

Nach der Krise: auf der Suche nach einer neuen Theorie der Finanzmärkte

Der Blick auf das vierte Jahr der Finanzmarktkrise täuscht: trotz des Aufschwungs in zahlreichen Ländern sind viele Folgeschäden noch nicht aufgearbeitet. Die erfreulich hohen Beschäftigungsquoten gerade in Deutschland und Österreich ändern nichts an den seit der Krise wesentlich höheren Arbeitslosenraten in zahlreichen anderen europäischen Ländern. Auch in den USA überwiegt bei einer Arbeitslosenrate von 9,6% noch „jobless growth“, also Wachstum ohne neue Beschäftigung.

Die Folgen der Finanzkrise sind so gravierend und werden uns noch so lange beschäftigen, dass die gesamte Öffentlichkeit und mit ihr Politik und Medien immer drängender die Frage nach Auswegen aus dieser menschengemachten Wirtschaftskatastrophe stellen. Die Schätzgrößen für den seit Mitte 2007 erlittenen Wohlstandsverlust liegen mit Berücksichtigung der Verluste an den Börsen, der geringer bewerteten Immobilien und der Wohlstandsverluste durch geringeres Wirtschaftswachstum in den betroffenen Ländern in einer Größenordnung von 15 Billionen Dollar.¹

Vor allem aber zeigt sich, dass das Weiterreichen der Finanzrisiken an die Staatshaushalte massive Folgewirkungen hat. Einerseits ist die Nachfrage der verschiedenen Gebietskörperschaften stark gedämpft, andererseits schwächen gekürzte Familien- und Sozialbudgets den privaten Konsum. Andererseits dämpft eine latente Unsicherheit über die Weiterentwicklung der in einer existentiellen Zerreißprobe stehenden Gemeinschaftswährung die Investitionslust der Unternehmen.

Die höchst entwickelten Volkswirtschaften mit den vermeintlich leistungsstärksten Finanzmärkten haben einen Rückschlag erlitten, der sie gegenüber der Konkurrenz der „Emerging Markets“ Asiens und Südamerikas massiv schwächt. Die Hoffnung, dass der Ausgleich auf Dauer aus den derzeit boomenden asiatischen Volkswirtschaften und anderen Schwellenländern kommt, ist schon aus diesem Grund trügerisch.

¹ „Lehren aus der Finanzkrise“, HANDELSBLATT 176/2010, S 6

Kritik am ökonomischen Mainstream

Wenn etwas so gründlich schief läuft wie das in den vergangenen Jahren mit Eigenlob üppig wuchernde Finanzsystem, dürfen sich dessen Protagonisten über massive Kritik nicht wundern. Wer jahrelang höhere Renditen versprach als die von ihrer Krise nun doppelt betroffene Realwirtschaft, dem will man heute kaum glauben, das alles sei nicht vorhersehbar gewesen.

Der Philosoph und Publizist Rüdiger Safranski, dem wir auch einen zum Bestseller gewordenen Essay über die Globalisierung verdanken², meint pointiert, man könnte den ganzen Finanzsektor in die Kategorie der Spielleidenschaft einordnen und mit entsprechenden Reglements versehen. Es sei reine Definitionssache, ob man den Casino-Kapitalismus mehr vom Casino her definiere oder mehr vom Kapitalismus. Und wörtlich: „Definiert man ihn vom Casino her, müsste man die Hälfte der Finanzjongleure in Rehab-Kliniken stecken, damit sie sich die Spielleidenschaft abgewöhnen. Wenn Sie die Börse als Spielsalon definieren, würden Sie die Leute ganz anders behandeln. Ich würde sagen: nach dem Rauchverbot brauchen wir jetzt ein Spekulationsverbot für die ganz Schnellen“.³

Kritik an einer von den Bedürfnissen der Gesellschaft weitgehend abgekoppelten Finanzwirtschaft kommt mittlerweile aus fast allen politischen Richtungen, ja sogar aus der Mitte der britischen Konservativen. Philipp Blond, Leiter des Think-Tanks Res Publica und wichtigster politischer Berater von Premierminister David Cameron sieht die Gefahr, dass das Finanzsystem in seiner heutigen Form unser Wirtschaftsmodell auf den Kopf stellt, weil es kurzfristigen Gewinn über den langfristigen Erfolg stellt. Sein lapidarer Schluss daraus: „Das angelsächsische Modell ist vorbei“.⁴

Dennoch meine ich, dass weder der Erklärungsweg über die außer Rand und Band geratene Gier von Finanzmanagern und Anlegern die Antwort bringt, noch der Versuch, das Verhalten der Marktteilnehmer ex post mit Schuldzuweisungen zu erklären. Ja, es gab nicht wenige, die vorhandene Spielregeln so exzessiv überdehnt haben, dass sie sich damit nicht nur charakterlich disqualifiziert, sondern sogar die Grenzen zur groben Fahrlässigkeit überschritten haben. Und es gab Einzelne, die die Spielregeln mit krimineller Energie bewusst missbraucht haben und damit zum Fall für die Strafgerichte wurden.

Aber die ganz große Mehrzahl der Finanzprofis, Kommunikationsspezialisten, Rechtsexperten, Bilanzprüfer, Regulatoren und in der Politik Tätigen hat sich darum bemüht, im Jahrzehnt der Kapitalmarktorientierung einen anständigen

² Rüdiger Safranski, *Wie viel Globalisierung verträgt der Mensch?*, München, 2003

³ Rüdiger Safranski, „Auch Gott macht Pause“, Gespräch in der PRESSE vom 08.05.2010

⁴ Vgl. Interview mit Phillip Blond, *FORMAT* 49/2010, S 24f.

Job zu machen. Gelernt hatten sie von Professoren, die an kapitalmarktorientierte Bilanzen und Regulierungen glaubten und gehandelt haben sie nach Theorien von bestechender, mehrfach Nobelpreis-gewürdigter Eleganz, unter dem Applaus der Medien und Anleger, mit dem Segen der Wirtschaftsforschungsinstitute, unter den Auspizien strenger Aufsichtsbehörden und Notenbanken.

Tiefgreifende Korrekturen werden deshalb meiner Überzeugung nach wohl nur dann gelingen, wenn auch eine Neuorientierung jener wirtschaftstheoretischen Mainstream-Konzepte in Gang kommt, die dem Bau von geistigen Einbahnstraßen in die Krise zugrundegelegen sind.

Die neue Finanzmarkt-Ökonomie: Der Markt hat nicht immer recht

Es ist ein königliches Privileg, die ganz einfachen Fragen zu stellen. Queen Elizabeth brachte wenige Wochen nach der Lehman-Pleite anlässlich der Eröffnung eines Erweiterungsbaus der Universität Cambridge im Herbst 2008 die versammelte Prominenz der renommiertesten Ökonomen der London School of Economics mit der einfachen Frage in Verlegenheit: „Why did no one see the financial crisis coming?“.

Ein erster, entwaffnend ehrlicher Antwortversuch des Dekans lautete so: „Es verließen sich immer alle auf die anderen und dachten, sie machten es im Grunde richtig.“⁵ Später, nach einer mehr als halbjährigen Schrecksekunde, ermannte sich schließlich die Professorenschaft und schrieb an ihre Königin unter der Federführung des Forschungsdirektors einen offenen Brief.

Darin bekannten die Gelehrten, dass all jene Finanz-Zauberer („financial wizards“), die von der Unfehlbarkeit ihrer Methoden des Risikomanagements so überzeugt waren, einer unheilvollen Kombination von Wunschdenken und Hybris erlegen waren. Die Unfähigkeit, Zeitpunkt und Ausmaß der Krise rechtzeitig vorherzusehen, sei ein kollektives Versagen vieler intelligenter Menschen im Bezug auf das Erkennen grundlegender systemischer Risiken gewesen – ein „failure of the collective imagination of many bright people“.

Die systemischen Risiken blieben ausgeblendet

Tatsächlich hatte nur eine verschwindend kleine Minderheit von Experten davor gewarnt, dass die über Jahre aufgetürmten spekulativen Buchgeldbestände eines Tages in einen Zusammenbruch münden würden. Die ganz große Zahl der

⁵ Im englischen Original: „At every stage, someone was relying on somebody else and everyone thought they were doing the right thing“

„Main-Stream“- Ökonomen glaubte bis zuletzt auch in turbulenten Zeiten an die ausgleichenden Kräfte des Marktes, und war darin eines Sinnes mit den Analysten der Finanzbranche. Vor allem aber: es waren nur Einzelpersonen, jedoch keine einzige namhafte Institution oder Forschungseinrichtung, von der skeptische Einschätzungen zu hören waren.

Warum auch sollte der sich selbst überlassene Markt mit einem Mal nicht mehr auf die bewährten Methoden konjunktureller Feinsteuerung reagieren. Und warum hätte man sich nicht auf die Notenbanken mit ihrem wirkungsmächtigen Instrumentarium der Zins- und Geldpolitik verlassen sollen. Und war nicht das Bankensystem durch immer strengere Risiko-Klassifizierungen entlang von Rating-Stufen so transparent wie noch nie zuvor? Erst heute wissen wir mehr über die fatale Ursachenkette, die zu einer Katastrophe geführt hat, die vom Zeitpunkt und von ihrer Dimension her für alle Experten überraschend war.

Der österreichische Wirtschaftsforscher Gunther Tichy hat sich der Mühe unterzogen, die gesamte ökonomische Vor-Krisenliteratur auf warnende Hinweise durchzusehen. Er stellt fest, dass „keine einzige Arbeit gefunden werden konnte, die die Tiefe der Krise und ihre weltweite Ausbreitung vorausgesehen hat.“⁶ Wohl seien zahlreiche Problembereiche thematisiert worden, die Anlass zur Sorge gaben: Probleme auf den zur Bildung spekulativer Blasen neigenden Asset-Märkten, Schwächen der Regulierung und die Problematik bestimmter Finanzinnovationen. All die heute als entscheidend angesehenen Ursachen, vor allem aber deren Zusammenspiel, wurden jedoch kaum erkannt oder in systemischer Weise miteinander verknüpft.

Zeit für eine wissenschaftliche Revolution

Dem Wissenschaftstheoretiker Thomas S. Kuhn verdanken wir den Begriff des „Paradigmenwechsels“.⁷ Er verwendet ihn für wissenschaftliche Revolutionen wie eben jene, vor der nun die Nationalökonomie steht. Noch lässt sich allerdings nicht abschätzen, wie lange es dauern wird, bis Ökonomen nicht nur plausible Antworten auf einfache Fragen zu den Ursachen der Finanzmarktkrise geben können, sondern auch ihre Theorien so adaptiert haben, dass sie nicht ständig neuen Krisen auf die Sprünge helfen.

Vor jedem Neubeginn muss wohl das Eingeständnis stehen, dass die herkömmliche Finanzmarktökonomie an der Wirklichkeit gescheitert ist. Eine der wesentlichen Ursachen dafür liegt in ihrer Entfernung von einer tragfähigen Einbettung in den gesamtgesellschaftlichen Zusammenhang.

⁶ Gunther Tichy, War die Finanzkrise vorhersehbar?, Verein für Socialpolitik, Perspektiven der Wirtschaftspolitik 2010, S 356-382

⁷ Thomas S.Kuhn, Die Struktur wissenschaftlicher Revolutionen, Frankfurt 1976

Adair Turner, Chef der britischen Finanzaufsicht, wagte als einer der ersten Repräsentanten aus dem Herzen des Systems, dieses Defizit anzusprechen. „Auf der ganzen Welt haben wir uns zu sehr auf die Effizienz und die Selbstheilungskräfte der Märkte verlassen. Das ist ein grundsätzliches Problem des ökonomischen Denkens. In den vergangenen 25 Jahren haben die Volkswirte mit immer ausgefeilteren mathematischen Modellen zu beweisen versucht, dass Märkte effizient sind und sich Übertreibungen von selbst korrigieren. Sie haben den Zentralbanken und Aufsichtsbehörden geraten, sich herauszuhalten. Heute erleben wir nicht nur eine Krise des Finanzsystems, wir erleben eine Krise bestimmter intellektueller Annahmen, die sich schlicht und einfach als falsch herausgestellt haben.“⁸

Der Siegeszug der Marktfundamentalisten

Anfang der Siebzigerjahre wurde in den USA die aus der Nachkriegszeit gewohnte Arbeitsteilung zwischen Markt und (Wohlfahrts-)Staat erstmals in Frage gestellt. Hatte sich sogar der republikanische Präsident Nixon noch als Keynesianer und damit als Befürworter von Staatsinterventionen bekannt, änderte sich das Meinungsklima nach dem Zusammenbruch des Nachkriegs-Währungssystems mit seinem an den Dollar – und damit indirekt an den Goldstandard – gebundenen Wechselkursen. Nun entschieden nicht mehr Politiker sondern Marktkräfte über Wechselkurse.

Auch zeigte sich nach dem Ölpreisschock von 1973 mit der ihm nachfolgenden Stagflation, dass der steigenden Arbeitslosigkeit und Inflation mit keynesianischer Nachfragesteuerung nicht mehr beizukommen war. Die Antwort des „Monetaristen“ Friedman und seiner Schüler („Chicago-Boys“) auf diese Situation lautete, die Regierung solle sich besser aus der Konjunkturpolitik heraushalten und sich auf ein moderates Wachstum der Geldmenge konzentrieren. Später wurde diese Strategie durch das Konzept der „Angebotsorientierung“ ergänzt.

1976 erhielt Milton Friedman den Wirtschaftsnobelpreis. Seine Theorie der Geldmengensteuerung wurde zum Leitmodell auch der europäischen Notenbanken. Schon zwei Jahre davor hatte die Verleihung des Nobelpreises an den gebürtigen Österreicher Friedrich August von Hayek eine Schneise für wirtschaftsliberale Theoriegebäude geschlagen. Bald darauf wurde zunächst in England und den USA und ab Mitte der Neunzigerjahre auch in Europa die wirtschaftsliberale Doktrin zur vorherrschenden Triebkraft politischer Reformen.⁹

⁸ Adair Turner, Gespräch in der ZEIT vom 4.06.2009, S 28

⁹ Nikolaus Piper, „Die unheimliche Revolution“, DIE ZEIT vom 5.09.1997, S 37

Über lange Zeit kam es nun nach schlechten Erfahrungen mit zu hohem Staatseinfluss zu erfolgreichen Reformen in Richtung Privatisierung, Liberalisierung und Deregulierung. In vielen Ländern Kontinentaleuropas gelang eine fruchtbare Synthese mit den dort vorherrschenden sozialmarktwirtschaftlichen Traditionen. Problematisch wurde die Sache erst, als die unbestreitbaren Erfolge im Lauf der Jahre zu einer unkritischen Monopolisierung marktfundamentalistischer Haltungen führte.

Der Wirtschaftspublizist Olaf Storbeck beschreibt das Problem der schleichenden Dogmatisierung wirtschaftsliberalen Denkens so:¹⁰ „Die Mainstream-Makroökonomien leben in einer Scheinwelt, die mit der Wirklichkeit nur zufällige Parallelen besitzt.“ In weiten Teilen der etablierten Makroökonomie habe sich eine fast religiöse Marktgläubigkeit etabliert. Aus der richtigen Erkenntnis, dass der Markt in den meisten Fällen die besseren Ergebnisse liefert, hätten liberale Ökonomen den falschen Schluss gezogen, dies sei immer und auf allen Märkten der Fall.¹¹

Schönheit mit Wahrheit verwechselt: die ausgeklammerte Wirklichkeit

Besonders fatal wirkte sich die um sich greifende Monokultur in den Wirtschaftswissenschaften auf die Finanzwirtschaft aus. Denn während in der Realwirtschaft die Messung konkreter Erfolge an tatsächlichen Umsatzerlösen, aufgewendeten Kosten und erzielten Erträgen letztlich immer für eine gewisse „Bodenhaftung“ der darauf angewendeten Theorien sorgt, drohen die Wertmaßstäbe in der Finanzwirtschaft zu entgleiten.

Schon nach Milton Friedmans Durchbruch tauchte die Frage auf, ob überhaupt und welche Geldmenge denn zu steuern sei. Diese Unschärfe wurde im Laufe der Zeit größer. Weitgehend ausgeblendet blieb der analytische Blick auf jene Mechanismen der ungezügelten Kredit- und Buchgeldvermehrung im Bankensystem, mit denen die Krise beschleunigt wurde.

So groß war das Vertrauen in effiziente Märkte, dass man zwar alles über die Mengen- und Preisbewegungen von Gütern und Dienstleistungen modellhaft abzubilden suchte, die Entwicklung der Asset-Preise jedoch ausgeklammert blieben. Diese müssen tatsächlich nicht gesondert Berücksichtigung finden, wenn effiziente Märkte bei vollständiger Information dafür sorgen, dass sie stets ein genaues Abbild der ökonomischen Wirklichkeit sind. Erst seit der Krise wird klar, dass es eben gerade die verzerrten Asset-Preise auf entfesselten Finanzmärkten waren, die das Funktionieren „rationaler“ Preisfindungsphasenweise ganz außer Kraft setzen konnten.

¹⁰ Olaf Storbeck, Die Jahrhundertkrise, Stuttgart 2009

¹¹ Olaf Storbeck, Ein Leben in der Scheinwelt, HANDELSBLATT vom 24./25.09.2010, S 10f.

Bis heute kommen jedoch in den Methoden und Modellen der Makro-Ökonomie, also jenem Teil der Volkswirtschaftslehre, der sich mit den Zusammenhängen zwischen gesamtwirtschaftlichen Größen befasst, Banken gar nicht oder nur ganz am Rande vor. So klammert etwa das makroökonomische Modell der Bank of England Finanzintermediäre – also Banken und andere Kapitalsammelstellen – explizit aus. Im „Beipackzettel“ liest sich das dann so: „The model is not, therefore, directly useful for issues where financial intermediation is of first-order importance“, mit anderen Worten: es kann zur Erklärung der Finanzkrise nichts beitragen.¹²

Ausgeklammert bleibt damit auch das gesamte Feld der finanzwirtschaftlichen Phänomene – vom irrationalen Überschwang über die Reflexivität des Marktverhaltens bis zur prozyklischen Kapitalaushöhlung. Die Schnittstellen zwischen der Finanzwirtschaft und der Realwirtschaft sind noch immer wirtschaftswissenschaftliches Neuland.

Zwar gibt es bedeutende Randfächer der Ökonomie, in denen die beobachtbaren neuen Wirklichkeiten wichtige Nischenplätze erobern konnten. Ein Beispiel dafür ist „Behavioral Finance“. In diesem verhaltenswissenschaftlich orientierten Fach werden menschliche Handlungsmuster in wirtschaftlichen Entscheidungssituationen untersucht, die über das vorherrschende Modell des stets rational handelnden „homo oeconomicus“ hinausgehen, indem sie Opportunismus, Machtstreben, Nachahmung oder auch Herdentrieb in finanzwissenschaftliche Modelle integrieren. Aber nur in raren Ausnahmefällen schaffen es die dort gewonnen Erkenntnisse in die heiligen Hallen der Reinen Theorie vom allzeit effizienten Markt.

Paul Krugman begründet dieses kognitive Ausblenden wesentlicher, für das Verstehen der Funktionsweise von Finanzmärkten unverzichtbarer Wirklichkeiten, mit der verführerischen Ästhetik der ökonomischen Modelle. Mit immer feineren Algorithmen wird darin – unter Ausblendung störender Abweichungen – nachgewiesen, dass sich zu jeder Zeit wegen der angenommenen Vollständigkeit der Information aller Marktteilnehmer „richtige“ Preise für jegliches Wirtschaftsgut, also auch für Finanzmarktprodukte, herausbilden.

“Economists as a group mistook beauty, clad in impressive-looking mathematics, for truth” meint Krugman dazu in jener Ironie, die ihm einen Nobelpreis einbrachte, der nicht nur seiner theoretischen, sondern auch seiner wirtschaftspublizistischen Leistung galt.¹³

Nobelpreise für die reine Lehre

¹² „The state of economics“, Economist vom 18.07.2009, S 69

¹³ Paul Krugman, „How Did Economist get it so wrong?“, Recherche 3/2009, S 4ff.

Die von Krugman apostrophierte Verwechslung von Schönheit mit Wahrheit stand jedenfalls einer ganzen Reihe von Nobelpreisverleihungen Pate. So etwa bei Myron Scholes, der 1997 für das bis heute meistverwendete Modell zur Berechnung von Optionspreisen ausgezeichnet wurde, mit dem sich die Welt der Derivate und Verbriefungen optimieren ließ. Weniger schön ist die bekannte Tatsache, dass ausgerechnet Scholes gemeinsam mit seinem Nobelpreis-Kollegen Robert Merton jenen Long-Term-Capital-Management (LTCM)-Fonds gegründet hatte, der 1998 bereits zu einem Beinahe-Zusammenbruch der Finanzmärkte geführt hätte.

Seit damals warnte Scholes glaubwürdig, weil aus eigener Erfahrung, vor der unterschätzten Gefahr überraschend ausbleibender Liquidität bei flächendeckendem Einbruch der Marktwerte von Finanztiteln. Im Vorfeld der Krise von 2007/8 blieb er jedoch ungehört.

Scholes wurde nach seiner LTCM-Erfahrung überdies zum Skeptiker jener verbreiteten „Value at Risk“-Modelle, mit denen die Banken ihren Eigenmitteleinsatz steuerten. Dahinter stand die Annahme, man könne für jede Asset-Klasse – also für jede Form der Veranlagung von Finanzmitteln – entlang des mit Ratings festgestellten Ausfallrisikos und der Laufzeit der Aushaftung einen exakten Risiko-Prozentsatz ermitteln.

Die fortschrittlichsten Banken entwickelten einen immer größeren Ehrgeiz, mit hohem technischem Aufwand und unter Einsatz brillanter Spezialisten möglichst täglich die Summe des gerade aushaftenden Risikos zu kennen. In perfekter Feinsteuerung konnte so das jeweils notwendig Maß der vorzuhaltenden Eigenmittel bestimmt werden – „überschüssige“ Mittel waren augenblicklich frei für weitere Expansion.

Wirklich sinnvoll einsetzbar sind diese Modelle allerdings nur unter der Nebenbedingung, dass die einzelnen Risikoklassen nicht untereinander korrelieren. In der Finanzkrise aber taten sie das auf heftigste: mit einem Mal deuteten alle Pfeiler in den Süden, sämtliche Wert-Indikatoren stürzten gleichzeitig ab. Zerstört war damit das jahrelang gepflegte, durchaus plausible Bild von einer idealen Investitionswelt, in der es gilt, Risiken möglichst breit zu streuen, um die Bank krisenfest zu machen.

Daraus erst nährte sich die Ambition, mit der nun auch mittelgroße, bisher im regionalen Umfeld gut verankerte Banken begannen, ihre Risiken zu diversifizieren. Um kein regionales „Klumpenrisiko“ zu haben, kauften sie sich in fremde Märkte ein, die sie zwar nicht kannten, die ihnen aber über verbrieft Wertpapiere Einstiegsmöglichkeiten boten. Angesehene Rating-Agenturen lieferten die dazugehörigen Bonitätseinschätzungen.

Schönwetter-Theorien im Realitätstest

Die vom Chicago-Ökonomen Eugene Fama stammende Theorie vom allzeit effizienten Markt¹⁴ bildete den theoretischen Background dieser heilen Welt der nicht-korrelierenden, diversifizierten Investitionsentscheidungen. Sie besagt nicht mehr aber auch nicht weniger, als dass der Preis eines Finanzproduktes – ob Anleihe oder Aktie – immer die gesamte zugängliche, für die Bewertung relevante Information enthält.

Unter der Voraussetzung vollständiger Information aber konnte es nie länger anhaltende Abweichungen vom „wahren“ Marktwert geben. Jede Marktunvollkommenheit – etwa ein vorübergehend zu niedriger Preis einer Aktie – würde von Investoren sofort erkannt und ausgenützt, sodass sich neue Gleichgewichte rasch wieder einstellen. Spekulative Blasen größeren Umfanges können in einer solchen Welt definitionsgemäß gar nicht entstehen.

Nun führen diese Konzepte in der großen Masse der vielen einzelnen Transaktionen, in denen die Preise für Währungs-, Zins- oder Rohstoffderivate und andere Finanzprodukte festgezurr werden, durchaus zu verlässlichen Ergebnissen. Das nährte fatalerweise die Illusion, die beste aller Finanzwelten sei ausgebrochen, in der jederzeit alles steuerbar ist und Preissignale immer das richtige Mengensignal geben.

Nachdem die damit einhergehenden Gefahren systemischer Verwerfungen jahrelang aus den Modellen herausgehalten wurden, entluden sich die über lange Zeit verdrängten Spannungen in einem Krisengewitter, wie es seit vielen Jahrzehnten nicht mehr vorgekommen war. All die wegen der Ausblendung hässlicher Wirklichkeiten so ästhetischen Gedankengebäude erwiesen sich in Wahrheit als Schönwetter-Theorien.

Es war der spätere Nobelpreisträger Joseph Stiglitz, der schon 1980 auf ein Modellparadoxon der Hypothese von der vollständigen Information in effizienten Märkten hinwies: Würden Preise immer alle Information beinhalten, könnte niemand aus einem Informationsvorsprung Vorteile ziehen. Es bedarf also zumindest kleiner Markt-Ineffizienzen, um Investoren den Anreize zu geben, durch ihr – in subjektiver Einschätzung auf besserer Information beruhendes – Handeln erfolgreich zu sein und damit einen Beitrag zur Findung eines neuen Marktgleichgewichtes zu leisten.

Die Beobachtung des Marktverhaltens von Börsenhändlern zeigte allerdings, dass es über kleine Ineffizienzen hinaus zu durchaus längeren Phasen der

¹⁴ Engl: Efficient market hypothesis (EMH)b

Marktverzerrung kommen kann. Spekulatives Verhalten im Sinne der von George Soros hervorgehobenen „Reflexivität“, also das Eingehen auf erwartete Reaktionen anderer Marktteilnehmer, kann dann zu immer größeren Ausschlägen der Preise führen, bis hin zu der von der vermuteten Bewertungs-Wahrheit längst abgehobenen „irrationalen Übertreibung“.

Irrationales Verhalten folgt dem Trend

Während sich solche Marktsituationen aufbauen, kann es für Investoren rational sein, so lange wie möglich dem – vermuteten – Trend zu folgen, statt der eigenen Einschätzung zu trauen. Damit wird aber der informierte Investor plötzlich zu einem die Märkte destabilisierenden Faktor. Er tut damit ziemlich genau das Gegenteil von dem, was die reine Lehre bis heute unterstellt.

Wie sehr selbst die geltenden Risiko-Begrenzungsmodelle der Banken die systemischen Risiken einer Destabilisierung ausblenden, zeigt die typischerweise gebotene Reaktion einer Bank auf schlechte Nachrichten zu einem bestimmten Wertpapier. Während es für den einzelnen Händler rational ist, auszusteigen, tun alle anderen Mitbewerber aufgrund des gleichen Informationsstandes dasselbe. Und weil jene, die in das Wertpapier bisher gar nicht investiert waren, diese Bewegung nach unten wahrnehmen und auf das Herden-Verhalten zählen, setzen sie vielleicht Instrumente ein, mit denen sie vom Kursverfall profitieren können. Derartige Abwertungsspiralen verstärkten sich in der Krise gegenseitig und beschleunigten den Weg in die Katastrophe. Eine Theorie, die sich an derartigen Wirkungsmechanismen vorbeiswindelt, sollte eigentlich ihr Erklärungsmonopol längst eingebüßt haben.

Robert Shiller, Professor an der Yale-University, brachte Jahre nach seinem prophetischen Bestseller über die „Irrational exuberance“ ein gemeinsames Buch mit George Akerlof, Professor an der University of California in Berkeley auf den Markt. Er nennt es in Anlehnung an eine Wortprägung von J.M.Keynes „Animal Spirits“.¹⁵ Keynes meinte damit alle jene starken psychologischen Kräfte, die auf Märkte einwirken. Er begründete nicht zuletzt damit seine Skepsis gegenüber unregulierten, entfesselten Finanzmärkten. Sie können mit ihrer geradezu triebhaften Eigendynamik der Realwirtschaft großen Schaden zufügen und begünstigen damit eine Wirtschaftsordnung des Casino-Kapitalismus.

Die ideologisch gefestigten Anhänger der Hypothese allzeit effizienter (Finanz-)Märkte lassen sich durch all diese Unebenheiten ihrer Theorie allerdings nicht irritieren. Für sie besteht auch nach dieser Krise mit ihren verheerenden Folgen

¹⁵ George A.Akerlof, Robert J.Shiller, Animal Spirits – Wie Wirtschafts wirklich funktioniert, Frankfurt, 2010

Grund zur Annahme, der Markt habe auch hier wieder Recht behalten – schließlich hätte er ja auf spekulative Blasen mit Preisverfall reagiert.

Allerdings wünschen wir uns wohl kaum eine Wirtschaftsordnung, die ständig von den manisch-depressiven Schwankungen der Finanzwirtschaft in ihrer Existenz bedroht ist. Viel spricht dafür, die für Märkte typischen Volatilitäten zu dämpfen, statt diese durch falsche, auf wirklichkeitsfremden Theorien beruhende Spielregeln noch zu forcieren.

Ein Modellversuch mit Finanzexperten

Einer jener wissenschaftlichen Ansätze, die sich nach der Krise darum bemühen, endlich auch die Wirklichkeit der Finanzmärkte in ihren Modellen vorkommen zu lassen, stammt von den in Princeton tätigen Ökonomen Markus Brunnermeier und Yuliy Sannikov. In ihrer Arbeit „Ein makroökonomisches Modell mit einem Finanzsektor“ lassen sie all jene Akteure, die das Geschehen auf den Kapitalmärkten prägen, mit den für sie typischen Handlungsweisen vorkommen.¹⁶

Wenig überraschend, aber eben doch erstmals in klassische Konzepte eingebaut, wird geschildert, wie sich die Finanzakteure aus Banken, Versicherungen oder Hedge-Fonds in Aufschwungphasen immer stärker verschulden, um die Rendite ihres Eigenkapitals dank hoher Fremdmittelhebel zu verbessern. Dabei handeln sie durchaus rational, denn sie würden zweifellos Wettbewerbsnachteile erleiden, wenn sie in dieser Phase nicht mit von der Partie wären. Ebenso rational ist es, Risiken durch Kreditversicherungen abzufedern oder über synthetische, forderungsbesicherte Wertpapiere an andere Marktteilnehmer weiterzuverkaufen.

Bricht allerdings der Markt ein, kommt es quer über den Gesamtmarkt zu „negativen Feedbackschleifen“. Der Grund für die hohe Korrelation der einzelnen Teilmärkte in der Krise liegt in dem Zwang aller Marktteilnehmer, sich zu entschulden und sich von möglichst vielen ihrer Aktiva zur gleichen Zeit wie die Mitbewerber zu trennen, um liquide zu bleiben – mit all den flächendeckend negativen, wertzerstörenden Folgen für die Realwirtschaft. Offen bleibt bis heute, welche Schlüsse aus dieser Modellbeschreibung gezogen werden.

Im Wettbewerb der Ideen – die Suche nach einem neuen Paradigma

Warnungen vor einer einseitigen Ausrichtung der Wirtschaftswissenschaften haben durchaus Tradition. Gemeinsam mit einer Gruppe anderer Ökonomen

¹⁶ Markus Brunnermeier, Yuliy Sannikov: A Macroeconomic Model with a financial sector, Princeton 2010

zeigten sich schon 1992 die Nobelpreisträger Paul Samuelson und Franco Modigliani im „American Economic Review“ über die Bedrohung der Wirtschaftswissenschaften durch ein „intellektuelles Monopol“ beunruhigt und forderten einen „pluralen Geist in den Wirtschaftswissenschaften, der unterschiedliche Ansätze würdigt und einen kritischen und toleranten Dialog untereinander mit sich bringt.“ Sie warfen den Mainstream-Ökonomen vor, zwar den freien Wettbewerb zu propagieren, diesen aber auf dem Marktplatz der Ideen nicht zuzulassen.¹⁷

Seit 2000 gibt es in Frankreich eine mittlerweile auch in Deutschland in Gang kommende Forscher-Fraktion, die sich als Bewegung „post-autistischer“ Ökonomen definiert. Sie setzen sich für eine Einbindung der Wirtschaftswissenschaft in die Gesellschaftswissenschaften ein, für interdisziplinäre Forschung gemeinsam mit Disziplinen wie Psychologie, Philosophie oder auch den Naturwissenschaften, insbesondere der Ökologie im Zusammenhang mit Fragen nach den Grenzen des Wachstums. Man mag über die pointierte, vielleicht auch etwas selbstgerechte Bezeichnung der Bewegung geteilter Meinung sein – sie ist jedenfalls ein Weckruf für die längst notwendige Erneuerung einer vom Sterben in Schönheit bedrohten, überholten Finanzmarktökonomie.

Woher soll Orientierung kommen? Von Carl Friedrich von Weizsäcker stammt die Beobachtung, dass die jeweils geltende, „normale“ Wissenschaft meist über längere Zeit mit einem Paradigma arbeitet, dessen letzte Rechtfertigung sie selbst nicht kennt und nicht befragt, solange es den Kredit des Erfolges genießt.

Abschied von wirklichkeitsfremden Theorien

Einer jener Querdenker, die uns das Einnehmen einer neuen Perspektive erleichtern, ist Nassim Taleb. Seine unkonventionelle Analyse über die Macht unerwarteter Ereignisse wäre wohl in Normalzeiten ein fachliterarischer Insidertip geblieben.¹⁸ Als Erklärungshilfe für die Ursachen der Krise jedoch wurde sie zum Welt-Bestseller.

Taleb warnt vor jenem falschen Sicherheitsdenken, das mit der Theorie stets effizienter Märkte verbunden ist. Es ist eine Illusion, in einem offenen Marktsystem Wertschwankungen und spekulative Ausschläge vermeiden zu wollen. Entscheidend ist, dass solche Ereignisse verkraftbar bleiben und nicht zu einer Krise des Gesamtsystems führen. Eben diese Grenzen der Verkraftbarkeit wurden aber mit der leichtgläubigen Deregulierung des Finanzsystems überschritten. Das Vertrauen auf wirklichkeitsfremde Wirtschaftstheorien führte

¹⁷ Vgl. auch Egon Matzner, „Wider die Behinderung von Wissen“, in DER STANDARD vom 22.01.1999

¹⁸ Nassim Taleb, Der schwarze Schwan, München 2008

zu immer größeren, inflationären Kredit- und Schuldenblasen „systemrelevant“ gewordener Banken. Diese wurden für sicher gehalten, solange sie sich im Rahmen der vorgeschriebenen Eigenmittel-Kontrollmarken bewegten.

Diese Kontrollmaßstäbe jedoch waren durch kapitalmarktorientierte Bilanzierung und blindes Vertrauen in Ratings in Wirklichkeit kraftlos. Der Kredithebel („Leverage“) des Finanzsystems wurde immer länger, die dadurch geschaffenen Ansprüche so lange höher, bis die unerfüllbaren Versprechen eine negative Spirale des Vertrauensverlustes ausgelöst haben.

Auch Taleb plädiert deshalb für die Redimensionierung eines Bankensystems, das sich über zu hohe Kredit- und Geldschöpfung von der Dynamik der Realwirtschaft viel zu weit entfernt hat. Es bedarf einer Korrektur jener finanzmarktpolitischen Weichenstellungen, die zur inflationären Expansion der Bankbilanzen durch Scheinvermehrung von Eigenkapital geführt haben. Wenn Banken sich wieder auf ihre Kernfunktionen für Unternehmen und Anleger konzentrieren, können sie nicht selbst zum Auslöser systemischer Risiken werden.

Vor allem aber warnt er von einer Fortsetzung der wirklichkeitsfremden Modellgläubigkeit, wenn er meint „Wir glauben zwar nicht mehr an die Unfehlbarkeit des Papstes, aber offenbar immer noch an die Unfehlbarkeit des Nobelpreis-Komitees“¹⁹

Wertschöpfung vor Geldschöpfung

Die Wiederholung einer Situation, in der eine selbstzweckhaft und dysfunktional agierende Finanzwirtschaft zu einer globalen Wirtschaftskrise führt, wird sich nur durch eine grundlegende Neuausrichtung der Rahmenbedingungen vermeiden lassen. Zwar haben Finanzpolitiker im Zusammenspiel mit Notenbankern einen Total-Zusammenbruch der Finanzmärkte verhindert. Dies geschah jedoch um den Preis einer dramatischen Zunahme der Verschuldung der öffentlichen Haushalte. Für eine zweite Rettungsaktion in vergleichbarer Dimension stehen keinerlei freie Mittel mehr zur Verfügung.

Die Finanzmärkte müssen auf Basis einer erneuerten Finanzmarkt-Theorie wieder in die Lage versetzt werden, vorrangig und nachhaltig ihre vitalsten Funktionen für die Bedürfnisse der Unternehmen und Privatpersonen zu erfüllen. Es zahlt sich aus, das Bankensystem unter Verzicht auf allzu temporeiche, überkomplexe Finanzinnovationen auf seine Kernfunktionen zurückzuführen und die jedem Finanzsystem innewohnenden Risiken durch

¹⁹ Nassim Taleb, *Der schwarze Schwan*, München 2008, S 350

kluge Spielregeln wirksam abzufedern, statt sie durch falsche Anreize noch zu verstärken. Vorbild für diese Transformation ist jenes erfolgreiche Zusammenspiel von Banken und Unternehmen, wie es jahrzehntelang für das kontinentaleuropäische Universalbankensystem kennzeichnend war – aber eben unter den neuen, herausfordernden Bedingungen einer globalisierten Weltwirtschaft.

Nur eine eindeutige Vorrangregel, die Wertschöpfung vor Geldschöpfung reiht, führt am Ende zu größerer Systemsicherheit. Mit einer solchen Abkehr von dogmatischer Kapitalmarkt-Orientierung ist allen geholfen, sowohl den Unternehmen und ihren Beschäftigten als auch den Anlegern und Kreditnehmern in den Privathaushalten.