

INTERVIEW MIT WIRTSCHAFTSNOBELPREISTRÄGER REINHARD SELTEN

„Ich befürworte die Einschränkung von Leerverkäufen“

Ökonom warnt vor höherer Volatilität durch Finanztransaktionssteuer – Notenbanken sollen durch Mindestreserve Kreditvergabe steuern – Furcht vor Crash in China

Börsen-Zeitung, 17.7.2010

Herr Professor Selten, Deutschland und Frankreich setzen sich intensiv für die Einführung einer Finanztransaktionssteuer ein – notfalls im Alleingang. Sie soll die Märkte beruhigen, Spekulanten fernhalten und Übertreibungen vermeiden helfen. Taugt dieses Instrument überhaupt dafür?

Ich bin da sehr skeptisch. In Experimenten, in denen eine solche Tobin-Steuer simuliert wurde, stellt sich heraus, dass ein sehr niedriger Steuersatz - deutlich unter 1% - den Markt tatsächlich beruhigt. Aber ab einer gewissen Höhe kehrt sich Der Effekt um: Die Schwankungen werden größer. Nun werden die Verteidiger einer Tobin-Steuer sicher betonen, dass sie ja gerade einen ganz niedrigen Steuersatz anstreben. Doch war es bisher immer so, dass Steuersätze über die Zeit sukzessive höher gesetzt wurden, um mehr Einnahmen zu generieren. Dann würde eines Tages der Punkt erreicht, dass das System kippt.

Warum kippt das System so plötzlich ab einem gewissen Steuersatz?

Das System kippt, weil die Steuersätze ab einem bestimmten Niveau wesentlich werden für eine Transaktion. Zunächst hält man sich zurück, weil die hohe Steuer die Rendite verringert. Die Umsätze bleiben gering und der Preis ändert sich kaum. Wenn aber das Ungleichgewicht zu groß wird, zum Beispiel durch aufgestaute Finanzierungsnotwendigkeiten, kommt es zu sehr großen Ausschlägen. Auf diese Weise führt eine zu hohe Transaktionssteuer zu einer höheren Volatilität.

Wo liegt denn diese kritische Grenze für das Umkippen des Systems?

Absolute Größen geben die Experimente nicht her. Klar ist: Es gibt eine solche Schwelle - und sie ist auf dem Finanzmarkt nicht besonders hoch.

Ist es dann nicht sehr gefährlich, mit der Einführung einer solchen Steuer womöglich schlimmeres auszulösen als intendiert wird?

Das ist ja häufig so in der Politik, dass an einigen Stellschrauben gedreht wird und die Akteure dann überrascht sind über die Folgen. Man denke nur an die zum Teil unüberlegte, nicht konsequent in ihrer Wirkungsweise durchdachte Liberalisierung der Finanzmärkte in den letzten beiden Jahrzehnten des vorigen Jahrhunderts, die ein wesentlicher Grund für die aktuelle Finanzkrise ist. Und auch bei der Transaktionssteuer muss man bedenken, dass der Staat eben kein wohlwollendes Gebilde ist, sondern eigene Interessen vertritt, und vor allem danach strebt, seine Einnahmen zu erhöhen.

„Auch bei der Transaktionssteuer muss man bedenken, dass der Staat eben kein wohlwollendes Gebilde ist, sondern eigene Interessen vertritt, und vor allem danach strebt, seine Einnahmen zu erhöhen.“

sierung der Finanzmärkte in den letzten beiden Jahrzehnten des vorigen Jahrhunderts, die ein wesentlicher Grund für die aktuelle Finanzkrise ist. Und auch bei der Transaktionssteuer muss man bedenken, dass der Staat eben kein wohlwollendes Gebilde ist, sondern eigene Interessen vertritt, und vor allem danach strebt, seine Einnahmen zu erhöhen. Natürlich wird er immer wieder, wenn er Geld braucht, die Transaktionssteuern erhöhen in der Hoffnung, die kritische Grenze noch nicht erreicht zu haben.

Die Idee der Transaktionssteuer ist ja gleichwohl stimmig, um zumindest den Spekulanten den Boden zu entziehen.

Das mit den Spekulanten hat meiner Ansicht nach keine allzu große Bedeutung. So furchtbar wichtig sind sie nicht – und die Auslöser der Krise waren sie auch nicht. Die Schwierigkeiten ergaben sich nicht aus der Spekulation, sondern weil einzelne Marktakteure Banken große Verluste beschert haben und dafür nicht haftbar gemacht wurden. Stattdessen musste der Steuerzahler helfen.

Also ist nicht der Markt das Problem, sondern die Bankenregulierung. Ist das Leerverkaufsverbot ein erster Reformschritt?

Im Gegensatz zu vielen meiner Kollegen befürworte ich die Einschränkung von Leerverkäufen. Das Problem ist die Abgrenzung des Verbots. Es gibt Bereiche, wo Leerverkäufe sinnvoll und nützlich sind – etwa auf Terminmärkten.

Nicht nur. Denn Leerverkäufe an sich haben ja auch die Funktion, Übertreibungen nach oben zu brechen und so für eine Beruhigung der Märkte zu sorgen und Blasenbildungen zu verhindern.

Ja, durchaus, aber sie können auch Übertreibungen nach oben hervorrufen oder verstärken, wenn zum Fälligkeitstermin eine zu geringe Verkaufsbereitschaft vorhanden ist. Man denke nur an den Versuch der Übernahme von Volkswagen durch Porsche, der auf Leerverkäufe der Volkswagen-Aktie gestützt werden sollte.

Aber sobald Leerverkäufe in einem Land verboten werden, wandert der Markt doch einfach aus. Dadurch schädigen nationale Alleingänge - wie sie jetzt Deutschland praktiziert hat - doch letztlich das Land selber statt es zu schützen.

Das sehe ich anders. So international, wie stets reklamiert wird, sind die Märkte nicht. Der Home Bias ist schon recht groß. Und im Übrigen zieht eine Umgehung der nationalen Regelung auch hohe Kosten nach sich. Zudem kann man das Verbot ja zunächst einmal auf Probe durchsetzen – und wenn der Schaden größer ist als der Nutzen kann man die Entscheidung wieder zurücknehmen.

Doch Finanzmärkte sind digital, viel mobiler als die Gütermärkte, sodass man sich nicht so sicher sein kann, dass sich die Ausweichreaktionen in Grenzen halten ...

Natürlich wird es eine gewisse Verlagerung geben, aber die Dimension dürfte geringer sein als jetzt gerne akzentuiert wird. Doch schon auf der nächsten Ebene – der Eurozone – hat der Gesetzgeber eine viel größere Durchsetzungsmacht. Die Ausweichreaktionen dürften eher gering sein. Denn sie müssen bedenken, dass Investoren mit ihren Finanztransaktionen gerne im eigenen Währungsraum bleiben. Denn die finanzielle Planbarkeit – ganz ohne Währungsrisiken – ist ein ganz hoher Wert.

Wenn die Finanztransaktionssteuer nicht eingeführt wird: Wie kann man die Akteure dann davor bewahren, sich erneut in Übertreibungen hineinzusteuern oder Herdenverhalten an den Tag zu legen?

Wichtig wäre eine bessere Regulierung der Banken und Finanzinstitute. Heute haben Banken nur ein sehr, sehr geringes Eigenkapital vorzuweisen. Das muss man deutlich erhöhen. Zugleich müssen die Banken für ihre Geschäfte auch nur einen sehr, sehr geringen Mindestreservesatz von gerade mal 2% bei den Notenbanken hinterlegen. Das ist viel zu wenig. Früher lag er bei 10% bis 15%. Und der Satz wird schon lange nicht mehr variiert.

Weil er offensichtlich geldpolitisch keine Rolle mehr spielt ...

... ja leider. Meiner Meinung nach sollte dem Mindestreservesatz wieder die Rolle zukommen, die er früher einmal gespielt hat. Denn davon hängt auch der Geldschöpfungsmultiplikator der Banken ab, den man auf diese Weise viel genauer steuern könnte, als das jetzt geschieht.

Warum befindet sich die Mindestreserve so im Absenken?

Weil die Engländer bei den Verhandlungen zur Einführung des Euro auf eine andere Geldpolitik drängten. Das ist ihnen gelungen – obwohl sie kein Teilnehmer des Eurosystems geworden sind. Ein Treppenwitz der Wirtschaftsgeschichte. Man sollte sich überlegen, ob man das Instrument des Mindestreservesatzes nicht wiederbelebt.

Aber gibt es nicht andere Instrumente, die genau das gleiche leisten wie die Mindestreserve?

Nein, da die Mindestreserve viel zielgenauer auf die Banken wirkt als die anderen Steuerungsmittel.

Nun steht die EZB derzeit ohnehin für eine laxe Geldpolitik, weil sie die Gesundheit der Banken nach der Krise nicht bremsen will. Warum sollte sich die EZB veranlassen sehen, die Mindestreserve wieder zu aktivieren?

Weil sie damit die Kreditsumme besser steuern kann. Früher hatte die Zentralbank die Kreditmenge besser im Griff, weil sie Geschäftsbanken unterschiedliche Rediscontkontingente eingeräumt hatte. Das

ZUR PERSON

Spieler

bal – Als Reinhard Selten im Jahr 1994 zusammen mit John Nash und John Harsanyi den Ökonomie-Nobelpreis für seine Arbeiten auf dem Gebiet der Spieltheorie bekam, war er zunächst sehr überrascht, zählte er sich selbst doch nicht zu den führenden Akteuren auf dem Gebiet der Spieltheorie. Es habe einige Zeit gedauert, bis er den Preisgewinn „emotional verstanden“ habe, wie er sagt. Bei dem 80-Jährigen ist das keine Floskel. Jedes Wort ist wohlüberlegt. Die Aussage vom „emotionalen Verständnis“ erklärt er umgehend mit den Erkenntnissen der modernen Hirnforschung: Der Mensch muss Ereignisse nicht nur intellektuell im Vorderhirn verarbeiten, sondern auch in den evolutiv älteren Hirnregionen, um sie wirklich aufzunehmen.

Selten ist eben mehr als nur ein Ökonom. In seinem Forschungsbereich vernetzt der Mathematiker sozialwissenschaftliche, psychologische und ökonomische Erkenntnisse. So hat er auch schon vor vielen Jahren mit Elinor Ostrom zusammengearbeitet. Die Politikwissenschaftlerin Ostrom wurde im vergangenen Jahr mit dem Nobelpreis für Ökonomie ausgezeichnet.

war eine Art der Disziplinierung. Die EZB sollte Banken nur so viel Geld geben, wie sie für Kredite ausgeben. Das war früher die Kunst der Zentralbanker, die auch noch viel stärker persönliche Beziehungen zu den Geschäftsbanken hatten. Die Zentralbanken müssen die Macht haben, zwischen einzelnen Geschäftsbanken zu differenzieren, um Katastrophen zu verhindern.

Soll die EZB dann auch eine länderspezifische Politik betreiben?

Das Instrument könnte man ganz gut den Zentralbanken der einzelnen Euroländer in die Hand geben, um mehr Einfluss auf die nationale Kreditvergabe zu nehmen. Denn derzeit scheint die Zusammenarbeit mit den Geschäftsbanken ja nicht mehr so gut zu funktionieren. Aber die Zentralbank braucht Instrumente, um auf die Banken Druck ausüben zu können.

Andere Reformideen setzen beim notwendigen Eigenkapital der Banken an...

Ganz klar: Die Banken sollten ein beachtliches Eigenkapital vorweisen müssen. Das Problem ist, dass die in Basel II definierten Eigenkapitalkriterien – Value at risk – keine große Bedeutung in der Realität haben. Denn in einer Krise verändern sich die Wahrscheinlichkeitsverteilungen, wie sie bei diesen Modellen noch unterstellt werden.

Wie kann man es besser machen? Vielleicht sollte man die Überlebensfähigkeit gegenüber Krisenszenarien verlangen, wie es in den Stresstest geschieht. Die Szenarien könnten von der Zentralbank festgelegt und von Zeit zu Zeit angepasst werden.

Um die Krise zu bekämpfen, werden immer neue Kennzahlen genannt, welche die Finanzakteure jetzt erfüllen müssen. Aber vergisst man dabei nicht das Verhalten des dahinterstehenden Menschen?

Das ist wahr, wenn ich mir die gegenwärtige Diskussion zur Finanzreform vergegenwärtige. Aber es gibt natürlich Ökonomen, die den Menschen schon immer im Blick hatten. Ich denke da an Verhaltensökonom wie Robert Shiller. Sie hatten die Krise auch zuerst voraus-

gesehen. Auch ich war damals schon länger besorgt über die Blase auf dem US-Grundstückmarkt. Aber man hatte die warnenden Stimmen nicht hören wollen. Stattdessen wurde das Instrument der Verbriefungen als geniale Innovation hingestellt. Und die postulierte Effizienz des Marktes wurde geradezu vergöttert. Dabei ist doch schon damals klar gewesen, dass sich der Markt lange Zeit vom Gleichgewicht weg bewegen kann – gegen seine Funda-

Menschen einbeziehen und damit von einer anderen Struktur der Ökonomie ausgehen.

Fehlt den Ökonomen Kritikfähigkeit der eigenenunft gegenüber?

Das ist auch der Fall, aber es ist natürlich so, dass in jedem Beruf die Leute eine gewisse Selbstachtung wahren wollen. Ich bin der Ansicht, dass die Wirtschaftswissenschaft nicht sehr gut darin ist, Prognosen zu tätigen. Besonders der längerfristige Blick in die Zukunft ist schwierig.

Muss sich die Wirtschaftswissenschaft stärker auf Experimente verlegen und mehr auf Psychologie?

Eindeutig: ja. Wir haben zum Beispiel Wechselkursentwicklungen im Experiment untersucht, mithilfe eines Zweistaatenmodells. Dabei gab es in jedem Staat Akteure wie Zentralbankchefs, Regierungschefs, Gewerkschaftsfunktionäre und so weiter. Die wesentlichen makroökonomischen Entscheidungen werden ja von vielleicht fünf Personen in einem Land gefällt. Wenn man also geschickt spekulieren will wie George Soros, dann muss man vorhersagen können, wie diese Akteure handeln werden. Als Soros gegen das Pfund spekuliert hat, hat er vorhergesagt, dass der damalige Schatzkanzler aus Stolz das Pfund nicht abwerten wird, und deswegen konnte er gewinnen. Soros wusste: Dieser Mann wird erst abwerten, wenn er dazu gezwungen wird, also nicht rechtzeitig. So geniale Persönlichkeiten wie Soros erreichen ihre Ziele durch Psychologie. Sie beurteilen die beteiligten Personen und stützen sich nicht auf abstrakte Ideen über Märkte.

Ist der Markt irrational?

Irrationalität ist das falsche Wort. Die ökonomische Theorie verengt den Rationalitätsbegriff heute zu stark auf nutzenmaximierende Überlegungen der Individuen. Die Evolution hat den Menschen aber auf schnelle Entscheidungen geeicht. Gelegentlich denkt er vielleicht auch mal nach, aber die meisten Entscheidungen fallen wir aus dem Bauch heraus.

Kann man durch Experimente die Finanzmärkte besser verstehen?

Ja. In der Literatur wird als ein Grund für die Krise falsche Erwartungen angegeben. Über die Erwartungen der Marktteilnehmer können wir durch unsere Experimente viel lernen, und dann auch bessere Institutionen finden, um ein vorhersagbares und stabiles Verhalten der Akteure zu erzeugen.

Erwartungen werden ja auch genährt, durch Medien und zum Teil auch durch wissenschaftliche Veröffentlichungen...

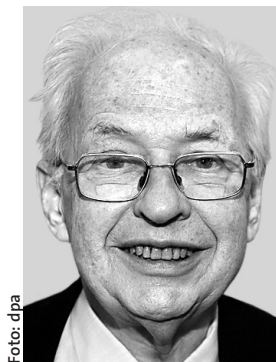
Sicher. Wenn alle glauben, dass die Bodenpreise weiter steigen, weil Boden knapp ist, dann mache ich mir als Einzelner diese Theorie vielleicht auch zu Eigen. Das erlebt übrigens auch China gerade am Häusermarkt. Sobald dann aber die Immobilienpreise etwas sinken, werden viele Eigentümer rasch verkaufen müssen, weil sie das Geld benötigen. Und dann dürften die Preise immer schneller sinken.

Sie fürchten also wie viele Experten auch, dass an Chinas Häusermarkt eine gigantische Blase entstanden ist?

Nicht erst seit gestern. Schon im Jahr 2002, als ich in Xingtao war, sah ich unzählige leere Apartments, bei denen die Eigentümer ausschließlich auf die steigenden Preise setzen, und gar kein Interesse haben, die Objekte zu vermieten. Da war die Blase schon voll im Entstehen, es ist aber immer sehr schwer zu sagen, wann sie platzt. Aber jetzt gibt es ja die ersten Anzeichen dafür. Die Verkäufe von Häusern haben bereits stark abgenommen. Die Preise steigen nicht mehr, auch wenn sie noch nicht zusammengebrochen sind.

Welche Folgen hat das für China?

Ich erwarte, dass die Blase am chinesischen Häusermarkt bald platzt. Ich habe im vergangenen Herbst in China ein Zeitungsinterview gegeben, in dem ich davor gewarnt habe, dass dadurch das Wachstum in China bald sehr stark einbrechen kann. Der Bau neuer Häuser macht ein Drittel des Wachstums in China



Reinhard Selten

Als sie vor einigen Wochen an der Frankfurt School of Finance einen Vortrag hielt, ließ Reinhard Selten es sich nicht nehmen, als Zuhörer daran teilzunehmen.

Ohnehin scheint er von Ruhestand nicht viel zu halten. Bis heute arbeitet er in dem von ihm im Jahr 1984 gegründeten Laboratorium für Experimentelle Wirtschaftsforschung an der Universität Bonn als Forschungs Koordinator mit. Neben seinem wissenschaftlichen Engagement ist er ein passionierter Zeitungsleser, wie er sagt.

(Börsen-Zeitung, 17.7.2010)

mentaldaten.

Heißt das, dass man mehr Marktordnungspolitik braucht?

Ja, sie ist sehr wichtig, wie das Beispiel der großen Krise von 1929 zeigt. Damals hatte man als Reaktion auf die Krise durch den Glass-Steagall-Act das Bankensystem langweilig gemacht. Dann wurde in dem Liberalisierungsprozess der letzten beiden Jahrzehnte des vorigen Jahrhunderts der Glass-Steagall-Act nach und nach aufgehoben, und prompt rauschen wir in zwei Krisen. Es ist also gut, ein langweiliges Bankengeschäft zu haben. Man muss solche Gesetze eben vorsichtig ändern, und bevor man das tut, sollte man eigentlich große Studien machen, um die Folgen abschätzen zu können. Experimentelle Studien können da viel Wissen beitragen.

Woran erkennt man als Spieltheoretiker, dass eine Blase eine Blase ist?

Das ist keine spieltheoretische, sondern eine verhaltenstheoretische Frage. Solche Blasen können im Laboratorium erzeugt werden. Und was passiert? Sogar in Märkten, in denen der Fundamentalwert eines Gutes einwandfrei ausgerechnet werden kann, also eigentlich gar

Personen heute auf Seite 14

nicht gehandelt werden dürfte, wird trotzdem gehandelt und es bilden sich Blasen. Erst, wenn die Akteure das dreimal hintereinander spielen, machen sie diesen Fehler beim dritten Mal nicht mehr.

Was müsste sich in der Wirtschaftswissenschaft ändern?

Man muss die ökonomische Psychologie stärker berücksichtigen. Das wird die Mathematik zwar nicht verringern, weil man eine andere Mathematik braucht – stochastische Prozesse – aber vor der Theoriebildung sollte man das Verhalten des

aus. Das wird uns übrigens auch betreffen, denn im Vergleich zur Blase am chinesischen Immobilienmarkt war die Blase in Amerika nichts.

Kennzeichen ständige Blasen unserer künftigen Wirtschaftssystem?

Die Anlagemärkte sind eben instabil. Das zeigt sich auch in der Realinvestition. In vielen Branchen kommt es immer wieder zu Überinvestitionen. In den 1970er Jahren gab es zum Beispiel eine dreißigfache Überkapazität der Kunstfaserindustrie. Da wurden zwischen Bonn und Köln chemische Fabriken gebaut, die nie benutzt wurden, als sie fertig waren. Das kommt eben daher, weil die Menschen gleichzeitig investieren.

Warum tun sie das?

Das ist zum Teil sicher ein Informationsproblem. Da müsste es Möglichkeiten geben, dass etwa die Investitionspläne frühzeitig veröffentlicht werden. Man muss dann versuchen, diese Dinge rechtzeitig zu steuern.

Ist mehr Regulierung also der Königsweg aus der Krise?

Nein, es ist auch darauf zu achten, dass die regulierenden Behörden

„Die EZB sollte Banken nur so viel Geld geben, wie sie für Kredite ausgeben. Das war früher die Kunst der Zentralbanker, die auch noch viel stärkere persönliche Beziehungen zu den Geschäftsbanken hatten.“

selbst ein Eigeninteresse haben. Man darf also auch nicht einfach jemanden die Macht geben, sondern man muss dafür sorgen, dass eine gute Regulierung auch im Interesse der Regulierer liegt.

Es geht also um richtige Anreize?

Ja, bei Regulierern wie bei Marktakteuren. Bei verbrieften Krediten zum Beispiel haben die Banken keinen Anreiz mehr, dass sie gute Kredite vergeben.

Dann halten Sie die Regel, dass die Banken künftig 10 % ihrer Verbrieungen selbst behalten müssen, für sinnvoll?

10 % sind natürlich immer noch viel zu wenig, wenngleich besser als die ursprünglich geplanten 5%. Im Glass-Steagall-Act sollten die Einlagebanken nicht auf eigene Rechnung am Finanzmarkt tätig werden. Sie konnten daher ihre Kredite nicht verbrieften. In den neuen Beschlüssen zur Finanzmarktreform in den USA wird der Eigenhandel der Banken wieder beschränkt. Ein wichtiger Schritt in die richtige Richtung.

Welche Institutionen schlagen Sie noch vor?

Wir brauchen einen TÜV, eine Zulassungsbehörde, für neue Instrumente. Denn manche Finanzinnovation ist von vorneherein betrügerischer Absicht mit falschen Versprechungen konstruiert worden. In Finanzkreisen war ja vielen schon früh klar, dass es nicht so weitergehen kann, aber sie haben trotzdem weitergemacht, auch aufgrund der Boni. Sie waren eben nur kurzfristig motiviert.

In welcher Phase der aktuellen Krise stehen wir jetzt?

Die Exporte scheinen anzuspinnen, dabei hat uns auch die Griechenland-Krise geholfen, denn sie hat den Eurokurs sinken lassen. Aber ich bin wie gesagt wirklich besorgt, dass in China eine große Krise ausbricht

Wie kann China solch einen Einbruch verhindern?

Es wäre möglich gewesen, etwa durch die Besteuerung unvermieteten Wohnraums. Das hätte die Kosten dieser Spekulation erhöht. Aber das ist jetzt natürlich zu spät.

Das Interview führten Stephan Balling und Stephan Lorz.