Das Gespräch

Markus K. Brunnermeier

„Das letzte Kapitel ist noch nicht geschrieben“

Ein Gespräch mit Markus K. Brunnermeier, Princeton University, über die Lehren aus der Finanzkrise und der Großen Rezession

DOI 10.1515/pwp-2014-0018

PWP: *Herr Professor Brunnermeier, was hat die Zunft der Wirtschaftswissenschaften aus der Finanzkrise gelernt? Und was sollte sie gelernt haben?*

Brunnermeier: Die Krise und die Große Rezession haben zu etlichen neuen Einsichten geführt. Bis 2008 herrschte die Meinung vor, Finanzkrisen seien ein Problem von Entwicklungsländern. Die Große Rezession hat uns eines Besseren belehrt. Der entscheidende Faktor, den man vorher zu wenig beachtet hat, sind Friktionen in der Form von beschädigten Bilanzen und Kreditüberhängen. Der Verschuldungsgrad spielt dabei eine entscheidende Rolle. Das ist der erste Punkt. Der zweite Punkt ist: Wenn sich Teile der Wirtschaft, insbesondere der Finanzsektor, sehr hoch verschuldet haben, dann können relativ kleine Schocks zu großen Verwerfungen führen. Ein Beispiel sind die Kredite an Hausbesitzer mit schlechter Bonität. Die Verluste aus diesen, in der Krise berühmt gewordenen „Subprime“-Krediten beliefen sich auf etwa 500 Milliarden Dollar, was aber nur 2 Prozent des US-Aktienmarktes entsprach. Tatsächlich haben die Subprime-Verluste Immobilienwerte von 7 Billionen Dollar zerstört. Drittens, diese Übertreibungen, genauer: Amplifikationen, also Verstärkungen der Preisbewegungen, haben sich nicht auf die Finanzmärkte beschränkt, sondern auch das reale Wachstum stark beschädigt.

Markus K. Brunnermeier: Bendheim Center for Finance, Princeton University, E-Mail: markus@princeton.edu

PWP: *Was ist das Besondere daran?*

Brunnermeier: Bei der Dotcom-Blase der Jahrtausendwende war das anders. Deren Platzen zerstörte 8 Billionen Dollar an Wert, doch da die Blase nicht durch Schulden finanziert war, hielten sich die Folgen für die Realwirtschaft in Grenzen. Dann gibt es noch einen vierten Punkt. Vor der Krise hatte man geglaubt, dass es nach einer scharfen Rezession auch wieder steil nach oben gehe. Dies ist, wie sich gezeigt hat, nach Rezessionen, die mit einer

Brought to you by | Princeton University Library
Authenticated
Download Date | 7/16/19 8:25 PM

Finanzkrise einhergehen, nicht der Fall. Und fünftens haben wir gelernt, dass Geldpolitik und Finanzstabilität eng miteinander verzahnt sind. Wegen der gerade beschriebenen Mechanismen ist es ratsam, sich gegen kreditfinanzierte Spekulationsblasen zu stemmen und nicht darauf zu vertrauen, dass man ja aufräumen kann, nachdem die Blase geplatzt ist.

PWP: *Wie kommt es überhaupt dazu, dass sich so viele Menschen so hoch verschulden?*

Brunnermeier: Wenn die gemessene Volatilität der Kurse und das Zinsniveau niedrig sind, dann bauen sich Risiken im Hintergrund auf. Die Marktteilnehmer denken, es sei alles gut, so wie es ist. In so einer Situation gehen die Banken höhere Risiken ein, sie steigern ihren Verschuldungsgrad, und dies macht sie wiederum anfälliger für Schocks. Finanzmärkte wirken nach einem negativen Schock dann mehr destabilisierend als stabilisierend. Mit anderen Worten, wenn die Volatilität vorher gering war, verschärfen die Finanzmärkte die Krise sogar noch. Ich nenne dies das „Volatilitäts-Paradox“.

PWP: *Wenn die Volatilität so niedrig ist wie zurzeit, dann muss man also alarmiert sein?*

Brunnermeier: Ja, eindeutig. Vor der Krise glaubte man allgemein: Die Volatilität ist ein Maßstab für Risiken – je niedriger, desto besser. Jetzt weiß man, dass Risiko verschleiert werden kann und erst später mit einem Schlag sichtbar wird.

PWP: *Für diese These müssen Sie Annahmen über das Verhalten der Teilnehmer an den Finanzmärkten treffen.*

Brunnermeier: Wenn die Leute glauben, das Risiko sei niedrig, dann verschulden sie sich und potenzieren das Risiko dadurch. Außerdem kann es für Marktteilnehmer rational sein, eine Spekulationswelle auszureiten, selbst wenn sie glauben, die Vermögenspreise seien überhöht. Es reicht die Vermutung, alle anderen hätten noch nicht gemerkt, dass sich am Markt eine Blase entwickelt hat.

PWP: *Wenn Volatilität kein adäquates Risikomaß ist, auf was sollte man denn dann achten?*

Brunnermeier: Auf den Verschuldungsgrad und insbesondere den Liquiditäts-Mismatch: Davon spricht man, wenn sich die Leute kurzfristig verschulden, um langfristige Investitionen mit niedriger Marktliquidität zu finanzieren.

PWP: *Liquiditäts-Mismatch – ist das nicht einfach die klassische Fristentransformation, die jedes Bankensystem leisten muss?*

Brunnermeier: Nicht ganz, es geht tatsächlich nicht nur um Fristen, sondern auch um Liquidität. Der Liquiditätsaspekt ist wichtig, wenn man vorhersagen will, ob jemand, wenn der Preis nachgibt, dies als eine günstige Kaufgelegenheit sieht, oder ob er gezwungen ist, in fallende Preise hinein zu verkaufen. Auf der Aktivseite einer Bilanz ist entscheidend: Zu welchem Preis kann ich Vermögen verkaufen? Ist der Preisabschlag hoch, ist die Liquidität des Vermögens niedrig. Stehen auf der Passivseite der Bilanz vorwiegend kurzfristige Schulden, ist das die klassische Fristentransformation. Es kommt aber eben nicht nur auf die Fristen, sondern auch auf die Qualität an. Wenn ich 30-jährige deutsche Bundesanleihen oder US-Staatsanleihen kaufe und finanziere die sehr kurzfristig, dann liegen zwar die Fristen auf beiden Seiten der Bilanz weit auseinander, aber das ist kein großes Problem, weil der Krisenabschlag bei den Staatsanleihen sehr gering ist. Im Zweifel werden sie sogar noch an Wert gewinnen, sie sind also sehr liquide. Bei anderen Papieren, zum Beispiel verbrieften Immo-

Brought to you by | Princeton University Library
Authenticated
Download Date | 7/16/19 8:25 PM

bilienkrediten, ist das anders. Deshalb ist es besser, auf die Liquidität zu schauen als nur auf die Frist.

PWP: *Die Folgen der Finanzkrise für die Gesamtwirtschaft dauern bis heute an. Warum?*

Brunnermeier: Es hat sich gezeigt, dass es nach Finanzkrisen besonders lange dauert, bis wieder der alte Wachstumspfad erreicht ist. Oft erreicht man ihn überhaupt nicht mehr. Ein Grund sind die Exzesse vorher, die Preise stiegen zu stark und es wurde zu viel investiert. Die Rezession führt, wie Friedrich von Hayek schon sagte, zu einer Bereinigung.

PWP: *Ist der Aufschwung deshalb so schwach, auch in Amerika?*

Brunnermeier: Ja. Der hohe Verschuldungsgrad macht es schwierig, schnell wieder den alten Pfad zu erreichen. In den USA sind viele Haushalte hoch verschuldet, was die Gesamtnachfrage nach Gütern drückt. In Europa sind etliche Firmen und natürlich auch Mitgliedstaaten überschuldet.

PWP: *Findet noch Schuldenabbau statt?*

Brunnermeier: Es ist mehr eine Schuldenumschichtung. Die Schuldenlast wird verlagert, häufig zulasten der Staatshaushalte. Diese Schuldenverlagerung ist nicht unüblich während Krisenzeiten. Eine hohe Staatsverschuldung allerdings bringt Gefahren mit sich. Insbesondere könnte dadurch die Freiheit der Zentralbank eingeschränkt werden, da jede Zinserhöhung unmittelbar den Staatshaushalt belastet. Der politische Druck, eine fällige Zinsanhebung zu verschieben, wird noch größer.

PWP: *Sie haben nach der Krise eine „I-Theorie des Geldes" formuliert. Was hat man sich darunter vorzustellen?*

Brunnermeier: Das „I" steht für „intermediär" und für „Inside money". Das Geld, das die Banken schaffen, heißt Inside money. Meine I-Theorie unterstreicht die Bedeutung dieser Geldmenge, die nicht von der Zentralbank, sondern von den Geschäftsbanken geschaffen wird. Vor der Krise hatte man drei Stabilitätskonzepte, die mehr oder weniger unabhängig voneinander existierten: Finanzstabilität, Preisstabilität und die Tragfähigkeit der Staatsschuld. Man hat gedacht, man könne alle drei Konzepte isoliert verfolgen. In Deutschland ist die BaFin für Finanzstabilität zuständig, die Bundesbank gemeinsam mit der Europäischen Zentralbank für die Preisstabilität und die Regierung dafür, dass die Schuldenlast tragfähig bleibt. Die Interaktion hielt man für zweitrangig. Die Krise hat gezeigt, dass man diese Konzepte verknüpfen muss und die I-Theorie erklärt, wie diese Verknüpfung aussieht. Inside money ist zentral, wenn man Krisenmechanismen verstehen will. Das betrifft besonders die Finanzmarkt- und die Geldwertstabilität. Geld wird, was die Öffentlichkeit meist übersieht, vorwiegend von Banken geschaffen. Zu diesem Inside money kommt das Outside money, das die Zentralbank schafft, Banknoten etwa. Wenn Banken Verluste machen, dann fahren sie ihre Bilanzen zurück und es entsteht weniger Inside money. Die Geldbasis bleibt, aber das Geldmengenaggregat M3 wird kleiner und der Geldmultiplikator kollabiert. Das war so während der Großen Rezession in den USA und in Europa.

PWP: *Das ist die alte Deflationsspirale von Irving Fisher.*

Brunnermeier: Ja, und das war auch in der Weltwirtschaftskrise in den dreißiger Jahren so. Milton Friedman und Anna Schwartz haben das in ihrer berühmten Geldgeschichte der USA analysiert und die Fed dafür kritisiert, dass sie nicht gegengesteuert hat. Der Rückgang des Inside money sollte durch Wachstum von Outside money aufgefangen werden. Das ist die „Money view" von Milton Friedman. Was diese Sichtweise ausklammert, ist, dass selbst dann, wenn man die Geldmenge ausgleicht, die Kreditvergabe an die Unternehmen trotzdem kollabieren kann, weil die Banken keine Risiken mehr eingehen wollen. Dieses Problem erfasst die „Credit view" von James Tobin. Die I-Theorie bringt beide Seiten zusammen, sozusagen die Aktiv- und die Passivseite der Bankbilanz.

PWP: *Welche Konsequenzen hat Ihre Theorie für die Praxis?*

Brunnermeier: Zum einen ist der Geldmultiplikator keine Konstante mehr. Wie viel Geld das Finanzsystem kreiert, hängt von dessen Ausstattung mit Eigenkapital ab. Zum anderen fragt man nicht mehr nach Durchschnittswerten in der Volkswirtschaft, sondern betreibt eine Sektor-Analyse. Optimale Geldpolitik muss berücksichtigen, welche Sektoren neben dem Finanzsystem an Überschuldung leiden. Im Japan der neunziger Jahre war es der Unternehmenssektor, der sich über Maß verschuldet hatte, während sich in den USA zu Beginn dieses Jahrhunderts die privaten Haushalte übernahmen. Die Maßnahmen, die die Zentralbank idealerweise ergreifen sollte, hängen davon ab, welcher Sektor Überschuldungsprobleme hat. Auch jetzt muss man bei der Geldpolitik der Fed sektorale Pro-

Brought to you by | Princeton University Library
Authenticated
Download Date | 7/16/19 8:25 PM

bleme beachten. Wenn sie durch Hypothekendarlehen besicherte Wertpapiere kauft, dann fördert sie den Immobilienmarkt und treibt die Häuserpreise nach oben. Das nutzt den Privathaushalten, die Häuser auf Schulden gekauft haben. Wenn die Fed Staatsanleihen kauft, ist das anders. Das zeigt, dass Geldpolitik zur Umverteilung führt.

PWP: *Das ist ja nicht unbedingt das traditionelle Konzept. Wieso führt Geldpolitik zur Umverteilung?*

Brunnermeier: Es ist naiv zu glauben, dass Geldpolitik und Inflation verteilungsneutral seien. Sogar wenn Geldpolitik ganz einfach zuschaut und nichts macht, hat das Konsequenzen: Ein Sektor, der in Schwierigkeiten ist, muss seine Vermögensgegenstände in einem „Fire sale“, also unter Druck, billig verkaufen. Das birgt Deflationsgefahr, insbesondere wenn dabei die Geldmenge sinkt: Auf der Passivseite werden die Schulden real noch mehr wert, auf der Aktivseite verliert das Vermögen an Wert. Das führt zu Umverteilung weg von dem Sektor, der vor der Krise stark investiert und dies mit Schulden finanziert hat. Im Extremfall kann dadurch eine ganze Industrie in die Knie gehen. Am Ende sind alle schlechter dran. Die Geldpolitik kann eingreifen, indem sie Outside money schafft. Das nimmt den Disinflationsdruck weg, weil der Realwert der Schulden nicht weiter steigt. Die Zentralbank kann aber noch weiter gehen. Sie kann die Liquiditätsspirale abschalten und auf der Aktivseite einspringen, indem sie Wertpapiere kauft oder als Pfand annimmt. Die Fed hat die erste Lösung gewählt, die EZB die zweite.

PWP: *Am stärksten leiden Sektoren, die sich zuvor am stärksten verschuldet haben. Warum sollte sich die Geldpolitik um diese besonders sorgen? Das ist doch die normale Bereinigung im Sinne Hayeks.*

Brunnermeier: Die Schulden können ein Indikator dafür sein, dass es sich um eine besonders innovative Branche mit hohen Investitionsrisiken handelt. Es gibt natürlich auch Zombie-Sektoren, die nicht mehr produktiv sind, diese sollte man schrumpfen lassen. Das Problem ist: Wegen der Amplifikation überschießen die Märkte, ganz unabhängig, um was für einen Sektor es sich handelt.

PWP: *Das hört sich fast so an, als sollten die Zentralbanken Strukturpolitik betreiben.*

Brunnermeier: Nein, das sollen sie eindeutig nicht. Sie sollen nur kurzfristige Marktausschläge und die durch diese entstehende Umverteilung abschwächen. Zentralbanken sollten auf keinen Fall den ursprünglichen Schock abschalten – sondern die Amplifikation.

PWP: *Produziert man mit so einer Strategie nicht Moral hazard: Die Märkte verlassen sich darauf, dass die Zentralbank notfalls schon zur Hilfe eilt.*

Brunnermeier: Unser Modell zeigt das Problem des Moral hazard. Teil einer guten Geldpolitik ist es, präventiv vorzugehen. Man muss sich schon im Vorhinein gegen den Aufbau von Blasen und anderen Ungleichgewichten stemmen. Eine drohende Finanzkrise frühzeitig zu erkennen, war historisch gesehen immer eine Kernaufgabe der Zentralbanken. Ich arbeite gerade mit Isabel Schnabel an einem Artikel, der systematisch vergleicht, wie sich Zentralbanken in den letzten 400 Jahren verhalten haben und welche Präventivmaßnahmen Erfolg hatten.

PWP: *Die EZB hat sich im Juni auf unerforschtes Gebiet begeben: Sie erhebt jetzt Negativzinsen für Bankeinlagen und hat den Leitzins auf 0,15 Prozent gesenkt, den niedrigsten Stand, seit es in Europa Geldpolitik gibt. War das alles richtig?*

Brunnermeier: Der Senkung des Leitzinses hat ja auch die Deutsche Bundesbank zugestimmt. Man hofft dadurch den Deflationsdruck etwas abzuschwächen. Die Banken sollen das Geld nicht mehr zur Zentralbank tragen, sondern es verleihen, primär an mittelständische Firmen oder andere Banken. Das ist durchaus sinnvoll, falls die Schuldner genügend Eigenkapital haben. Probleme ergeben sich, wenn das Geld an Zombiebanken und -firmen verliehen wird. Dann wird die notwendige Umstrukturierung verschleppt. Die Geldpolitik kauft nur Zeit; ohne Strukturreformen wird man die Krise nicht überwinden.

PWP: *Einerseits ist die Geldpolitik extrem locker, andererseits verschärft der Staat die Aufsicht über die Banken. Dadurch geht immer mehr riskantes Geschäft zu Schattenbanken. Das ist doch brandgefährlich.*

Brunnermeier: Sie sprechen damit das Problem der Verbriefungen an. Verbriefung ist eine Innovation und hat wie jede Innovation gute und schlechte Seiten. Mit Dynamit kann man Kriege führen, aber auch Tunnel bauen. Eine gute Regulierung sollte das Gute vom Schlechten trennen. Das heißt konkret: Man sollte mithilfe der Verbriefungen die Abhängigkeit der Realwirtschaft von den traditionellen Banken lockern. Im Moment ist besonders der Mittelstand noch sehr stark auf diese Banken ange-

Brought to you by | Princeton University Library
Authenticated
Download Date | 7/16/19 8:25 PM

wiesen. Durch expansive Geldpolitik will die Zentralbank stimulieren, erreicht aber zunächst nur, dass sich der Staat und große Firmen über Anleihen günstig finanzieren. Das verzerrt das Gleichgewicht zwischen großen und kleinen Firmen. Der Staat und Großfirmen haben Vorteile. Aber kleine Unternehmen werden benachteiligt. Wenn diese Firmen auf einen transparenten Markt für verbriefte Schulden zurückgreifen können, wären die Nachteile der Kleinen nicht mehr so groß. Es gibt etliche Versicherungen und Pensionskassen, die bereit wären, langfristige Verbriefungsprodukte zu kaufen.

PWP: *Aber für die Schattenbanken fehlt doch die entsprechende Regulierung.*

Brunnermeier: Schattenbanken wurden vor der Krise vorwiegend gegründet, um die Bankenregulierung zu umgehen. Das war sicherlich schlecht und verwerflich. Nach der Krise hat man verständlicherweise alles über einen Kamm geschoren. Man dachte: Alle Verbriefungen sind schlecht. Daher hat man die Kapitalanforderungen für alle Anlageprodukte nach oben gefahren. Man sollte da differenzierter vorgehen.

PWP: *Wie könnte diese Differenzierung aussehen?*

Brunnermeier: Schattenbanken sind gefährlich, wenn sie sich an der Fristentransformation beteiligen. Falls sie dies nicht tun, sind sie auch nicht dem Risiko eines Bankenrun ausgesetzt. Der gute alte deutsche Pfandbrief ist im weiteren Sinne ja auch eine Verbriefung und sehr hilfreich für die Realwirtschaft.

PWP: *Nochmals zur EZB. Sie hat den Euro gerettet, aber die Art, wie sie das gemacht hat, ist heftig umstritten, besonders in Deutschland. Was war richtig, was war falsch?*

Brunnermeier: Es ist gut, dass es innerhalb der EZB verschiedene Positionen gibt, und auch dass über diese offen diskutiert wird. Ohne die Kritik der Deutschen Bundesbank hätte man bestimmte Gefahren gar nicht erkannt. Einige Strukturreformen wären dann wohl unterblieben. Andererseits war die Politik von Mario Draghi, vor allem seine „Whatever it takes"-Rede, ...

PWP: *... in der er versicherte, die EZB werde alles tun, was nötig sei, um den Euro zu retten ...*

Brunnermeier: ... hilfreich, um die Märkte von einem gefährlichen Grad an Nervosität zu befreien. Vorher drohte die Angst vor dem Ausstieg Italiens oder Spaniens sich selbst zu erfüllen: Kapital floss ab und machte die Lage immer prekärer. Insofern war die EZB im Sommer 2012 entscheidend für den Zusammenhalt des Euro. Es war wichtig für die Märkte, dass Draghi dabei die implizite Unterstützung von Kanzlerin Angela Merkel und Finanzminister Wolfgang Schäuble hatte. Die Kritik der Bundesbank ist gut, um der EZB den Rücken zu stärken. Die Präsenz der Bundesbank macht es schwerer für die Regierungen, Verantwortung auf die EZB abzuschieben und

Brought to you by | Princeton University Library
Authenticated
Download Date | 7/16/19 8:25 PM

darauf zu setzen, dass die Notenbank Inflation zulässt und so die Finanzierung der Staatsschuld erleichtert.

PWP: *Was fehlt noch, um den Euro dauerhaft zu sichern?*

Brunnermeier: Die akute Finanzkrise ist abgewendet, aber die Strukturreformen müssen jetzt weiter getrieben werden. Die EZB hat nur etwas Zeit gekauft. Die gegenwärtige Struktur mit gemeinsamer Geldpolitik, aber dezentraler Fiskalpolitik bedarf kreativer Lösungen. Um Geldpolitik zu betreiben, braucht man für ganz Europa ein sicheres Wertpapier, das mit US-Staatsanleihen zu vergleichen ist. Allerdings wäre es ein Fehler, ohne gemeinsame Fiskalpolitik eine Gesamthaftung für alle Staatspapiere einzuführen. Ich habe mich mit ein paar anderen europäischen Ökonomen zusammengetan, um eine Anleihestruktur zu entwickeln, die europäisch ist, aber ohne Gesamthaftung auskommt. Unser Vorschlag der European Safe Bonds (ESBies) würde dies ermöglichen.

PWP: *Was hat man sich darunter vorzustellen?*

Brunnermeier: Die Grundidee ist folgende: Eine neu zu gründende europäische Schuldenagentur hält Staatsanleihen im Wert von 60 Prozent des Bruttoinlandsprodukts der Eurozone, verteilt auf die einzelnen Mitgliedstaaten jeweils entsprechend ihrer Größe. Schulden oberhalb der 60-Prozent-Grenze werden immer noch frei gehandelt; somit wird exzessiver Verschuldung vorgebeugt. Die Schuldenagentur finanziert den Ankauf der Anleihen über Ausgabe neuer Anleihen, die in zwei Typen aufgeteilt werden: Zum einen sichere und niedrigverzinste ESBies, zum anderen riskantere Anleihen mit höheren Renditen. Anders als konventionelle Eurobonds bieten ESBies langfristig die richtigen fiskalpolitischen Anreize (da es keiner gemeinsamen Haftung bedarf) und brechen dennoch den Teufelskreis zwischen Banken, Staat und der Realwirtschaft.

PWP: *Was geschieht in ihrem Modell mit den Altschulden?*

Brunnermeier: Die ESBies-Schuldenverwaltung würde sich vorwiegend auf die Neuausgabe von Staatsschuldtiteln konzentrieren. Mit der vergleichsweise geringen durchschnittlichen Restlaufzeit der meisten Staatsanleihen sollte das 60-Prozent-Ziel in wenigen Jahren zu erreichen sein; Ankäufe alter Schuldtitel würden dann nur notwendig, um den Proporz zwischen den verschiedenen Staatspapieren aufrecht zu erhalten. Alle Schulden oberhalb der 60-Prozent-Grenze – ob langfristige Altschulden oder weitere Neuemissionen – bleiben wie gehabt in den Händen von Privatinvestoren und verschiedenen anderen Finanzmarktinstitutionen. Somit findet oberhalb der 60-Prozent-Grenze immer noch die klassische Preisfindung für Staatspapiere statt, und für nationale Regierungen werden weiterhin die richtigen Anreize in Sachen Staatsverschuldung gesetzt. ESBies leiten Kapitalströme um. Zur Zeit führt eine Verschärfung der Krise zu Kapitalströmen von den Krisenländern nach Deutschland. Mit ESBies fließen Kapitalströme nicht über Ländergrenzen hinweg, sondern von der europäischen Junior-Schuldverschreibung zu der europäischen Senior-ESBies-Schuldverschreibung. Da keine Gesamthaftung eingeführt wird, bleibt die langfristige Konsolidierung und Abbau der Schulden die Aufgabe der einzelnen Regierungen.

PWP: *Braucht Europa eine Bankenunion?*

Brunnermeier: Eine Bankenunion besteht aus drei Teilen: gemeinsame Bankenaufsicht, effizienter Abwicklungsprozess für gescheiterte Institute, gemeinsame Einlagensicherung. Die ersten zwei Elemente gibt es schon weitgehend. Ein großes, kaum erörtertes Problem ist, dass jedes Land versucht, einen großen Bankensektor anzuziehen und damit Arbeitsplätze und Steuereinnahmen zu schaffen. In der Krise jedoch sollen dann alle europäischen – und insbesondere die deutschen – Steuerzahler die Lasten tragen. Eine radikale Lösung wäre es, das Finanzsystem als Ganzes zu europäisieren – in guten wie in schlechten Zeiten. Die Steuereinnahmen, die der Finanzsektor in guten Zeiten mit sich bringt, sollten auch allen Mitgliedstaaten zugutekommen. Langfristig muss eine Bankenunion so gestaltet werden, dass sie nicht zu Lasten der deutschen Steuerzahler geht.

PWP: *Ist das denn möglich? Irgendjemand muss ja die Bankeinlagen garantieren.*

Brunnermeier: Man muss sich im Klaren sein, dass in einer wirklich großen Krise kein Einlagensicherungsfonds reichen wird. Ein extremes Restrisiko muss letzten Endes beim Staat bleiben. Da für die nächsten Jahre keine europäische Fiskalunion in Aussicht steht, muss man dieses extreme Restrisiko so klein wie nur möglich halten. Das bedeutet, dass europäische Banken eine größere Eigenkapitalrücklage benötigen. Banken, die ihr Hauptquartier in kleinen Mitgliedstaaten oder in Staaten mit sehr hoher Staatsverschuldung haben, benötigen besonders viel Eigenkapital. Dies kann man nur nach einer gewissen Übergangsphase erreichen, aber man sollte einen klaren Rahmen vor Augen haben. Würde man die Eigenkapitalquoten auf einen Schlag erhöhen, wäre es vorbei mit dem Aufschwung. Langfristig ist aber ein Ordnungsrahmen not-

Brought to you by | Princeton University Library
Authenticated
Download Date | 7/16/19 8:25 PM

wendig, so dass Banken von sich aus höhere Eigenkapitalquoten vorziehen.

PWP: *Neben der EZB hat auch die Fed während der Krise zahlreiche Tabus gebrochen. Der Leitzins liegt praktisch bei null, die Bilanzsumme ist von 890 Milliarden auf mehr als 4 Billionen Dollar gestiegen. Ist die Politik der Fed während und nach der Finanzkrise richtig gewesen?*

Brunnermeier: Das letzte Kapitel in diesem Drama ist noch nicht geschrieben. Es hängt jetzt alles davon ab, wie der Ausstieg aus der außerordentlich lockeren Geldpolitik geschafft wird. Das ist schon ein riskantes Manöver. In der Krise hat man viel experimentiert, einiges ist gut, einiges ist schief gegangen.

PWP: *Konkreter: Was ist gut gegangen und was nicht?*

Brunnermeier: Man hat erfolgreiche Stresstests durchgeführt, die Banken umgehend rekapitalisiert und damit das Finanzsystem stabilisiert. Die USA haben die Deflationsgefahr abgewendet. Ob man auch die mögliche Inflationsgefahr bannt, hängt sehr vom richtigen Ausstieg ab. Da muss man frühzeitig bereit sein, auf die Bremse zu drücken.

PWP: *Was bedeutet das konkret? Die Fed will im Laufe dieses Jahres ihre Wertpapier-Käufe beenden. Die Kapitalmarktzinsen sind trotzdem immer noch extrem niedrig. Da stimmt doch etwas nicht.*

Brunnermeier: Man will erst die unkonventionellen Maßnahmen (wie den Aufkauf von Staatspapieren) zurückfahren, bevor man an der Zinsschraube dreht. Die Frage ist, ob man es schafft, das richtige Tempo für den Ausstieg zu finden. Wenn eine laxe Geldpolitik abrupt beendet wird, kann dies Instabilität mit sich bringen. Allerdings entwickeln sich zurzeit bereits Anzeichen von Spekulationsblasen auf dem Markt für Unternehmensanleihen und einigen Technologiewerten.

PWP: *Ist es denn richtig, dass die Fed ihre Zinspolitik so explizit an den Rückgang der Arbeitslosenquote bindet?*

Brunnermeier: Es ist gut, dass sie ihre Ziele klar kommuniziert. Da für die USA der Arbeitsmarkt sehr wichtig ist, überrascht es nicht, dass man die Arbeitslosenquote als Messgröße gewählt hat. Ich finde diese Wahl aber nicht so glücklich. Erstens ist es schwierig, die Gesamtlage durch eine einzige Zahl zu erfassen. Der Markt fokussiert sich darauf und bewertet alle anderen Informationen zu gering. Zweitens ist die Arbeitslosenquote nicht sehr zuverlässig. Sie kann einfach dadurch sinken, dass sich Menschen aus dem Arbeitsmarkt zurückziehen. Genau das ist in den vergangenen Monaten passiert. Wenn das Ziel ist, die langfristigen Zinsen nach unten zu drücken, ist ein klar definiertes Zeitfenster wirkungsvoller. Wenn ich als Spekulant weiß, dass die Fed in den nächsten sechs Monaten die Zinsen nicht erhöhen wird, dann kann ich mich darauf einstellen. Der Ankauf von längerfristigen Papieren ist für mich dann weniger riskant. Insofern bezweifle ich, dass die Fed die richtige Zielgröße gewählt hat.

PWP: *Sie sprechen von Zielgrößen. Nun gelten klare Zielvorgaben, die so genannte „Forward guidance", als wichtige Errungenschaft der Amtszeit von Ben Bernanke. Sie sollen für Klarheit sorgen. Stellen Sie diese Errungenschaft in Frage?*

Brunnermeier: Die Forward guidance hat zwei Komponenten: einerseits eine klare Information über die Regeln, die man befolgt. Das ist auch sehr wichtig, damit die Finanzmärkte die Zentralbank verstehen. Ich schätze sehr die Verlässlichkeit klarer Regeln. Die andere Komponente aber besteht darin, eine konkrete Handlung zu versprechen, die die Zentralbank irgendwann in der Zukunft bereuen könnte. Und dass sich das glaubhaft vermitteln lässt, daran habe ich meine Zweifel.

PWP: *Etwas tun, was man später bereut? Was meinen Sie damit?*

Brunnermeier: Sie kennen doch das Muster: Ich würde gerne versprechen, den Zins in den nächsten Monaten nicht nach oben zu setzen, um mit dieser Aussage die Wirtschaft anzukurbeln. Wenn dann aber der Aufschwung schneller kommt als erwartet, würde ich mein Versprechen bereuen und müsste es brechen. Die griechische Mythologie gibt uns ein schönes Beispiel für diesen Zusammenhang: Odysseus will den betörenden Gesang der Sirenen hören. Er weiß jedoch, dass dieser Gesang alle Seemänner dazu verleitet, ihren Kurs zu verlassen, sich den Sirenen zu nähern und ins Verderben zu fahren. Deshalb lässt er sich an den Mast binden und stellt somit sicher, dass er der Verlockung des Gesangs gar nicht nachgeben kann. Solch ein glaubhafter Weg, eine bindende Verpflichtung einzugehen, fehlt den Zentralbanken leider.

PWP: *Also sollten Geldpolitiker nichts versprechen?*

Brunnermeier: Es ist jedenfalls ratsam, nur Dinge zu versprechen, die man auch halten kann. Macht die Fed es anders, riskiert sie extreme Ausschläge an den Finanzmärkten. Märkte wollen der Zentralbank glauben, aber

Brought to you by | Princeton University Library
Authenticated
Download Date | 7/16/19 8:25 PM

wenn sie erkennen, dass Versprechen gebrochen werden müssen, dann reagieren sie erratisch.

PWP: *Es wird viel über Deflation geredet. Die Menschen, besonders in Deutschland, fürchten aber viel mehr die Inflation. Von Milton Friedman haben wir gelernt, dass Inflation „immer und überall ein monetäres Phänomen“ ist. Die Notenbanken erhöhen die Geldmenge nun schon seit Jahren. Wann kommt die Inflation?*

Brunnermeier: In einer Krise verstärken sich die deflationären, aber auch die inflationären Kräfte. Wenn das Wirtschaftswachstum nachlässt, ist es sehr schwierig, die Balance zwischen beiden Kräften zu wahren. Es ist wie bei einem Fahrrad. Solange die Geschwindigkeit hoch genug ist, lässt sich das Gleichgewicht einfach halten. Hört man auf zu treten, fällt das Fahrrad entweder auf die linke oder rechte Seite. Die Gefahr, dass Deflation oder Inflation kommt, ist groß. Auf welche Seite man fällt, ist schwierig vorherzusagen, aber beide Situationen sind nicht angenehm.

PWP: *Gibt es denn einen historischen Präzedenzfall für die gegenwärtige Situation, in der die Zentralbankgeldmenge so lange und stark steigt?*

Brunnermeier: Ende der neunziger Jahre hat die Bank von Japan die Geldmenge stark ausgeweitet, und das hat keinerlei Inflation produziert. Das lässt sich dadurch erklären, dass damals die Leute nicht geglaubt haben, die Zentralbank würde ihren Kurs durchhalten. Ein anderes Beispiel ist die Weltwirtschaftskrise in den USA. Damals ist die Zentralbankgeldmenge gestiegen, aber Inside money ist extrem zurückgegangen, weil so viele Banken pleitegingen. Die unzureichende Reaktion der Fed haben Friedman und Schwartz in ihrem Buch kritisiert.

PWP: *Wäre Milton Friedman zufrieden mit der gegenwärtigen Geldpolitik?*

Brunnermeier: Das weiß ich natürlich nicht. Aber das Prinzip, den Rückgang des Inside money mit Zentralbankgeld auszugleichen, stimmt mit dem überein, was er einst vorgeschlagen hat.

PWP: *Aber irgendwann muss die Menge an Zentralbankgeld zurückgefahren werden. Kann die Zentralbank das tun? Wird sie es tun? Und wird sie es rechtzeitig tun?*

Brunnermeier: Das ist leider eine politische Frage. Wenn die Inflationserwartungen steigen, sollte die Zentralbank die Zinsschraube anziehen. Steigende Zinsen bedeuten aber auch, dass es viel teurer wird, die Staatsschuld zu finanzieren – die Zinsausgaben steigen für den Finanzminister. Da kann es schon sein, dass die Zentralbank unter Druck gerät, doch nicht an der Zinsschraube zu drehen. Das Phänomen ist bekannt unter dem Begriff „Fiskaldominanz“.

PWP: *Eigentlich sollte das nicht passieren. Die Fed und die EZB sind qua Gesetz unabhängig.*

Brunnermeier: Eigentlich sollte das wirklich nicht passieren. Aber keine Zentralbank lebt in einem politischen Vakuum. Sie sollte sich deshalb auf derartigen Druck einstellen. Es ist ja auch nicht einfach für die Politiker, wenn Staatsausgaben zusammengestrichen werden müssen, weil die Zinsen steigen. Und es sind ja nicht nur die Staatshaushalte. Auch die Banken können leiden, wenn die Zinsen rasant ansteigen. Der Wert vieler Wertpapiere auf der Aktivseite der Bilanz schrumpft. Die Furcht, durch eine rasante Zinserhöhung das Finanzsystem zu destabilisieren, engt auch den Spielraum der Zentralbanken ein.

PWP: *Abgesehen von den Zentralbanken, was hat die Politik aus der Krise gelernt?*

Brunnermeier: Die Politik hat hoffentlich gelernt, dass in der Krise ein Mikro-Ansatz nicht reicht und man einen Makro-Ansatz braucht. Beim Mikro-Ansatz versucht der Regulierer herauszufinden, bei welcher Bank eine Pleite drohen könnte, und greift notfalls ein. Mit dem Makro-Ansatz geht man anders vor: Man interessiert sich nicht nur für das Pleite-Institut selbst, sondern für die Spillover aus der Bank in das allgemeine System. Außerdem sieht man jetzt klarer die zyklische Komponente der Krisenprävention. Früher war die Regulierung am striktesten, wenn schlechte Zeiten kamen. Man hat Eigenkapitalanforderungen gestellt, die mitten in der Krise nur schwer zu erfüllen waren. Dadurch hat man alles noch zyklischer gemacht. In guten Zeiten waren die Anforderungen dagegen sehr leicht zu erfüllen.

PWP: *War das der Fehler in den internationalen Eigenkapitalregeln nach Basel II?*

Brunnermeier: Ja, Basel II hat krisenverschärfend gewirkt. Bei Basel III ist das anders: In guten Zeiten sind die Kapitalanforderungen strenger, in schlechten kann ich das zurückfahren. Das Problem mit Basel II kann man sich an der schönen Geschichte von den Taxis am Bahn-

Brought to you by | Princeton University Library
Authenticated
Download Date | 7/16/19 8:25 PM

hof verdeutlichen: Jemand fährt spätabends mit dem Zug von London aufs Land in ein kleines Kaff. Als er dort nach Mitternacht ankommt, stehen am Bahnhof tatsächlich noch drei Taxis. „Ich bin so glücklich", sagt der Mann zum ersten Taxifahrer. „Ich wüsste gar nicht, wie ich sonst in mein Hotel kommen könnte." Darauf sagt der Taxifahrer: „Leider kann ich Sie nicht fahren. Bei uns gibt es eine Verordnung, nach der immer drei Taxis am Bahnhof stehen müssen." Die Lehre daraus heißt: Was nützen Kapitalreserven, wenn man sie in der Krise nicht einsetzen kann?

PWP: *Ist das durch die Nachfolgeregeln nach Basel III repariert?*

Brunnermeier: Ja, das ist einigermaßen repariert: Kapitalreserven können in guten Zeiten hochgeschraubt werden und in schlechten auch herunter. Dazu kommt die Vorschrift, dass große, systemisch relevante Institutionen zusätzliches Kapital vorhalten müssen. In der Vergangenheit haben zwei Banken mit der gleichen individuellen Pleitewahrscheinlichkeit die gleichen Auflagen bekommen, auch wenn die eine Bank im Ernstfall das ganze System nach unten ziehen konnte und die andere nicht.

PWP: *All dies erinnert an den John Maynard Keynes zugeschriebenen Satz: „Die Märkte können länger verrückt spielen, als du zahlungsfähig bist." Ist die These von den effizienten Kapitalmärkten widerlegt?*

Brunnermeier: Auf eine gewisse Weise schon. Es gibt mehrere Gründe, weshalb Preise an den Finanzmärkten über eine längere Frist von den Fundamentaldaten abweichen können. Es kann eine Manie geben, in der sich Leute irrational verhalten. So etwas kommt häufiger vor; eine tiefe Krise entwickelt sich dann daraus, wenn die Vernünftigen nicht korrigierend in den Markt eingreifen oder nicht eingreifen können und der Preisauftrieb vorwiegend mit Schulden finanziert wird.

PWP: *Die These von den effizienten Kapitalmärkten lässt ja Crashs ausdrücklich zu. Worin liegt die neue Erkenntnis?*

Brunnermeier: Auf rationalen Finanzmärkten kann es zu Preisschwankungen kommen. Nach der traditionellen Theorie kann es aber nicht sein, dass sich ein Risiko lange im Hintergrund aufbaut und es dann plötzlich zu einem ganz großen Knall kommt. So war das in der „Great moderation", die bis 2007 dauerte. Auf rationalen, effizienten Märkten gehen neue Informationen sofort in die Preise ein, nichts wird zurückgehalten. Die Wirklichkeit ist anders.

PWP: *Abschließend zu Ihnen selbst: Sie sind in Deutschland aufgewachsen, lehren und forschen jetzt aber in den USA. Während der Finanzkrise ist deutlich geworden, wie groß die Unterschiede im wirtschaftlichen Denken zwischen Amerika und Deutschland sind. Wie gehen Sie damit um?*

Brunnermeier: Ich bin froh, dass ich beide Seiten gut kenne. Die Deutschen wollen langfristig einen stabilen Rahmen schaffen, die Amerikaner haben eher eine Mentalität der Krisenbewältigung und sind sehr pragmatisch. In Deutschland spielt die ordnungspolitische Tradition eine große Rolle. Alles wird durch Regeln festgelegt und man lebt dann innerhalb dieser Regeln. Jürgen Stark...

PWP: *...der zurückgetretene Chefvolkswirt der EZB...*

Brunnermeier: ... hat mir einmal erzählt, Regeln seien Leitplanken, die auch in der Krise hülfen. Die Bedeutung der ordnungspolitischen Tradition ist eng verknüpft mit der Staatsstruktur: In einem föderalen Staatswesen muss das meiste durch Regeln vorgegeben werden – das war schon im Heiligen Römischen Reich so. Deshalb ist auch im föderalen Europa als Ganzes ein Ordnungsrahmen viel wichtiger als in Amerika. Ich glaube daher nicht, dass man die amerikanischen Methoden einfach in Europa anwenden kann.

Brought to you by | Princeton University Library
Authenticated
Download Date | 7/16/19 8:25 PM

PWP: *Immerhin sind die amerikanischen Banken heute gut kapitalisiert, die europäischen Banken sind es nicht. Das spricht doch für sich.*

Brunnermeier: Die amerikanische Methode, die Banken radikal zur Rekapitalisierung zu zwingen, war sicher erfolgreich. Es war gut, die Stresstests mit einem Sicherheitsnetz zu versehen und die Banken zu zwingen, mehr Eigenkapital auszuweisen. In Europa dagegen gab es zwei wenig glaubwürdige Stresstests – das war ein Fehler. Aber das ist keine Frage der Wirtschaftsphilosophie, das war einfach schlechte Politik.

Mit Markus Brunnermeier sprach Nikolaus Piper, Wirtschaftskorrespondent der Süddeutschen Zeitung in New York. Als Piper im Januar 2007 den Posten übernahm, zeigten sich bereits die Vorboten der Finanzkrise. Den ersten großen Artikel zu dem Thema schrieb er am 24. März 2007. Seither lässt ihn das Thema nicht mehr los. Vor seiner Entsendung nach New York hatte Piper sieben Jahre das Wirtschaftsressort seiner Zeitung geleitet. Piper ist ein Ökonom Freiburger Schule (Diplom Sommersemester 1978). Er hat je zwei Bücher für Kinder („Felix und das liebe Geld“, 1998, und „Geschichte der Wirtschaft“, 2002) und für Erwachsene („Willkommen in der Wirklichkeit“, 2004, „Die Große Rezession“, 2009) geschrieben. Fotos von Tobias Everke.

Brought to you by | Princeton University Library
Authenticated
Download Date | 7/16/19 8:25 PM

Zur Person

Das Zusammenwirken von Finanzmärkten und Geldpolitik

Markus Brunnermeier

Markus K. Brunnermeier, 43 Jahre alt, ist Edmunds S. Sanford Professor of Economics an der Universität Princeton. Er leitet dort das Bendheim Center for Finance (BCF), eine 1998 gegründete, wie in Amerika üblich nach ihrem Sponsor benannte Forschungseinrichtung.

Ökonom wurde Brunnermeier erst im zweiten Anlauf. Er wuchs in Altdorf auf, einem kleinen Vorort von Landshut in Niederbayern. Als er 16 Jahre alt war, stand für ihn fest, dass er als ältester Sohn den Zimmerei-Betrieb seiner Eltern übernehmen würde. „Es gibt wahrscheinlich keinen Ökonomen, der mehr Nägel eingeschlagen hat als ich", sagte er einmal der Yale Economic Review. Er schloss die Schule in Landshut mit der Mittleren Reife ab und absolvierte dann eine Ausbildung in den Finanzämtern von Landshut und München. Und da kam er von dem Weg, der vorgezeichnet schien, wieder ab. Denn während dieser Ausbildung entdeckte Brunnermeier sein Interesse an den Wirtschaftswissenschaften.

Besonders beschäftigte ihn damals, in den letzten Tagen des Kalten Krieges, die Frage, warum sich die Wirtschaft der Bundesrepublik nach 1949 so viel besser entwickelt hatte als die der DDR, womit er automatisch bei der Rolle der Preise in einer Marktwirtschaft landete. Brunnermeier holte das Abitur nach und studierte Volkswirtschaft an der Universität Regensburg und Bonn. Dank eines Austauschprogramms mit der Vanderbilt University in Nashville (Tennessee) kam er zum ersten Mal für längere Zeit in die Vereinigten Staaten. Im Jahr 1999 schloss er mit einem Ph.D. an der London School of Economics ab.

In London entdeckte ihn Ben Bernanke. Der spätere Chef der Federal Reserve war damals Dekan der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät in Princeton und als Wissenschaftler ein ausgewiesener Experte für die Erforschung der Weltwirtschaftskrise der dreißiger Jahre. Bernanke hatte gerade das Bendheim Center for Finance gegründet. „Er war der Meinung, dass die Verbindung von Finanzmarkttheorie und Makroökonomie wichtig ist", erzählt Brunnermeier. „Es gab in der Vergangenheit immer wieder Druck, in Princeton – so wie an den meisten anderen amerikanischen Universitäten – eine Business School aufzubauen. Bernanke wollte etwas anderes, und daraus wurde das Bendheim Center. Es hat sich zu einer Art Gegenpol zur Universität Chicago entwickelt. In Chicago interessiert man sich besonders für die Effizienz der Kapitalmärkte, wir betonen dagegen besonders institutionelle Friktionen und deren Behebung." Bernanke jedenfalls suchte damals an angesehenen Universitäten Ökonomen, Statistiker und Finanzmathematiker, die interdisziplinär über Finanzmärkte und Gesamtwirtschaft forschen sollten. Brunnermeier überzeugte ihn.

Eines der zentralen Themen, mit der sich Brunnermeier und seine Kollegen befasst haben, ist die Frage: Wie entstehen Spekulationsblasen und wie können sie vermie-

Brought to you by | Princeton University Library
Authenticated
Download Date | 7/16/19 8:25 PM

den werden? Im Mittelpunkt ihres Interesses standen institutionelle Friktionen, die verhindern, dass die Akteure auf den Finanzmärkten rational reagieren, so wie es Eugene Fama und seine Schüler von der Universität Chicago modelltheoretisch behauptet hatten. Brunnermeiers Spezialthema ist dabei das Zusammenwirken von Finanzmärkten und Geldpolitik.

Die Finanzkrise hat nach 2007 die Forschungen am Bendheim Center hochaktuell gemacht. Brunnermeier lieferte sich damals im Magazin „The Economist“ ein Streitgespräch mit dem Nobelpreisträger Robert Lucas aus Chicago, dem profiliertesten Vertreter der Theorie der rationalen Erwartungen. Brunnermeier hat es nicht bei der Theorie belassen, sondern versucht, der Politik praktische Vorschläge zu unterbreiten. In der Eurokrise hat er mit Kollegen ein neues Modell sicherer europäischer Gemeinschaftsanleihen (European Safe Bonds, ESBies) entwickelt, die das Risiko für die deutschen Steuerzahler begrenzen und doch eine effektive gemeinschaftliche Geldpolitik ermöglichen sollen.

Der deutsche Ökonom aus Princeton ist unterdessen zum gefragten Berater geworden, unter anderem bei der Federal Reserve Bank of New York, der Deutschen Bundesbank und dem Internationalen Währungsfonds. In der Krise lud ihn Timothy Geithner, Präsident Barack Obamas erster Finanzminister, nach Washington ein zum Gedankenaustausch mit Paul Volcker, dem früheren Fed-Chef und Alan Krueger, damals Staatssekretär für Wirtschaftspolitik im Finanzministerium. Am 1. Juli 2014 wurde er zum Direktor des Bendheim Center for Finance ernannt. Seine Agenda steht schon fest: „Als Direktor möchte ich nun auch die Geldtheorie näher an die Finanzmarkttheorie und Makrotheorie heranführen“, sagt Brunnermeier. (N.P.)

Brought to you by | Princeton University Library
Authenticated
Download Date | 7/16/19 8:25 PM