

FINANZMARKTKRISE UND NARRATIVE. PLÄDOYER FÜR EINEN INTERDISZIPLINÄREN BLICK

Die Krise und die ökonomische Profession

Wir sind zu Zeugen eines sich hinschleppenden ökonomischen Krisenprozesses geworden, der sich im Herbst 2007 ankündigte, dann im Sommer 2008 offen zum Ausbruch kam, schließlich auf globaler Ebene 2009 kulminierte, um sich dann ab 2010 in eine Zahlungsunfähigkeitskrise einer Reihe europäischer Ökonomien zu verwandeln. Trotz einiger positiver Signale ist auch Mitte des Jahres 2012 nicht klar, ob die Krise – auf der Ebene der globalen Wirtschaft – tatsächlich an ihrem Ende angelangt ist. Zu groß sind die Unwägbarkeiten, die sich aus der Krise der Europäischen Währungsunion ergeben. Mit Sicherheit kann man aber davon ausgehen, dass die etablierten Kernökonomien auf einen Wachstumspfad eingeschwenkt sind, der die ersten zehn Jahre das 21. Jahrhunderts als ›golden age‹ erscheinen lässt. Dies gilt trotz aller euphorischer Beschwörungen, die durch die dominante Rolle Deutschlands in der Eurozone befeuert werden, auch für die deutsche Volkswirtschaft. Im Jahr 2009 ging in Deutschland das reale BIP um 5 Prozent zurück, was einem fünfmal so tiefen Einbruch entspricht verglichen mit der bislang stärksten Krise 1975. Die Erholung war schneller und stärker als weithin gedacht, wesentlich bedingt durch die Nachfrage aufholender Volkswirtschaften nach deutschen Exportprodukten. Erst im Jahr 2012 wurde wieder das Vorkrisenniveau des Bruttoinlandproduktes erreicht.¹ Vor allem die südostasiatischen Volkswirtschaften, mit China an der Spitze, haben sich seit 2010 – nicht zuletzt dank der konsequenten fiskalpolitischen Impulse – gut erholt und die Nachfrage nach deutschen Produkten erhöht. Auch die USA

1 Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 2011/12. Wiesbaden, S. 25.

verzeichnete Wachstum, das allerdings weit hinter frühere konjunkturelle Erholungen zurückfiel, und durch die innenpolitischen Blockaden sowie das drohende ›fiscal cliff‹ bedroht ist. Eine ganze Zahl krisengeschüttelter europäischer Volkswirtschaften ist demgegenüber in eine zweite Rezession gefallen, nicht zuletzt als Folge harscher Austeritätspolitiken, die wiederum als wirtschaftspolitische Reaktionen auf die panikartigen Bedenken der Finanzmärkte über die Schuldensituation zu verstehen sind.

Die Stärke des deutschen Exportmodells ist allerdings strukturell auch seine Schwäche, die sich dann offenbart, wenn die globale Wirtschaft selbst in eine Krise gerät und der deutsche Exportmotor ins Stottern kommt. In ökonomischer Hinsicht hat das ›verlorene Jahrzehnt‹ bereits begonnen.² Die Gesellschaften des Westens haben freilich noch nicht begonnen, sich auf die neue Situation einzustellen und hegen weiterhin die Hoffnung auf eine Rückkehr des ›Goldenen Zeitalters‹. Das langsame Tempo des Umdenkens lässt sich in allen gesellschaftlichen Subsektoren feststellen, auch innerhalb der ökonomischen akademischen Profession. Das wird etwa in der deutschen Debatte über die Finanz- und dann auch über die Eurokrise deutlich, wo sich unversöhnliche Lager gegenüberstehen, die den intellektuellen Kampf des frühen 20. Jahrhunderts von Neuem führen. Wo die Einen die Lösung in einer rigorosen Zurückdrängung des Staates aus der Marktwirtschaft sehen, plädieren die Anderen für eine weit aktivere Rolle des Staates, um die kapitalismustypischen Vergesellschaftungsdefizite auszugleichen. Beide Lager unterscheiden sich aber nicht nur hinsichtlich der Therapievorschläge. Ebenso groß sind die Unterschiede in der Krisendiagnose.

Ogleich der Berg an Literatur zur Finanzkrise kaum zu bewältigen ist und die Argumente divers sind, schält sich aus heutiger Sicht dennoch ein einheitlicher Eindruck heraus: Alle scheinen ›irgendwie‹ gewusst zu haben, dass die finanzwirtschaftlichen Prozesse der Jahre vor der Krise nahezu naturgem in einem Knall enden müssen.³ Im Nachhinein scheint es gar, dass keiner berascht war und alle sich nur wundern, warum es bis dahin überhaupt so lange gedauert hat. Es gehört schon eine gewisse Chuzpe dazu, die Standardökonomie

- 2 Dies ist zum einen die Folge des krisenbedingten ›output gap‹, dessen Schließung hohe Wachstumsraten des BIP voraussetzt. Zum anderen wird die Wachstumsdynamik durch die deleveraging-Effekte aller wirtschaftlichen Sektoren, einschließlich des Staates, gebremst. Robert J. Gordon hat kürzlich am Beispiel der USA durchdekliniert, dass das ›Goldene Zeitalter des Kapitalismus‹ zwischen 1950 und 1970 eine Ausnahme darstellte und sich die Wirtschaften längst auf einem langsameren Wachstumspfad bewegen. Robert J. Gordon: Is US growth over? Faltering innovation confronts the six. <http://www.voxeu.org/article/us-economic-growth-over> (13. September 2012).
- 3 Die wohl beste Zusammenstellung bieten Gary Gorton/Andrew Metrick: Getting up to speed on the financial crisis: A one-weekend reader's guide. In: *Journal of Economic Literature*. American Economic Association. Vol. 50 (1) 2012, S. 128 – 150.

zu schützen, wie es etwa Hans-Werner Sinn unternimmt, indem der Kern der Krise auf regulatorische Mängel und damit hauptsächlich auf Politikversagen zurückgeführt und das Argument systemischen Marktversagens völlig ausgeblendet wird. In seinen Worten: »Ein Grund für die aktuelle Krise ... liegt in einem institutionellen Schwindel, an dem die amerikanischen Ratingagenturen, die lasche Regulierung der Investmentbanken, das US-Rechtsinstitut der regressfreien Kredite und nicht zuletzt die amerikanische Wohnungspolitik ihren Anteil hatten. Die andere Ursache besteht darin, dass bei den Banken die Haftungsbeschränkung der Kapitalgesellschaft über alle Maßen ausgenutzt wurde.«⁴ Da die Banken in einem hochkompetitiven Markt letztlich alle Marktopportunitäten ergreifen müssen, sind auch sie, so die sich aufdrängende Schlussfolgerung, gewissermaßen Opfer der regulatorisch festgesetzten Haftungsbeschränkung. Auch für John Taylor, den Begründer der prominenten sogenannten Taylor-Rule⁵, ist die Sache klar: Die Zentralbanken, und hier in erster Linie die Federal Reserve, hat mit ihrer Politik der niedrigen Zinsen die Krise vorbereitet und ist hauptsächlich verantwortlich: »Monetary excesses«, so Taylor, »were the main cause of that boom (housing boom, KH) and the resulting bust«.⁶ Den empirischen Beleg sieht Taylor in der Abweichung der tatsächlichen Leitzinsen von den nach der Taylor-Rule optimalen Leitzinsen. Dieser These widerspricht Charles Wyplosz, der unter dem Titel *No, the central banks didn't do it* den empirischen Gegennachweis zu führen versucht.⁷ Der gleiche (niedrige) Zinssatz, so sein Argument, hat in manchen Regionen der Weltwirtschaft überhaupt keinen Häuserboom ausgelöst, in anderen sehr wohl. Mit anderen Worten, die laxe Geldpolitik ist ein vielleicht notwendiger, aber bestimmt kein hinreichender Grund für die Auslösung der Krise. Wyplosz sieht allerdings – richtigerweise – doch ein Problem darin, dass die Zentralbanken zu lange dem

4 Interview in: Deloitte, 1.08.2009, S. 3.

5 Dieser Regel zufolge soll der kurzfristige Leitzins der Notenbank an zwei Kriterien ausgerichtet werden. Zum ersten an der in Prozentpunkten gemessenen Abweichung der aktuellen Inflationsrate von der politisch gewünschten Inflationsrate, und zum zweiten an der absoluten Größe des Outputgap, also der Differenz zwischen aktuellem und langfristigem Auslastungsgrad des Kapitalstocks. – J.T. Taylor: Discretion versus Policy Rules in Practice. In: Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. Vol. 39 (1993), S. 195 – 214.

6 John B. Taylor: The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong. In: A Festschrift in Honour of David Dodge's Contributions to Canadian Public Policy. Proceedings of a conference held by the Bank of Canada. November 2008, S. 1 – 18. – Die fundamentalistische Sicht kommt von Gunnar Heinsohn, der die ›Zinsnullung‹ als Mutter der Finanzkrise sieht. Vgl. Gunnar Heinsohn: Passt auf die Zentralbanken auf! In: Cicero-Online, 4.01.2010.

7 Charles Wyplosz: No, the central banks didn't do it. CASE Network e-briefs. November 2009.

Treiben der Finanzmärkte zugeschaut haben.⁸ Ben Bernanke wiederum hat in seinem Gastvortrag bei der American Economics Association im Januar 2010⁹ den Vorwurf abgewiesen, dass eine zu laxe Geldpolitik der Federal Reserve den Häuserboom ausgelöst habe; aus seiner Sicht war es vor allem der unzureichenden Regulierung der Bankenindustrie zuzuschreiben, dass das Ausmaß der Hypothekenschulden so groß und ihre Qualität so schlecht waren. Grundsätzlich argumentierte er in seinem Vortrag auch gegen die Nützlichkeit der Taylor-Rule, da die empirische Operationalisierung letztlich viel Raum für unterschiedliche Ergebnisse böte. Ich denke, dass er damit richtig liegt, und richtig ist auch sein Hinweis, dass die Taylor-Rule meist auf bekannte aktuelle Werte abhebt, während sie aus der Sicht der Zentralbanken vorwärtsgerichtet interpretiert werden muss. Erwartungen, wie ich später noch zeigen werde, spielen auch bei den Zentralbanken eine große Rolle, und in dieser Hinsicht hat Wyplosz Recht, wenn er auf den allzu starken Optimismus der Notenbanken abhebt, der dann wiederum die Finanzmarktakteure anfeuerte. In anderen Worten, insbesondere die US-amerikanische Fed unter Greenspan (und man sollte nicht vergessen, dass Bernanke in den letzten Jahren des Greenspan-Regimes im Board saß) hat sich einem Liberalisierungs- und Marktgläubigkeitswahn hingegeben, der ›financialization‹ allein und ausschließlich vorteilhaft sah.¹⁰ Es mag kein Zufall sein, dass während der Phase der ›financialization‹ die Einkommensverteilung in den westlichen Volkswirtschaften in eine extreme Schieflage geriet, und die gesellschaftlichen Diskurse und dominanten Narrative von einer ›winner gets all‹-Mentalität geprägt wurden. Als die ›Blase‹ platzte, schien es kurze Zeit, als hätte das theoretische Fundament für einen solchen ideologischen Überschwang ausgedient. Heute kann davon keine Rede mehr sein. Die Karawane zieht munter weiter, und Märkte werden weithin wieder als ubiquitäre Produzenten von Effizienz und optimale Allokationsinstanzen von Wohlstand angesehen.

Daran ändern auch die Äußerungen einiger weniger Ökonomen wenig, die

8 Die Vermögenspreisinflation hätte geldpolitische und geldmarktregulatorische Reaktionen erfordert, die freilich in der Greenspan-Ära wegen der endogenen Finanzmarktstabilität als überflüssige Eingriffe angesehen wurden.

9 Ben Bernanke: Monetary Policy and Housing Bubble. Annual Meeting of the American Economic Association. Atlanta, Georgia, 3.01.2010.

10 »In addressing the challenges and risks that financial innovation may create, we should also always keep in view the enormous economic benefits that flow from a healthy and innovative financial sector. The increasing sophistication and depth of financial markets promote economic growth by allocating capital where it is most productive. And the dispersion of risk more broadly across the financial system has, thus far, increased the resilience of the system and the economy to shocks.« Ben Bernanke: Regulation and Financial Innovation. Speech to the Federal Reserve Bank of Atlanta's 2007 Financial Market Conference. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/brnanke20070515a.htm>.

die Krise als Anlass nahmen, die theoretischen Grundlagen ihrer eigenen Profession zu hinterfragen. Bei dieser Introspektion geht es nicht darum, dass die Ökonomen die Krise nicht voraussagten – »Why has nobody noticed that the credit crunch was on its way«,¹¹ wie Queen Elizabeth anlässlich ihres Besuches der London School of Economics im November 2008 fragte. Das grundsätzliche Problem ist die konzeptionelle und theoretische Ignoranz der Profession, die nach wie vor in den Kategorien der elementaren Physik denkt und die Analyse ökonomischer Prozesse den methodischen Zwängen immer elaborierterer mathematischer Modelle unterwirft.¹²

Warnungen vor einer ›Blase‹ gab es genug, jedoch oft genug von den ›falschen Experten‹ oder von so genereller Natur, dass sie nicht weiter ernst genommen werden (mussten).¹³ Die Frage ist, wie Paul Krugman in einem langen Essay in der Beilage der *New York Times* erläuterte, warum Ökonomen die langen Aufbauprozesse der krisenhaften Strukturen und Prozesse so falsch haben verstehen können. Seine Antwort verweist auf die vielfältigen konzeptionellen Mängel der Standardökonomie, nicht zuletzt die Verengung der Analyse auf sogenannte ›realwirtschaftliche‹ Prozesse,¹⁴ und darin eingeschlossen die Ausblendung oder jedenfalls Unterbelichtung finanzwirtschaftlicher Prozesse. Bereits im Jahr 1988 hat die American Economic Association eine Kommission eingesetzt, die den Zustand der Graduiertenausbildung in Economics in den USA untersuchen sollte. Das Verdikt war hart: »... graduate programs may be turning out a generation with too many idiot savants (idiotische Gelehrte)

11 Die von der Queen aufgeworfene Frage reflektiert zu einem gewissen Maße das Selbstvertrauen akademischer Ökonomen, die mit ihren stilistisch so brillant scheinenden Modellen in der Nicht-Fachwelt den Eindruck erwecken konnten, alles im Griff zu haben. Die Nicht-Prognose der Krise kann aber kein Maßstab der Kritik am Fach sein, ist doch die politisch-ökonomische Realität viel zu komplex, als dass sie von solchen stilisierten Modellen auch nur einigermaßen eingefangen werden könnte.

12 Eine provokative, aber exzellente Analyse des Versagens der ökonomischen Profession liefert Philip Mirowski: *The Great Mortification: Economists' Responses to the Crisis of 2007- (and counting)*. In: *The Hedgehog Review* 12.2. (Summer 2010)

13 Die Tradition, aus eher allgemeinen ›Gesetzmäßigkeiten‹ Krisen vorauszusagen, hat eine lange Tradition, insbesondere in der marxistischen Krisentheorie. Siehe Kurt Hübner: *Theorie der Regulation. Eine kritische Rekonstruktion eines heutigen Ansatzes der politischen Ökonomie*. 2., durchges. und erw. Aufl. Berlin: Edition Sigma 1990.

14 »Few economists saw our current crisis coming«, so Krugman, »but this predictive failure was the least of the field's problems. More important was the profession's blindness to the very possibility of catastrophic failures in a market economy ... The economics profession went astray because economists, as a group, mistook beauty, clad impressive-looking mathematics, for truth ... Economists fell back in love with the old, idealized vision of an economy in which rational individuals interact in perfect markets, this time gussied up with fancy equations«. Paul Krugman: *How Did Economists Get It So Wrong?* In: *New York Times Magazine*, 6.09.2009.

skilled in technique but innocent of real economic issues«. ¹⁵ Die Generation dieser Studierenden ist unterrichtet von einer Generation von Ökonomen, für die genau dieses vernichtende Urteil bereits zutrifft. Wir wissen ja spätestens seit Kuhn, ¹⁶ dass paradigmatischer Fortschritt einem Schneckengang ähnelt, und die Resilienz etablierter theoretischer Konzepte stark ausgeprägt ist – nicht nur in der ökonomischen Profession. ¹⁷

Zeit, Raum, Institutionen, Erwartungen

Die ökonomietheoretische Welt muss nicht völlig neu erfunden werden, um zu verstehen und zu erläutern, was geschehen ist. Sobald Kategorien wie Zeit, Raum, Institutionen, Geld und Kredit sowie Erwartungen in ökonomische Analysen einfließen, erhöht sich deren Erklärungsrelevanz enorm. Allerdings ist der Preis einer solchen Vorgehensweise oft genug, dass die Eleganz mathematischer Modellierung verloren geht. Auch müssen Ökonomen über ihren paradigmatischen Schatten springen wollen und Anschluss an andere sozialwissenschaftliche Disziplinen suchen (wollen). Interdisziplinarität ist gefragt, und doch so schwierig einzulösen. Dennoch: An den Rändern der Profession gibt es seit vielen Jahren Anstrengungen, über das methodologische Korsett des ›Mainstream‹ hinauszudenken. ¹⁸

Analysen, die einem solchen Anspruch folgen, müssen nicht automatisch die gleiche Gewichtung unabhängiger Variablen haben oder intellektuelle Abenteuer in die gleiche Richtung vornehmen. In einer der vielen neueren Forschungsrichtungen wird besonders auf Erwartungen ökonomischer Akteure abgezielt. Sozusagen in bester keynesianischer Tradition spielt die Formation von Erwartungen eine Schlüsselrolle für das Verständnis makroökonomischer Prozesse. Die Grundidee ist, dass Handlungen ökonomischer Akteure zukunftsgerichtet sind und die Akteure Vermutungen über die Zukunft anstellen müssen. In den üblichen neoklassischen Modellierungen ist das kein Problem, wird doch in bester Arrow-Debreu-Manier ein vollkommenes Set an Märkten unterstellt, und

¹⁵ Anne O. Krueger: Report of the Commission on Graduate Education in Economics. *Journal of Economic Literature*. Vol. 29, 3 (1991), S. 1035 – 1053.

¹⁶ Thomas Kuhn: *The Structure of Scientific Revolutions*. Chicago: Univ. of Chicago Press 1962.

¹⁷ Das Unbehagen am ökonomietheoretischen Mainstream hat eine lange Geschichte. Eine zusammenfassende Übersicht bietet etwa John Komlos: *The Inadequacy of Economics. A Critique of Pure Economics*. In: *Challenge*. Vol. 55, 2 (2012), S. 21 – 57.

¹⁸ Einen Überblick aus post-keynesianischer Perspektive bietet David Dequech: *Post Keynesianism, Heterodoxy and Mainstream Economics*. *Review of Political Economy*. Vol. 24, 2 (2012), S. 353 – 368.

dies schließt Zukunftsmärkte ein. Ökonomische Akteure haben dann kein Problem mit der Formulierung von Erwartungen, ist die Zukunft doch sozusagen bekannt. Eine solche Annahme ist bekanntermaßen nicht nur kühn; sie macht die darauf basierenden Modellierungen schlichtweg irrelevant.¹⁹ Eingeschlossen in dieses methodologische Problem ist die mikroökonomische Fundierung ökonomischer Theorie, insoweit Erstere von repräsentativen ökonomischen Akteuren ausgeht, zwischen deren Entscheidungen keine Interaktivitäten bestehen. Die Vorstellung, dass rationale Individualhandlungen zu gesamtwirtschaftlich irrationalen Ergebnissen führen können, ist diesem Paradigma fremd.

Freilich: Die Formierung von Erwartungen ist analytisch nicht einfach zu verstehen. Erwartungen sind in die Zukunft gerichtete Vermutungen. Diese Vermutungen wiederum basieren auf Erfahrungen der Vergangenheit, auf spezifischen institutionellen Umwelten, auf der – notwendigen – Ausblendung als zu komplex eingestufte Randbedingungen sowie auf tief verankerten ›Glaubenssätzen/Modellen‹, die als Interpretationsfilter wirken. Erwartungen sind zentral für alle ökonomischen Prozesse, aber besonders relevant für Finanzmarktakteure. Finanzmärkte operieren mit der Zukunft. Kategorisch wie empirisch zentral sind die auf Finanzmärkten generierten Kreditbeziehungen, die sich dadurch auszeichnen, dass eine Kategorie ökonomischer Akteure (›Schuldner‹) sich heute Kaufkraft aneignen und dabei ein Versprechen gegenüber einer zweiten Kategorie ökonomischer Akteure (›Gläubiger‹) abgeben, in der (genau definierten) Zukunft, die Kreditsumme zurückzubezahlen und während der Laufzeit eine Überlassungssumme (›Zins‹) zu erstatten. Gläubiger müssen Schuldnern vertrauen können, und Schuldner müssen überzeugend agieren, um nach der Laufzeit in der Lage zu sein, die geliehene Summe zurückzubezahlen. In ›normalen‹ Zeiten, also in ökonomischen Wachstumsphasen, in denen sich die ökonomischen Akteure innerhalb von stabilen Erwartungskorridoren bewegen, werden diese Versprechen im Regelfall durchgängig eingelöst. In regulationstheoretischer Manier lässt sich von funktionierenden Wachstumsregimes sprechen, die durch eine Komplementarität institutionalisierter Regulationsmodi und Akkumulationsregime gekennzeichnet sind. Die Situation ist fundamental anders, wenn sich Ökonomien außerhalb solcher Korridore bewegen. Dann verlieren die Wachstumsregime ihre erwartungsstabilisierenden Eigenschaften. Das Vertrauen in die Zukunft schwindet. Was bislang als probabilistisch kalkulierbare Risiken erschien, wandelt sich in nicht-kalkulierbare Unsicherheit. In einer

19 Deshalb auch das Rätsel, dass ökonomische Ratschläge ausgerechnet seitens Ökonomen gemacht werden, die mit Modellen operieren, die empirisch gesehen irrelevant sind. Was geliefert wird, sind Stegreifkonzepte, die häufig genug ohne theoretische Fundierungen sind.

solchen Situation gibt es nicht mehr die ›eine‹ Geschichte, die mehr oder weniger von den meisten ökonomischen Akteuren geteilt wird und Erwartungen steuert. Es werden viele Geschichten erzählt, und Finanzmarktakteure werden zu den gruseligsten und widersprüchlichsten Geschichtenerzählern, die das Niveau an Unruhe und Misstrauen nur noch erhöhen. Kurzum, in solchen Situationen sind die Erwartungsbildungsprozesse gestört.

Finanzmarktkrise

Die Formierung von Erwartungen ökonomischer Akteure erfolgt im Kontext makroökonomischer Regime. Schon deshalb hat jede erwartungsbasierte Analyse diesen makroökonomischen Kontext zu rekonstruieren. Mein Verständnis der ›Großen Rezession‹ von 2008 hat als Startpunkt den seit den 1980er Jahren erfolgenden Aufbau globaler Leistungsbilanzungleichgewichte, die sich als Polarisierung darstellten. Eine Gruppe von Volkswirtschaften baute systematisch Überschüsse auf, und eine zweite Gruppe, prominent dabei die USA, versank in Defiziten. Saldenökonomisch war dies kein Problem, da die Überschussländer willig waren, die Defizite zu finanzieren. Der sich hinter den Ungleichgewichten verbergende globale Anstieg von Ersparnissen (s. unten) hätte deflationäre Auswirkungen haben müssen, wäre der reale Zinssatz nicht abgesunken, was die Absorption der Ersparnisse erst ermöglichte.²⁰ Freilich war dieser Effekt nicht ohne Probleme, da die absorbierten Ersparnisse die Finanzmärkte fütterten, die dann wiederum die Allokation der Zuflüsse organisierten. Als erste Zentralbank reagierte die Federal Reserve der USA auf die riesigen Kapitalimporte der USA mit einer Absenkung des Leitzinses, ohne aber die sektorale Allokation dieser Zuflüsse beeinflussen zu können. Die Grundlage für die finanziellen ›Exzesse‹ war gelegt. Niedrige nominale wie reale Zinsen in Kombination mit hoher Liquidität erwiesen sich als eine explosive Mischung. Die niedrigen Zinsen verstärkten die Einschätzungen, dass die Finanzierung von Defiziten kein Problem darstelle, und verstärkte die Risikoneigung ökonomischer Akteure bei ihrer Suche nach ›Extraprofiten‹. Die enorme Masse an Liquidität wiederum speiste die vielfältigen Finanzinnovationen, die sich als neue Marktsegmente darstellten und Anlagemöglichkeiten für global vagabundierendes Kapital eröffneten.

Eine zentrale Rolle für das harmonische Verständnis der Wahrnehmung

20 Max Corden: The World Credit Crisis. Understanding it, and what to do. In: The World Economy. Vol. 32, 3 (2009), S. 385 – 400.

globaler Ungleichgewichte spielte das von Ben Bernanke vorgestellte Narrativ, das die Ungleichgewichte als prinzipiell unproblematische ›saving glut‹ fasste.²¹ Was Bernanke analytisch als marktförmige Entwicklung des Ausbilanzierens von globalem Sparen und Investieren inszenierte, die von Finanzmärkten koordiniert und gleichsam equilibriert wird, hätte besser als Kern der finanzwirtschaftlichen Krisenprozesse erzählt werden sollen. Der Begriff ›globale Ungleichgewichte‹ stellt auf die nationalen Leistungsbilanzsalden ab, und die haben sich in der Tat in den letzten zehn Jahren in beschleunigtem Maße polarisiert.²² Im Zuge der ›Great Moderation‹ konnten die erdölproduzierenden Länder wie überhaupt rohstoffproduzierende und -exportierende Volkswirtschaften beträchtliche Leistungsbilanzüberschüsse anhäufen. Vor allem China mit seiner exportorientierten Unterbewertungsstrategie und Deutschland mit seiner Politik der niedrigen Lohnstückkosten häuften zunehmende Überschüsse an. Dieser Gruppe gegenüber standen vor allem die USA, aber auch eine ganze Reihe europäischer Volkswirtschaften, vor allem im Süden Europas. Ein Leistungsbilanzüberschuss bedeutet definitionsgemäß, dass eine Ökonomie nicht alle Ersparnisse investiv umsetzt und/oder ein entsprechendes öffentliches Defizit finanziert. Soweit stimmt die saving glut-Analyse. Es kommt aber noch Einiges hinzu. Erstens: Diese Überschussersparnisse veranlassen die Zentralbanken zu der bereits beschriebenen Politik des billigen Geldes. Sie proviantieren auch die Liquidität, die dann wiederum die Finanzmärkte antreibt und immer neue Anlageoptionen kreiert. Zweitens: Die ›überschüssigen‹ Sparangebote werden auch konsumtiv und/oder zur Finanzierung von öffentlichen Defiziten abgeschöpft, und sie haben potenzielle Schuldendienstimplikationen, wie die erste Welle von sovereign debt default-Krisen in der südeuropäischen Peripherie belegt. Die ›savings glut‹-Geschichte war zu gut, um wahr zu sein – und zu gut, um nicht weithin geglaubt zu werden, und damit Erwartungen zu verfestigen, die dann direkt zum Aufbau einer ›Blase‹ führten. Niedrige Realzinsen reflektieren sich

21 Die als ›savings glut‹ bezeichnete Situation geht danach auf die überdurchschnittlich hohe Sparquote von Ländern mit einer überalterten Bevölkerung, wie etwa in Japan, aber aus leicht anderen Gründen auch der Chinas, zurück. Das Leistungsbilanzdefizit der USA ist danach einfach die Konsequenz des global hohen Sparangebots, das investiv abgeschöpft wird. Siehe N.S. Bernanke: The Global Saving Glut and the U.S. Current Account deficit. Sandridge Lecture. Virginia Association of Economics. Richmond, Virginia. 10.03.2005.

22 Globale Ungleichgewichte werden oft auch im Zusammenhang mit ›sudden stops‹ diskutiert. Hier wird auf den Umstand abgehoben, dass Volkswirtschaften mit defizitären Leistungsbilanzen in Situationen geraten können, in denen die Nettokapitalimporte stoppen und externe Finanzierungsprobleme die Folge sind. Es ist keine Frage, dass die USA als das Land mit dem absolut höchsten Leistungsbilanzdefizit nie mit einem ›sudden stop‹ konfrontiert war. Siehe auch Ricardo Caballero: The ›other imbalance and the financial crisis. In: Vox, 14.01.2010.

in steigenden Vermögenspreisen, und wenn niedrige Zinsen als längerfristige Tendenz erwartet werden, dann kommt es zu einem Anstieg der Preise langfristiger Vermögensgüter, weil immer mehr Akteure von diesem Preisauftrieb profitieren wollen. Niedrige Zinsen in der Kombination mit hohem Liquiditätsangebot stellen Finanzinstitutionen vor das Problem, nach immer ertragreicheren Anlageformen suchen zu müssen. Caballero hat jüngst argumentiert, dass in den Jahren vor Ausbruch der Krise das Angebot an sicheren, also weniger risikoreichen Finanzanlagen geringer gewesen wäre als die Nachfrage nach diesen Produkten, und die Finanzmarktakteure gewissermaßen notgedrungen zu relativ weniger sicheren Anlagen übergegangen wären.²³ Die Suche nach ›yield‹ seitens finanzwirtschaftlicher Akteure sowie die auf Kurzfristprofit zielende Anreizstruktur haben den Wechsel zu immer risikoreicheren Operationen ebenso vorangetrieben wie die durch finanzinnovatorische Prozesse in Aussicht gestellten Extraprofite. Solche Extraprofite werden generiert durch Finanzproduktinnovationen sowie Finanzprozessinnovationen, jedoch generell dadurch, dass solche Investitionsvorhaben finanziert werden, die überdurchschnittliche Risikograde aufweisen. Es gilt: je niedriger die Ertragsrate auf übliche, sichere Investitionen, desto rationaler ist es, sich auf der Suche nach höheren Erträgen zu relativ risikoreichen Anlagen zu bewegen. Die Finanzproduktinnovationen zielten oft darauf ab, solche Risikozunahmen abzusichern (hedging), meist, indem es über das gesamte nationale (wie auch internationale) Finanzregime gestreut wird. Das aggregierte Risiko wird auf diese Weise zwar nicht geringer, aber die individuellen Anteile sollten relativ klein ausfallen und deshalb die Fähigkeit, mit aufbrechenden Risiken umzugehen, besser sein.

Dieses Konzept hat sich aber durch die starken Interdependenzen und das enorme Volumen aufgehäufter Risiken als nicht tragfähig erwiesen. Die Suche nach Extraprofit trieb das ›leveraging‹ der Finanzinstitutionen voran, also den Vorgang, mit immer weniger unterliegendem Kapital immer größere finanzielle Räder zu drehen. Die Situation drehte sich sozusagen in *Minsky-Pur*: Ponzi-Finanzstrukturen gewannen die Oberhand. Das System konnte sich reproduzieren, solange die positiven Erwartungen immer wieder neue Anleger und Anlagekapital mobilisierten.

Securitization, also der Prozess alles, was bislang nicht handelbar war, durch Aufspaltung und Pooling handelbar zu machen und in Warenform zu bringen, ging Hand in Hand mit einer grundlegenden Transformation des Banken- und Finanzsystems (von einem ›relationship-based Modell‹ zu einem ›transaction-

23 Caballero, The ›other‹ imbalance (wie Anm. 22)

based Modell). Das Engagement finanzwirtschaftlicher Akteure wurde von dem unmittelbaren Risikoobjekt tendenziell abgeschnitten. Dieses Modell trieb das Risikoniveau nach oben – ein grundlegendes Principal-Agent-Problem entstand: Kurzfristige Gewinne, angetrieben durch großzügige Entlohnungssysteme, dominierten und drängten langfristige Geschäftsmodelle in den Hintergrund. In anderen Worten, Principals und die ›geheuerten‹ Agenten verfügen über unterschiedliche, asymmetrische Informationen und haben unterschiedliche Interessen. Die Agenten übernahmen das Spiel. *Short-termism* wurde das grundlegende Motiv und ein entscheidender Mechanismus zur Aufnahme ›toxischer‹ Assets in die Portfolios von Finanzinstitutionen. Es ist richtig, dass die Finanzprodukte immer komplexer wurden, die Spielarten immer mehr diversifizierten und entsprechend alle Akteure gewissermaßen im Nebel stocherten als sich viele Produkte als toxisch herausstellten.²⁴

Obwohl heute scheinbar jeder wusste, dass dieses Spiel nicht gut gehen konnte, hat es doch viel länger gedauert, als die meisten gedacht haben. Die immer wieder ausgerufene nahe Krise trat jedenfalls nicht so früh ein, wie der eine oder die andere Krisenprognostikerin es angesagt hatte. Die Erklärung dafür, warum das Spiel so lange lief und dann durch die sogenannte subprime-Hypothekenkrise in den USA auf globaler Ebene abrupt gestoppt wurde, sehe ich wie Akerlof/Shiller (2009)²⁵ in dem so stark positiven confidence multiplier, der die Akteure glauben ließ, ›this time is different‹.²⁶ Um das unterliegende theoretische Konzept anzudeuten: In einer regulationstheoretisch inspirierten geldwirtschaftlichen Theorie agieren Akteure für bestimmte Zeitperioden innerhalb institutioneller Rahmen und Regeln, Praktiken und Normen, die deren Erwartungen wie auch deren aktuelles Handeln steuern. Innerhalb dieses Korridors (Leijonhufvud 2009) bestätigen sich sozusagen die Erwartungen wechselseitig und somit werden einmal in Gang gebrachte Praktiken routinemäßig fortgeschrieben. Die Akkumulationsdynamik sorgt aber mikroökonomisch dafür, dass die Prozesse immer wieder gegen etablierte Praktiken stoßen und dass die Makroökonomie sich längerfristig außerhalb dieses Korridors der Gemütlichkeit bewegen kann. Dann aber werden Erwartungen erratischer, die ›narrative‹ widersprüchlicher, es kann zu Herdenverhalten kommen, und

24 So auch Ricardo Caballero: Sudden Financial Arrest. 10th Jacques Polak Annual Research Conference. Hosted by the IMF, Washington D.C. 5./6.11.2009.

25 George A. Akerlof/Robert J. Shiller: *Animal Spirits. How Human Psychology Drives the Economy, and Why it Matters for Global Capitalism*. Princeton: Univ. of Princeton Press 2009.

26 Carmen M. Reinhart/Kenneth S. Rogoff: *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton: Univ. of Princeton Press 2009.

bereits kleinere Anlässe genügen, um das System in eine Krise zu stürzen. Die Folge ist, dass das Wirtschaftssystem in eine sich selbstverstärkende Krise gerät, die die Akkumulationsregime immer weiter aus ihrer ›Normalitätszone‹ drängt. Der Vertrauensmultiplikator wird negativ und die Regime verfangen sich in einem ›schlechten Gleichgewicht‹.

Wie weiter?

Finanzmärkte sind durch endogene Erwartungen gekennzeichnet. Finanzmarktakteure beobachten Marktgeschehen, filtern und interpretieren eine Bandbreite unabhängiger Variablen, ökonomischer und politischer Natur. Die wichtigste Beobachtung richtet sich auf die Erwartungen anderer Finanzmarktakteure. Es ist der von Keynes eingeführte ›Beauty Contest‹-Ansatz,²⁷ der zu verstehen hilft, warum Finanzmärkte so dynamisch, aber auch so volatil sind. Das Geschäftsmodell vieler Finanzmarktakteure basiert nicht vorrangig auf Beobachtungen und Selbstinterpretationen ökonomischer Prozesse, sondern auf der Erzählung, Filterung und Interpretation von Geschichten Anderer, die in Form von Erwartungsparametern wiederum die Folie quantitativer Algorithmen werden. Ökonomie ist keine Robinsonade, sondern ein hochgradig dynamisches interaktives soziales System, an dem viele unterschiedliche Akteure beteiligt sind. Krisen sind systematische Ergebnisse solcher erwartungsgetriebener Interaktionen und nicht das bloße Ergebnis des Auftretens von ›unknown unknowns‹ oder ›Black Swan‹-Ereignissen, also Ereignissen, die plötzlich und unerwartet eintreten.

Die Ökonomie ist eine Welt gefüllt mit Geschichten. Eine der irreführendsten Geschichten ist die der rationalen ökonomischen Akteure. Außerhalb der Mainstream-Modellwelt sind ökonomische Akteure keineswegs rational. In *Thinking, Slow and Fast* hat Daniel Kahneman nachdrücklich ausgearbeitet, wie wenig rational ökonomische Akteure agieren und ihre Umwelten deuten. Experimentelle Übungen wie die Frage an Probanden, wie viel ein Tennisball kostet, wenn Schläger plus Tennisball 1,10 Euro kosten und wir weiter wissen, dass der Tennisschläger einen Euro mehr kostet als der Tennisball, deuten die Rationalitätsfallen an, die dem schnellen Denken geschuldet sind.²⁸ Neurologisch-ökonomische Forschungen konnten am Beispiel von Finanzmarktakteuren auf dem Handlungsparkett zeigen, dass der Ausstoß von Testosteron signifikant mit

27 John M. Keynes: *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan and Co 1936, Chapter 12: *The State of Long-Term Expectation*, S. 156.

28 Der Tennisball kostet 5 Cent und der Tennisschläger 1,05 Euro.

finanziellen Gewinnen und respektive mit dem Auftreten von Unsicherheit korreliert. Auf der Basis solcher empirischer Ergebnisse darf vermutet werden, »... if acutely raised steroids were to persist for several weeks or even increase as volatility rises, they might have cognitive and behavioural consequences, specifically by shifting risk preferences or disturbing the neutral base for rational choice«.²⁹ Auf Rationalitätsannahmen basierende Modellierungen haben für solche Einsichten keinen Platz.

Das vom ökonomischen Mainstream gepflegte Narrativ rationaler Akteure und effizienter Märkte ist gleichwohl eine in sich logisch schlüssige und nicht zuletzt deshalb für Viele so überzeugende Geschichte, dass sie trotz regelmäßiger Krisen geglaubt und als Interpretationsfilter weithin genutzt wird. Auch gilt es zu bedenken, dass die Aufhebung dieser Annahme ökonomische Modelle schnell weniger elegant erscheinen lässt und die Berücksichtigung weicher Variablen wie Emotionen, Gewohnheiten, endogene Erwartungen das ökonomische System auf eine Weise als überkomplex erscheinen lässt, das gar nicht mehr zu modellieren ist. Sicher, Abrüstung tut Not. Und dann? Ein überzeugendes, in sich geschlossenes Alternativnarrativ steht gegenwärtig nicht zur Verfügung. Was benötigt wird, ist eine neue kohärente Geschichte, gespeist durch die Erfahrungen interdisziplinärer Arbeiten, die dann Erwartungen politischer und ökonomischer Akteure steuert und zu Handlungen und institutionellen Neuerungen führt. Ist es nur Zufall, dass der Literaturwissenschaftler Joseph Vogl einen der deutschsprachigen Bestseller zur großen Finanzkrise von 2008 geschrieben hat?³⁰ Ist es denkbar, dass Ökonomen den Rat eines interdisziplinären Denkers wie Walter Schmitz ersuchen, um realitätsnäher arbeiten zu können? Der Erfolg des ›Gespenst des Kapitalismus‹ spricht Bände über die Einsichtsfähigkeit des ökonomischen Mainstream. So gesehen wäre es eine große Überraschung, wenn sich deutsche Volkswirtschaftler in einen Zug nach Dresden setzen würden, um herauszufinden, wie schwierig, aber auch ertragreich interdisziplinäres wissenschaftliches Arbeiten sein kann.

29 John M. Coates/Joe Herbert: Endogenous steroids and financial risk taking on a London trading floor. <http://www.pnas.org/content/105/16/6167.full.pdf+html?sid=b5588c2c-d3da-47e5-90c6-00910cbef267>.

30 Joseph Vogl: Das Gespenst des Kapitals. Zürich: Diaphanes 2010.