

## **F.A. von Hayek und die „Bubble Economy“**

Joachim Starbatty

Vorsitzender der Aktionsgemeinschaft Soziale Marktwirtschaft, Universität Tübingen

**Hayek-Vorlesung, Freiburg/Br. am 13. Dezember 2007**

### **I. Das konjunkturpolitische Drama**

Lionel Robbins hat F.A. v. Hayek Anfang der 30er Jahre an die London School of Economics als Gegengewicht zu John Maynard Keynes und seinen Cambridge-Gefolgsleuten wie Joan Robinson und R.F. Kahn geholt. Keynes hatte in seinem „Treatise on Money“ (1930/2) noch die Verwandtschaft zwischen ihm und den Neowicksellianern Ludwig Mises, Hans Neisser und Friedrich Hayek hervorgehoben,<sup>1</sup> entfernte sich aber – unter dem Eindruck der Weltwirtschaftskrise – von diesem Standpunkt und kam auf seine Überlegungen in seinem dogmenhistorischen Essay „Das Ende des Laissez-Faire“ (1926) zurück, in dem er eine gesellschaftliche Kontrolle des Sparens vorgeschlagen hatte.<sup>2</sup> Er suchte nach den Gründen für die sich ausbreitende Arbeitslosigkeit und die anhaltende Investitionsschwäche. Er glaubte, sie in der mangelnden gesamtwirtschaftlichen Nachfrage gefunden zu haben. Seinen Beweisgang publizierte er 1936: „The General Theory of Employment, Interest and Money“.

Hayeks Erklärungsansatz, dass konjunkturelle Fehlentwicklungen wie die Weltwirtschaftskrise nicht durch zu geringe Nachfrage nach Konsumgütern, sondern im Vorfeld durch Fehlinvestitionen von Unternehmen und Banken verursacht worden sei, musste damals geradezu absurd erscheinen. Joan Robinsons (1972, S. 2) Wiedergabe eines Vortrags von F.A. v. Hayek in Cambridge vor Keynes und seinem Zirkel belegt das. Nach dem Vortrag

---

<sup>1</sup> Er schreibt (1930, S. 199, Fußnote 2/1932, S. 162, Fußnote 1): „Ich würde mich häufiger auf die Arbeiten dieser Autoren bezogen haben, wenn ihre Werke, die erst in meinem Besitz gelangten, als diese Seiten bereits im Druck waren, erschienen wären, als meine Gedanken sich noch auf einer früheren Entwicklungsstufe befanden und wenn meine Kenntnis der deutschen Sprache nicht so dürftig wäre (im Deutschen kann ich nur das genau verstehen, was ich bereits weiß, so daß neue Gedanken hinter dem Schleier der sprachlichen Schwierigkeiten verborgen bleiben können). Ich empfinde Neissers allgemeine Einstellung zu den monetären Problemen als besonders sympathisch und ich hoffe, dass er das gleiche auch meinem Werk gegenüber empfindet. Es gibt noch einige andere deutsche Autoren, die die gleiche Linie innehalten, deren Werke ich jedoch nur flüchtig überschauen konnte.“

<sup>2</sup> Die entscheidende Stelle lautet (1926, S. 36f.): "Mein zweiter Vorschlag betrifft die Ersparnisse und die Kapitalanlagen. Ich glaube, daß wir zu einer gemeinsamen vernünftigen Entscheidung kommen müssen über den Umfang, in dem das Sparen innerhalb einer Gemeinschaft erwünscht ist, und über den Umfang, in dem diese Ersparnisse im Ausland angelegt werden sollen; ferner darüber, ob die heutige Organisation des Anlagemarktes die Ersparnisse in der für die Nation produktivsten Art verteilt. Ich glaube, man sollte diese Dinge nicht ganz und gar dem Zufall der privaten Entscheidung und des privaten Gewinns überlassen, wie es heutzutage der Fall ist."

sei Hayek von R. F. Kahn, der gerade an der theoretischen Fundierung seines Multiplikator-Modells gearbeitet hätte, gefragt worden, ob er richtig verstanden habe, dass er zum Anstieg der Arbeitslosigkeit beitrage, wenn er sich einen Mantel kaufe. Das sei richtig, habe Hayek geantwortet, die Begründung bedürfe aber eines langen mathematischen Beweises. Er habe dann auf eine Folge von Dreiecken an der Tafel verwiesen. Sie wären damals nur erstaunt gewesen, hätten aber nicht sagen können, wo v. Hayeks Irrtum lag. Erst später hätten sie herausgefunden, dass Hayek Stromgrößen (Investitionen) mit Bestandsgrößen (Kapitalausstattung) verwechselt habe (Robinson 1972, S. 2). Wir werden noch zeigen, dass Joan Robinsons Erklärung nicht zutreffend ist, aber diese Begebenheit belegt, wie befremdlich v. Hayeks Ansatz im zeitgenössischen England und darüber hinaus gewirkt haben muss.

Die ökonomische und später auch die politische Welt inhalierte Keynes' Botschaft, dass Unterbeschäftigung durch Nachfragebelebung und nur durch Nachfragebelebung bekämpft werden könne, wie eine Droge. Keynes schien zu zeigen, wie die Volkswirtschaft durch intelligente Steuerung der Nachfrage auf einem Vollbeschäftigungspfad gehalten werden könne. Die Politik lernte daraus, dass expansive Haushaltsprogramme die Vollbeschäftigung sicherten und Billig-Geld-Politik die notwendige Voraussetzung dafür sei.

Es ist verständlich, dass v. Hayek mit seiner Konjunkturerklärung nicht bloß auf Unverständnis stieß, sondern sich geradezu aus dem Kreis ernsthafter Ökonomen verabschiedet hätte, wenn er über seine Sicht der konjunkturellen Dinge weiter publiziert hätte. Daher habe er sich, so bekennt er später, der Sozialphilosophie zugewandt. „The Road to Serfdom“ (1940), ist das bekannteste Beispiel für von Hayeks wissenschaftliche Neuorientierung.

Einer der Beobachter der damaligen Auseinandersetzung zwischen Keynes und v. Hayek, John Hicks, schreibt (1967, S. 203): „Wenn die endgültige Geschichte der ökonomischen Analyse während der 1930er Jahre geschrieben wird, wird eine führende Persönlichkeit in dem Drama (es war wirklich ein Drama) Professor Hayek sein“. Hayeks ökonomische Schriften, so fährt Hicks fort, seien dem modernen Studenten nahezu unbekannt, doch diejenigen Professoren und praktischen Volkswirte, die dieses Drama miterlebt hätten, hätten womöglich ihre Auffassung zu dieser Frage geändert. Die Antwort auf die Frage, wie es dazu gekommen sei, sei zumindest eine interessante historische Frage, und womöglich mehr. Wenn

auch der unmittelbare Einfluss der Theorie von Hayeks extrem irreführend gewesen sei, so habe sie doch die Aufmerksamkeit auf reale Probleme gelenkt, Probleme, die zu verstehen Ökonomen schwer gefallen sei und die vielleicht auch heute noch nicht vollständig geklärt seien (1967, S. 203).

Nachdem nun mehr als 70 Jahren seit diesem Drama vergangen sind, wissen wir, dass die Frage, wer Recht gehabt hatte – Keynes oder v. Hayek – nicht bloß von historischem, sondern von höchst praktischem Interesse ist, und dass insbesondere die letzten 20 Jahre genügend Anschauungsunterricht liefern, um die realen Probleme, die für Hicks noch der Aufklärung bedürften, besser verstehen zu können.

## **II. Inflation, "bubbles" und Zins**

Bevor wir uns mit v. Hayeks Konjunkturtheorie befassen, wird geklärt, was unter Inflation und "bubbles" zu verstehen ist, und welche Rolle v. Hayek dem Zins im Zusammenhang mit dem Produktionsaufbau einer Volkswirtschaft zusprach. Wir werden dazu die Kapitaltheorie von Eugen von Böhm-Bawerk heranziehen, die auch die Konjunkturtheorie Knut Wicksells und sogar die von Joseph A. Schumpeter entscheidend geprägt hat.

Inflation leitet sich aus dem lateinischen "inflatio" ab und bedeutet sowohl sowohl "Aufblähung" als auch deren Konsequenz "Aufgeblasen sein". Ludwig v. Mises, diagnostiziert Inflation als Unterschied zwischen einem "Warenkredit" und einem "Zirkulationskredit". Wenn ein Wirtschaftssubjekt einem anderen seine Ersparnisse für eine bestimmte Zeit gegen Entgelt (Zins) zur Verfügung stellt, dann ist dies bloß eine Verlagerung von Kaufkraft, und die Gesamtnachfrage bleibt unverändert. Wenn dagegen, wie beim Zirkulationskredit, die Kreditierung mit einer Ausweitung der Geldmenge verbunden ist, spricht v. Mises von Inflation, da nun die monetäre Gesamtnachfrage die gesamtwirtschaftliche Produktionskapazität übersteigt.<sup>3</sup> Diese Differenz entspricht dann der Inflation, wobei diese sich in verschiedenen Formen äußern kann: Anstieg des Preisniveaus für Kapitalgüter und Rohstoffe, Anstieg des Preisniveaus für reale Aktiva ("Vermögenspreis-inflation") und Anstieg des Preisniveaus für Konsumgüter. Wie sich die Inflation – also die Geldmengenaufblähung – auf die jeweiligen Preisniveaus auswirkt, kann ex ante nicht mit Exaktheit gesagt werden; sicher ist jedenfalls, daß sie sich in einem der

---

<sup>3</sup> "Inflationismus ist die Geldwertpolitik, die die Vermehrung der Geldmenge anstrebt." (Ludwig Mises 1924, S. 203). Vgl. hierzu auch Thorsten Polleit 2007, passim, insb. Anm. 3.

genannten Segmente oder möglicherweise mit unterschiedlicher Intensität in allen niederschlägt – womöglich mit Zeitverzögerung.

Wenn wir Inflation in diesem Sinne verstehen, haben wir auch eine Brücke zum Verständnis der "Bubble-Economy" gebaut. Dieses Phänomen ist dadurch gekennzeichnet, daß sich als Konsequenz der Inflation nicht – so sehr – die Preise für Kapital- und Konsumgüter erhöhen, sondern die Preise für reale Aktiva (Unternehmen, Aktien, Immobilien). Der Anstieg über langjährige Vergleichszahlen hinaus – Dividendenrendite, Kurs–Gewinn–Relation, Mieterträge je  $q_m$  – scheint so lange unschädlich zu sein, wie Wirtschaftssubjekte an die Dauerhaftigkeit veränderter Relationen glauben und weiterhin in diese Aktiva investieren – Stichwort: self fulfilling prophecy. Solche Blasen werden mit Liquidität gefüttert, die aus den Zirkulationskrediten stammen. Bleibt diese Liquidität plötzlich aus oder steigt der Preis für Liquidität an, so können solche Blasen über Nacht platzen und über Folgewirkungen eine ganze Volkswirtschaft in eine Rezession hineinziehen.

Geradezu schulmäßig entwickelte sich die Spekulationsblase in Japan bei Immobilien und Aktien, als sich Mitte bis Ende der 80er Jahre, alimentiert von der Billig-Geld-Politik der Bank of Japan (BoJ), die Kurssteigerungen gegenseitig nach oben trieben, bis schließlich die kräftigen Zinserhöhungen der BoJ die Blasen platzen ließen und die japanische Volkswirtschaft in eine Rezession und langandauernde Deflation hineinzogen. Bis heute hat sich die japanische Volkswirtschaft davon nicht erholt. Die amerikanische Zentralbank (Fed) und wohl auch die Europäische Zentralbank (EZB) haben daraus offensichtlich die Lehre gezogen, auf der Zinstreppe dort innezuhalten, wo man ein weiteres Anwachsen vermuteter Blasen glaubt unterbinden zu können, in der Hoffnung, daß sich über allmähliches "Luft Ablassen" die Kurse in Richtung eines langfristig vertretbaren Niveaus entwickeln. Bei Schwächeanzeichen sei dagegen geldpolitisch gegenzusteuern und zwar massiv.

Solche Blasen in Form von Überinvestitionen können auch entstehen, wenn niedrige Zinsen den Aufbau von Industrien, die Kapitalgüter erstellen, attraktiv erscheinen lassen, deren Aufbau aber abgebrochen werden muß, wenn die Zinsen steigen und sich die in Angriff genommenen Investitionen als unrentabel erweist. Damit sind wir bei der Kapitaltheorie Eugen von Böhm-Bawerks als Grundlage für die österreichische Konjunkturtheorie, zu der wir auch Knut Wicksells Zinsspannen-Theorem zählen.

Eugen von Böhm-Bawerk geht davon aus, dass Wirtschaftssubjekte gegenwärtigen Genuß zukünftigem vorziehen und zwei identische Güterbündel je nach zeitlicher Verfügbarkeit unterschiedlich einschätzen.<sup>4</sup> Das heutige Güterbündel wird höher bewertet als das zukünftige. Damit also jemand auf den Genuß eines gegenwärtigen Güterbündels verzichtet, muß ihm hierfür ein Aufgeld (Agio) gewährt werden. Auf die Zahl der Jahre bezogen, ergibt sich dann der jeweilige Zins. Da dieser von der Einschätzung der Güterbündel zu unterschiedlichen Zeitpunkten abhängig ist, können wir ihn auch als Ausdruck der Zeitpräferenz betrachten: Je stärker die Wertschätzung des heutigen Güterbündels, desto höher der Zins. Derjenige, der dem Inhaber heutiger Güterbündel für deren Überlassung verspricht, diese Güterbündel plus Agio zu einem späteren Zeitpunkt zurückzugeben, kauft damit Zeit. Damit haben wir einen zweiten zentralen Aspekt angesprochen: Der Sparer ermöglicht dem Investor Produktionsumwege einzuschlagen, die das gesamtwirtschaftliche Wohlstandsniveau erhöhen.

Auf Produktionsumwegen werden die Kapitalgüter erstellt, die ihrerseits dafür sorgen, daß Konsumgüter effizienter hergestellt werden können. Das klassische Beispiel hierzu ist der berühmte Robinson, der um seine erhöhte Produktivität beim Fischfang weiß, wenn er statt eines zugespitzten Steckens über ein Boot und ein Netz verfügt, mit dem er die Produktivität des Fischfangs vervielfachen könnte, doch müßte er sich dann entweder selbst einen Vorrat an Subsistenzmitteln zugelegt haben oder darauf vertrauen können, daß Wirtschaftssubjekte ihm auf Zeit ihren Subsistenzmittelvorrat zur Verfügung stellen, in der Hoffnung auf Zinszahlung und Tilgung nach vereinbarter Frist. Wenn nun die Sparer die Kreditverträge kündigten oder sie nur gegen eine zusätzliche Risikoprämie verlängerten, dann würden sich einige Produktionsumwege nicht mehr rechnen; die Arbeit an solchen Produktionsumwegen müsste abgebrochen werden. Die entstehenden Investitionsruinen könnten je nach Grad der industriellen Verflechtung und der Zahl der Beschäftigten eine gesamte Volkswirtschaft mit in den rezessiven Strudel ziehen.

Aus Böhm-Bawerks Kapitaltheorie können wir drei Erkenntnisse mitnehmen:

- (1) Der Zins ist Ausdruck unterschiedlicher Zeitpräferenz,
- (2) Sparen ermöglicht das Einschlagen von Produktionsumwegen,

---

<sup>4</sup> Eugen von Böhm Bawerk hat seine intertemporale Kapitaltheorie begründet und ausgebreitet, in : „Kapital und Kapitalzins. Erste Abteilung: Geschichte und Kritik der Kapitalzins-Theorien“, Innsbruck 1884 und „Kapital und Kapitalzins. Zweite Abteilung: Positive Theorie des Kapitals“, Innsbruck 1889. – Beide Schriften sind als Faksimile-Ausgaben erschienen, in: "Klassiker der Nationalökonomie" (1991 und 1994) zusammen mit zwei Kommentarbänden. – Eine konzise Zusammenfassung dieser intertemporalen Kapitaltheorie findet sich in: Klaus Hinrich Hennings 1989,S. 180-187.

- (3) der Zins entscheidet über den Produktionsaufbau einer Volkswirtschaft, also über die Verwendung von Ressourcen – entweder für den Ausbau der Kapitalgüter- oder der Konsumgüterindustrie.

Zins als Ausdruck der Zeitpräferenz ist eine Sichtweise, die John Maynard Keynes nicht unbekannt, aber doch fremd geworden war. Für ihn ist der Zins der Preis für die Aufgabe der Liquiditätsvorliebe. Natürlich ist der Zins beides, entscheidend ist aber die jeweilige Perspektive: Zins als Ausdruck der Zeitpräferenz bedeutet, daß ein aus konjunkturpolitischen Gründen niedrig gehaltener Refinanzierungssatz die Zeitpräferenz verzerren und damit einen Produktionsaufbau initiieren kann, der nicht aufrechterhalten werden kann, wenn solche Verzerrungen eliminiert werden. "Zins als Preis für die Aufgabe der Liquiditätsvorliebe" lenkt den Blick darauf, daß wegen der Zurückhaltung monetärer Kaufkraft – die Liquiditätsvorliebe – die gesamtwirtschaftliche Belebung ausbleibt, daß aber ein Zins, der zwar hoch genug wäre, um die Liquiditätsvorliebe zu kompensieren, die Unternehmer davon abhalten würde, in Produktionsumwege zu investieren. Vermutlich haben Cambridge und Wien bei diesem Punkt aneinander vorbei diskutiert.

### III. F. A. von Hayeks monetäre Überinvestitionstheorie

#### 1. Wicksells Zinsspannentheorem

Zunächst eine Vorbemerkung zum Ablauf eines Konjunkturzyklus, der sich in fünf Phasen gliedern läßt:

- (1) **Auslösende Faktoren des Aufschwungs:** Hier liegt der Schwerpunkt des Schumpeterschen Erklärungsprozesses – die Innovationen dynamischer Unternehmer.
- (2) **Transmission der Impulse in Konjunkturschwankungen:** Warum und wie wird die gestiegene Nachfrage nach Kapital in zyklische Schwankungen transformiert?
- (3) **Verlaufsmuster des Aufschwungs:** Wie vollzieht sich der Produktionsaufbau der Volkswirtschaft, wo machen sich zunächst Preissteigerungen bemerkbar?
- (4) **Auslösende Faktoren des Umschwungs:** Lösen ein endogener Zinsanstieg (veränderte Risikoeinschätzung) oder ein exogener Zinsanstieg (restriktive Zinspolitik der Zentralbank) den Umschwung aus?
- (5) **Verlaufsmuster des Abschwungs:** Entweicht die Luft allmählich und paßt sich der Produktionsaufbau ohne größere Verzerrungen der Struktur an, die mittel- und langfristig als dauerhaft angesehen werden kann ("soft landing")? Oder kommt es zu

abrupten Anpassungen ("crash landing") mit entsprechend großen Ausschlägen ("overshooting")?

Eine weitere Vorbemerkung: Zum Verständnis der Hayekschen Überinvestitionstheorie ist die Erläuterung des Wicksellschen Zinsspannentheorems hilfreich.<sup>5</sup> Nehmen wir an, wir befänden uns in einer Naturaltauschwirtschaft und alle Sparleistungen der Volkswirtschaft würden investitionsbereiten Unternehmern zu einem bestimmten Zinssatz überlassen. Dann könnten wir folgende Ergebnisse ableiten:

- (1) Sparen und Investieren befinden sich in Übereinstimmung,
- (2) überschlägig ist Preisniveaustabilität gewährleistet, da ja bloß Kaufkraft verlagert wurde,
- (3) die Volkswirtschaft bewegt sich auf einem Gleichgewichtspfad: Abrupte Strukturanpassungsprozesse bleiben im Zuge des Entwicklungsprozesses aus.

Nehmen wir an, daß sich aus endogenen oder exogenen Gründen die Profitabilität zusätzlicher Investitionen erhöht habe (Anstieg des internen Zinssatzes), dann wird sich die Nachfrage nach Kapital erhöhen und damit auch der Preis für die Inanspruchnahme von Kapital, also der Zinssatz. So werden zusätzliche Sparleistungen generiert, die für die zusätzlichen Investitionen verwendet werden können. Damit gelten dieselben Ergebnisse, die wir bereits abgeleitet haben. Knut Wicksell nennt einen Zinssatz, der Sparen und Investieren zur Übereinstimmung bringt, Geldwertstabilität sichert und die Volkswirtschaft auf einem Gleichgewichtspfad hält, den „natürlichen Zins“.

Kehren wir von der Naturaltauschwirtschaft in eine Geldwirtschaft zurück, in der Geschäftsbanken Kredite ausreichen und Zentralbanken für die Geldversorgung zuständig sind. Dann würde es einen Zins geben, der für die Inanspruchnahme von Krediten zu zahlen wäre. Wicksell nennt ihn den „Geldzins“. Entsprechen sich Geldzins und natürlicher Zins, dann bewegte sich die Volkswirtschaft auf einem Gleichgewichtspfad, läge der Geldzins unter dem natürlichen Zins, dann überträfe die Investitionstätigkeit die Spartätigkeit, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage würde die Produktionskapazitäten übersteigen, und die Volkswirtschaft würde von ihrem Gleichgewichtspfad gedrückt: Wicksells kumulativer Prozeß nach oben. Stiege nun der Geldzins wegen geänderter Risikoeinschätzung, gehärteter

---

<sup>5</sup> Grundlegend für dieses Theorem ist Knut Wicksells „Geldzins und Güterpreise“ (Jena 1898). – Doch muss sich der interessierte Leser Wicksells Konjunkturtheorie aus verschiedenen Schriften erarbeiten. Eine konzise Zusammenfassung findet sich in: Heinz Grosseckterl (1989, S. 201-205).

Geldpolitik oder wegen des inflatorischen Zuschlags über den natürlichen Zins, so überstiege die Spartätigkeit die Investitionstätigkeit, die Wirtschaftsaktivität ginge auf breiter Front zurück mit einem tendenziell sinkenden Preisniveau: Wicksells kumulativer Prozeß nach unten. Nun wissen wir genug, um F. A. v. Hayeks monetäre Überinvestitionstheorie – wenngleich in stilisierter Form – vorzustellen.<sup>6</sup>

## **Phasen des Hayekschen Konjunkturprozesses**

### **Erste Phase: Auslösende Faktoren des Aufschwungs**

F.A. v. Hayek diskutiert nicht im einzelnen die Gründe für einen Anstieg des internen Zinses, also der erwarteten höheren Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals. Wir können annehmen, dass Kostensenkungen auf breiter Front ( bei Löhnen, Rohstoffen, Halbfabrikaten und Kapitalgütern) einerseits und Produktivitätsfortschritte andererseits für eine Belebung unternehmerischen Investitionsverhaltens sorgen. Für Joseph Schumpeter (1926), der sich gerade mit dieser Phase eingehend beschäftigt hat, reißen „dynamische Unternehmer“ die Volkswirtschaft aus ihrem stationären Kreislauf heraus.

### **Phase 2: Transmission des Impulses in Konjunkturschwankungen**

Eine geradezu klassische Formulierung finden wir bei Keynes. Nach einer Analyse des Schumpeterschen Prozesses schreibt er (1930 Vol. 2, S. 96/1932, S. 372): „Es ist nur notwendig hinzuzufügen, dass das Tempo, in dem die neuerungsfreudigen Unternehmer imstande sein werden, ihre Projekte zu einem Zinssatz, der für sie nicht unerträglich ist, zur Durchführung zu bringen, von dem Grad des Entgegenkommens von Seiten der verantwortlichen Leiter des Bankwesens abhängen wird. Während somit der Anstoß zu einer Kreditinflation von außerbanklicher Seite ausgeht, bleibt sie doch eine monetäre Erscheinung in dem Sinne, dass sie nur vor sich gehen kann, wenn dem Währungsapparat gestattet wird, diesen Anstoß weiterzuleiten.“

F. A. v. Hayek spricht in diesem Zusammenhang von der perversen Elastizität des Kreditangebotes: Eine erhöhte Nachfrage nach Krediten wird in der Anfangsphase der

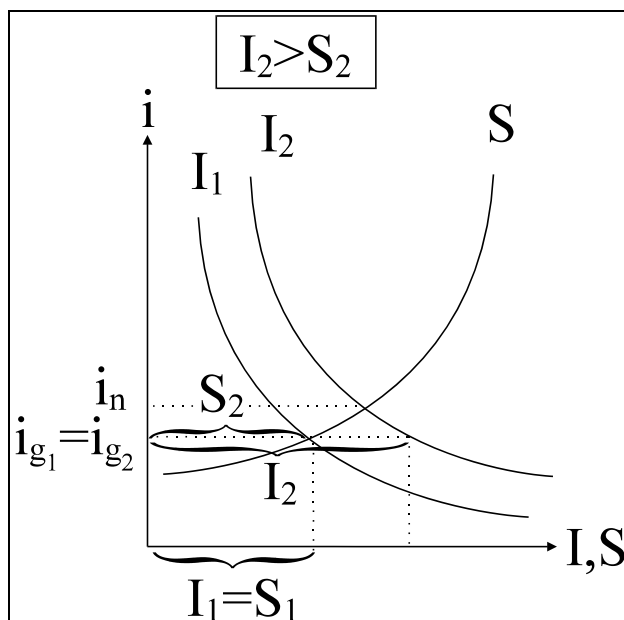
---

<sup>6</sup> Die Darstellung der Hayekschen Konjunkturtheorie stützt sich auf die Texte von F.A. v. Hayek aus den Jahren 1929 und 1931 sowie auf die Zusammenfassung seiner Überlegungen bei seinem Freund und Kollegen noch aus der Wiener Zeit, Gottfried v. Haberler (1941, Abschnitt A.: Die monetären Überinvestitionstheorien, S. 41-76).



Konjunktorentwicklung bei gleichbleibenden Zinsen befriedigt. Eine zusätzliche Nachfrage hätte an sich den Preis für Kredite ansteigen lassen müssen (Abb. 1).

**Abb. 1: Perverse Elastizität des Kreditangebots**



**Quelle:** Eigene Darstellung

Da für die Bank keine höheren Kosten entstehen, wenn ein Kreditvertrag statt über 100.000 € über 200.000 € vereinbart wird, und sie sich für hinreichend liquide hält, reicht sie zusätzliche Kredite zu gleich bleibenden Preisen aus. Sie weiß, daß konkurrierende Banken entsprechend handeln und sie ihre Kunden bei höheren Zinsforderungen an diese verlieren würde. Joseph Schumpeter (1927, S. 95) spricht von einem informellen Kartell der Bankwirtschaft: Wenn alle Banken so handelten und keine stark vorseile oder zurückbleibe, trage keine von ihnen ein spezifisches Risiko. Und die Kreditausreichung schreite fort. Erst "die goldene Bremse an der Kreditmaschine" setze dem ein Ende.

### **Phase 3: Verlaufsmuster des Aufschwungsprozesses**

Basierend auf der intertemporalen Kapitaltheorie von Eugen Böhm-Bawerk kann sich der Investor über Kreditaufnahme Zeit kaufen (muß nicht selbst Konsumverzicht leisten). Wegen der vom Sparer zur Verfügung gestellten Zeit kann er Produktionsumwege einschlagen. Dies ermöglicht einen produktiveren Einsatz der Produktionsfaktoren. Aus dem daraus resultierenden zusätzlichen Leistungsstrom werden Zinszahlung und Tilgung finanziert. Der Investor vergleicht zwei Leistungsströme: den Leistungsstrom aus der Verpflichtung

gegenüber den Gläubigern und den erwarteten Leistungsstrom aus den Produktionsumwegen. Bei Konstanz des Geldzinses wegen perverser Elastizität des Kreditsystems werden mehr und längere Produktionsumwege eingeschlagen als bei einem Zinssatz, der entsprechend der Mehrnachfrage gestiegen wäre. Weil die Nachfrage dauerhaft die Produktionskapazitäten überfordert, kommt es zu einer konjunkturellen Überhitzung und zu einem allgemeinen Preisanstieg. Als Ergebnis halten wir fest: Ein zu niedriger relativer Preis für Kapital führt zu einem falschen Produktionsaufbau.

#### **Phase 4: Auslösende Faktoren des Umschwungs**

Jetzt müssen wir auf das Paradoxon zurückkommen, daß der Kauf eines Mantels einen Konjunkturumschwung auslösen kann. Nehmen wir an, die zusätzlichen Kreditmittel wären für den Ausbau des Kapitalgüter produzierenden Sektors verwendet worden. Da die Gesamtnachfrage die Produktionskapazitäten überstiege und Preissteigerungen auslöste, wäre ein Zwangssparprozeß die Folge (die Kaufkraft je Geldeinheit wäre gesunken). Da die Lohnbezieher ihr altes Konsumniveau beibehalten wollten, würde ihre Sparneigung zurückgehen. Zusätzlich wäre die Nachfrage nach Konsumgütern generell angestiegen, da die zusätzlich Beschäftigten im Zuge des Einschlagens zusätzlicher Produktionsumwege ihr Einkommen ebenfalls für Konsumgüter ausgegeben hätten. Dies hätte dort den Preisanstieg verstärkt und damit eine höhere Profitabilität des Sektors vorgespiegelt. Als Konsequenz hätten die Produzenten von Konsumgütern ihre Nachfrage nach Krediten zwecks Kapazitätsausbau ausgeweitet. Ferner würden die Kapitalgeber im Zins einen Inflationsausgleich verlangen. Dies – zusammen mit geringeren Sparleistungen der unselbständig Beschäftigten – würde schließlich den Geldzins nach oben drücken mit der Konsequenz, daß nun der fehlgeleitete Produktionsaufbau (zu viele und zu lange Produktionsumwege) offenkundig werde und damit korrigiert werden müsse.

#### **Phase 5: Verlaufsmuster des Abschwungs**

Die Korrektur des gesamtwirtschaftlichen Produktionsaufbaus über Konkurse und Rückschnitte in den Sektoren, die wegen der zu niedrigen Zinsen überproportional expandierten, berühren natürlich auch die vor- und nachgelagerten Industrien und vor allem die Banken, die diesen Expansionsprozess mit billigem Geld finanziert haben. So kann die strukturelle Bereinigung die gesamte Volkswirtschaft in eine rezessive Entwicklung hineinziehen. Der Unterschied zwischen Wicksell und Hayek liegt darin, dass Wicksell den allgemeinen Preisanstieg, weil die gesamtwirtschaftliche Nachfrage die

Produktionskapazitäten übersteigt, und den allgemeinen Produktionsrückgang, der aus dem nachfolgenden Zinsanstieg resultiert, analysiert, während F.A. v. Hayek die verzerrte Produktionsstruktur in den Vordergrund stellt, die schließlich die gesamte Volkswirtschaft in Mitleidenschaft zieht. Daher könnte bei Wicksell eine rasche Zinssenkung einen Umschwung bewirken, während aus der Sicht F.A. v. Hayeks die Gefahr besteht, dass eine Billig-Geld-Politik die strukturelle Fehlentwicklung bloß zudeckt. Auch können "schiefe" Unternehmens- und Bankbilanzen über Zinssenkungen nicht aus der Welt geschafft werden.

#### **IV. Die Subprime-Krise als Ausdruck eines fehlgeleiteten gesamtwirtschaftlichen Produktionsaufbaus**

Wenn die Hayeksche Konjunkturtheorie als Referenzrahmen herangezogen wird, ist zu bedenken, daß jeder Konjunkturzyklus spezifische Merkmale aufweist und daß das Erfahrungsmaterial sowie das institutionelle Arrangement, in dem sich die Konjunkturschwüngen vollziehen, aus den 20er Jahren des vorigen Jahrhunderts stammen. Freilich ist das bewegende Phänomen des Hayekschen Prozesses zeitlos: Der Zins als relativer Preis zur Steuerung des gesamtwirtschaftlichen Produktionsaufbaus ist nicht an Raum und Zeit sowie an bestimmte institutionelle Arrangements gebunden. Wir folgen dem vorgestellten Phasenverlauf.

##### **Phase 1:**

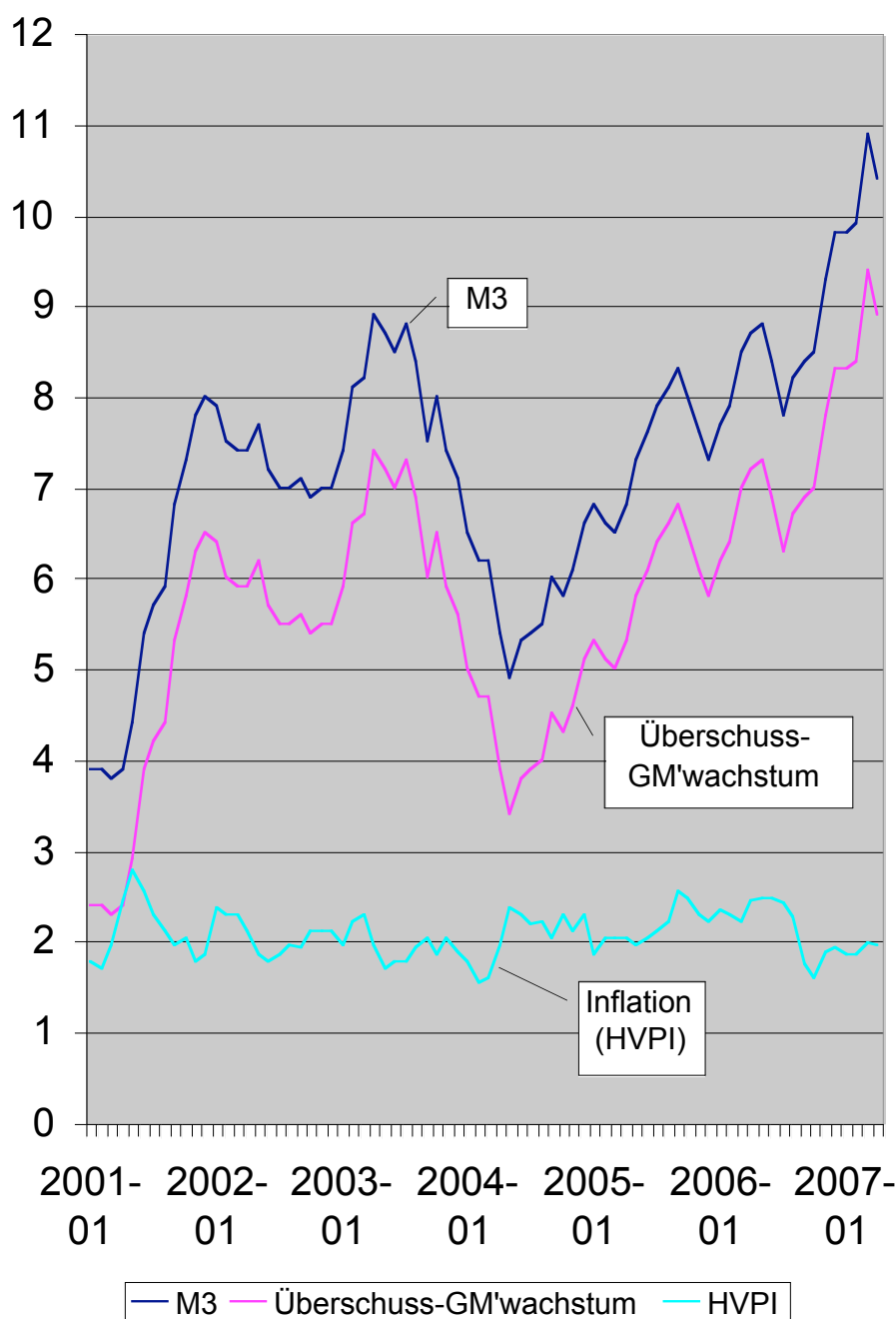
Die drei entscheidenden Zentralbanken – BoJ, Fed und EZB – haben nach dem Absturz auf den Aktienbörsen im Laufe des Jahres 2000 und nach dem Ereignis "nine eleven" den Refinanzierungszins auf ein so niedriges Niveau (gemessen an dem Index für Verbraucherpreise war der Realzins sogar negativ) gedrückt bzw. auf einem so niedrigen Niveau gehalten, daß dies als auslösendes Moment des letzten Zyklus angesehen werden muß. Weiter haben die Wachstumslokomotiven China und Indien starke Nachfrage vor allem auf den Rohstoffmärkten entfaltet. Die VR China hat durch stark steigende Exporte den Warenhunger insbesondere in den USA gestillt und damit dort stärkere Preissteigerungen verhindert. Sie hat überdies durch eine faktische Anbindung des Yuan an den Dollar und über die dadurch initiierten Rücktransfers der im Export verdienten Dollars in die USA (Kauf von US-Treasury Bonds) sowohl zur Stabilisierung des Wechselkurses als auch zur Niedrighaltung des US-Zinsniveaus beigetragen.

**Phase 2:**

Die niedrigen Zinsen waren als Einladung an die Banken gedacht, über die Refinanzierung bei den Zentralbanken die Realwirtschaft mit Liquidität zu günstigsten Konditionen zu versorgen, umso das Platzen der Blase auf den Aktienmärkten möglichst rasch wieder wettzumachen. Einige Jahre zuvor hatte Allan Greenspan als Fed-Präsident ein zentrales Signal für Banken und Unternehmerwirtschaft gesetzt. Unter seiner Stabführung – auch bei Heranziehung der wichtigsten Notenbanken – ist der LTCM-Hedgefonds in einer koordinierten Runde vor dem Konkurs bewahrt worden. Greenspan wollte die Auslösung einer Kettenreaktion verhindern. Zugleich hat die Fed – außerhalb des Turnus – zweimal den Repo-Satz um jeweils 25 Basispunkte gesenkt. Das ist – für sich genommen – als Zinsreduktion keineswegs nennenswert, wohl aber als Signal an die Märkte: Die Fed wird anbahnenden Liquiditätsengpässen entgegenwirken. Diese Politik ist als "Greenspan put" in die jüngste Geldgeschichte eingegangen: Die Geldpolitik der Fed wird als eine Versicherung gegen gesamtwirtschaftliche Liquiditätsengpässe und damit als Absicherung gegen das Absinken etwa der Börsenkurse auf breiter Front gesehen.

Das Verhalten der Fed ist auch von Bankenvolkswirten kritisiert worden. Demgegenüber wird die geldpolitische Linie der EZB – abgesehen von den Irritationen in der Anfangsphase – allgemein als stabilitätsorientiert gewürdigt; die EZB wird in der Nachfolge des "Frankfurter" Stabilitätsparadigmas gesehen. Wenn wir als charakteristisch für die Deutsche Bundesbank ihre Verlässlichkeit und die letztlich verpflichtende Regel der Geldmengenorientierung ansehen, dann liegt ausweislich der Geldmengenentwicklung unter der Ägide der EZB ein Paradigmenwechsel vor.

**Abb. 2: Überschuß-Geldmengenwachstum im Euro-Raum**



**Quelle:** Deutsche Bundesbank für das Geldmengenwachstum M3 und HVPI; vom Geldmengenwachstum wurde zur Ermittlung der Überschußgeldmenge ein geschätztes Wachstum des Produktionspotentials in Höhe von 1,5 % abgesetzt. Eigene Darstellung.

Nehmen wir v. Mises' Kriterium für Inflation, Aufblähung der Geldmenge, so können wir erkennen, dass die EZB seit der Ablösung der Deutschen Bundesbank als Verantwortliche für den geldpolitischen Kurs der Ankerwährung auf einen inflationären Kurs eingeschwenkt ist. Der Geldmengenüberschuss hat sich weniger in den Preisen für Konsumgüter

niedergeschlagen – wegen der stagnierenden Realeinkommen in den großen Mitgliedsstaaten des Euro-Clubs (allen voran in Deutschland) –, sondern in einem Anstieg für reale Aktiva (Aktien, Immobilien besonders in den Peripheriestaaten). Zusammenfassend läßt sich sagen: Hayeks Annahme der perversen Elastizität des Kreditangebots gilt auch heute, ermöglicht durch die Billig-Geld-Politik der entscheidenden Zentralbanken.

### **Phase 3:**

Die liquiditätsmäßige Flutung der verschiedenen Märkte hat den Zins als Lenkungsinstrument des gesamtwirtschaftlichen Produktionsaufbaus außer Kraft gesetzt; dies gilt für den Markt für Unternehmensübernahmen weltweit. Die darauf spezialisierten Investmentfonds verfügten über hinreichend Liquidität zu günstigen Konditionen und haben dabei auch Projekte angebahnt, bei denen sich die Übernahmepreise von der Realität gelöst hatten, so daß sich die dahinter stehenden Banken schließlich die Kreditierung auf die eigenen Bücher nehmen mußten. Die einzelnen Kredittranchen konnten im Markt nicht mehr untergebracht werden. Otmar Issing (2006) war sich dieser Risiken bewusst: "Der sehr expansive Kurs der Geldpolitik hat die Liquidität global wie im Euro-Raum stark erhöht. Die hohe Liquidität birgt ein inflationäres Potential in sich. Sie hat auch dazu beigetragen, dass bei der Jagd nach Renditen die Risikoprämien so abgeschmolzen sind, dass sie für viele Anlagen das wirkliche Risiko nicht angemessen abbilden."

Das gilt insbesondere für den US-Immobilienmarkt. Diese Geschichte kann nur in Umrissen erzählt werden, aber das ist bereits hinreichend zur Erläuterung, wie hier systematisch der Zins als Steuerungsinstrument ausgehebelt wurde. Niedrige Zinsen beflügeln den Immobilienmarkt besonders, da Zinssenkungen entweder die jährliche Finanzlast stark sinken lassen bzw. für die gleichbleibende Last eine höherwertige Immobilie erworben werden kann. Wird die Kaufkraft mittels niedriger Zinsen in diese Richtung gelenkt, so steigen zum einen die Preise für Immobilien und zum anderen wird der Bausektor samt vor- und nachgelagerter Branchen an gesamtwirtschaftlichem Gewicht zulegen. Bleiben die Zinsen niedrig, so werden steigende Immobilienpreise nicht abschrecken, sondern Kauflust sogar noch stimulieren: Kaufe oder baue heute, denn morgen ist es schon wieder teurer geworden. Hinzukommt, daß der US-Immobilienmarkt mit aggressiven Konditionen aufwartet:

- Eigenkapital ist nicht erforderlich,
- Wertsteigerungen können nachträglich hypothekarisch beliehen werden,

- es werden Lockzinsen gewährt; der Zins erhöht sich zum Zeitablauf (Begründung: Die Zinsen können später aus einem steigenden Gehalt leichter getragen werden).

Vor nicht geraumer Zeit galten diese Konditionen als eine soziale Errungenschaft, weil sie den Erwerb eines Eigenheims auch für Schichten mit unterdurchschnittlichem Einkommen möglich machten. Natürlich drehen sich diese die Anschaffung fördernden Elemente gegen den Erwerber, wenn die Konjunktur auf dem Baumarkt kippt und die Zinsen obendrein ansteigen. Was in den USA im Immobiliensektor passiert ist, übersteigt an Bedenkenlosigkeit jedes erdenkliche Maß:

1. Kreditmakler machten Jagd auf alles und jeden, der noch keine oder keine hochwertige Immobilie besaß; sie erhielten von den Banken Prämien für jeden abgeschlossenen Kreditvertrag, bis schließlich sog. Ninja-Verträge abgeschlossen wurden (no income – no job);
2. die Banken haben diese zinsmäßig attraktiven Kreditpakete an eigens gegründete Zweckgesellschaften (Special Purpose Entities, Conduits) weitergereicht;
3. diese SPEs verbrieften diese Darlehensverträge (sog. Subprime-Kredite); teilweise mischten sie sie mit anderen Kreditverpflichtungen (Leasing-Verträge, Ratenverträge für PKWs, Kreditkaren-Verpflichtungen);
4. Rating-Agenturen haben die Ausfallwahrscheinlichkeit solcher Kreditpakete mangels historischer Vorbilder und auf grund hypothekarischer Sicherungen als höchst gering eingeschätzt und mit Bestnoten versehen; das höchste Rating erhielten Papiere, deren Ausfallrisiko versichert war;
5. die Ankäufer solcher Papiere (Geschäftsbanken, aber auch Hedgefonds) haben sie in Abhängigkeit von deren Bonität mit Eigenkapital zu unterlegen; bei einem guten Rating ist nur eine geringe Unterlegung erforderlich;
6. zu einem nicht geringen Teil haben Banken die Subprime-Kredite, die sie selbst verbrieft haben, auf ihre Bücher genommen;
7. teilweise haben die Ankäufer ihr langfristiges Engagement über kurzfristige Einlagen finanziert.

Solange die Immobilienpreise stiegen und die Zinsen niedrig blieben, ist die US-Konjunktur weiter stimuliert worden: Wegen steigender Immobilienpreise rechneten sich die Eigentümer reich, belasteten ihre Häuser mit Hypotheken zu Niedrigstzinsen und erhöhten so ihren Gegenwartskonsum. Sie wandelten systematisch Zukunftskonsum in Gegenwartskonsum um,

wobei die in den USA bestehende Güterlücke hauptsächlich durch Importe aus China gefüllt wurde. Der Rücktransfer der Dollars in die USA und deren Anlage in T-Bonds hielten die Zinsen niedrig und damit den privaten Konsum hoch.

#### **Phase 4:**

Bei F. A. Hayek steigt der Zins aus endogenen Gründen und deckt den falschen Produktionsaufbau auf; die darauf einsetzenden Anpassungsprozesse bewirken den konjunkturellen Umschwung. In den USA und auch im Euro-Club haben die Zentralbanken in Schritten von jeweils 25 Basispunkten ein Zinsniveau realisiert, das die Zentralbanken wohl als konjunkturneutral eingestuft haben; der Refinanzierungssatz betrug schließlich für die USA 5,25% und für den Euro-Raum 4,0%. Weiter hätten sie wohl nur gehen wollen, wenn der Konsumgüterpreisindex kräftig angestiegen wäre und die Notenbankleitungen dies als dauerhaft angesehen hätten. Folgen solche Zinsschritte in einem bestimmten Rhythmus und wird die interessierte Öffentlichkeit entsprechend informiert, so werden solche Zinsschritte eingepreist und die dämpfende Wirkung bleibt aus. Im Gegenteil: Gibt die Zentralbank zu erkennen, daß weitere Schritte folgen werden, so wirken solche Signale prozyklisch – verschulde dich lieber heute als morgen. Eine solche Strategie ist wohl so zu verstehen, daß sich die Zentralbanken allmählich an ein neutrales Zinsniveau herantasten wollen, um nicht durch zu große Zinsschritte eine konjunkturelle Trendwende zu bewirken. Verharrt der Refinanzierungssatz schließlich auf der obersten Treppenstufe – in den USA 5,25% –, so wird er zumindest auf Dauer in den zinssensiblen Sektoren konjunkturdämpfend wirken, wenn etwa im Immobilienbereich bei Verträgen mit variablen Zinsen die Belastung entsprechend ansteigt, zumal die Kreditverträge zunächst sogar noch mit Lockzinsen ausgestattet waren.

Fallen dann die ersten Hypothekenschuldner aus, sinken die Immobilienpreise und fallen deswegen weitere Schuldner aus, so werden Kreditbündel mit solchen Subprime-Anteilen verdächtig, und die Bereitschaft, in solche Fonds – wenn auch nur kurzfristig – zu investieren, sinkt schlagartig. Dann ist eine kurzfristige Refinanzierung nicht mehr möglich oder nur noch zu hohen Risikoaufschlägen. Daß die Banken dann einander mißtrauen und ihr Geld lieber horten als an möglicherweise risikobehaftete Banken weiter zu reichen („credit crunch“), ist eine erklärliche Reaktion. Daß sie dabei womöglich übertreiben, ist nicht verwunderlich. Der „credit crunch“ würde natürlich auf die Realwirtschaft ausstrahlen und würde damit F.A. v. Hayeks Aussage bestätigen, daß der Zinsanstieg zu einem kritischen Zeitpunkt den Umschwung bewirkt. Angesichts der Spezifika jedes Konjunkturzyklus können



sich die Erklärungen für den Umschwung natürlich voneinander unterscheiden. Wir halten aber fest, daß das von F.A. v. Hayek entwickelte Muster der Konjunkturerklärung grundsätzlich zutrifft und uns wichtige Informationen liefert.

### **Phase 5:**

Wie der durch die Subprime-Krise initiierte Umschlag in seiner Wirkung sich auf die Realwirtschaft auswirkt, kann nicht im einzelnen vorausgesagt werden. Die Flutung der Märkte mit Liquidität durch FED und EZB soll ein Übergreifen auf die Realwirtschaft unterbinden. Dies zeigen die Reaktionen an den Aktienbörsen deutlich, freilich kann niemand verlässlich voraussagen, ob es sich hier um monetär gezündete Strohfeuer handelt oder die Einkehr der Gewissheit, daß sich die Subprime-Krise so isolieren läßt.

Wir wollen uns auf das konzentrieren, was wir wissen und daraus unsere Schlüsse ziehen. In den USA werden die Bauindustrie und der private Konsum, weil zuvor Zukunftskonsum in Gegenwartskonsum umgewandelt wurde, als maßgebliche Konjunkturtreiber ausfallen. Sollte sich der Anstieg der Verbraucherpreise in den USA beschleunigen – steigende Rohstoffpreise, steigende Importpreise über die Abwertung des Dollars und teurer werdende Importgüter aus China (auch wegen der Preisanpassung dort) –, dann ist ein Szenario aus Stagnation und Inflation – also die Stagflation – durchaus realistisch. Sollte dieses Szenario zutreffen, wird dies wegen des Ausfalls an weltwirtschaftlicher Nachfrage und wegen einer zinsinduzierten Abwertung des Dollars Rückwirkungen auf die Weltwirtschaft insgesamt haben.

### **V. Was tun?**

Was müssen wir auf kurze Sicht tun und was auf längere Sicht? Bei der längerfristigen Sicht konzentrieren sich die Vor- und Ratschläge auf eine stärkere Regulierung des Finanzsektors; das Schwergewicht liegt hier auf schärferen Kontrollen und der Forderung nach mehr Transparenz. Es ist freilich erstaunlich, dass die Akteure, die die Welt mit reichlicher Liquidität versorgten und damit die Fehllenkung der Ressourcen zu verantworten haben, bisher von Ratschlägen verschont blieben.

## 1. Die Bagehot-Regeln

Zunächst zur kurzen Sicht. Eine generelle Flutung der Geldmärkte und eine Zinssenkung auf breiter Front würde Hayek für kontraproduktiv halten, weil so der falsche Produktionsaufbau überlagert und Strukturbereinigungen hinausgezögert würden, so wie es in Japan mit einer extremen Billiggeld-Politik und einem ausufernden Staatsdefizit noch 18 Jahre nach Platzen der Bubble der Fall ist. Joseph Schumpeter spricht von der „schöpferischen Zerstörung“, die am Ende eines Konjunkturzyklus einsetze, weil die konjunkturellen Übertreibungen bereinigt würden und die freigesetzten Produktionsfaktoren als Rohstoff für einen neuen Innovationsschub bereit stünden (Joseph Schumpeter 1926, S. 354-365). Eine monetäre Flutung kann dann dagegen das Potential für einen noch stärkeren nachfolgenden Zusammenbruch sein, so wie das Ausmaß der Subprime-Krise das Platzen der Internet-Blase übertrifft, weil nun der gesamte Bankensektor gebeutelt wird und der private Konsum gedrosselt wird; vor allem werden die Zukunftsaussichten vieler Bürger zerstört.

Gerhard Schwarz (2008) wendet zu Recht ein, daß in der wirtschaftspolitischen Praxis diese theoretische Konsistenz kaum durchzuhalten sei: „Soll ein Arzt einem Schwerkranken die einzig wirksame Medizin vorenthalten, weil er um deren gravierende Langzeitfolgen weiß? Und würden viele leidende Patienten auf eine solche Therapie verzichten? Es wäre daher geradezu verantwortungslos gewesen, hätten die Geldpolitiker in der letzten Zeit die Märkte nicht mit Liquidität versorgt.“ Wenn man mit v. Hayek und Schumpeter eine generelle Flutung für falsch hält, heißt das nicht, daß man nichts tun dürfe. Das Auftreten von „runs“ auf einzelne Banken, weil deren Solidität angezweifelt wird, ist kein neues Phänomen. Es ist ja die zentrale Aufgabe von Zentralbanken, die gesamtwirtschaftliche Versorgung mit Liquidität sicherzustellen und den Zusammenbruch des Geld- und Kreditsystems zu verhindern. Walter Bagehot (1904), der Theoretiker des Finanzmarktsystems, hat Regeln für das Auftreten der Zentralbanken als „lender of last resort“ aufgestellt<sup>7</sup>, die heute auch noch Gültigkeit besitzen sollten:

1. Keine generelle Flutung des Geldmarktes, wenn einzelne Banken unter Liquiditätsproblemen leiden,
2. Überlassung von Zentralbankliquidität gegen die Verpfändung erstklassiger Wertpapiere (um nicht Hasardeuren aus der Patsche zu helfen),

---

<sup>7</sup> Die Haltung von Walter Bagehot zur Rolle der „Bank of England“ als „lender of last resort“ ist zusammengefasst in: Mervyn A. King (1996, S. 129 f.)

3. die durch das Lombard-Fenster gereichte Liquidität ist deutlich höher zu verzinsen (um die betroffene Bank an ihre Sorgfaltspflicht zu erinnern).

Wenn aber nicht bloß bei einzelnen Banken die Gefahr besteht, daß sie notleidend werden, sondern das gesamte Finanzsystem bedroht ist, dann freilich müssen Umstände vorgelegen haben, die allgemein ein „Moral hazard-Verhalten“ begünstigt haben. Wenn das so ist, dann decken die Zentralbanken mit der Flutung der Finanzmärkte ihre eigene Mitschuld zu. Daß dabei Zentralbanken über das Ziel hinausschießen, wie nun Ben Bernanke und seinen Fed-Kollegen vorgeworfen wird, ist nachvollziehbar. Wenn sie zurückhaltender agierten und die Rezession, wie allgemein erwartet, tatsächlich einträte, würde man ihr wahrscheinlich zögerliches Verhalten vorwerfen. Daher handelt sie nach der Maxime: Wenn schon, denn schon. Die relative Zurückhaltung der EZB – sie wird dafür ausdrücklich gelobt – hängt wohl damit zusammen, daß die Konjunktur im Euro-Raum noch relativ robust zu sein scheint, ganz abgesehen davon, daß die EZB die Wirtschaft generell mit reichlich Liquidität versorgt, wie die aktuelle Geldmengenentwicklung zeigt.

## **2. Regulierung und die Konsequenzen**

Was die allgemeine Forderung – in Wissenschaft und Politik – nach Kontrollen und Transparenz angeht, so erstaunt doch, daß nicht näher nach den mit der Subprime-Krise verbundenen Bedingungskonstellationen geforscht wird. Weiter wird nicht bedacht, daß die menschliche Phantasie, gerade wenn sie auf Erwerb gerichtet ist, immer auf der Suche nach Umgehungen der Kontrollen und Schlupflöcher ist. Myron Scholes (2007, S. 97) hat auf den entscheidenden Schwachpunkt der Forderung nach mehr Kontrollen und Regulierung hingewiesen: In den meisten Fällen produziere Regulierung mehr Kosten als Nutzen; außerdem zöge mehr Regulierung immer auch unerwartete Konsequenzen nach sich.

## **3. Regeln für die Zentralbanken**

Der Schwerpunkt der therapeutischen Bemühungen muss daher auf der Disziplinierung der Zentralbanken liegen. Auch hier hat Myron Scholes (2007, S. 96) den Finger in die Wunde gelegt. Er kommt zu dem Schluß, „dass in einer Welt, in der die Zentralbanken scheinbar alles im Griff haben, viele Marktteilnehmer davon ausgehen, sie könnten höhere Risiken eingehen.“ Konkret bedeutet dies: Einschränkung des diskretionären Spielraums der

Zentralbankleitungen. Das „Moral hazard-Verhalten“ der Banken ist ja maßgeblich gefördert worden, weil die Akteure offensichtlich annahmen, daß die Zentralbanken so etwas wie eine Garantie gegen Aktienkurseinbrüche abgeben könnten (der bereits zitierte „Greenspan put“).

Ein Blick auf die alte Goldwährung kann uns klarmachen, was im Prinzip nötig wäre. Joseph Schumpeter plädierte (1927, S. 90ff.) – im Gegensatz zu John Maynard Keynes – für ein Festhalten am Goldstandard, weil der Abfluss von Gold bei einer exzessiven Geldmengenaufblähung den nationalen Goldvorrat schmälern und damit die Zentralbank zu einer restriktiven Politik zwingen müsse. Dies war für ihn die „goldene Bremse in der Kreditmaschine“. Nach dem Übergang zum sogenannten Fiat Money (Geld, das nicht oder nur teilweise durch reale Vermögenswerte gedeckt ist, sondern durch politischen Beschluß geschaffen werden kann) fehlt dieser Sanktionsmechanismus. Ein Zurück in den Goldstandard wird es nicht geben, doch hatte die Deutsche Bundesbank mit ihrer Geldmengenvorgabe eine solche Bremse selbst geschaffen. Die amerikanische Geldpolitik hat sich längst von jeder Geldmengenorientierung gelöst, und auch unter der Ägide der EZB ist die monetäre Selbstbindung zu einem bloßen Erinnerungsposten herabgestuft worden. Daraus ziehen wir folgende Schlussfolgerung: Die Zentralbanken müssen sich einer disziplinierenden Regel unterziehen, damit sie nicht unter dem Anschein der Allmächtigkeit im Bankensektor der perversen Elastizität des Kreditangebots Vorschub leisten und damit die Tendenz zu einer Attitüde des „moral hazard“ fördern.

## Literatur

Bagehot, Walter (1904), *Lombard Street. A Description of the Money Market*, New and Revised Edition with Notes by E. Johnstone, London.

Grossekettler, Heinz (1989), Johann Gustav Knut Wicksell (1851-1926), in: Joachim Starbatty (Hrsg.), *Klassiker des ökonomischen Denkens*, 2. Band: Von Karl Marx bis John Maynard Keynes, München.

Haberler, Gottfried (1941), *Prosperität und Depression. Eine theoretische Untersuchung der Konjunkturbewegungen*, Bern.

Hayek, Friedrich A. (1929/1976), *Geldtheorie und Konjunkturtheorie*, 2. Aufl., Salzburg.

Hayek, Friedrich A. (1931), *Preise und Produktion*, Wien.

Hennings, Klaus Hinrich (1989), Eugen von Böhm-Bawerk (1851-1914), in: Joachim Starbatty (Hrsg.), *Klassiker des ökonomischen Denkens*, 2. Band: Von Karl Marx bis John Maynard Keynes, München.

Hicks, John R. (1967), *The Hayek Story*, in: Ders., *Critical Essays in Monetary Theory*, Oxford.

Issing, Otmar (2006), „Der Euro hat ein langes Leben“ (Interview), in: *Handelsblatt* vom 29. Mai 2006.

Keynes, John Maynard (1926), *Das Ende des Laissez-faire, Ideen zur Verbindung von Privat- und Gemeinwirtschaft*, München und Leipzig.

Keynes, John Maynard (1930/1932), *A Treatise on Money*, Vol. 1 and 2: *The Pure Theory of Money*, London (Deutsche Übersetzung: *Vom Gelde*: München und Leipzig).

Keynes, John Maynard (1936), *The General Theory of Employment Interest and Money*, London (Deutsche Übersetzung: *Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes*, Berlin 1936).

King, Mervyn A. (1996), „Lombard Street“ und die Bank von England, in: *Vademecum zu einem Klassiker der Banktheorie und Geldpolitik* (Walter Bagehot), Düsseldorf.

von Mises, Ludwig (1924), *Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel*, München und Leipzig.

Polleit, Thorsten (2007), *The Dark Side of the Credit Boom* (<http://www.mises.org/story/2558>).

Scholes, Myron S. (2007), "Am Ende hängt alles am Modell" (Interview), in: *Institutional Money*, Oktober-Ausgabe.

Schumpeter, Joseph (1926), *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung. Eine Untersuchung über Unternehmergewinn, Kapital, Kredit, Zins und den Konjunkturzyklus*, 5. Auflage, Berlin.

Schumpeter, Joseph (1927), *Die goldene Bremse an der Kreditmaschine* (Kölner Vorträge, veranstaltet von der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Universität Köln, Bd. 1: Die Kreditwirtschaft, Winter-Semester 1926/27), Leipzig, S. 80-106.

Schwarz, Gerhard (2008), *Fertig lustig*, in: *Neue Zürcher Zeitung*, 19. Januar 2008, Nr. 15, S. 13.