



**Die Ökonomen im Elfenbeinturm: ratlos -
Eine österreichische Antwort auf die
Krise der modernen Makroökonomik
und Finanztheorie**

Thomas Mayer
13/1

Freiburger
Diskussionspapiere
zur Ordnungsökonomik

Freiburg
Discussion Papers
on Constitutional Economics



Die ergänzte und überarbeitete Version des Textes wurde publiziert als:
Beiträge zur Ordnungstheorie und Ordnungspolitik, Band 177, Mohr Siebeck, Tübingen 2014.

Die Ökonomen im Elfenbeinturm: ratlos -- Eine österreichische Antwort auf die Krise der modernen Makroökonomik und Finanztheorie

Thomas Mayer

Senior Fellow des Center for Financial Studies an der Goethe Universität Frankfurt
Berater der Deutschen Bank

In dem 1968 erschienenen Film von Alexander Kluge („Die Artisten in der Zirkuskuppel: ratlos“), der mich zu dem Titel für die heutige Vorlesung inspiriert hat, geht es um die Verwirklichung einer noch nie da gewesenen Zirkusnummer gegen alle Widrigkeiten. Als das Projekt schließlich machbar scheint und die Premiere näher rückt, wird die junge Direktorin von Zweifeln geplagt und sagt es ab. Am Ende liquidiert sie den Zirkus und geht mit ihren Mitarbeitern zum Fernsehen. Kluge sagte über seinen Film, dass er aus der Frustration über die „Trapezakte der feinen Künste“ entstanden sei. Nach dem Scheitern des Projekts „Große Moderation“ und dem Beginn der großen Finanzkrise wäre eigentlich ein entsprechender Film über die moderne Makroökonomie und Finanztheorie fällig. Nur, wo könnten wir den Zirkusdirektor und seine Mitarbeiter am Ende hinschicken? In den Talkshows des Fernsehens sitzen heute schon genug ratlose Ökonomen und Vertreter anderer Professionen herum. Ein besserer Ort wäre die Schule, und zwar die österreichische Schule der Ökonomie. Lassen Sie mich erklären, wie ich das meine. Dazu werde ich zunächst auf die Fehler der modernen Makroökonomik und Finanztheorie eingehen, dann ältere Ansätze diskutieren, die zur Beantwortung der heutigen Fragen besser geeignet erscheinen und schließlich meine Vorliebe für die österreichische Schule als Modell für die Ökonomie heute begründen.

Die Fehler der modernen Makroökonomik und Finanztheorie

Nach einem langdauernden Streit zwischen den selbsternannten Erben Keynes und eher neoklassisch denkenden Ökonomen, der in den USA zur Kontroverse zwischen den „Salzwasserökonomen“ aus Boston und den „Frischwasserökonomen“ aus Chicago wurde, kam es im Verlauf der neunziger Jahre zum Kompromiss in der Neu Keynesianischen – neoklassischen, oder kürzer, neuen neoklassischen Synthese (NNS). Nach Goodfriend und King basiert diese Synthese auf vier Elementen: (i) der inter-temporalen Optimierung; (ii) rationalen Erwartungen; (iii) unvollständiger Konkurrenz; und (iv) Kosten bei der Anpassung von Preisen (Menükosten).¹ Es ist leicht zu sehen, dass die ersten beiden Elemente neoklassisch inspiriert sind und die letzten beiden keynesianisch. In einer späteren Beschreibung hat Michael Woodford darauf hingewiesen, dass (i) die intertemporale Gleichgewichtsanalyse sowohl kurz- und langfristige als auch mikro- und makroökonomische Elemente in einem Ansatz kombiniert; (ii) theoretische Modelle empirisch kalibriert werden; (iii) durch rationale Erwartungen der Lukas-Kritik Rechnung getragen wird während Preis- und andere Rigiditäten zumindest kurzfristig reale Effekte von Änderungen des Geldangebots zulassen; (iv) Wirtschaftsschwankungen in dem Modell durch verschiedene Schocks (statt nur einem realen oder monetären) entstehen können; und (v) die Zentralbank zwar die Inflation kontrollieren kann, aber diese in einem um Erwartungen erweiterten Phillips-Modell erklärt wird.

¹ Goodfriend, Marvin and Robert G. King, (1997), “The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy,” in Ben Bernanke and Julio Rotemberg, eds., NBER Macroeconomics Annual 1997. Cambridge, MA: MIT Press, 231-82.

Die NNS wurde im Verlauf der letzten beiden Jahrzehnte zum Arbeitspferd der Wirtschaftspolitik und fand insbesondere in die Politikanalyse und -umsetzung der großen Zentralbanken Eingang. Dort begründete sie einen konstruktivistischen Politikstil, in dem die Inflation am Ziel durch eine Glättung der Konjunkturschwankungen stabilisiert werden sollte. Die Zinspolitik wurde ganz praktisch durch die Taylor-Regel bestimmt, nach der der Zins durch eine zyklisch neutrale Komponente korrigiert um Abweichungen des BIP vom Produktionspotenzial und der tatsächlichen Inflation vom Ziel der Zentralbank bestimmt wird.

Angesichts der Annahme rationaler Erwartungen und effizienter Finanzmärkte (wo Menükosten kaum auftreten) spielte der Finanzsektor in der NNS keine besondere Rolle. Er war wie der Anhänger am Zugwagen der Realwirtschaft, immer folgsam und dienstbereit. Daher bedurfte es auch keiner besonderen Regulierung. Es genügte, wenn die Akteure einige betriebswirtschaftliche und rechtliche Grundsätze beachteten, die eine ordentliche Betriebsführung und faires Verhalten befördern sollten. Darüber hinaus sollten sie sich frei entfalten können. Denn bei rationalen Erwartungen und effizienten Märkten war jede über diese Grundausstattung hinausgehende Regulierung ja nur unnötig und hinderlich. Der Markt war zwangsläufig schlauer als jeder Regulator. Und natürlich brauchten sich weder Zentralbank noch Regulator um Vermögenspreise zu kümmern, denn diese kamen ja auf einem effizienten Markt so zu Stande, dass sich in ihnen alle verfügbaren Informationen widerspiegeln.

Zusammengenommen ergaben sich so aus der NNS drei konkrete und erfrischend einfache Anweisungen für die Politik:

- Die Geldpolitik soll ein Ziel für die Inflation verfolgen;
- Die Preise für Vermögenswerte können ignoriert werden; und
- Der Finanzsektor kann bei leichter Regulierung weitgehend sich selbst überlassen werden.

Zunächst schien es, dass eine Wirtschaftspolitik nach diesen Anweisungen besser als jemals in der Vergangenheit in der Lage wäre, inflationsfreies Wachstum und wirtschaftliche Stabilität zu befördern. Je länger die Phase der sogenannten „Großen Moderation“ (hohes und stetiges Wachstum bei niedriger Inflation) dauerte, desto fester wurde der Glaube, dass man damit ein Rezept gefunden hätte, um den Konjunkturzyklus zu überwinden. Den Höhepunkt dieser Kontrollillusion markiert ein Kommentar von Paul Krugman aus dem Jahr 1997:

“If you want a simple model for predicting the unemployment rate in the United States over the next few years, here it is: It will be what Greenspan wants it to be, plus or minus a random error reflecting the fact that he is not quite God.”²

Der Finanzsektor importierte gerne die hinter der NNS stehende ökonomische Theorie, ergab sich daraus doch die Rechtfertigung geringer Regulierung und einer aggressiven Expansion. Kombiniert man die Theorie der rationalen Erwartungen mit der These von der Effizienz der Finanzmärkte und nimmt an, dass die Verteilungsfunktion von Finanzmarktpreisen bekannt und idealerweise „normal“ ist, so kann man die Moderne Portfoliotheorie nach Harry Markowitz direkt für die Vermögensverwaltung, die Konstruktion strukturierter Produkte und die Risikosteuerung von Finanzinstituten anwenden. Das unter dem Namen „Value-at-risk“ (VaR) bekannt und populär gewordene Model für die Risikosteuerung suggeriert, dass die Geschäftsleitung zu jeder Zeit und mathematisch präzise wissen kann, wie wahrscheinlich ein

² “Wenn Sie ein einfaches Model zur Prognose der Arbeitslosigkeit in den USA in den nächsten paar Jahren wollen, dann ist es das: Sie wird so hoch sein, wie Greenspan es will, plus-minus eines zufallsbedingten Irrtums, der dem Umstand Rechnung trägt, dass Greenspan noch nicht ganz Gott ist.”
Slate, 7. Februar 1997
(http://www.slate.com/articles/business/the_dismal_science/1997/02/vulgar_keynesians.html)

Verlust in einer bestimmten Größenordnung ist. Mit diesem Pseudowissen ausgestattet kann die Geschäftsleitung dann den Kredithebel bei der Finanzierung ihrer Aktiva so steigern, dass sie eine maximale Eigenkapitalrendite erzielen kann. Die bei der Risikosteuerung entstandene Kontrollillusion erreichte wohl ihren Höhepunkt in dem berühmt-berüchtigten Hedgefonds Long-term Capital Management (LTCM), der von dem Starhändler und ehemaligen Vize-Chef des Rentenhandels von Salomon Brothers John Meriwether gegründet worden war und zu seinen Direktoren die zwei Nobelpreisträger Myron Scholes und Robert C. Merton zählte. Der Kredithebel von LTCM sah wie folgt aus:

“At the beginning of 1998, the firm had equity of \$4.72 billion and had borrowed over \$124.5 billion with assets of around \$129 billion, for a debt to equity ratio of over 25 to 1. It had off-balance sheet derivative positions with a notional value of approximately \$1.25 trillion, most of which were in interest rate derivatives such as interest rate swaps. The fund also invested in other derivatives such as equity options.”³

Mit einem Eigenkapital von knapp 5 Milliarden US Dollar gehörten LTCM Wertpapiere und Derivate im Wert von mehr als 1 ¼ Billionen US Dollar, was das rund das Dreihundertfache des Eigenkapitals ausmachte. Man musste schon absolutes Vertrauen in die Präzision der für die Steuerung dieser Position verwendeten mathematischen Modelle haben, um ein solch großes Rad drehen zu können.

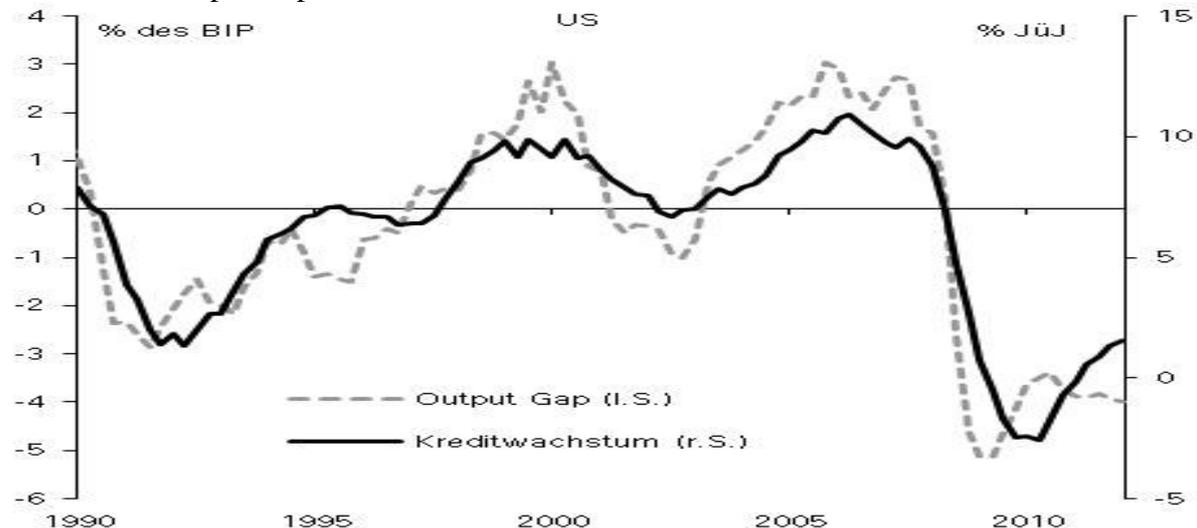
Merkwürdigerweise hatten nicht nur die Eigner sondern auch die Kreditgeber von LTCM dieses Vertrauen. Noch merkwürdiger war, dass nach dem Scheitern von LTCM die theoretischen Grundlagen für die Aktivitäten in der Finanzindustrie nicht grundsätzlich in Frage gestellt wurden, obwohl dieses Scheitern offensichtlich auf dem Versagen der für das Risikomanagement verwendeten Modelle beruhte. Im Gegenteil, die schnelle Reaktion der US Federal Reserve, die nach nun schon gewohnter Manier die Zinsen senkte und damit die Finanzmärkte und Realwirtschaft stabilisierte, wiegte die Finanzindustrie in Sicherheit. LTCM wurde als Einzelfall abgetan und man kehrte schnell zur Schaffung einer Preisblase für Technologieaktien zurück. Diese wies alle klassischen Merkmale einer Spekulationsblase auf—eine die Phantasie beflügelnde Technologie, das Internet, eine breite Beteiligung der Bevölkerung an der Spekulation und extravagante Bewertungen der Unternehmen—und wurde von den Meisten, einschließlich vieler Zentralbanken, dennoch nicht als solche erkannt. Nichtsdestotrotz sprangen die Zentralbanken mit einer aggressiven Lockerung der Geldpolitik ein, als der mit dem Platzen der Blase verbundene Aktienmarktkrach die realwirtschaftliche Entwicklung bedrohte. In ihrem Bemühen, die konjunkturellen Wirkungen der Aktienmarktentwicklung so gering wie möglich zu halten verfolgten sie eine Niedrigzinspolitik, die starke Anreize zur Verschuldung bot. Kreditverbriefungen und Kreditversicherungen, die Kredite international handelbar machten, ermöglichten es, dass die Anreize der Niedrigzinspolitik tatsächlich in eine starke Ausweitung der Verschuldung umgesetzt wurden.

Die folgenden Schaubilder 1-2 illustrieren die unbeabsichtigte Wirkung der Geldpolitik auf die Verschuldung. Die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung (Output Gap) war sowohl in den USA als auch im Euroraum sehr gut mit dem Wachstum des Kreditvolumens korreliert. Allerdings ging in beiden Regionen ein Output Gap von Null einher mit einem Kreditwachstum von rund 7 Prozent. Eine Geldpolitik, die sich auf die Minimierung des Output Gap unter Vernachlässigung der Entwicklung des Kreditvolumens konzentrierte

³ “Zu Beginn von 1998 hatte die Firma (Long-term Capital Management) Eigenkapital von \$4,72 Mrd. und hatte \$124,5 Mrd. ausgeliehen um eine Bilanzsumme von \$129 Mrd. mit einem Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital von 25 zu 1 zu finanzieren, Sie hatte Derivate im Umfang von nominal \$1,25 Billionen, hauptsächlich im Bereich der Zinsderivate, wie z.B. Zinsswaps.” Siehe http://en.wikipedia.org/wiki/Long-Term_Capital_Management

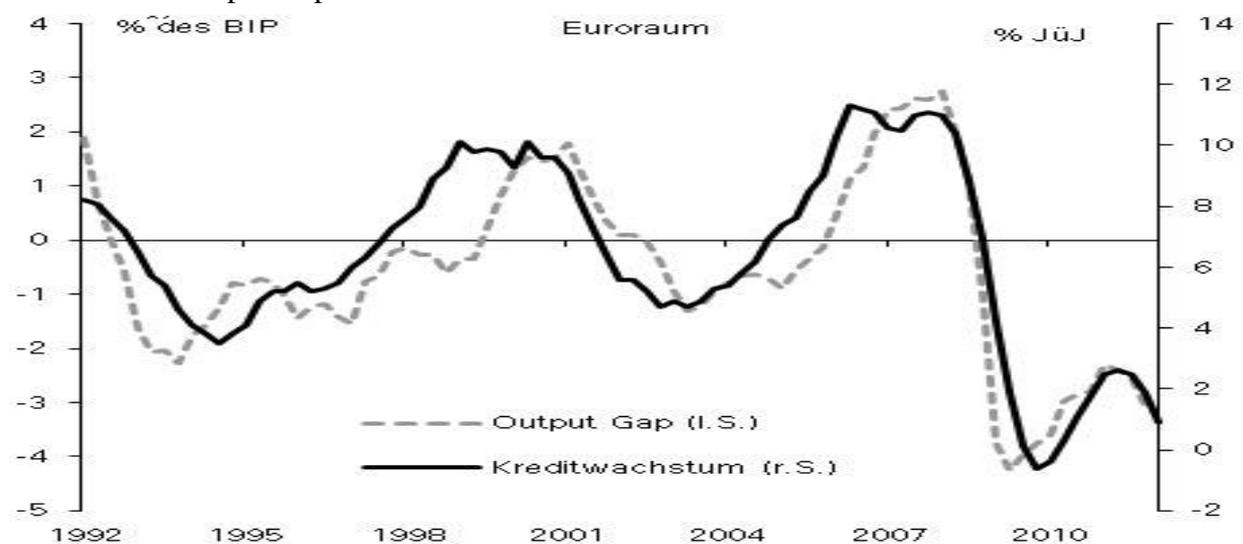
induzierte daher ein Kreditwachstum weit über dem nominalen BIP Wachstum (4,8% in den USA und 4,0% im Euroraum während des Zeitraums der Beobachtung). Da aber eine stetig wachsende Kreditquote letztendlich zur Überschuldung führen muss war durch diese Geldpolitik die Kreditkrise programmiert.

Schaubild 1. Output Gap und Kreditwachstum in den USA



Quelle: Haver Analytics und DB Research

Schaubild 2. Output Gap und Kreditwachstum im Euroraum



Quelle: Haver Analytics und DB Research

Von der heutigen Warte aus gesehen führte die NNS zu einer Wirtschaftspolitik, die in sich widersprüchlich war und deshalb den Weg zur Krise bahnte. Auf der einen Seite erzeugte eine konstruktivistische Politik für die Realwirtschaft ein falsches Gefühl der Sicherheit über die Entwicklung der Konjunktur. Falls eine Rezession überhaupt noch vorkam, so konnte sie anscheinend mild und kurz gehalten werden. Krisen im Finanzsektor wurden von der Geldpolitik schnell entschärft. Auf der anderen Seite überließ man den Finanzsektor in guten Zeiten weitgehend sich selbst. Angesichts dieser doppelten Versicherung gegen konjunkturelle Schwankungen und Finanzkrisen durch die Wirtschaftspolitik stieg die Bereitschaft im Finanzsektor, Risiken einzugehen und den Kredithebel immer weiter zu erhöhen. Im Sprachgebrauch der Finanzindustrie besaß man eine von der Wirtschaftspolitik ausgestellte Put-Option für kreditfinanzierte Investitionen, den sogenannten „Greenspan Put“.

Die Wiederentdeckung des Kreditzyklus

Die Anhänger der NNS sowie die Vertreter der modernen Finanztheorie und –industrie wurden von der Finanzkrise kalt erwischt, weil in ihren Modellen Kredit keine aktive sondern nur ein passive Rolle spielt. Dass Entwicklungen auf den Kreditmärkten die reale Wirtschaft entgleisen lassen könnten war bei ihnen einfach nicht auf dem Radarschirm. Um zu verstehen, was da geschah, musste man auf ältere Konjunkturtheorien zurückgreifen, in denen der Kreditzyklus eine aktive Rolle spielte. Dafür kamen insbesondere zwei Denkschulen in Frage: die post-Keynesianische und die österreichische.

Ein Vertreter der post-Keynesianischen Schule, Hyman Minsky, lieferte eine für die Akteure der Finanzindustrie besonders einsichtige Erklärung des Kreditzyklus. Am Anfang des Zyklus sind die Akteure vorsichtig und finanzieren nur Projekte, deren Erträge groß genug sind, dass davon die Zinsen und die Rückzahlung von Fremdkapital innerhalb eines überschaubaren Zeitraums gesichert sind. Minsky nennt dies konservative Art der Finanzierung „Hedge Kredit“. Mit zunehmendem Risikoappetit gehen dann die Akteure dazu über, Projekte zu finanzieren, aus deren Erträgen nur die Zinsen aber keine Rückzahlungen mehr bedient werden können. Man verlässt sich darauf, nach dem Auslaufen der ersten Finanzierung die ausstehende Schuld einfach in eine neue Finanzierung überrollen zu können. Steigt der Kapitalwert des Projekts besteht die Aussicht, nach mehreren Phasen der Finanzierung das Projekt mit Gewinn an einen anderen Investor verkaufen zu können. Angesichts der in dieser Phase vorhandenen Erwartung eines immer höheren Kapitalwerts nennt Minsky diese Phase „Spekulativer Kredit“. Wenn dann die Party richtig in Schwung ist, sind sich die Akteure so sicher über die zu erwartenden Steigerungen des Kapitalwerts ihrer Projekte, dass sie nicht nur die Kosten sondern auch die kapitalisierten Zinsen über Kredit finanzieren. Sie gehen dann davon aus, dass sie mit dem Erlös bei Verkauf des Projekts Kredit samt kapitalisiertem Zins zurückzahlen und zudem einen stattlichen Gewinn einfahren können. Minsky nennt diese Phase „Ponzi Kredit“. Ist die Wirtschaft dann stark überschuldet braucht es nur kleine unangenehme Überraschung, beispielsweise den Ausfall von ein paar marginalen Projekten, um den Zyklus zu drehen. Für diesen Wendepunkt wurde in der Finanzindustrie der Begriff „Minsky Moment“ geprägt. Im Abschwung kommt es dann zur Kreditkontraktion und „Bilanzrezession“, die umso schwerer ausfällt, je weniger die Wirtschaftspolitik unterstützend eingreift. Schaubild 3 veranschaulicht den Kreditzyklus a la Minsky.

Schaubild 3. Minsky's Kreditzyklus

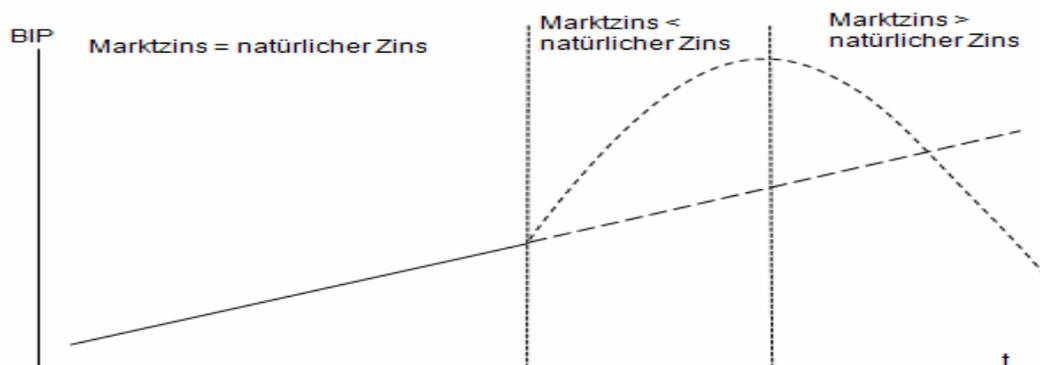


Da Minsky von einer dem Finanzsektor innewohnenden Instabilität ausgeht, die im irrationalen Verhalten der Akteure („animal spirits“) begründet ist, empfiehlt er eine strenge Regulierung dieses Sektors. Damit wird im post-Keynesianischen Ansatz der Finanzsektor

zumindest konsistent mit dem Rest der Wirtschaft behandelt, der ja auch wirtschaftspolitisch aktiv „gemanagt“ werden soll. Die Widersprüchlichkeit der NNS, wo der Finanzsektor frei sein aber der Rest der Wirtschaft politisch gegängelt werden soll, gibt es dort nicht. Andererseits haben die Erfahrungen der siebziger Jahre gezeigt, dass eine in allen Bereichen wirtschaftspolitisch gelenkte Wirtschaft ineffizient arbeitet und letztlich erstarrt. Das Wachstum sinkt und die Inflation wird durch Verteilungskämpfe angeheizt. Da mit zunehmender Komplexität der Staatseingriffe die Wirkungen in ihrer Gesamtheit immer schwerer abzuschätzen und zu kontrollieren sind, wird das System mit der Zeit wieder krisenanfällig und das ursprüngliche Ziel erhöhter Stabilität verfehlt.

Die österreichische Schule der Ökonomie geht von der Rationalität der Wirtschaftssubjekte aus und erklärt den Kreditzyklus mit verzerrenden Eingriffen der Politik. Der Zins ergibt sich aus den Zeitpräferenzen der Wirtschaftssubjekte und drückt ihre Wertschätzung für ein Gut in der Zeit aus. Da sie früher verfügbare Güter höher bewerten als später verfügbare ist der Zins, definiert als Verhältnis des Nutzens aus beiden, positiv. Der Zins regelt, auf wie viel früher verfügbare Güter verzichtet werden kann, um Ressourcen für die Produktion von später verfügbaren Gütern freizusetzen. Mit anderen Worten, der Zins bestimmt die Aufteilung des Einkommens in Konsum und Ersparnis, und damit in Ausgaben für Konsumgüter und für Investitionsgüter. Wird nun der Zins von der Geldpolitik unter seinen „natürlichen“ Wert manipuliert, wird die Produktion von Investitionsgütern übermäßig angestachelt. Zunächst steigt die Wirtschaftsaktivität. Da die Ersparnis jedoch nicht ausreicht, alle Investitionsprojekte zu beenden (denn der niedrige Zins verringert ja noch den Anreiz zum Sparen), muss die Produktion von Investitionsgütern zum Teil abgebrochen werden. Es kommt zu Kreditausfällen und zum Konjunkturabschwung. Der Kredit- und Konjunkturzyklus aus österreichischer Sicht ist in Schaubild 4 dargestellt.

Schaubild 4. Der österreichische Konjunkturzyklus



Aus österreichischer Sicht entsteht der Kredit- und Konjunkturaufschwung infolge eines Eingriffs der Politik, und der Abschwung bereinigt die während des Aufschwungs entstandenen Fehlinvestitionen. Diese Sicht der Dinge spielte eine nicht unbedeutende Rolle in den USA während der Depression in den dreißiger Jahren des vorigen Jahrhunderts. Sie fand Ausdruck in dem berühmt gewordenen Rat von Finanzminister Andrew Mellon an Präsident Herbert Hoover:

*"Liquidate labor, liquidate stocks, liquidate farmers, liquidate real estate... it will purge the rottenness out of the system. High costs of living and high living will come down. People will work harder, live a more moral life. Values will be adjusted, and enterprising people will pick up from less competent people."*⁴

⁴ "...liquidiert Arbeit, liquidiert Aktien, liquidiert Bauern, liquidiert Immobilien...dies wird die Verdebtheit im System ausbrennen. Hohe Lebenshaltungskosten und teurer Lebensstil werden fallen. Die Leute

Ausgehend von dieser Bemerkung haben Kritiker des Konzepts der „Reinigungsrezession“ die Anhänger der österreichischen Konjunkturtheorie später abschätzig als „Liquidationisten“ bezeichnet. Tatsächlich ist nicht sicher, dass nach der Eliminierung der Fehlkapazitäten „enterprising people will pick up from less competent people“, wie Mellon erwartete. Es ist durchaus möglich, dass aufgrund eines durch den Abschwung in der Krise steckenden Finanzsektors der Marktzins für Kredite über dem natürlichen Zins hängen bleibt (Schaubild 4). In diesem Fall könnten nicht nur Fehlkapazitäten „liquidiert“ werden, sondern es könnte eine Abwärtsspirale entstehen, die auch im Prinzip gesunde Schuldner in den Abgrund reißt. Irving Fisher hat diese Abwärtsspirale während der Depression als „Schuldendeflation“ bezeichnet. Insofern könnte man in Abweichung von der ursprünglichen österreichischen Empfehlung wirtschaftspolitischer Abstinenz im Abschwung eine auf die Wiederöffnung des Kreditkanals abgestellte wirtschaftspolitische Maßnahme durchaus rechtfertigen. Ein solcher Eingriff auf der Angebotsseite des Kreditmarkts wäre von der Keynesianischen Empfehlung einer fiskalpolitischen Stabilisierung der Nachfrage zu unterscheiden.

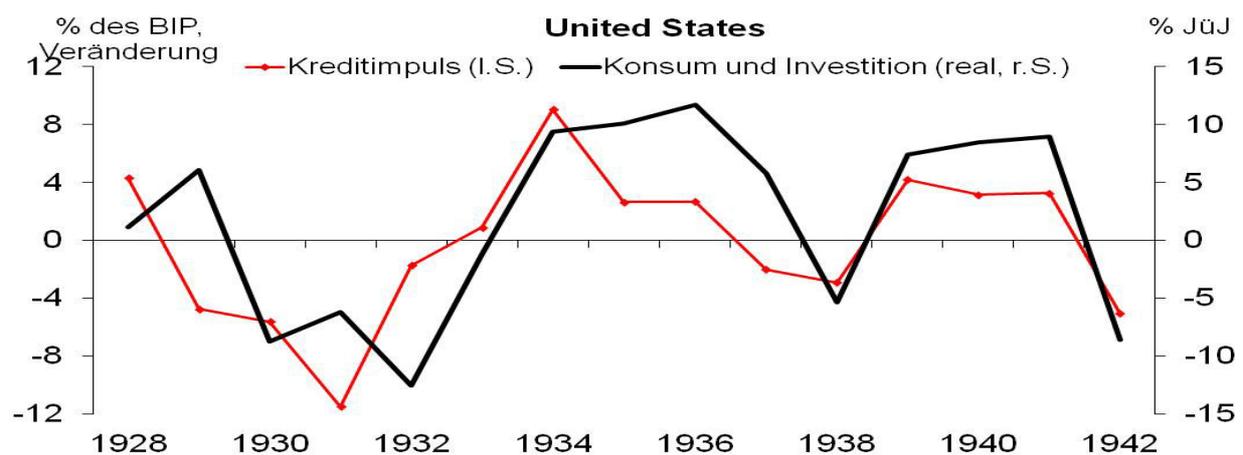
Überwindung der „Furcht vor der Furcht“

Am 4. März 1933 begann der frisch gewählte US Präsident Franklin D. Roosevelt seine Ansprache zur Amtseinführung mit den folgenden Worten:

„So, first of all, let me assert my firm belief that the only thing we have to fear is fear itself—nameless, unreasoning, unjustified terror which paralyzes needed efforts to convert retreat into advance.“⁵

Und am 12. März ließ er die Amerikaner in einer im Radio übertragenen informellen Ansprache, einem sogenannten „Kamingespräch“, wissen, dass ihre Bankeinlagen sicher seien und sie ihr von den Banken abgehobenes und unter der Matratze verstecktes Geld getrost zurückbringen könnten. Roosevelts Kampagne war enorm erfolgreich. Die Leute füllten ihre Konten und die Banken vergaben wieder Kredite. Mit der Öffnung des Kreditkanals wurde die Erholung der Wirtschaft von 1933 auf 1934 möglich gemacht, wie Schaubild 5 zeigt.

Schaubild 5. Kredit und Nachfrage in den USA in den dreißiger Jahren



Anmerkung: Kreditimpuls:= Änderung der Kreditströme vom Finanz- zum private Nichtbankensektor in % des BIP, Quelle: US Federal Reserve

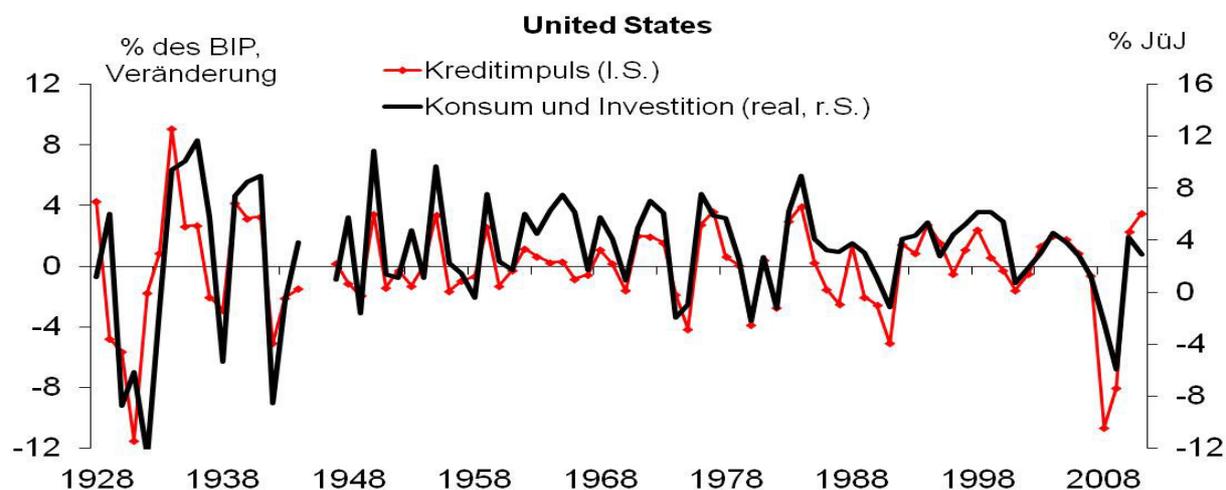
werden härter arbeiten, ein moralischeres Leben führen. Die Werte werden angepasst und unternehmerisch handelnde Leute werden von den weniger kompetenten übernehmen.“ Siehe Hoover, Herbert (1952). Memoirs. Hollis and Carter. p. 30.

⁵ „Lassen Sie mich zunächst meine feste Überzeugung zum Ausdruck bringen dass das Einzige, was wir fürchten müssen, die Furcht vor der Furcht selbst ist—namenloser, unvernünftiger, unbegründeter Terror, der notwendige Anstrengungen, um Rückzug in Voranschreiten zu wandeln, lähmt.“

Auf der linken Achse des Schaubilds ist die Veränderung des Kreditflusses (zweite Differenz des Kreditbestands) vom Finanzsektor zur privaten Realwirtschaft abgetragen. Ich nenne diese Größe den „Kreditimpuls“. Die rechte Achse misst die jährliche Wachstumsrate der realen privaten Endnachfrage. Nach dem Aktienmarktkrach von 1929 schrumpften die Kreditflüsse (negativer Kreditimpuls) und zogen die reale Endnachfrage nach unten. Von 1933 auf 1934 schoss der Kreditimpuls stark nach oben, und mit ihm das Wachstum der realen Endnachfrage. Da die Fiskalpolitik zwischen 1933 und 1934 nur gering zum Wachstum beitragen kann die Erholung tatsächlich auf die Wiederherstellung des Kreditkanals infolge der Rückkehr des Vertrauens in die Banken zurückgeführt werden. Das Schaubild zeigt aber auch, dass der Kreditimpuls im Laufe der folgenden Jahre wieder schwächer wurde und die Wirtschaft 1937-38 in eine erneute Rezession stürzte. Zum Teil war dies auf eine restriktivere Geldpolitik der Federal Reserve zurückzuführen.

Schaubild 6 zeigt die Entwicklung der realen privaten Nachfrage und des Kreditimpulses in den USA für die Zeit von Ende der zwanziger Jahre bis in die jüngere Vergangenheit. Die Korrelation zwischen beiden Variablen ist offensichtlich sehr hoch. Natürlich wurde während diesen langen Zeitraums die Kreditentwicklung meist von der Entwicklung der realen Nachfrage bestimmt. Aber in Zeiten von Banken- und Finanzkrisen ging die Kausalität in die entgegengesetzte Richtung. Insbesondere die Entwicklung seit 2008, als sich die Finanzkrise nach der Pleite von Lehman Brothers verschärfte, zeigt große Ähnlichkeit mit der in den frühen dreißiger Jahren. Wie damals leitete auch in der jüngeren Vergangenheit die Stabilisierung des Bankensektors durch die US Regierung im Frühjahr 2009 die wirtschaftliche Erholung ein.

Schaubild 6. Die Macht des Kredits



Anmerkung: Kreditimpuls:= Änderung der Kreditströme vom Finanz- zum private Nichtbankensektor in % des BIP, Quelle: US Federal Reserve

Die Erfahrungen von 1933 und 2009 weisen auf die entscheidende Rolle von Vertrauen in Kreditbeziehungen hin. In seiner historischen Analyse dieser Beziehungen hat der Anthropologe David Graeber darauf hingewiesen, dass wirtschaftlicher Austausch dann durch das Einräumen von Kredit stattfindet, wenn sich die am Austausch beteiligten vertrauen.⁶ Wo dieses Vertrauen fehlt, kommt es zum Tauschhandel und Verwendung von Geld zur Vereinfachung des Handels. Die moderne Finanztheorie erhob den Anspruch, die persönliche Vertrauensbeziehung von Kreditgebern und -nehmern durch komplexe Finanzprodukte ersetzen zu können. Diese Produkte erwiesen sich jedoch als fehlerhaft, weil sie mittels der

⁶ David Graeber, Debt – The first 5000 Years. Melville House 2011

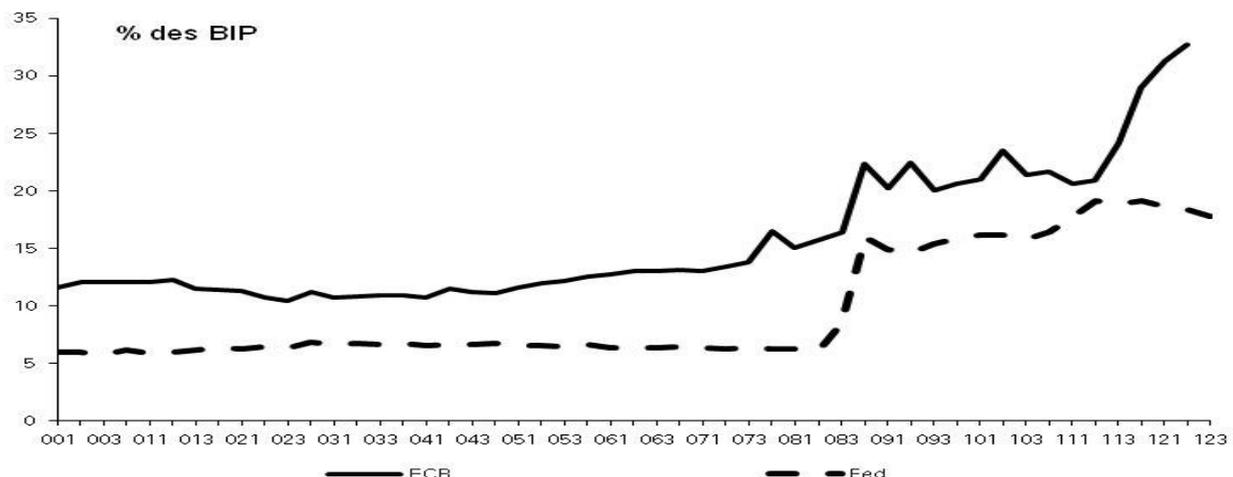
unzulänglichen modernen Portfoliotheorie schlampig gebaut worden waren. Als das Versagen offenkundig wurde ging das Vertrauen in die Kreditbeziehungen verloren. Die Zentralbanken verhinderten den Zusammenbruch der Beziehungen, indem sie sich zwischen Kreditgeber und -nehmer stellten: Sie kauften den verstörten Kreditgebern ihre zweifelhaften Forderungen gegen Geld ab und nahmen diese auf ihre Bilanz. Weil die Kreditgeber dem ihnen gezahlten Geld vertrauten, gelang es, die Weltwirtschaft nach der durch den Zusammenbruch von Lehman ausgelösten Finanzkrise zu stabilisieren. Doch ist Geld auch nur eine Schuldverschreibung der Zentralbank, deren Werthaltigkeit davon abhängt, dass die Wirtschaftssubjekte darauf vertrauen, dass sie mit diesem Geld in einem Monat, einem Jahr oder einem Jahrzehnt von ihnen begehrte Güter, Dienstleistungen, oder Sachwerte kaufen können. Geht dieses Vertrauen verloren, dann erweitert sich die Finanzkrise zur Geldkrise.

Die Gefahr einer Geldkrise

Bei ihrem Versuch, Kreditbeziehungen über die Ausgabe von Geld zu stabilisieren, stehen die Zentralbanken vor folgendem Dilemma: Ersetzen sie die gebrochenen Kreditbeziehungen mit zu wenig Geld, sind Abschreibungen auf Forderungen nötig, die unter Umständen die von Fisher beschriebene Schuldendeflation mit allen ihren desaströsen Konsequenzen auslösen können. Sind sie zu großzügig und kaufen den Kreditgebern ihre zweifelhaften Forderungen mit zu viel Geld ab, dann höhlen sie die Kaufkraft des Geldes in der Zukunft aus und riskieren eine Vertrauenskrise in das bestehende System des „aus dem Nichts“—d.h. ohne materielle Deckung—geschaffenen Geldes.

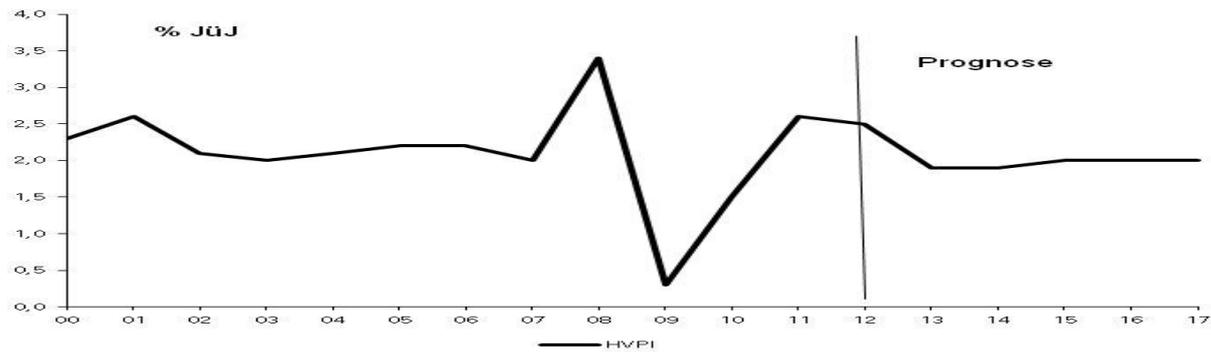
In den letzten Jahren wurden nun die Bilanzen der großen Zentralbanken in bisher nicht gekannter Weise ausgeweitet (Schaubild 7). Obwohl dies noch nicht zu einem deutlichen Anstieg der Inflationserwartungen der Volkswirte geführt hat (Schaubild 8), ist doch der Preis von Gold, dem Vorgänger unseres heutigen Geldes, deutlich gestiegen (Schaubild 9). Dies muss als Warnsignal einer kommenden Krise unseres Geldsystems ernst genommen werden.

Schaubild 7. Bilanz der Zentralbanken



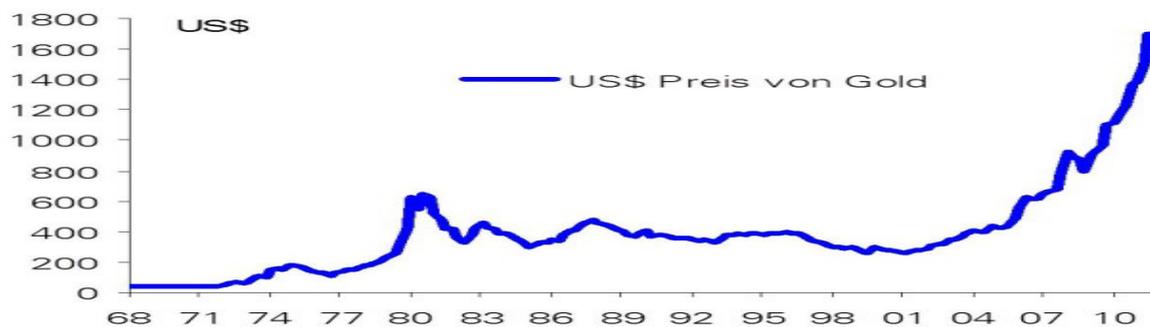
Quelle: FRB, EZB

Schaubild 8. Inflationserwartungen im Euroraum



Quelle: EZB

Schaubild 9. Der Preis von Gold



Quelle: Haver Analytics

Wie die NNS leidet unser Geldsystem an einem inneren Widerspruch. Es ist aus dem Versuch entstanden, ein materiell gedecktes Geldsystem, das Zentralbankgeld an einen wenig veränderbaren Deckungsstock bindet, mit einem Kreditgeldsystem, das dem Emittenten unbegrenzte Möglichkeiten zur Geldvermehrung bietet, zu verbinden. Indem man den Zentralbanken das Ziel der Preisstabilität mit auf den Weg gab und sie von politischer Einflussnahme abschirmte hoffte man, die für die Geldwertstabilität vorhandenen Vorzüge eines materiell gedeckten Systems mit den für die Flexibilität des Angebots vorhandenen Vorzügen eines Kreditsystems zu verbinden. Leider vernachlässigten die Zentralbanken in der Ausführung der Geldpolitik jedoch das Ziel der Finanzstabilität und trugen mit ihrer aktivistischen Politik zum Aufbau einer enormen globalen Kreditblase bei. Die Folgen davon ist nun, dass sie zur Vermeidung einer Schuldendeflation dem Ziel der Finanzstabilität Vorrang vor dem Ziel der Preisstabilität einräumen müssen und unter die Dominanz staatlicher Fiskalpolitik kommen. Sobald dies für alle Beteiligten deutlich sichtbar wird könnte es zu einer Vertrauenskrise in das bestehende Geldsystem und einer Flucht aus dem Kreditgeld in Sachwerte kommen. Zur Wiederherstellung des Vertrauens dürfte dann die Rückkehr zu einem materiell gedeckten Geldsystem mit einer neuen Leitwährung kommen. Wenn es China schafft, seine Wirtschaft weiter zu entwickeln und einen stabilen politischen Rahmen zu schaffen, so könnte die neue Leitwährung der chinesischen Renminbi sein.

Freiburger **Diskussionspapiere** zur Ordnungsökonomik

Freiburg **Discussion Papers** on Constitutional Economics

2013

- 13/1** **Mayer, Thomas:** Die Ökonomen im Elfenbeinturm: ratlos - Eine österreichische Antwort auf die Krise der modernen Makroökonomik und Finanztheorie

2012

- 12/5** **Schnellenbach, Jan:** The Economics of Taxing Net Wealth: A Survey of the Issues
- 12/4** **Goldschmidt, Nils / Hesse, Jan-Otmar:** Eucken, Hayek, and the Road to Serfdom
- 12/3** **Goldschmidt, Nils:** Gibt es eine ordoliberalen Entwicklungsidee? Walter Euckens Analyse des gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Wandels
- 12/2** **Feld, Lars P.:** Europa in der Welt von heute: Wilhelm Röpke und die Zukunft der Europäischen Währungsunion
- 12/1** **Vanberg, Viktor J.:** Hayek in Freiburg

2011

- 11/4** **Leuermann, Andrea / Necker, Sarah:** Intergenerational Transmission of Risk Attitudes - A Revealed Preference Approach
- 11/3** **Wohlgemuth, Michael:** The Boundaries of the State
- 11/2** **Feld, Lars P. / Köhler Ekkehard A.:** Zur Zukunft der Ordnungsökonomik
- 11/1** **Vanberg, Viktor J.:** Moral und Wirtschaftsordnung: Zu den ethischen Grundlagen einer freien Gesellschaft

2010

- 10/5** **Bernholz, Peter:** Politics, Financial Crisis, Central Bank Constitution and Monetary Policy
- 10/4** **Tietmeyer, Hans:** Soziale Marktwirtschaft in Deutschland - Entwicklungen und Erfahrungen
- 10/3** **Vanberg, Viktor J.:** Freiheit und Verantwortung: Neurowissenschaftliche Erkenntnisse und ordnungsökonomische Folgerungen
- 10/2** **Vanberg, Viktor J.:** Competition among Governments: The State's Two Roles in a Globalized World
- 10/1** **Berghahn, Volker:** Ludwig Erhard, die Freiburger Schule und das 'Amerikanische Jahrhundert'

2009

- 09/10** **Dathe, Uwe:** Walter Euckens Weg zum Liberalismus (1918-1934)
- 09/9** **Wohlgemuth, Michael:** Diagnosen der Moderne: Friedrich A. von Hayek
- 09/8** **Bernhardt, Wolfgang:** Wirtschaftsethik auf Abwegen
- 09/7** **Mäding, Heinrich:** Raumplanung in der Sozialen Marktwirtschaft: Ein Vortrag
- 09/6** **Koenig, Andreas:** Verfassungsgerichte in der Demokratie bei Hayek und Posner
- 09/5** **Berthold, Norbert / Brunner, Alexander:** Gibt es ein europäisches Sozialmodell?
- 09/4** **Vanberg, Viktor J.:** Liberal Constitutionalism, Constitutional Liberalism and Democracy

- 09/3 Vanberg, Viktor J.:** Consumer Welfare, Total Welfare and Economic Freedom – On the Normative Foundations of Competition Policy
- 09/2 Goldschmidt, Nils:** Liberalismus als Kulturideal. Wilhelm Röpke und die kulturelle Ökonomik.
- 09/1 Bernhardt, Wolfgang:** Familienunternehmen in Zeiten der Krise – Nachhilfestunden von oder für Publikumsgesellschaften?
- 2008**
- 08/10 Borella, Sara:** EU-Migrationspolitik. Bremse statt Motor der Liberalisierung.
- 08/9 Wohlgemuth, Michael:** A European Social Model of State-Market Relations: The ethics of competition from a „neo-liberal“ perspective.
- 08/8 Vanberg, Viktor J.:** Markt und Staat in einer globalisierten Welt: Die ordnungsökonomische Perspektive.
- 08/7 Vanberg, Viktor J.:** Rationalität, Regelbefolgung und Emotionen: Zur Ökonomik moralischer Präferenzen. Veröffentlicht in: V. Vanberg: Wettbewerb und Regelordnung, Tübingen: Mohr, 2008, S. 241-268.
- 08/6 Vanberg, Viktor J.:** Die Ethik der Wettbewerbsordnung und die Versuchungen der Sozialen Marktwirtschaft
- 08/5 Wohlgemuth, Michael:** Europäische Ordnungspolitik
- 08/4 Löwisch, Manfred:** Staatlicher Mindestlohn rechtlich gesehen – Zu den gesetzgeberischen Anstrengungen in Sachen Mindestlohn
- 08/3 Ott, Notburga:** Wie sichert man die Zukunft der Familie?
- 08/2 Vanberg, Viktor J.:** Schumpeter and Mises as ‘Austrian Economists’
- 08/1 Vanberg, Viktor J.:** The ‘Science-as-Market’ Analogy: A Constitutional Economics Perspective.
- 2007**
- 07/9 Wohlgemuth, Michael:** Learning through Institutional Competition. Veröffentlicht in: A. Bergh und R. Höijer (Hg.). Institutional Competition, Cheltenham: Edward Elgar, 2008, S. 67-89.
- 07/8 Zweynert, Joachim:** Die Entstehung ordnungsökonomischer Paradigmen – theoriegeschichtliche Betrachtungen.
- 07/7 Körner, Heiko:** Soziale Marktwirtschaft. Versuch einer pragmatischen Begründung.
- 07/6 Vanberg, Viktor J.:** Rational Choice, Preferences over Actions and Rule-Following Behavior.
- 07/5 Vanberg, Viktor J.:** Privatrechtsgesellschaft und ökonomische Theorie. Veröffentlicht in: K. Riesenhuber (Hg.) Privatrechtsgesellschaft – Entwicklung, Stand und Verfassung des Privatrechts, Tübingen: Mohr Siebeck, 2008, S. 131-162.
- 07/4 Goldschmidt, Nils / Rauchenschwandtner, Hermann:** The Philosophy of Social Market Economy: Michel Foucault’s Analysis of Ordoliberalism.
- 07/3 Fuest, Clemens:** Sind unsere sozialen Sicherungssysteme generationengerecht?
- 07/2 Pelikan, Pavel:** Public Choice with Unequally Rational Individuals.
- 07/1 Voßwinkel, Jan:** Die (Un-)Ordnung des deutschen Föderalismus. Überlegungen zu einer konstitutionenökonomischen Analyse.
- 2006**
- 06/10 Schmidt, André:** Wie ökonomisch ist der „more economic approach“? Einige kritische Anmerkungen aus ordnungsökonomischer Sicht.

- 06/9 Vanberg, Viktor J.:** Individual Liberty and Political Institutions: On the Complementarity of Liberalism and Democracy. Veröffentlicht in: Journal of Institutional Economics, Vol. 4, Nr. 2, 2008, S. 139-161.
- 06/8 Goldschmidt, Nils:** Ein „sozial temperierter Kapitalismus“? – Götz Briefs und die Begründung einer sozialetisch fundierten Theorie von Markt und Gesellschaft. Veröffentlicht in: Freiburger Universitätsblätter 42, Heft 173, 2006, S. 59-77.
- 06/7 Wohlgemuth, Michael / Brandi, Clara:** Strategies of Flexible Integration and Enlargement of the European Union. A Club-theoretical and Constitutional Economics Perspective. Veröffentlicht in: Varwick, J. / Lang. K.O. (Eds.): European Neighbourhood Policy, Opladen: Budrich, 2007, S. 159-180.
- 06/6 Vanberg, Viktor J.:** Corporate Social Responsibility and the “Game of Catallaxy”: The Perspective of Constitutional Economics. Veröffentlicht in: Constitutional Political Economy, Vol. 18, 2007, S. 199-222.
- 06/5 Pelikan, Pavel:** Markets vs. Government when Rationality is Unequally Bounded: Some Consequences of Cognitive Inequalities for Theory and Policy.
- 06/4 Goldschmidt, Nils:** Kann oder soll es Sektoren geben, die dem Markt entzogen werden und gibt es in dieser Frage einen (unüberbrückbaren) Hiatus zwischen ‚sozialetischer‘ und ‚ökonomischer‘ Perspektive? Veröffentlicht in: D. Aufderheide, M. Dabrowski (Hrsg.): Markt und Wettbewerb in der Sozialwirtschaft. Wirtschaftsethische Perspektiven für den Pflegesektor, Berlin: Duncker & Humblot 2007, S. 53-81.
- 06/3 Marx, Reinhard:** Wirtschaftsliberalismus und Katholische Soziallehre.
- 06/2 Vanberg, Viktor J.:** Democracy, Citizen Sovereignty and Constitutional Economics. Veröffentlicht in: Constitutional Political Economy Volume 11, Number 1, März 2000, S. 87-112 und in: Casas Pardo, J., Schwartz, P.(Hg.): Public Choice and the Challenges of Democracy, Cheltenham: Edward Elgar, 2007, S. 101-120.
- 06/1 Wohlgemuth, Michael:** Demokratie und Marktwirtschaft als Bedingungen für sozialen Fortschritt. Veröffentlicht in: R. Clapham, G. Schwarz (Hrsg.): Die Fortschrittsidee und die Marktwirtschaft, Zürich: Verlag Neue Zürcher Zeitung 2006, S. 131-162.
- 2005**
- 05/13 Kersting, Wolfgang:** Der liberale Liberalismus. Notwendige Abgrenzungen. In erweiterter Fassung veröffentlicht als: Beiträge zur Ordnungstheorie und Ordnungspolitik Nr. 173, Tübingen: Mohr Siebeck 2006.
- 05/12 Vanberg, Viktor J.:** Der Markt als kreativer Prozess: Die Ökonomik ist keine zweite Physik. Veröffentlicht in: G. Abel (Hrsg.): Kreativität. XX. Deutscher Kongress für Philosophie. Kolloquiumsbeiträge, Hamburg: Meiner 2006, S. 1101-1128.
- 05/11 Vanberg, Viktor J.:** Marktwirtschaft und Gerechtigkeit. Zu F.A. Hayeks Kritik am Konzept der „sozialen Gerechtigkeit“. Veröffentlicht in: Jahrbuch Normative und institutionelle Grundfragen der Ökonomik, Bd. 5: „Soziale Sicherung in Marktgesellschaften“, hrsg. von M. Held, G. Kubon-Gilke, R. Sturn, Marburg: Metropolis 2006, S. 39-69.
- 05/10 Goldschmidt, Nils:** Ist Gier gut? Ökonomisches Selbstinteresse zwischen Maßlosigkeit und Bescheidenheit. Veröffentlicht in: U. Mummert, F.L. Sell (Hrsg.): Emotionen, Markt und Moral, Münster: Lit 2005, S. 289-313.
- 05/9 Wohlgemuth, Michael:** Politik und Emotionen: Emotionale Politikgrundlagen und Politiken indirekter Emotionssteuerung. Veröffentlicht in: U. Mummert, F.L. Sell (Hrsg.): Emotionen, Markt und Moral, Münster: Lit 2005, S. 359-392.
- 05/8 Müller, Klaus-Peter / Weber, Manfred:** Versagt die soziale Marktwirtschaft? – Deutsche Irrtümer.
- 05/7 Borella, Sara:** Political reform from a constitutional economics perspective: a hurdle-race. The case of migration politics in Germany.
- 05/6 Körner, Heiko:** Walter Eucken – Karl Schiller: Unterschiedliche Wege zur Ordnungspolitik.
- 05/5 Vanberg, Viktor J.:** Das Paradoxon der Marktwirtschaft: Die Verfassung des Marktes und das Problem der „sozialen Sicherheit“. Veröffentlicht in: H. Leipold, D. Wentzel

(Hrsg.): Ordnungsökonomik als aktuelle Herausforderung, Stuttgart: Lucius & Lucius 2005, S. 51-67.

- 05/4 Weizsäcker, C. Christian von:** Hayek und Keynes: Eine Synthese. In veränderter Fassung veröffentlicht in: ORDO, Bd. 56, 2005, S. 95-111.
- 05/3 Zweynert, Joachim / Goldschmidt, Nils:** The Two Transitions in Central and Eastern Europe and the Relation between Path Dependent and Politically Implemented Institutional Change. In veränderter Fassung veröffentlicht in: Journal of Economic Issues, Vol. 40, 2006, S. 895-918.
- 05/2 Vanberg, Viktor J.:** Auch Staaten tut Wettbewerb gut: Eine Replik auf Paul Kirchhof. Veröffentlicht in: ORDO, Bd. 56, 2005, S. 47-53.
- 05/1 Eith, Ulrich / Goldschmidt, Nils:** Zwischen Zustimmungsfähigkeit und tatsächlicher Zustimmung: Kriterien für Reformpolitik aus ordnungswirtschaftlicher und politikwissenschaftlicher Perspektive. Veröffentlicht in: D. Haubner, E. Mezger, H. Schwengel (Hrsg.): Agendasetting und Reformpolitik. Strategische Kommunikation zwischen verschiedenen Welten, Marburg: Metropolis 2005, S. 51-70.

Eine Aufstellung über weitere Diskussionspapiere ist auf der Homepage des Walter Eucken Instituts erhältlich.