
Minsky, die globale Finanzkrise und der nächste Finanz-Crash

Rezension von: Randall Wray, *Why Minsky Matters. An Introduction to the Work of a Maverick Economist*, Princeton University Press, Princeton 2016, 273 Seiten, gebunden, € 25,65; ISBN 978-0-691-15912-6.

Einleitung

Warum haben nahezu alle *Mainstream*-ÖkonomInnen die globale Finanzkrise 2008/09 und ihre verheerenden gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen nicht ansatzweise kommen sehen? Wray zufolge hätte unter neoklassisch ausgerichteten ÖkonomInnen angesichts der Heftigkeit und Tiefe der Krise keine derart breite Verwunderung um sich gegriffen, wenn diese mit den Arbeiten von Hyman Minsky vertraut gewesen wären.

Minsky ist v. a. für seine „*financial instability*“-Hypothese bekannt. Diese besagt, dass die Krisenanfälligkeit des modernen kapitalistischen Systems systemimmanent ist, weil sich bereits in einem Boom im Finanzsystem Instabilitäten aufbauen. Der Autor des vorliegenden Bandes, Randall Wray, ist Professor für Ökonomie am Bard College in New York und prominenter Vertreter der „Modern Monetary Theory“ (MMT);¹ er liefert eine bestechend klar formulierte, von ökonomischem Jargon befreite Einführung in Minskys Werk. Der Fokus des Buches liegt darin, Minskys Theorie mit den tatsächlichen wirtschaftlichen und wirtschaftspolitischen Entwicklungen seit der globalen Finanzkrise in Bezug zu setzen.

Minsky, der von 1919 bis 1996 lebte, war zeitlebens vom *Mainstream* weitgehend ignoriert worden. Mit der globalen Finanzkrise rückte er jedoch posthum kurzfristig in den Fokus, weil sowohl akademische als auch im Finanzsektor beschäftigte *Mainstream*-ÖkonomInnen in ihrem Erklärungsnotstand für die sich vor ihren Augen abspielenden Krisenereignisse auf Minskys Werk zurückgriffen.² Dennoch ist festzuhalten, dass Minskys Schaffen heute weiterhin großteils übergangen wird: Abgesehen von der „*financial instability*“-Hypothese ist seine Arbeit zur Geldtheorie, zur langfristigen Transformation des Wirtschaftssystems und zu Armut und Arbeitslosigkeit nach wie vor weitgehend unbekannt, wenn man von einem kleinen Zirkel postkeynesianischer ForscherInnen absieht, die sich schon lange mit Minsky beschäftigen.³ Das Anliegen von Wray, einem ehemaligen Studenten und wissenschaftlichen Assistenten Minskys, besteht darin, das Werk von Minsky einer breiteren Leserschaft zugänglich zu machen.

Nährboden für Instabilität

Minsky lehnte den theoretischen Zugang neoklassischer Modelle ab, in denen die Selbstregulierungskräfte von Märkten stets eine Rückkehr zum Vollbeschäftigungsgleichgewicht ermöglichen, sobald externe Schocks wie eine Finanzkrise nicht mehr wirken. In Minskys Theorie zeichnet sich eine monetäre kapitalistische Wirtschaft gerade dadurch aus, dass die Marktkräfte destabilisierend wirken und durch regulierungs- und wirtschaftspolitische Interventionen gezähmt werden müssen. Der Glaube an die stabilisierenden Kräfte lax regulierter Finanzmärkte sei deshalb grundfalsch.

Die Saat der Instabilität wird laut Minsky bereits im wirtschaftlichen Aufschwung gelegt. In Phasen scheinbar relativ großer Stabilität verblassen mit der Zeit die Erinnerungen der FinanzmarktakteurInnen an die Finanzkrisen der Vergangenheit. Dementsprechend nimmt die Risikoneigung zu: Auf der stetigen Suche nach höheren Erträgen werden die Finanzierungspraktiken immer aggressiver; Finanzinnovationen (z. B. die Entwicklung von Derivatprodukten wie vor der Finanzkrise 2008/2009) umgehen bestehende Regulierungen und erhöhen die Fragilität des Finanzsystems; und Deregulierungsmaßnahmen höhlen die Wirksamkeit von Regulierungsinstitutionen aus, die eigentlich verhindern sollten, dass sich das Risikoverhalten im Finanzsektor regelrecht aufschaukelt. Die Verschuldung nimmt rasant zu. Die Verschuldungspositionen der FinanzmarktakteurInnen wird im Fortlauf des Booms zunehmend prekärer; SchuldnerInnen sind auf immer weitere kurzfristige Kredite angewiesen, um überhaupt ihren Zinszahlungsverpflichtungen nachkommen zu können. Finanzgetriebene kapitalistische Ökonomien tendieren mithin laut Minsky stets zur Entwicklung „euphorischer Erwartungen“, auf deren Grundlage sich InvestorInnen und SpekulantInnen exzessiv verschulden.

Sobald der Finanzboom zu Ende geht – bspw. weil die GläubigerInnen erkennen, dass viele SchuldnerInnen ihre Zahlungsverpflichtungen nicht werden erfüllen können –, ist es den überschuldeten AkteurInnen nicht mehr möglich, neue Kredite aufzunehmen, um die alten Kredite abzubezahlen. Und damit beginnt die Phase des Abschwungs, in der die Entwicklungen im Finanzsystem ebenfalls prozyklisch

verlaufen: Die SchuldnerInnen im Privatsektor müssen ihre Ausgaben reduzieren und Assets verkaufen, um ihre Zins- und Tilgungszahlungen leisten zu können. Das Sinken der gesamtwirtschaftlichen Ausgaben reduziert Einkommen und Beschäftigung; ein Prozess, der wie in den 1930er-Jahren in eine Depression münden kann – charakterisiert durch eine Schuldendeflation, wie sie von Fisher (1933) beschrieben wurde: Die Vermögenspreise fallen aufgrund von Panikverkäufen in den Keller; die Folge sind zahlreiche Insolvenzen im Finanzsektor, welche das Risiko des Zusammenbruchs des gesamten Systems mit sich bringen. Der Privatsektor muss seine Ausgaben immer stärker senken; die Unternehmen kürzen angesichts bestehender Unsicherheiten ihre Investitionen, sodass der volkswirtschaftliche Output fällt und die Arbeitslosigkeit drastisch ansteigt. Durch die sinkenden Preise steigt die reale Schuldenlast, was wiederum den Schuldenabbau erschwert.

Die globale Finanzkrise 2008/09

Aus der Sicht von Minskys Theorie konnte in der globalen Finanzkrise 2008/09 eine Wiederholung der Großen Depression der 1930er-Jahre durch zwei große institutionelle Errungenschaften des 20. Jahrhunderts abgewendet werden: Zum einen wirkte die „*Big Bank*“ stabilisierend. Darunter ist die Funktion der Zentralbank als *Lender of Last Resort* zu verstehen, die in einer Finanzkrise in großem Ausmaß Liquidität bereitstellen muss, um den Systemzusammenbruch zu verhindern. Zum anderen sorgte *Big Government* dafür, dass der wirtschaftliche Einbruch nicht noch deutlich schärfer ausfiel: Die im Vergleich zu

den 1930er-Jahren stark ausgebauten Sozialstaaten in Europa und den USA stabilisierten in der Krise die Einkommen breiter Bevölkerungsschichten, weil in der Rezession die Steuerbelastung von Unternehmen und Haushalten automatisch sank und die staatlichen Ausgaben für Arbeitslosengeld und andere Sozialausgaben automatisch zunahmen.

In „Stabilizing an Unstable Economy“ (1986) argumentiert Minsky, dass hohe Budgetdefizite während einer Krise stabilisierende Effekte in dreierlei Hinsicht haben: Erstens wirken sie sich über einen keynesianischen Multiplikatoreffekt positiv auf Einkommen und Beschäftigung aus. Zweitens halten Defizite die Profitflüsse von Unternehmen aufrecht und stärken somit deren *Cashflow*. Drittens werden zur Finanzierung fiskalischer Defizite Staatsanleihen emittiert. Dadurch entstehen *safe assets*, die ebenfalls zur Stabilisierung der Wirtschaft beitragen, weil sie in private Portfolios aufgenommen werden können, die in Zeiten einer Finanzkrise oft mit „faulen Wertpapieren“ durchsetzt sind, die aufgrund von Kursverlusten abgeschrieben werden müssen(ten).

Neben der Bedeutung von *Big Bank* und *Big Government* zur Stabilisierung der Wirtschaft in Krisenzeiten lässt sich aus Minskys Theorie außerdem ableiten, dass die Regulierungsarchitektur des Finanzsektors fortlaufend an veränderte Praktiken und Regulierungsumgehungen des Finanz- und Schattenbankensektors angepasst werden muss, um dem Risikoverhalten der handelnden AkteurInnen und dem Aufbau exzessiver Verschuldungspositionen entgegenzuwirken. Finanzkrisen lassen sich nicht gänzlich verhindern, weil Finanzmärkte inhärent instabil

sind, wie etwa auch Charles Kindlebergers (1978) historische Analyse von Finanzmarktkrisen seit dem 17. Jh. zeigt. Minskys Werk verweist jedoch darauf, dass durch eine geeignete Regulierungsarchitektur die Wahrscheinlichkeit und der realwirtschaftliche Schaden von Finanzkrisen stark reduziert werden kann.

Zusammenfassend streicht Wray heraus, dass Minskys Theorie des Finanzzyklus treffend die Entwicklungen vor und nach der Finanzkrise 2008/09 zu erklären vermag. Steve Keen, der vielleicht prominenteste Vertreter von Minskys Theorie der finanzmarktbedingten Instabilität, war zudem unter den wenigen ÖkonomInnen, die angesichts der Zunahme der Privatverschuldung und der immer aggressiveren Finanzierungs- und Innovationspraktiken bereits im Vorfeld der globalen Finanzkrise 2008/09 vor schweren Turbulenzen im Finanzsektor und deren realwirtschaftlichen Konsequenzen gewarnt hatte.⁴

Keen gehört auch zu den wenigen, die eine Formalisierung von Minskys „*financial instability*“-Hypothese vorgelegt haben.⁵ Die Kritik von *Mainstream*-ÖkonomInnen, die Minskys Theorie ablehnen, weil diese „nicht formalisierbar“ sei, ist aus zwei Gründen fehlgeleitet: Zum einen, weil es grundsätzlich problematisch ist, nur jene Zusammenhänge zu berücksichtigen, die im engen Formalrahmen der *Mainstream*-Ökonomie abbildbar sind. Aus Sicht der pluralistischen Ökonomie kann auch nicht-formale Theoriebildung wertvolle wissenschaftliche Erkenntnisse liefern. Zum anderen, weil die „*financial instability*“-Hypothese sehr wohl modelliert werden kann: Kapeller und Schütz (2014) führen einige der oben kurz dargestellten Argumente

Minskys in Bezug auf den Finanzzyklus in ein postkeynesianisches *Stock-flow-consistent*-Modell ein, um zu zeigen, dass die Beschäftigung mit Minskys Werk einen wesentlichen Beitrag zum Verständnis der aktuellen Krise leisten kann.

Minsky zu Geld, Banken und Staat

Wray geht auf einige weitere Forschungsbereiche ein, in denen Minsky ebenfalls wichtige Beiträge geliefert hat. Zwei davon sollen im Anschluss noch kurz besprochen werden. Erstens ist da Minskys Vorschlag, der Staat solle als *Employer of Last Resort* fungieren. Die Eliminierung von unfreiwilliger Arbeitslosigkeit und Armut war für Minsky essenziell, um eine Stabilisierung der Wirtschaft gewährleisten zu können. Auch in der aktuellen heterodoxen Makroökonomie wird vor allem Einkommensungleichheit als Ursache und Katalysator des Aufbaus von exzessiver Verschuldung im Privatsektor, von gesamtwirtschaftlicher Fragilität und von Finanzkrisen diskutiert.⁶ Laut Minsky ist ein Vollbeschäftigungsprogramm das beste Instrument, um die Einkommensverteilung ausgeglichener zu gestalten und die makroökonomische Krisenanfälligkeit dadurch zu verringern. Denn der Abbau unfreiwilliger Arbeitslosigkeit würde dazu führen, dass der Konsum stärker aus laufenden Einkommen als aus Verschuldung finanziert wird; und dies mache eine *high consumption economy* stabiler.

Das Ankurbeln der Beschäftigung erfordert jedoch einen mutigeren und kreativeren Einsatz von expansiver Fiskalpolitik: Die Regierung müsse ein Beschäftigungsprogramm aufsetzen, in dem allen unfreiwillig Arbeitslosen, die im Privatsektor keine Beschäfti-

gung finden können, ein Arbeitsplatz zur Verfügung gestellt wird. Der Lohn für (ungelehrte) Arbeit sei von der Regierung zu setzen, und die Zahl der Arbeitsplätze müsse an die aktuellen Bedürfnisse angepasst werden. Angesichts der anhaltend hohen Arbeitslosigkeit in weiten Teilen Europas und in den USA seit der globalen Finanzkrise 2008/2009 haben einige Ökonomen ähnliche Vorschläge für eine *Employer of Last Resort*-Funktion des Staates gemacht. Tony Atkinson argumentiert in seinem Buch „Inequality. What Can be Done?“ (2015), dass vor dem Hintergrund von strukturellen Verschiebungen am Arbeitsmarkt – etwa im Hinblick auf eine Zunahme prekärer Beschäftigung – und angesichts der hinter ihren Möglichkeiten zurückbleibenden wirtschaftlichen Entwicklung in vielen Industrieländern ein staatliches Beschäftigungsprogramm erforderlich sei, um das Vollbeschäftigungsziel erreichen zu können.

Der zweite Forschungsbereich, der hier abseits der „*financial instability*“-Hypothese kurz angeschnitten werden soll, bezieht sich auf Minskys Arbeiten zu Geld und Bankenwesen. Minsky vertritt eine Theorieperspektive endogenen Geldes, in der das Geldangebot nicht exogen von der Notenbank gesteuert wird und der Geldbestand einer Volkswirtschaft nicht durch das Angebot von Geld, sondern durch die Nachfrage nach Geld bestimmt wird. Banken „kreieren“ Geld, indem sie *IOUs* begeben:

„*If there is a willing bank and a willing borrower, deposits will be created through ‚keystroke‘ entries to the borrower’s deposit account. The corresponding entry is on the bank’s asset side, as a loan is recorded.*“ (S. 97)

Minskys Ansichten zum Geldwesen

stehen wenig überraschend ebenfalls im Gegensatz zum monetaristischen *Mainstream*, der oftmals in der Vorstellung eines Geldschöpfungsmultiplikators verhaftet bleibt – wobei die Zentralbank die Geldbasis ausgibt, die dann von den Geschäftsbanken durch die Vergabe von Privatkrediten vervielfältigt wird.⁷

In diesem Zusammenhang ist eine Anekdote erwähnenswert, an die sich Wray aus seiner Zeit als Minskys Student erinnert. Minsky habe stets darauf gepocht, dass ökonomisches Denken auf der Grundlage einer Analyse der Bilanzen der relevanten AkteurInnen stattfinden sollte. Jede ökonomische Einheit – egal ob Firmen, Haushalte oder der Staat – hat eine Bilanz; und durch Überlegungen bezüglich der in dieser Bilanz enthaltenen *Assets* und Verbindlichkeiten könne die Wahrscheinlichkeit einer inkorrekten Analyse stark reduziert werden. Diese Herangehensweise zeichnet auch die „*Stock flow consistent*“-Modellierung in der postkeynesianischen Forschung aus, in der alle Strom- und Bestandsgrößen einer Volkswirtschaft integriert werden können.⁸ Wray betont jedoch zu Recht:

„Unfortunately, most people – including economists – do not think in terms of balance sheets. Economists often begin with the assumption that „money“ is dropped from helicopters – it falls into your hands as an asset.“ (S. 88)

Wrays Buch liefert einen gut strukturierten, verständlich geschriebenen Überblick zu Hyman Minskys Werk. Für heterodoxe ÖkonomInnen, die sich vertieft mit Minsky beschäftigen wollen, finden sich zahlreiche hilfreiche Literaturreferenzen – auch von Publikationen Minskys, die weniger bekannt

sind. Es muss jedoch nochmals darauf hingewiesen werden, dass es sich bei dem Buch um eine Einführung handelt. Jenen, die bereits mit Minsky vertraut sind, werden sich wahrscheinlich keine neuen theoretischen Einsichten eröffnen. Aufgrund des von Wray gewählten Ansatzes, die Beiträge Minskys stets auf die aktuelle Wirtschaftssituation zu beziehen – mit Fokus auf den USA –, geht ein wenig die Frage nach der historischen Spezifität von Minskys Beiträgen unter: Was waren die gesellschaftlichen, wirtschaftlichen und institutionellen Rahmenbedingungen, unter denen sich Minsky mit den von ihm als zentral erachteten Themen auseinandersetzte? Eine Antwort auf diese Frage bleibt das Buch weitgehend schuldig.

Ein möglicher Kritikpunkt besteht zudem darin, dass Wray zahlreiche Spekulationen darüber anstellt, was Minsky zur aktuellen Krise sowie zur Wirtschafts- und Regulierungspolitik der letzten Jahre gesagt hätte, wenn er noch am Leben wäre. Natürlich erscheint es zwar naheliegend und sinnvoll, Minskys Denken auf die globale Finanzkrise zu beziehen. Wo es in Bezugnahme auf Minskys Ideen um aktuelle Reformdebatten zum Finanzsystem geht, sollte man jedoch berücksichtigen, dass Wray hier auch seine eigenen Interpretationen und Ansichten einbringt, die nicht an allen Stellen zwingend mit der Minsky-Interpretation anderer ÖkonomInnen übereinstimmen müssen.

Philipp Heimberger

Literatur

- Atkinson, Tony, *Inequality. What Can Be Done?* (Cambridge, MA, 2015).
Cynamon, Barry; Fazzari, Steven, *Inequa-*

- lity, the Great Recession and slow recovery, in: *Cambridge Journal of Economics* 40 (2016) 373-399.
- Fisher, Irving, The Debt-Deflation Theory of Great Depressions, in: *Econometrica* 1/4 (1933) 337-357.
- Godley, Wynne; Lavoie, Marc, *Monetary Economics: An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth* (Basingstoke 2007).
- Kapeller, Jakob; Schütz, Bernhard, Debt, boom, bust: a theory of Minsky-Veblen cycles, in: *Journal of Post Keynesian Economics* 36/4 (2014) 781-813.
- Keen, Steve, Finance and economic breakdown: modeling Minsky's financial instability hypothesis, in: *Journal of Post Keynesian Economics* 17/4 (1995) 607-635.
- Keen, Steve, The Recession We Can't Avoid?, in: *Steve Keen's Monthly Debt Report* (November 2006); online: http://keenomics.s3.amazonaws.com/debtdeflation_media/2007/03/SteveKeenDebtReportNovember2006.pdf [zuletzt abgerufen am 28.3.2016].
- Keen, Steve, A monetary Minsky model of the Great Moderation and the Great Recession, in: *Journal of Economic Behavior & Organization* 86 (2013) 221-235.
- Kindleberger, Charles, *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises* (New York 1978).
- Krugman, Paul, Actually existing Minsky, The conscience of a liberal, in: *New York Times blog* (19.5.2009); <http://krugman.blogs.nytimes.com/2009/05/19/actually-existing-minsky/> [zuletzt abgerufen am 27.3.2016].
- Lavoie, Marc, Minsky's law or the theorem of systemic financial fragility, in: *Studi Economici* 29 (1986) 3-28.
- McCulley, Paul, The Shadow Banking System and Hyman Minsky's Economic Journey, in: *Research Foundation Publications* 5 (2009) 257-268.
- McLeay, Michael; Radia, Amar; Thomas, Ryland, Money creation in the modern economy, in: *Bank of England Quarterly Bulletin* Q1 (2014) 14-27.
- Minsky, Hyman, *Stabilizing an Unstable Economy* (New Haven 1986)
- Palley, Tom, Debt, Aggregate Demand, and the Business Cycle: An Analysis in the Spirit of Kaldor and Minsky, in: *Journal of Post Keynesian Economics* 16/3 (1994) 371-390.
- Perugini, Cristiano; Hölscher, Jens; Collie, Simon (2016) Inequality, credit and financial crises, in: *Cambridge Journal of Economics* 40/1 (2016) 227-257.
- Stockhammer, Engelbert, Rising inequality as a cause of the present crisis, in: *Cambridge Journal of Economics* 39/3 (2015) 935-958.
- Wray, Randall, *Modern Money Theory. A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems* (Basingstoke 2012).

Anmerkungen

- ¹ Siehe Wray (2012).
- ² Siehe z. B. Krugman (2009); McCulley (2009).
- ³ Siehe z. B. Lavoie (1986); Palley (1994).
- ⁴ Siehe z. B. Keen (2006).
- ⁵ Keen (1995); Keen (2013).
- ⁶ Siehe z. B. Cynamon, Fazzari, 2016; Perugini et al. (2016); Stockhammer (2015).
- ⁷ Siehe z. B. McLeay et al. (2014).
- ⁸ Siehe z. B. Godley, Lavoie (2007).