

## BÜCHER

### Dieses Mal ist alles anders?

Rezension von: John Kenneth Galbraith, Eine kurze Geschichte der Spekulation, 2. Aufl. (engl. Orig.: A short history of financial euphoria, 1990), Eichborn, Frankfurt am Main 2010, 123 Seiten, ISBN 978-3-821-86511-9, € 14,95;

Norbert Häring, Markt und Macht, Schäffer-Poeschel, Stuttgart 2010, 286 Seiten, ISBN 978-3-791-02986-3, € 19,95;

Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff, Dieses Mal ist alles anders: Acht Jahrhunderte Finanzkrisen, 3. Aufl. (engl. Orig.: This time is different, 2009), FinanzBuch Verlag, München 2010, 555 Seiten, ISBN 978-3-898-79564-7, € 34,90;

Nouriel Roubini, Stephan Mihm, Das Ende der Weltwirtschaft und ihre Zukunft (engl. Orig.: Crisis economics, 2010), Campus, Frankfurt am Main 2010, 449 Seiten, ISBN 978-3-593-39102-1, € 24,90;

Stephan Schulmeister, Mitten in der großen Krise: Ein „New Deal“ für Europa, Picus Verlag, Wien 2010, 159 Seiten, ISBN 978-3-854-52586-8, € 9,90;

Andrew Ross Sorkin, Die Unfehlbaren, 4., erg. Aufl. (engl. Orig.: Too big to fail, 2009), 608 Seiten, DVA, München 2010, ISBN 978-3-421-04488-4, € 24,99.

Entfesselte Finanzmärkte haben den unbestreitbaren Vorteil, dass es nie langweilig wird, zumindest für Sozialwissenschaftler nicht, insbesondere Ökonomen, die Hypothesen, Vermutungen, Interpretationen und Gestaltungsvorschläge vortragen und anhand einer sich ständig überraschend wandelnden Realität abgleichen können. Leider stehen dem hohe Kosten für die Allgemeinheit, Risiken bis hin zum Untergang des Euro usw. entgegen. So folgt nun dank der Lastenumschichtung auf die Steuerzahler und einer wenig durchdachten Architektur des Eurosystems auf die große Finanzmarktkrise unmittelbar die Staatsschuldenkrise.

Ein wirklicher Krisengewinnler ist Stephan Schulmeister, der seit 1972 neben zahlreichen Lehrtätigkeiten am österreichischen WIFO u. a. einen Schwerpunkt auf Spekulation auf den Finanzmärkten legt. In Zeiten der Deregulation waren seine Analysen in der Öffentlichkeit weniger gefragt, heute ist es umgekehrt. Er bemerkt in seinem gut verständlichen und niveauvollen Buch zutreffend, dass in Europa die entscheidungsrelevanten Akteure selbst nicht mein(t)en, ein neoliberales Programm zu verfolgen und es z. B. in schöne Titel wie dem der sozialen Kohärenz verpackten. Doch die Wahrheit sei nach Hegel konkret, von „den Maastricht-Kriterien, über die Arbeitsmarktreformen, die Umstellung der

Pensionssysteme, die Privatisierungen bis hin zur Senkung von Sozialleistungen zwecks Minderung der Anreize zur Arbeitslosigkeit, das alles folgt neoliberalen Leitlinien“ (S. 72).

Der Verlauf der Diskussion über die Ursachen der Finanzmarktkrise folgte überhaupt dem paradoxen Verhaltensmuster der Lernhemmung: „Ist der erste Schock am Beginn einer Krise vorbei, so reagieren die Eliten mit dem Versuch, das Unangenehme zu verleugnen oder zu verdrängen. Gleichzeitig steigt das Bedürfnis nach Sicherheit. Beides stärkt die Tendenz, zum Status quo ante zurückzukehren, also jene Bedingungen wiederherzustellen, die vor der Krise herrschten.“ (S. 23) So habe sich an den gesamtwirtschaftlichen und -gesellschaftlichen Veränderungen vom Real- zum Finanzkapitalismus, deren Unterschiede er idealtypisch und im Einzelnen (Aufgabe fester Wechselkurse, kurzfristige Spekulation mit Finanzderivaten usw.) auch hinsichtlich der bedenklichen Verteilungswirkungen beschreibt, wenig geändert.

Doch der Autor belässt es nicht bei der Kritik. Sein Buch enthält viele die Finanzmärkte betreffende Reformvorschläge. So könnte sich eine gewisse Preisstabilisierung wichtiger Güter wie einiger Rohstoffe über die Notierung in einem Währungskorb z. B. der vier wichtigsten Währungen, und nicht nur in Dollar, als sinnvoll erweisen (S. 85). Die Einführung einer generellen Finanztransaktionssteuer, langfristige Abkommen über den Erdölpreis, eine schrittweise Harmonisierung der sozialen und ökologischen Standards in Europa usw. werden ange-dacht oder gefordert und in Umsetzungsschritte für Österreich konkretisiert. Doch im Unterschied zum politischen *Establishment* entwirft er das Gesamtprogramm eines europäischen *New Deal* mit den Schwerpunkten Umweltschutz, Verbesserung der Infrastruktur, des Bildungssystems, Verbilligung der Wohnmöglichkeiten v. a. für Jüngere, Milderung der Ungleichheit usw., d. h. eine gezielte Umlenkung von Spekulations- auf Realkapitalinvestitionen, bei denen dem Staat eine stärkere lenkende und finanzierende Rolle zukommt.

Natürlich kann man Schulmeister vorwerfen, die guten alten Rezepte der Sozialdemokratie zu beschwören, aber es fällt dem Rezensenten angesichts der Folgerscheinungen des Finanzkapitalismus schwer, hierin einen Fehler zu erkennen, zumal er hinsichtlich des Umweltaspekts und der Reformulierung auf der EU-Ebene neue Elemente hinzufügt (die Frage, ob eine wie auch immer ausgerichtete Wachstumswirtschaft die Klimakatastrophe verhindern kann, sei hier ausgeklammert).

Die Frage stellt sich allerdings, ob Schulmeister hinsichtlich Inflation, Gesamtverschuldungsgrad, Dummheit und Egoismen nationalstaatlich orientierter Politiker und Zinspolitik nicht keynesianisch etwas zu großzügig ist. Seine teilweise Begeisterung für die amerikanische Notenbankpolitik des billigen Geldes und der (in den USA: begrenzten!) Direktalimentierung an den Staatshaushalt (die von kritischen US-Ökonomen nicht als der Weisen Schluss, sondern als Ausdruck der Direktbedienung durch die Finanzoligarchie gedeutet wird, siehe Simon Johnson), sein 1%-Vorschlag für die Leitzinsen (bei 2% tolerierter Inflation und Wachstumsrate) und der Vorschlag von gemeinschaftlich garantierten Eurobonds sind doch fraglich angesichts der jüngeren Querelen.

Sein Vorschlag der Direktfinanzierung der Staaten durch die EZB im Euroraum, d. h. die Zuführung frischen Geldes direkt an den Staat ohne erhebliche Zinszah-

lungen und Abhängigkeit von den Finanzalchimisten, verdient Beachtung, könnte aber, wenn schon, radikalisiert werden: Die EZB gibt den einzelnen Ländern jedes Jahr ein kostenloses Geschenk (weder Tilgung noch Zinszahlungen) an frischem Geld. Die Zuführung müsste sich allerdings nach Ansicht des Rezensenten am Potenzialwachstum der Länder orientieren, und als Gegengeschenk sollten die einzelnen Staaten eine Schuldenbremse einführen (keine Neuverschuldung mehr). Ein solcher Ansatz würde im Falle Deutschlands für 2010 ein Geschenk von ungefähr 50 Mrd. Euro ausmachen, d. h. fast genau in Höhe der deutschen Neuverschuldung (die ohne Finanzkrise realistische 5 Mrd. Euro betragen hätte, d. h. für „Schulmeister-Investitionen“ eine Menge übrig wäre). Auf jeden Fall hat Schulmeister einen wichtigen Kontrapunkt gesetzt, der vom vorherrschenden Reform-Minimalismus erfreulich abweicht und zum Weiterdenken anstiftet.

Als historische Weitung des Blicks und in gewisser Entsprechung zu Schulmeister, kann hier im Vorübergehen nur auf die elegante, mit einem treffenden Vorwort von U. J. Heuser versehene, Übersetzung einer kurzen, eher entlegenen, aber inhaltsreichen Schrift von Galbraith Senior hingewiesen werden, der mehr auf den psychologischen Faktor (übersteigerte Wellen des Optimismus und Pessimismus) abhebt, aber auch den realen Zyklus spekulativ aufgeblähter Vermögenswerte, soziostrukturelle Ursachen wie Umverteilung durch Steuererleichterungen, immer neue *Leverage*-Produkte, unausgeglichene Zahlungsbilanzen, im Nachhinein die Suche nach Sündenböcken zur Vermeidung drastischer Reformen und der meist niedrige Zustand der ökonomischen Intelligenz (Beharren auf Effizienzmarktmodellen gestern und heute) analysieren.

Auch in diesem Bereich hat Schulmeister durch die Entwicklung eines alternativen Forschungsprogramms gearbeitet und an anderer Stelle drei Idealtypen unterschieden: Die Welt des neoklassischen Nirwana (Welt 0), die vorherrschende fundamentalistische Sicht mehr oder weniger effizienter Märkte (Welt I) und das Bullen-Bären-Paradigma (Welt II), das auch Veblen, Keynes, Galbraith u. a. teilen und in dem Herdenverhalten, Unsicherheit, heterogene Erwartungen und überschießende Preise eine zentrale Rolle spielen. Seine Unterscheidung wird ausdrücklich in mehreren heterodoxen Arbeiten zur Finanzkrise aufgegriffen.<sup>1</sup>

Andrew Ross Sorkin beschreibt auf der Ebene der unmittelbaren Ereignisse unter dem treffenden deutschen Titel „Die Unfehlbaren“, wie Banker und Politiker nach der Lehman-Pleite darum kämpften, das Finanzsystem und sich selbst zu retten. Wie Gabor Steingart in seinem Vorwort zu Recht hervorhebt, handelt es sich um ein Geschichtsbuch, eine Chronik des katastrophalen Versagens in einer anarchischen Welt des Wahnsinns, aufbauend auf einer Ideologie der Selbstregulierung der Märkte und Menschen, die dann durch rücksichtsloses Verhalten und unkontrollierbare Exzesse hervorstachen, was schließlich in einer Verstaatlichung der Unvernunft endete. Sorkin zeigt, dass auf die 30 bis 40 Menschen, die im Zentrum der Entscheidungsmacht an den Finanzmärkten (v. a. in den USA) standen und stehen, man hinsichtlich einer Reform der Finanzmärkte nicht zählen kann. Sorkin, dem von einigen eine zu verständnisvolle Haltung gegenüber den Finanzakteuren vorgeworfen wird, resümiert nach mehreren hundert Interviews, dass die Meister des Universums jede Schuld von sich weisen, sich für unfehlbar halten, es für ihre riesigen Egos immer einen nächsten *Deal* gibt

und das Ethos gilt, dass Gier immer gut ist, dass also derjenige, der andere in die Pfanne haut oder austrickst, bewundert werden muss. Bedürfte es eines lebensweltlich-hermeneutischen Beispiels, das die reale Existenz der Finanzmarkt-Welt II belegt, so muss man nicht mehr lange suchen.

Implizit teilt auch Roubini (und der Journalist und Mitautor Stephen Mihm), Professor an der Stern School of Business der New York University und u. a. umtriebiger Vorsitzender eines Beratungsunternehmens, die Sicht der Welt II mit manisch-depressiven Erscheinungen, ohne sie aber, wie z. B. Schulmeister, in einer methodisch und substanziell elaborierteren Form paradigmatisch entfaltet zu haben. Aber immerhin: „Die Krise, die im Jahr 2007 begann, war keine Ausnahme, Jahrzehnte des Marktfundamentalismus legten den Grundstein für den Zusammenbruch, da vermeintliche „Reformer“ die während der Weltwirtschaftskrise geschaffenen Regeln für das Bankwesen aushöhlten und die Wall Street Wege fand, die verbleibenden Wege zu umgehen ... Die Krise hat diesem Glauben [an die Wunder deregulierter Märkte] einen schweren Schlag versetzt. Bislang hat sich aber noch kein Ersatz dafür gefunden.“ (S. 358 und 363)

Die Autoren sehen die staatlichen Rettungsaktionen nach der Finanzkrise sehr kritisch, da sie die Akteure in Zukunft zu riskanterem Verhalten herausfordern und die Aufblähung der Geldmenge und indirekt hohe Staatsdefizite zu noch größeren und gefährlicheren Spekulationsblasen führen dürften. Hier deutet sich die undogmatische Position Roubinis an, der keynesianische, aber auch monetaristische (Milton Friedman) und bestimmte österreiche Theorielelemente (Ludwig von Mises) als sich ergänzend ansieht.

So stehen sie auch den großzügigen Aktionen der FED, die in Teilen zu einer gigantischen *Bad Bank* mutiert, sehr kritisch gegenüber: Bestanden ihre Verbindlichkeiten früher fast ausschließlich aus solchen der amerikanischen Regierung, so füllte sich der Tresor zwischenzeitlich mit Vermögenswerten aus der Konkursmasse der Finanzkrise: Neben Schuldtiteln von Fannie Mae und Freddy Mac fanden sich Neuerwerbungen mit Eigenheimhypotheken, Autokrediten und mit durch Kreditkartenforderungen besicherte Wertpapiere. „Die zwielichtigsten Papiere waren jedoch die CDOs und andere explosive Anlagen, wie sie die Notenbank im Zuge der Rettung von Bear Stearns und AIG übernommen hatte ... Anders als im Fall der meisten anderen Aktiva „besitzt“ die amerikanische Notenbank diese Papiere über drei Gesellschaften mit beschränkter Haftung namens Maiden Lane I, II und III. Diese werden von BlackRock Financial Management privatwirtschaftlich geführt ... In der Summe waren diese konventionellen und unkonventionellen Maßnahmen ein massiver und beispielloser Eingriff der Notenbank in das Finanzsystem.“ (S. 209) Die Autoren diskutieren auch denkbare Maßnahmen, die die Notenbank *nicht* unternahm, wie den Direktankauf von Aktien, wobei Hongkong 1998 als Vorbild dient, wo die Regierung einen ordentlichen Gewinn einfuhr.

Es bedarf auf jeden Fall zunächst einer gewandelten Einstellung gegenüber den Aufsichtsbehörden und dem Erfordernis von Regulierung überhaupt. „Bis vor Kurzem mussten sich die Mitarbeiter der Finanzbehörden noch erzählen lassen, wie dumm sie doch seien, weil sie nicht in die Privatwirtschaft wechselten. Dass sie Pappnasen seien, die mit den Finanzgenies der Wall Street nicht mithalten könnten. Schlimmer noch: Man sagte ihnen, dass sie für die schöne neue

Welt der Finanzinnovationen hinderlich und lästig seien.“ (S. 293)

Trotz einer Fast-Kernschmelze „verhallen die dringenden Rufe nach Reformen im Laufe des Jahres 2010, und die Neuordnung der Finanzaufsicht steht noch aus. So schnell, wie der Soldat im Schützengraben seinen Schwur vergisst, ein besseres Leben zu führen, sobald das Feuer eingestellt wird, so schnell arrangiert sich offenbar die Politik mit dem Status quo“. (S. 247) Ohne eine Anpassungsdeflation und z. B. eine 25%ige Arbeitslosigkeit scheint schnell wieder Reformmüdigkeit eingetreten zu sein, und wie nach dem Ende des IT-Booms wird den Folgen einer geplatzten Blase mit dem Aufbau einer neuen Blase noch größeren Ausmaßes begegnet. Dem sollen ihre Vorschläge entgegenwirken.

Eine einfache erste Entspannung „ließe sich zum Beispiel über Auflagen erreichen, die kurzfristige Kreditaufnahme zu verringern. Das heißt, Banken sollten die Laufzeiten ihrer Verbindlichkeiten deutlich verlängern. Eine Bank, die ihre Kredite einmal im Jahr verlängern muss, bekommt nicht so schnell Liquiditätsprobleme wie ein Institut mit täglicher Prolongation“. (S. 279)

Roubinis Glaube an die überragende Intelligenz, den Erfindungsreichtum und die Innovationsfähigkeit der Finanzbranche im Auffinden von Schlupflöchern und Umgehungsstrategien bei der Suche nach neuen Spekulationsfeldern bei raffinierter Regulation ist fast grenzenlos, sodass selbst eine angemessene und komplizierte Regulation (z. B. Basel II oder die Reformen in den USA im Juli 2010) eine Illusion sei, die zudem bei den Akteuren zu einem Risikominderungsglauben führe. „Banker und Händler haben ein außergewöhnliches Talent dafür, auch die ausgefeiltesten Regelungen zu unterlaufen. Dieses Problem, das auch als „Regulierungsarbitrage“ bezeichnet wird, muss die Politik in den Griff bekommen, wenn Reformen Wirkung zeigen sollen ... Heute besteht Einigkeit darüber, dass diese Schattenbanken derselben Regulierung unterworfen werden müssen wie normale Banken.“ (S. 285)

Roubini fordert daher eine Zerschlagung der Großbanken inklusive Schattenbanken, da sie nicht nur zu groß für einen Bankrott, sondern auch zu komplex seien, um vernünftig geführt zu werden. Aber der Text bleibt nicht nur bei dieser Frage auch im Ungefähren. Die konkrete Größenbeschränkung wird nicht durch eine Zahl kondensiert, nur eine Liste der mit Sicherheit „zu großen Banken“ wird geboten (S. 306), unter ihnen die Bank of America, Wells Fargo, BNP Paribas, Goldman Sachs, d. h. Finanzkonglomerate, die weit über der 100-Milliarden-Grenze liegen. Auch spielen die Autoren mit dem Gedanken, die Eigenkapitalvorschriften differenziell, in Abhängigkeit von der Größe, so auszugestalten, dass es zur „Selbstzerschlagung“ kommt. 20% Eigenkapitalanteil (an den gewichteten Assets?) wird als Vermutungszahl in den Raum geworfen, aber darauf hingewiesen, dass die Pflicht zur Verdoppelung in der Schweiz auf 10,5% und zusätzlichen 9% bedingten Pflichtwandelanleihen für UBS und Credit Suisse ganz und gar nicht diese selbstauflösende Wirkung entfaltetete.

Daneben wird auch die Überlegung angeführt, einer Regulierungsbehörde eine bestimmte Autorität zu verleihen, um im Bedarfsfall eine Zerschlagung vorzunehmen und sich dabei nicht an der Monopolstellung, sondern daran zu orientieren, „ob die betreffende Bank zu groß für einen Konkurs ist“ (S. 307). Diese Option wird nicht näher operationalisiert und gleich wieder in Frage gestellt, da einige der potenziell Betroffenen den Versuch wohl abwehren könnten. Dann

wird vermerkt, dass „dieser Ansatz vielleicht am besten in Kombination mit einer anderen, ebenso radikalen Strategie: der Zerschlagung der Großbanken“ wirke. Sind diese Strategien eher komplementär oder substitutiv zu verstehen? Letztlich bleibt ein wenig offen, wo es nun genau hingehen soll. Unter dem Gesichtspunkt des Opportunismus der Selbstvermarktung hat diese leichte Fuzzyness den Vorteil, dass Roubini als sehr auf die öffentliche Meinung achtender Teilzeitunternehmer und Wissenschaftler später melden kann, seine Vorschläge wären in etwa übernommen worden. Falls sie dann nicht helfen sollten, kann er darauf verweisen, er habe ja im Grunde mehr gefordert.

Eindeutig fällt zumindest die dank der Zerschlagung realistische Regel aus: Es gibt für Investmentbanken keine Einlagensicherung und keine anderen *bail-outs*, ohne wenn und aber. „Zur Einlagensicherung und zum staatlichen Sicherheitsnetz dürften ausschließlich Geschäftsbanken Zugang haben. Alle anderen Institute – Investmentbanken, Hedge-Fonds, Versicherungen und Kapitalbeteiligungsgesellschaften – wären auf sich gestellt.“ (S. 310) In diesem Zusammenhang wird von ihnen auch über die Trennung und Abschirmung der Geldkreisläufe der Geschäfts- und Investmentbanken nachgedacht (*ring fencing*) und folgende Forderung formuliert: „Um jegliche Verquickung zwischen diesen beiden Gattungen zu vermeiden, dürften Investmentbanken bei versicherten Geschäftsbanken keine [Übernacht]Kredite mehr aufnehmen.“ (S. 309) Man könnte diese Forderung der Autoren natürlich ausweiten: Geschäftsbanken sollen generell keine Kredite an Investmentbanken vergeben.

Die Autoren weisen völlig zu Recht auf die nicht immer angemessen gewürdigte Krisenursache der Aufnahme kurzfristiger, liquider und günstiger Mittel hin, die in langfristige, illiquide Anlagen wandern, was dann bei einer auch nur kurzfristigen Unterbrechung beim Zwang ständiger, revolvingender Neuaufnahme der kurzfristigen Mittel schnell zu Illiquidität führt. Hieraus folgt, „dass Investmentbanken von jeder kurzfristigen Kreditaufnahme ausgeschlossen werden sollten. Wenn sie sich langfristig in nicht liquiden Anlagen engagieren wollen, müssen sie sich das Geld dafür durch die Ausgabe von Aktien oder langfristigen Anleihen beschaffen. Diese Reform würde das Finanzsystem entflechten und die Gefahr der systemübergreifenden Dominoeffekte verringern ... Wie die Investmentbanken sollten aber auch die Hedge-Fonds keine kurzfristigen Kredite bei Banken und anderen Finanzunternehmen aufnehmen dürfen. Stattdessen müssten sie sich alternative langfristige Finanzierungsquellen suchen“. (S. 309-310)

Bei Verbriefungen erweisen sie sich großzügiger. Sie wollen diese nicht generell untersagen, sondern sprechen sich für eine größere Standardisierung aus, ohne hierbei in die Details zu gehen. Es wird in diesem Kontext das von den Autoren nicht direkt angesprochene Problem zu berücksichtigen sein, dass Investmentbanken und das Schattenbanksystem nicht die traditionellen Banken über den ‚Wettbewerb‘ (laxere Regulationsvorschriften) aus dem Markt drängen, wie dies vor 1999 in den USA zu beobachten war. Hieraus könnte folgen, dass Girokonten nur von den Geschäftsbanken verwaltet werden dürfen.

Zur Vermeidung von Interessenwidersprüchen fordern die Autoren des Weiteren, dass Beratung und Eigenhandel der Investmentbanken zu trennen sind. Das Gegenargument, *Market Maker*-Funktionen seien wichtig, ist an sich richtig, sie sollten aber von nur hierfür zuständigen Institutionen ausgeübt werden, um

Interessenkonflikte auszuschließen. Ferner sollen Investmentbanken Erstemissionen vornehmen und Fremdkapital platzieren, nicht aber gleichzeitig den Verkauf der neuen Aktien oder von Anleihen übernehmen dürfen, da hiermit ungerechtfertigte Gewinnmitnahmen verbunden sind. Unabhängige *Broker* sollten als Verkäufer auftreten. Ihnen und den Investmentbanken ist der Eigenhandel nicht erlaubt. So „sollte den Investmentbanken jede Art des riskanten Eigenhandels untersagt werden, und sie sollten sich nicht mehr als Hedge-Fonds und Kapitalbeteiligungsgesellschaften beteiligen dürfen. Stattdessen sollten sie sich auf ihr früheres Kerngeschäft beschränken, also auf die Kapitalbeschaffung und die Platzierung von Wertpapieren. Eigenhandel und Hedge-Fonds-Geschäfte, wie sie derzeit von vielen Investmentbanken betrieben werden, sollten stattdessen auf Hedge-Fonds beschränkt werden“. (S. 309-310) Mit diesen Maßnahmen würden die exorbitanten Gewinne der Investmentbanken auf ein moderates Niveau sinken, da ihre legale Ausbeutung einer privilegierten Marktstellung und von Informationsvorteilen wohl stark begrenzt würde.

Die Verfasser fordern darüber hinaus weitergehende Funktionsdifferenzierungen zwischen den einzelnen Finanzmarktinstitutionen. „Weitere Kategorien wären Versicherungen und Kapitalbeteiligungsgesellschaften. Keinem dieser Unternehmen sollte es gestattet sein, sich auf Aktivitäten jenseits ihres Kerngeschäfts auszudehnen. Versicherungen dürften keinen Eigenhandel betreiben, Geschäftsbanken, Investmentbanken oder Hedge-Fonds keine Versicherungsgeschäfte. Kapitalbeteiligung beschränkt sich auf Kapitalbeteiligungsgesellschaften. Ein Unternehmen, das einer Kategorie angehört, darf sich nicht in Sparten betätigen, die in eine andere Unternehmenskategorie fallen.“ (S. 310).

Man sollte – über die Autoren hinausgehend – Fonds hinzufügen, die heute oft mit Banken verbunden sind (wie der DWS der Deutschen Bank), was zu vielfältigen Interessenkonflikten führen kann. Auch Fonds stellen eine eigene Kategorie dar und sind auf ihr Kerngeschäft zu beschränken. Allen Akteuren der genannten Kategorien wäre nach Ansicht des Rezensenten zu untersagen, Geschäftsbeziehungen zum grauen Sektor der Finanzmärkte mit nicht registrierten und nicht regulierten, oft in Steueroasen ansässigen Akteuren und Institutionen zu unterhalten.

Auch die automatische Umwandlung von Schuldtiteln in Eigenkapital (Aktien) als neuartige Wandelanleihen (*contingent convertible bonds*, kurz *cocos*) wird von ihnen vorgeschlagen, so dass den Kreditoren unmissverständlich klar wird, dass sie einen Teil des Risikos zu tragen haben. Man kann aber zu bedenken geben, dass die Spezifizierung des Konversionsereignisses schwierig sein dürfte und eventuell Investoren (z. B. Pensionskassen) durch den Umwandlungszwang in einen Strudel gerissen werden und so letztlich die Verluste wieder beim Staat landen.

Es erstaunt, dass Roubini und Mihm, die ansonsten zu den radikaleren Reformern gehören, Derivaten gegenüber eine milde bis ambivalente Haltung einnehmen. „Die meisten Derivate funktionieren nämlich ohne schädliche Nebenwirkungen. Einzig die Auswüchse, die bestimmte Derivate verursachen können, müssen unter Kontrolle gebracht werden.“ (S. 270) Ohne weitere Begründung meinen sie, Zins- und Währungsderivate könnten weiterhin auch im Freiverkehr gehandelt werden, nur Kreditderivate nicht, auch der OTC-Handel (*Over-the-*

*Counter*) sei unverzichtbar. Erfreulich wäre ihre Abwicklung über eine *Clearing*-Stelle, die auch nicht alle Probleme löse, weshalb sich eine Anhebung der Einschusserfordernisse empfehle, ohne dass die Autoren verraten, um wie viel genau oder ungefähr.

Im Unterschied zu ihrer sonstigen generösen Haltung gegenüber Derivaten sollten Ausfallversicherungen (CDS: *Credit Default Swaps*) am besten ganz verboten werden. Sie wenden sich nur dagegen, dass man sich versichern könne, ohne das Versicherte zu besitzen (so dass man z. B. allen Grund hätte, ein versichertes Haus anzuzünden). Warum man dann nicht nur CDS ohne *Underlying* verbieten sollte, wird nicht erläutert. Könnte man CDS-Verträge nicht verbieten, so sollten sie nach Roubini auf Hedgefonds und andere Risikoinstitutionen als (Ver)Käufer begrenzt werden.

Das wichtige Thema der Derivate im Allgemeinen spielt bei Roubini und Mihm insgesamt kaum eine Rolle, und die Reformvorschläge sind trotz ihrer teilweisen Brisanz generell sehr kurz gehalten und machen insgesamt keinen wirklich durchdachten Eindruck. In den Kapiteln 8 und 9 zu den nötigen Finanzmarktformen hätte man sich mehr anstelle des weniger ergiebigen weltökonomischen Streifzugs ab Kapitel 10 mit 80 Seiten gewünscht, wodurch der Text etwas laudend und zentrale Bereiche (Basel II oder III) besonders cursorisch und viele Forderungen (z. B. keine Vorzugsaktien beim Kernkapital zu berücksichtigen) ohne Erläuterung und Begründung einfach statuiert werden. Der heiklen Frage, wie formale Risikobewertungsmodelle (*Value-at-Risk*) einzuschätzen sind, wird durch Allgemeinplätze aus dem Weg gegangen („Modelle sind immer nur so gut wie die Menschen, die sie einsetzen“, 280). Über Derivate scheinen sich die Autoren letztlich nicht recht schlüssig zu sein, ihr explosives Wachstum scheint sie schließlich doch etwas zu irritieren: „Von einem Versicherungsinstrument haben sie sich zu einem reinen Spekulationsinstrument gewandelt, das für die oftmals naiven Investoren – zum Beispiel die Manager von Rentenfonds – ein gewaltiges Risiko darstellen.“ (S. 273; man vergleiche das obige Zitat von S. 270)

Auch könnte eine gewisse Schwäche ihrer Vorschläge darin bestehen, eine Reihe diskretionärer Entscheidungen durch – wenn auch unabhängig gedachte – Regulierungsbehörden treffen lassen zu wollen, z. B. dynamische Eigenkapitalanpassungen oder variable Mindestreserven für Finanzaktiva zur Vermeidung prozyklischer Effekte, wobei sich immer die Frage stellt, ob Regulierungsbehörden die Chuzpe haben, die Musik herunterzudrehen, wenn der Tanz gerade richtig beginnt. Generell ist aber doch positiv festzuhalten, dass ihr Buch durch die Forderungen der Größenbegrenzung, der Kategorienfokussierungen zur Reduzierung der Verflechtungen und ihre weiteren Vorschläge trotz gewisser Schwächen und Großzügigkeiten zu den wenigen Beiträgen gehört, die sich den außer Rand und Band bewegenden Finanzmärkten offen zuwenden.

Carmen Reinhart (Universität Maryland) und Kenneth Rogoff (Harvard Universität) untersuchten in einem stark beachteten, oft zitierten und viel gelobten Buch Finanzkrisen der letzten acht Jahrhunderte. „Die Finanzkrise der letzten Jahre ist die gravierendste globale Finanzkrise seit der Großen Depression, egal ob man sie nach Tiefe, Ausbreitung und (potenzieller) Dauer der begleitenden Rezession oder nach ihrem gewaltigen Effekt auf die Assetmärkte misst. Diese Krise stellt in der globalen Wirtschaftsgeschichte eine historische Herausforderung dar.“ (S.



298) Sie wird von den Autoren zu Recht als „Zweite Große Kontraktion“ nach der Großen Depression der 1930er-Jahre bezeichnet.

Ein wesentliches psychologisches Element beim Aufkommen von Finanzkrisen besteht im immer wieder anzutreffenden „Dieses Mal ist alles anders“-Syndrom, das Reinhart und Rogoff nicht nur im Buchtitel, sondern auch in seinen vielen Begründungsvarianten vorstellen und für wesentlich erachten, wenn z. B. in astronomische Höhen schießende Vermögenswerte für ‚normal‘ gehalten werden.

Es fragt sich, warum nicht durch Ordnungspolitik Crashes wie 1987 als Beispiel für außergewöhnliche Extremereignisse vermindert oder verhindert werden können. Aus einer ihrer Tabellen (S. 295) geht zunächst hervor, dass es zwischen 1945 und 2008 bis Mitte der 1970er-Jahre, d. h. in der Phase eines stufenflexiblen Wechselkurssystems und starker Kapitalmarktkontrollen, praktisch keine Bankenrisen in den 66 von ihnen berücksichtigten Ländern gab, was sich dann markant ändern sollte.

„Seit dem Zweiten Weltkrieg bestand die häufigste politische Antwort auf eine systemische Bankenkrise (sowohl in entwickelten als auch in aufstrebenden Ökonomien) in der Schnürung eines Rettungspakets für den Bankensektor (mit unterschiedlichem Erfolg), sei es durch den Ankauf von faulen Aktiva, gelenkten Fusionen zwischen sogenannten „Bad Banks“ und relativ soliden Finanzinstituten, eine direkte Übernahme durch den Staat oder eine Kombination aus diesen Maßnahmen. Oftmals hatten solche Schritte umfangreiche fiskalische Konsequenzen.“ (S. 250) Nachdrücklich belegen sie den Anstieg „dramatischen Ausmaßes“ (S. 255) der Staatsverschuldung um durchschnittlich 86%, nicht nur bedingt durch die Kernkosten der Rettungspakete, sondern durch Steuermindereinnahmen mit zahlreichen Inzidenzwirkungen, die meist nicht in die (Folge) Kostenrechnungen der Finanzkrise einbezogen werden.

Trotz ihrer zum Teil interessanten Ergebnisse dokumentiert ihr Beitrag doch auch die negativen Folgen reiner Datenhuberei, mit einem immensen Datensatz mit 250 Auslandsschuldenkrisen über 8 Jahrhunderte und 66 Länder und deren Staatsschulden, Inflationsraten, Währungskrisen, Inflationen, Zinssätze und Rohstoffpreisen. Der Datenanhang umfasst mehr als 100 Seiten. Doch irgendwie enttäuscht das langatmige Buch der beiden renommierten Betriebswirtschaftsprofessoren. Finanzkrisen sind ihrer Ansicht nach unberechenbar und schädlich, sie entstehen durch Vertrauensentzug. Exzessive Schulden sind schlecht, wer zu hoch verschuldet ist, für den sind Probleme vorprogrammiert. Eine internationale Kontrollbehörde und ein supranationaler Rahmen zur Durchsetzung grenzüberschreitender Schuldverträge wären sinnvoll, Reputation spielt auch eine Rolle usw. Alles wohl wahr, aber langt das und braucht man zu diesen Erkenntnissen ein gigantisches *datamining*?

Was dem Buch völlig fehlt, sind theoretische Begründungen, Vermutungen und Zusammenhänge. Ab wann wird es für ein verschuldetes Land kritisch, gibt es einen Unterschied in der Bedeutung der Inlands- im Vergleich zur Auslandsverschuldung? Ist es wichtig, ob eine eigene Notenpresse vorhanden ist und flexible oder fixe Wechselkurse vorherrschen? Die private Gesamtverschuldung der Amerikaner betrug 1993 80% des BIP, 2006 130%. Waren 80% schon zu viel, oder liegt der Rubikon bei 100%? Liegt diese Grenze z. B. bei EU-Ländern niedriger, da sie keine Souveränität über die Notenpresse haben? Wird durch

das Anwerfen der Notenpresse das Verschuldungsproblem nur vertagt, so sehen es die Autoren ohne Erklärung, oder wie in den USA seit 220 Jahren kunstvoll abgefedert?

Da diese Fragen nicht beantwortet werden, kann man sich nur über die sehr unterschiedlichen kritischen Schuldenschwellen wundern und Unterschiede zwischen der Verschuldungsgeschichte verschiedener Länder wie Griechenland und Österreich unerklärt zur Kenntnis nehmen. Warum legen die Autoren die Schwelle zur Hyperinflation auf 40%? Aus den riesigen Listen und Tabellen (z. B. zu Auslandsverschuldungskrisen und Umschuldungen) ergießen sich die Zahlen, doch welche Bedeutung haben sie und welche Zusammenhänge bestehen zwischen den Variablen?

Etwas spannender wird es in Teil V auf den letzten 100 Seiten zur aktuellen Finanzkrise, in dem es um *Benchmarks* für die vergleichende Einschätzung der Finanzkrise geht. Aus der Sicht der manisch-depressiven, spekulativen Welt II Schulmeisters ist natürlich die bereits erwähnte Tabelle zu den zwischen 1948 und 1972 nicht vorhandenen Bankenkrisen interessant. „Diese Ruhe lässt sich vielleicht zum Teil durch das weltweit boomende Wirtschaftswachstum, aber womöglich noch besser durch die (unterschiedlich ausgeprägte) Repression der einheimischen Finanzmärkte sowie strikte jahrelange Kapitalkontrollen nach dem Zweiten Weltkrieg erklären.“ (S. 296) Diese Frage zu verfolgen, wäre verdienstvoll. Aber die Autoren haben keine theoriegeleiteten Fragestellungen und Erklärungen, um dem nachzugehen. Vielleicht auch wegen des Umstandes, dass sie im Grunde ihres Herzens recht marktliberal eingestellt sind (siehe die Bemerkungen, öffentliche seien häufiger das Problem als private Schulden, und ihr harmonisches Bild der Banken, die in normalen Zeiten artig auseichende liquide Mittel vorhalten), biegen sie die Frage mit folgendem Satz ab: „Damit wollen wir aber nicht andeuten, dass derartige Repressionen und Kontrollen der richtige Umgang mit dem Risiko einer Finanzkrise sind.“ (S. 296) Stattdessen leiten sie platt empiristisch Zusammenhänge aus unmittelbar Beobachtbarem wie dem BIP-Wachstum ab und verallgemeinern: „Meistens beginnt eine Finanzkrise erst, nachdem ein realer Schock die Konjunktur beeinträchtigt. Sie ist daher eher ein Verstärkungsmechanismus als ein Auslöser.“ (S. 311)

Auch ihre Aussage, dass Finanzkrisen üblicherweise ein massiver Anstieg der Immobilienpreise vorausgeht, mag für einige Länder wie die USA zutreffen, es geht aber nicht markant aus der von ihnen präsentierten Kurve des allgemeinen durchschnittlichen Verlaufs bei Bankenkrisen in entwickelten Ökonomien hervor (Tabelle auf Seite 310, noch deutlicher der Länderüberblick auf Seite 342). Die öffentliche Verschuldung ist ihnen „ein fast universeller Vorläufer“ der Finanzkrise (S. 313), ab wann es kritisch wird, bleibt offen. Auch wäre die Frage interessant, wie oft eine erhöhte Staatsverschuldung wieder im Konjunkturaufschwung ohne Krise entschärft wurde und inwiefern sie eine notwendige und/oder hinreichende Bedingung darstellt. Die Autoren legen größtes Gewicht auf dauerhafte fiskalische Nachhaltigkeit, sie können das aber nicht begründen und vernachlässigen die sich wandelnde Struktur der Finanzmärkte bei ihrer Datenauswertung, die sie nur gelegentlich unter dem Stichwort *Financial Engineering* streifen.

Die Nachwirkungen von Finanzkrisen sind zählebig: Immobilienpreise sinken gute sechs Jahre lang, die Aktienkurse brechen über 50% ein, das reale BIP in

zwei Jahren um durchschnittlich fast 10%. Die Staatsverschuldung steigt in den drei Folgejahren um mehr als 86%, nach 1945 dauert es nach Krisen in der Regel 4,4 Jahre, bis die Wirtschaftsleistung wieder auf Vorkriegsstand ist, usw. Schaut man sich aber die Länderwerte an, so überrascht weniger der Durchschnitt, als vielmehr die Streubreite, die den Leser fragen lässt, ob nicht der Einbezug der institutionellen Besonderheiten der Länder mindestens genauso wichtig wie der statistische Datenrasenmäher ist: So hatte Spanien (Bankenkrise in 1977) ein Jahr vor der Krise ein Fiskaldefizit von -3,9%, 1977: -3,1%, drei Jahre nach der Krise + 0,8%, Schweden 1990: + 3,8%, Krisenjahr 1991: -11,6%, 1996: -15,4%, Fiskalüberschüsse wiesen vor der jeweiligen Finanzkrise Chile, Finnland, Indonesien, Malaysia, Mexiko u. a., kurz: die Mehrzahl der angeführten Länder auf.

Die Beobachtung des durch aktiven Interventionismus bedingten *trade-off* zwischen höherer Arbeitslosigkeit und längerer Dauer (vor 1945) versus höhere Staatsverschuldung (nach 1945) wäre der analytischen Diskussion wert gewesen, er wird aber nur kurz angetippt und später vor verfrühtem Eigenlob nach der Finanzkrise gewarnt. Auch hier streuen die Standardkennzahlen um einen breiten Fächer: Japan und Korea erholten sich bei ihren Krisen nach 1945 nach zwei Jahren, Kolumbien und Argentinien brauchten acht Jahre. Ihre Kombination von Banken- und Währungskrisen, Inlands- und Auslandsschulden sowie Inflationskrisen in diese Faktoren vereinenden BCDI-Index ist wenig originell und aussagekräftig.

Am Ende ihrer langen Reise fragen die Autoren im 17. Kapitel, was man gelernt hat und was zu tun sei. Eine internationale Aufsichtsbehörde mit statistischem Sammel- und Auswertungstrieb wird gefordert, bei Banken Krisen stehen für Frühwarnsysteme „die realen Immobilienpreise fast an der Spitze der zuverlässigen Indikatoren, noch vor der Leistungsbilanz und den Aktienkursen, und zwar weil sie weniger Fehlalarme auslösen“ (382). Überraschenderweise weichen sie hier neben dem Problem, dass schwarze Schwäne immer in anderer Verkleidung um die Ecke kommen können, deutlich von den sonstigen makroprudenziellen Vorschlägen, den „*credit-cum-equity-indicators*“ ab (so Norbert Borio von der „Bank für Internationalen Zahlungsausgleich“), die in ihrem langen Buch überhaupt nicht erwähnt werden. Diesen Finanzökonomen gelten die Koexistenz eines ungewöhnlich schnellen Anwachsens von Krediten im Privatsektor und ein Ansteigen der Aktienpreise als zentrale Warnsignale.

Kommt hier doch eine gewisse ideologische Voreingenommenheit zum Tragen (siehe das Lob höher entwickelter Kapitalmärkte bei der Diskussion von Währungszusammenbrüchen und die prinzipielle latente Skepsis gegenüber Fiskalimpulsen, S. 386 und 394)? So verläuft das Buch hinsichtlich der Lehren schlussendlich unverbindlich im Sande, indem plötzlich auf den ansonsten in ihrem Buch keine Rolle spielenden irrationalen Überschwang rekurriert und bemerkt wird, „so kann auch ein Finanzsystem unter dem Druck der Gier, der Politik und der Gewinnerzielung zusammenbrechen, unabhängig von der scheinbaren Güte der Regulierungen.“ (S. 396) So endet Datenhuberei in Fatalismus, was eine sehr bescheidene Konklusion aus der Analyse von Finanzkrisen aus acht Jahrhunderten wäre. Bei der ersten großen Depression fielen die Reaktionen (Fisher, Keynes) konstruktiver aus. Auch so gesehen stimmt der Titel ihres Buches: Dieses Mal ist alles anders. Mit diesen kritischen Bemerkungen sollte

gezeigt werden, dass nicht in wirtschaftshistorische und institutionelle Zusammenhänge eingebettete Datenserien wenig erhellend wirken und ohne explizite theoretische Überlegungen, z. B., ob deregulierte Finanzmärkte nun wilde oder zahme Märkte sind, in der Regel zu rein ideologischen oder nichtssagenden Politikempfehlungen führen.

Von einem anderen Kaliber ist das Buch von Norbert Häring, Redakteur beim Handelsblatt, der die seiner Meinung nach u. a. die Finanzkrise mit verursachende *Mainstream*-Ökonomie, insbesondere die neoklassische (Lehrbuch)Ökonomie, kritisch ins Visier nimmt, in der das Phänomen der Macht zugunsten einer Welt machtfreien und somit gerecht erscheinenden Markttausches keinen Platz findet. Nicht zufällig nimmt die Finanzbranche einen überproportionalen Anteil im Buch ein, da sie mit ihrer Chance, über fremdes Geld zu verfügen, an der Spitze der Machthierarchie steht. Macht definiert er generell als die Fähigkeit der Drohung oder Nutzung mit negativen Sanktionen (Kreditverweigerung, Entlassungsdrohung usw.), wobei man der anderen Seite einen Schaden zufügen kann, der größer ist, als der, den man als Reaktion selbst zu erwarten hat. Eine Stärke des Buches besteht in den vielen praktischen Beispielen, mit denen Häring das Bestehen von Machtverhältnissen exemplifiziert. Man merkt dem Buch auch an, dass der Autor als Redakteur einer Wirtschaftszeitung in Frankfurt nahe am Puls des Zeitgeschehens ist.

Macht besteht für den Autor in folgenden Formen: 1. Das Weitergeben bzw. Zurückhalten von Information, um das Verhalten einer anderen Person zu beeinflussen; 2. *Insider*-Macht und Wissen dank Informationsasymmetrien, d. h. ein eigentlich unlauterer Wissensvorsprung (*insider enrichment*); 3. Kontrolle darüber, womit sich das politische System befasst, um zu beeinflussen, was dabei herauskommt; 4. auf höherer Ebene die Macht, die Vorlieben und Ziele anderer Menschen und ihre Auffassungen darüber, was ethisches Tun beinhaltet, zu beeinflussen. Anhand unzähliger Beispiele zeigt Häring, dass Machtausübung keine Ausnahmeerscheinung, sondern in vielfältiger Form die alltägliche Basis des Handelns der Finanzmarktakteure darstellt. Macht verläuft hierbei insbesondere auf zwei Achsen: zum einen unmittelbare ökonomische Informationsvorteile betreffend, zum anderen hinsichtlich der Vorteile, die aus politisch-kulturellen Einflussmöglichkeiten resultieren. Als ein Beispiel für die erste Achse analysiert Häring *Insider*-Macht, bei der Großbanken einen Informationsvorsprung dank der Einsicht in die Bücher ihrer Kunden besitzen, die für erträgliche Eigengeschäfte (*frontrunning*) genutzt werden kann.

Kapitel 2 untersucht die Macht der Manager und die Debatte um *Corporate Governance*, *Shareholder Value*, Bonuszahlungen und die Kontrolle der Manager. Kapitel 3 untersucht die schöne Theoriewelt des vollkommenen Wettbewerbs und der Realität, Kapitel 4 geht auf Macht auf dem Arbeitsmarkt ein. Kapitel 5 bietet eine prononcierte kurze Dogmengeschichte, die die auch äußeren Einflüsse auf die heute vornehmlich durch die amerikanische Ökonomie bestimmten Wirtschaftswissenschaften nachzeichnet und ihre schönfärbende Harmlosigkeit und Legitimationsfunktion für real existierende Machtverhältnisse auch angesichts der in/direkten Finanzierung (Stichwort: Drittmittel) erklärt. Ein Unterkapitel ist überschrieben: „Wes Brot ich ess, dess Lied ich sing.“ Kapitel 6 widmet sich abschließend der Staatsmacht und der Frage, wie man mit Geld

politische Protektion erkauff.

Häring konnte nicht ahnen, wie fast punktgenau sein Buch, an dem er seit Längerem arbeitet, auf die Finanzkrise folgt. Die gelegentlich sehr mutigen und drastischen Zustandsbeschreibungen und Kritiken am ökonomischen *Mainstream* in Theorie und Praxis, die ohne Finanzkrise an einigen Stellen als Übertreibungen erscheinen mochten, wurden so realökonomisch plausibilisiert. Doch der Autor belässt es nicht bei Kritik, sondern er macht auch wirtschaftspolitische Vorschläge zu einer Fundamentalreform v. a. der Finanzmärkte. So greift der Autor den Vorschlag einer 100%igen Mindestreserve auf (ursprünglich nach H. Simons und I. Fisher), um die Macht der Banken durch den Prozess der Giralgeldschöpfung zu beenden und den ausufernden Kreditzyklen und Verschuldungspyramiden drastische Grenzen zu setzen (da Geld auf Girokonten nicht weiter ausgeliehen werden dürfen und nur erfolgte Spareinlagen für die Kreditvergabe genutzt werden dürfen).

Für die zukünftige Gestaltung der Finanzmärkte und der Gesellschaft insgesamt dürften die Beiträge von Schulmeister, Roubini und Mihm vor dem historischen Hintergrund Galbraiths, Reinharts und Rogoffs und dem Sittengemälde Sorkins wertvolle und komplementäre Anregungen enthalten, die nach Häring auch eine bisher völlig fehlende Neujustierung der Wirtschaftswissenschaften mit beinhalten müsste.

Helge Peukert

### **Anmerkung**

<sup>1</sup> Siehe z. B. Helge Peukert, Die große Finanzkrise (Marburg <sup>2</sup>2011) Kapitel 3.