfieber durchaus auch Märkte infizieren kann, die hohe Transaktionskosten haben, ein Beispiel dafür ist der Immobilienmarkt.

Das G20-Statement vom Freitag vermeidet es, eine explizite Begrenzung von Managergehältern zu fordern, die viele zuvor verlangt hatten. Dafür drückt es Übereinstimmung darüber aus, dass Regierungen Standards entwickeln sollen, die verhindern, dass das Risiko überhandnimmt. Die öffentliche Erregung über exzessive Vergütungspakete muss man sehr ernst nehmen. Aber die Freiheit der Unternehmen bei der Bestimmung der Gehälter ihrer Angestellten zu beschneiden trägt nicht dazu bei, die Ursachen der Krise zu beseitigen. Wichtiger, als Anreize für Manager zu bestimmen, ist es, Instrumente und Mechanismen zu entwickeln, um Risiken aufzudecken. Das nämlich hilft Managern, diese Risiken besser in den Griff zu bekommen.

Die derzeitige Finanzkrise wurde ausgelöst durch ein fehlerhaftes Risikomanagement im Umgang mit Börsen-, Immobilien-, Energie- und anderen Blasen. Viele Privatleute, Unternehmen und Staaten waren diesen Risiken zu stark ausgesetzt. Die Finanztheorien, die einen Schutz vor solchen Risiken empfahlen, wurden nicht vernünftig umgesetzt. Die Theorien an sich sind nicht falsch. Aber die Institutionen und die Produkte der Finanzwelt sind einfach nicht weit genug entwickelt und einem breiteren Querschnitt der Weltbevölkerung nicht zugänglich gemacht worden.

Die gegenwärtige Situation der Finanzbranche ähnelt stark der Lage der Kernkraftbetreiber nach dem Unfall in Tschernobyl. Der Unfall warf die Nukleartechnik um Jahrzehnte zurück, denn die Empörung der Öffentlichkeit war so groß, dass jedes vernünftige Argument zur

Sicherheit von Atomkraftwerken - und zu den Schäden, den konventionelle Kraftwerke in der Umwelt anrichten - überhört wurde. Jetzt ist ein schrecklicher Unfall in der Finanzwelt entstanden, und die Menschen sind wütend. Als Folge könnte es passieren, dass die Entwicklung guter Produkte unterbunden wird, selbst wenn sie zu mehr Sicherheit führen würde.

Eine moderne Finanzbranche ist ein wesentlicher Baustein unseres Wohlstands. Wenn wir aber weiterkommen und die bedrückenden wirtschaftlichen Probleme von Milliarden Menschen lösen wollen, brauchen wir eine Demokratisierung des Finanzsystems. Es muss wirklich allen Menschen zugänglich gemacht werden.

Die Krise hat uns daran erinnert, dass unser Finanzsystem eine unvollkommene Erfindung ist. Eine Erfindung, die uns gut gedient hat, aber gleichwohl verbessert werden kann. Wenn die Wirtschaft allzu glatt läuft, freunden wir uns schnell mit dem beruhigenden Gedanken an, es könne nichts schiefgehen. Wenn aber die Krise über uns hereinbricht, dann werden all die bislang übersehenen Unzulänglichkeiten auf einmal sichtbar.

Es ist ähnlich wie mit den Autos. Sie fahren in der Regel ohne Probleme, so dass man nicht mehr darüber nachdenkt - bis der Wagen eines Tages streikt. Man ist dann versucht, auf das Auto zu fluchen. Nach dem ersten Frust wird uns aber klar, dass Autos gelegentlichen Ärger wert sind. Und je länger der technische Fortschritt andauert, desto rarer werden die Probleme.

Die ersten Autos waren noch so unzuverlässig, dass man zweimal nachdenken musste, bevor man die Familie bei Regen oder Schnee zu einem Ausflug einlud. Also gab es wenig Bedarf an geschlossenen Wagen. Man fuhr einfach nicht bei schlechtem Wetter, und daher brauchte man auch kein geschlossenes Fahrzeug. Das Leben plante man, ohne auf ein Auto zu vertrauen.

So verhalten wir uns mit kompliziertem Risikomanagement: Wir fürchten uns vor Finanzpleiten, wir planen unser Leben so, dass wir mit fortschrittlichen Finanzprodukten nicht in Berührung kommen müssen. Aber wir verpassen zugleich Gelegenheiten für Fortschritt, weil wir keine modernen Technologien anwenden. Um die Analogie abzuschließen: Wir befinden uns ungefähr in den 20er-Jahren, was die vernünftige Nutzung von Finanzprodukten betrifft.

Die Blasen, die wir in der Immobilienwirtschaft, auf den Aktienmärkten und im Energiesektor erlebt haben, scheinen problematisch, weil fast niemand ihre Entwicklung erkannte. Die wenigen - unter anderem ich -, die davor warnten, hatten es nicht verstanden, überzeugend genug für ihre Thesen zu werben. Wenn man eine Blase falsch interpretiert, führt das schnell zu einer Fehlanwendung der ökonomischen Theorie. Ihre richtige Anwendung erfordert, dass wir erwartete Ergebnisse sehen und die Risiken richtig abschätzen können. Unter der Annahme, dass die Immobilienpreise niemals sinken können, haben viele Menschen das Richtige gemacht, indem sie beträchtliche, gehebelte Investitionen getätigt haben. Das Problem war nur, dass die Menschen sich von der Extrapolierung vergangener Trends zu sehr haben einlullen lassen. Eine solche Extrapolierung hat viel mit den Eigenarten der menschlichen Psyche zu tun. Die Zukunft ist gänzlich unbekannt, und die menschliche Natur blendet die ferne Vergangenheit gerne aus. Von Zeit zu Zeit baut sie daher überschießenden Optimismus auf.

Ein Teil dessen, was getan werden muss, um mit spekulativen Blasen und ihren Folgen umzugehen, ist, dass Regierungen die Wirtschaft durch fiskalische Ziele (durch eine

angemessene Haushaltspolitik) und Kreditziele (durch Geld- und Kreditpolitik) stabilisieren, wie George Akerlof und ich in unserem Buch "Animal Spirits" 2009 begründen. Die ersten Signale für eine wirtschaftliche Erholung, die wir heute sehen, gehen zum Teil auf die erfolgreiche Zusammenarbeit der G20-Treffen im November 2008 und April 2009 zurück.

Aber wir müssen innerhalb des kapitalistischen Systems viel mehr verändern, um die Häufigkeit von Blasen zu verringern, um Menschen gegen ihre Auswirkungen zu schützen und um Staatseingriffe von vornherein unnötig zu machen. Es gilt, die kapitalistischen Institutionen fundamental weiterzuentwickeln. Alle Versuche, die Märkte einzuengen, Gehälter zu deckeln und in die internationalen Handelsströme einzugreifen, sollten wir aber unterlassen.

Die Finanzkrise geht eindeutig auf das unzulängliche Risikomanagement zurück, vor allem im Immobiliensektor, das zur Subprime-Krise an den Hypothekenmärkten 2007 geführt hat. Das war der Katalysator für eine signifikante Belastung im gesamten Finanzsektor. Trotz dieser Krise haben wir es noch nicht geschafft, moderne Finanzinstrumente zu schaffen, um diese Risiken zu managen.

Die Blase an den Hypothekenmärkten in vielen Regionen der Welt konnte sich ungehindert ausbreiten, weil die Menschen, denen die Preise zu hoch erschienen, darauf an den Märkten nicht reagieren konnten - dazu fehlten die geeigneten Instrumente. Und diejenigen, die sich den Risiken am Immobilienmarkt stark ausgesetzt sahen, konnten oftmals nichts dagegen unternehmen. Also wuchs die Blase und platzte schließlich. Das wiederum setzte eine Kettenreaktion frei, die in der globalen Finanzkrise endete.

Die Verbriefung von Hypotheken und die zunehmende Verfeinerung für diesen Markt, insbesondere die Verteilung der Risiken auf verschiedene Tranchen, die an der Nachfrage der Investoren ausgerichtet waren, bedeuten eine wirkliche Innovation im Finanzsystem. Aber in den Jahrzehnten, in denen diese Märkte am innovativsten waren, ist nie eine größere Krise auf dem Immobilienmarkt entstanden. Der Mangel an Erfahrung sowohl bei den Erfindern als auch bei den Regulierern trug zum Entstehen der Krise bei, die nun folgte.

Institutionen, die das Risiko auf dem Immobilienmarkt steuern sollten, sind schon weit vor der Krise gewachsen, aber eben nicht schnell genug. Der größte Erfolg bis dato hat sich auf dem Markt für Gewerbeimmobilien ergeben. Die Investment Property Database (IPD) wurde genutzt, um Swaps und andere Derivate in einer Reihe von Ländern zu nutzen. Diese Märkte erzeugen Informationen über künftige Preise von Gewerbeimmobilien und erlauben es somit, sich gegen Risiken zu schützen, denen Baukonzerne und institutionelle Investoren ausgesetzt sind.

Seit der IPD-Markt für Derivate in Großbritannien im Jahr 2005 seine Arbeit aufnahm, stieg das Volumen auf 1,9 Milliarden Pfund im ersten Quartal 2008. Ungefähr 85 Prozent dieses Handels spielten sich in Großbritannien ab, aber Frankreich, Italien und andere europäische Länder nahmen ebenfalls teil. Derivate von Gewerbeimmobilien wurden auch in Kanada, Japan, Hongkong und Australien gehandelt. Obwohl die Summen groß erscheinen mögen, so verblassen sie doch angesichts der Größe der Märkte für Gewerbeimmobilien in diesen Ländern, die in Billionen gemessen werden, nicht in Milliarden. Die Märkte entwickelten nicht genug Wachstumspotenzial.

Der weltweit erste Futures-Markt für Einfamilienhäuser wurde von der Londoner Futures and Options Exchange 1991 zugelassen. Dieser Markt hätte es auch ermöglicht, Information über

erwartete Preise zu erhalten und die Risiken von Hausbesitzern abzusichern. Es hätten Massenprodukte entwickelt werden können wie eine Versicherung der eigenen Immobilie gegen die Folgen einer geplatzten Spekulationsblase. Doch der Markt musste wegen eines Skandals nach wenigen Monaten geschlossen werden.

Erst 2006 wurde ein neuer Anlauf für einen Futures-Markt für Einfamilienhäuser unternommen. Die Chicago Mercantile Exchange schuf in Zusammenarbeit mit mir und meinen Kollegen von MacroMarkets LLC Futures-Märkte für zehn US-Städte und einen aggregierten Index, der die S&P/Case-Shiller-Hauspreisindizes nutzte, die Karl Case und ich ursprünglich entwickelt hatten. Diese Märkte hatten zunächst bescheidenen Erfolg. Bemerkenswert ist, dass der Futures-Markt praktisch von Anfang 2006 an den Fall der Hauspreise voraussagte.

Man fragt sich, was die Erwartungswerte gewesen wären, hätte es solche Märkte während des Hauspreisbooms in den Jahren 2003, 2004 und 2005 gegeben. Es ist absolut möglich, dass die Märkte die Immobilienkrise vorausgesagt hätten, wie 2006. Das hätte die Blase geschwächt und Bauunternehmen wie Käufer von falschen Entscheidungen abgehalten. Die Handelsplattform bei der CME existiert noch, doch es gibt keine Marktmacher mehr. Die Aktivität ist fast auf null gesunken.

Im Juni 2009, nach mehr als einem Jahrzehnt der Vorbereitung und der Suche nach regulatorischer Zulassung, haben meine Kollegen von MacroMarkets LLC und ich den ersten an der Börse gehandelten Markt für Preise von Einfamilienhäusern auf der Arca-Plattform der

New Yorker Börse gestartet. Das ist eine Innovation, die wir MacroShares Major Metro Housing genannt haben. Die damit verbundenen Wertpapiere werden erst 2014 fällig. Es geht also um viel längere Fristen als bei den normalen Futures-Märkten. Langfristig denkende Investoren können damit das Risiko mindern, das vom Immobilienmarkt ausgeht.

Wir müssen auch über neue Standardprodukte nachdenken, die Eigenheimbesitzern helfen, ihre Risiken zu managen. Nur so können wir eine Demokratisierung des Finanzmarkts erreichen. Eine Versicherung für das eigene Hauskapital wäre eine Erweiterung der normalen Gebäudeversicherung, die Schutz vor Wertverlusten bietet. Neue Arten von Hypotheken könnten entwickelt werden, die mit diesen Versicherungen verbunden wären.

Versicherungsgesellschaften könnten sich mit Derivaten gegen das Risiko absichern, das sie mit dem Verkauf dieser Policen eingehen. Solche Finanzprodukte könnten Schuldner davor bewahren, mit ihrer Hypothek "abzusaufen". Sie zu schaffen ist in Deutschland genauso wichtig wie in anderen Ländern, auch wenn es in Deutschland keine Hauspreis-Blase gab. Es geht hier um vorbeugende Schritte gegen die nächste Blase, wann und wo auch immer sie auftreten wird. Dies wären demokratische kapitalistische Strukturen, die nur eine kleine Ermutigung durch die Regierung benötigen, um zu starten. Solche Veränderungen bedeuten weder eine Abkehr vom Kapitalismus noch den Schutz bestimmter Marktteilnehmer zulasten anderer.

Fortschritt bedeutet, bessere Güter herzustellen, ob es nun Autos oder Aktien sind, die uns allen leichteren Zugang zur besten Technologie geben. Das meine ich mit der Demokratisierung des Finanzwesens, ähnlich wie die Massenproduktion von Autos vor vielen Jahren unsere Highways demokratisiert hat. Neue Produkte helfen dabei. Zu Beginn mögen Erfindungen als nur begrenzt nützlich erscheinen. Nach und nach lernen wir, sie besser zu nutzen.

Der schlechte Ruf, den Derivate in jüngster Zeit angehängt bekommen haben, ist schlichtweg fehl am Platz. Derivate sind, wenn sie richtig eingesetzt werden, wie eine Versicherung und helfen, unser Leben zu verbessern. Über Jahrhunderte hinweg haben wir allmählich gelernt, unsere Finanzinstitutionen zuverlässiger zu machen und sie in unserem Interesse arbeiten zu lassen. Dieser Prozess ist alles andere als abgeschlossen und muss nach der Krise überarbeitet werden.

Die gegenwärtige Finanzkrise treibt Menschen, die ihren Job oder ihr Vermögen verlieren, zur Verzweiflung. Doch sie muss in die richtige Perspektive gesetzt werden. Manche wollen das kapitalistische System, nur weil wir eine Krise hatten, verdammen. Das wäre allerdings falsch. Genauso wäre es ein Fehler, wenn Regierungen bei einer möglichen folgenden Krise wieder die großen Banken herauspauken, nur weil man glaubt, sie nicht fallenlassen zu können: Sie müssen auf ihren eigenen Füßen stehen und sich finanziellen Schutz über Instrumente am Markt besorgen.

Die Finanzkrise ist vergleichsweise klein, wenn wir sie zum Wachstum der kapitalistischen Welt der vergangenen Jahre in Bezug setzen. Unser Urteil über die Zukunft des Kapitalismus sollte sie daher nicht übermäßig beeinflussen. Doch die Institutionen, die unsere Wirtschaft steuern, müssen wir künftig effektiver und demokratischer gestalten.

Robert J. Shiller ist Professor für Wirtschaftswissenschaften an der Yale-Universität und Chefökonom von MacroMarkets LLC.