

BÜCHER

Die große Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise

Rezension von: Helge Peukert, *Die große Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise. Eine kritisch-heterodoxe Untersuchung*, 2., korrigierte und erweiterte Auflage, Metropolis, Marburg 2011, 617 Seiten, broschiert, € 29,80.

Vier Jahre nach Ausbruch der Finanzkrise hat sich an den gefährlichen Strukturen, die zur Krise geführt haben, kaum etwas geändert. Analysiert man die zahlreichen Gesetzesinitiativen im Bereich der Finanzmarktregulierung, die im Anschluss an die G-20-Reformagenda in den USA und in der Europäischen Union während der letzten zwei Jahre umgesetzt wurden oder noch verhandelt werden, so zeigt sich eine Fortsetzung des *status quo ante* mit einigen Anpassungen, die einerseits das Ziel haben, im Krisenfall das Bankensystem robuster zu machen – durch eine Reform der Eigenmittelregulierung. Zum anderen stärken einige Reformen, die als Regulierung missverstanden werden, die Funktionsweise des angelsächsischen Selbstregulierungssystems, wie beispielsweise die Transparenzvorschriften beim Derivatehandel, bei Hedgefonds oder Ratingagenturen.

Der Charakter dieser Reformen spiegelt eine nur leicht adaptierte Sicht auf die Finanzmärkte wider, die vom ökonomischen *Mainstream* seit Jahrzehnten als die effizientesten aller Märkte gesehen werden. Auftretende Ineffizienzen seien Ergebnis verzerrter Anreize,

fehlender Transparenz oder von Regulierungsversagen, dem sogleich das Gewand des Staatsversagens übergestülpt wird. Was die Krisendebatte generell auszeichnet, ist, dass Krisensymptome mit Krisenursachen verwechselt werden.

Der von den Eliten gesteuerte Diskurs über die Ursachen der Krise prägt jenen über die Reformen. Die Prozyklizität der Kreditvergabe (*leverage cycle*) avancierte innerhalb von wenigen Monaten zur wesentlichen Krisenursache und wurde zum Anknüpfungspunkt für die Neuregulierung des Bankensystems. Makroprudenzielle Instrumente, die diese Prozyklizität abschwächen sollen, werden derzeit in das zu reformierende Regelwerk eingebaut. Wesentliche Quellen von negativen externen Effekten, die vom Finanzsystem ausgehen und im Zusammenspiel mit der realen Wirtschaft krisenhafte Entwicklungen hervorrufen, werden beharrlich ignoriert. Eine Kluft tut sich auf zwischen der Welt der Ökonomen, für die mit diesen Reformen die Ordnung wieder hergestellt sein wird – wäre doch die Finanzmarktstabilität nicht durch fehlende fiskalische Disziplin gefährdet! –, und jenen, in deren Wahrnehmung die Welt aus den Fugen gerät.

Helge Peukert legt mit seiner Schrift zur Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise eine Arbeit vor, die den Anspruch stellt, die systemischen Ursachen von Krisen und Finanzmarktinstabilitäten zu ergründen. Er stellt dabei kein originäres Theoriegebäude vor. Vielmehr erweitert er die traditionelle Sicht auf das Geschehene, referiert die breite Palette von alternativen Erklärungen und stellt letztlich Regulierungsvorschläge zur

Diskussion, die über regulatorische Reformen hinausgehend auch eine Neugestaltung des Geldsystems beinhalten.

Peukert bedient sich dabei verschiedener Disziplinen, umkreist die beobachteten Finanzmarktphänomene mit Hilfe der Finanzsoziologie, Ökonomie, Philosophie, Geschichts- und Rechtswissenschaft und der politökonomischen Forschung. Dies ist die Stärke der Studie. Sie bringt den LeserInnen in verständlicher Form die zahlreichen Theoriestränge, die zumeist auch dogmengeschichtlich erläutert werden, aus unterschiedlichen Disziplinen näher sowie deren möglichen Beitrag zur Erklärung der Finanzkrise.

Der traditionellen Effizienzmarkthypothese, die noch immer zentraler Bezugspunkt der herrschenden Ökonomie ist, wird das Bullen-Bären-Paradigma gegenübergestellt, jene in der Tradition von Keynes, Kindleberger, Tobin und Minsky stehende Sicht, wonach Herdenverhalten, Kurzfristorientierung und unvermeidbare radikale, fundamentale Unsicherheit das Geschehen an den Finanzmärkten prägen. Rasante institutionelle Veränderungen der Struktur der Finanzmärkte, wie beispielsweise der Hochfrequenzhandel von Finanzprodukten oder die Schaffung von *'dark pools'*,¹ die erst in den letzten Jahren an Bedeutung gewannen, haben diese Tendenzen erheblich verstärkt. Der Betrug (das Konzept von *'control fraud'*² von William Black), die Übervorteilung, das Wirken des Finanzbranche-Politik-Komplexes, die verheerende Rolle von *'group thinking'* in Finanzinstitutionen und regulatorischen Entscheidungsgremien sowie die ideelle Kaperung der Ökonomen für Finanzmarktinteressen waren seit jeher Begleiterscheinungen von Phasen, in denen sich Finanzkrisen aufgebaut haben.

Diese Phänomene wurden aber insbesondere im Zuge dieser Krise, wie Peukert eindrucksvoll schildert, umfassend analysiert. Sie finden jedoch meist nur rhetorisch Widerhall in Reden von Regulatoren und Politikern. Die regulatorische Reform, unterstützt durch die Krisenanalyse des ökonomischen *Mainstream*, zeichnet sich dadurch aus, dass das Bullen-Bären-Paradigma weitgehend ignoriert wird. Lediglich ein Versatzstück dessen, der vorhin erwähnte Kreditzyklus (*'leverage cycle'*), wird als Quelle von Instabilität anerkannt.

Ein Aspekt, der in der Krisenanalyse des vorliegenden Buches zu wenig Beachtung findet, ist die Rolle der Inkohärenzen des Steuersystems, die Krisen zwar nicht verursachen, aber wesentlich zu deren Verstärkung beigetragen haben. Dazu zählen die steuerliche Bevorzugung der Fremd- gegenüber der Eigenkapitalfinanzierung, die bevorzugte Behandlung von Immobilieneigentum gegenüber Mietwohnungen sowie die geringere oder (Nicht-)Besteuerung von Vermögenszuwächsen (*'capital gains'*). Letztere haben weitreichende Konsequenzen für den Derivatemarkt. Innovative Finanzprodukte werden oft entwickelt, nicht, um eine Absicherung eines Investments zu ermöglichen, sondern aufgrund der damit verbundenen steuerlichen Vorzüge.

Peukert widmet sich abschließend der Frage, ob „ein Leben ohne Finanzkrise möglich ist?“ Diese Frage lässt sich nur mit einem zögerlichen Ja beantworten, wenn es nämlich gelingt, das Finanz- und politökonomische System radikal umzugestalten. Einige der dabei vorgeschlagenen Reformen sind bekannt und werden von kritischen Ökonomen geteilt, wie zum Beispiel das Verbot von (ungedeckten) Kreditderivaten, eine Finanztransaktionssteuer, eine Größen-

beschränkung von Finanzinstitutionen, die Trennung der Tätigkeitsfelder der Geschäfts- und Investmentbanken, Eigenkapitalquoten, die weitaus höher sind als jene, die von der Europäischen Kommission im Rahmen des Basel III-Regelwerks vorgeschlagen wurden, sowie eine Vermögensabgabe und stärker progressive Einkommens-, Erbschafts- und Vermögenssteuern.

Ein Teil der Vorschläge geht aber zum Teil weit über den selbst unter (Post-) Keynesianern geführten Diskurs hinaus. Dem auf Irving Fisher zurückgehenden Vorschlag, der heute durch einige ‚Vollgeld‘-Initiativen Popularität erlangt hat und letztlich einen 100%igen Mindestreservesatz vorsieht, wird breiter Raum gegeben. Ein (Zentralbank-) Geldmengenwachstum in der Höhe des Potenzialwachstum, das idealerweise über demokratische Abstimmungen festgelegt wird, um diese Entscheidungen den interessengeleiteten Technokraten der Notenbanken zu entziehen, wird als geldpolitische Strategie vorgeschlagen, um der endogenen Geld- und Kreditschöpfungskapazität des Bankensystems einen Riegel vorzuschieben und sich aufbauende Verschuldungskaskaden zu beschränken. Neben zahlreichen kritischen theoretischen und technischen Details, auf die jetzt nicht näher eingegangen werden kann, ist anzumerken, dass nicht der Umstand von (über niedrige Zinsen entfachte) Überliquidität wesentlicher Teil des Problems ist, sondern der gestörte Intermediationsprozess des Banken- und Finanzsystems, der selbst beim 100%-Geld weiter bestünde.

An anderer Stelle wird ein Verbot der Verschuldung des Staates zur Diskussion gestellt, die deutsche Schuldenbremse gelobt, der europäische ‚gigantische Rettungsschirm‘ mit Hans-Werner Sinn als Verletzung der ‚no bail-out‘-Klausel

gesehen.

Das Kapitel über die europäische Staatsschuldenkrise, das in der zweiten Auflage eingefügt wurde, enthält überaus interessantes und diskussionswürdiges Datenmaterial sowie eine trefende Analyse der ökonomischen Auswirkungen der Austeritätspolitik, die in den Peripherieländern nun verfolgt wird. Aber die zum Ausdruck kommende Ablehnung der Stärkung von Elementen der politischen Union, wie beispielsweise von Eurobonds, ist schwer nachvollziehbar, festigt diese Haltung doch gefährliche desintegrative Tendenzen und nationale Egoismen in der EU.

Die als Alternative zur Stärkung der politischen Union zur Diskussion gestellten, zuletzt populär gewordenen Ansätze zur Lösung der Staatsschuldenkrise, wie eine geordnete Staatsinsolvenz und eine Privatsektorbeteiligung, wären aufgrund des hohen Integrationsgrades der Finanzmärkte und der Abhängigkeit privater Verträge von Ratingagenturen (insbesondere bei Kreditderivaten) mit unabsehbaren Folgen verbunden. So wird auch der im Rahmen des letzten Griechenlandpaketes beschlossene Beitrag des Privatsektors vermutlich bescheiden sein. Dies war notwendig, um die von den Ratingagenturen verlangte Freiwilligkeit zu bewahren – eines der zahlreichen Beispiele dafür, wie sehr sich die Staaten in Geiselschaft der Finanzbranche befinden.

Peukert hat ein überaus lesenswertes Buch geschrieben. Es steht zu befürchten, dass einige der Reformvorschläge erst dann vom ökonomischen *Mainstream* übernommen werden, nachdem die internationale Staatengemeinschaft erkennen hat müssen, dass ihre Bemühungen um die Reform der Finanzmarktregulierung Makulatur geblieben sind.

Helene Schubert

Anmerkungen

¹ Hierbei handelt es sich um Handelsplattformen, die einen anonymen Handel mit Finanzprodukten bzw. mit Wertpapieren erlauben. Während an den Börsen sowohl die Menge der gehandelten Wertpapiere als auch deren Bepreisung öffentlich sind, bleiben diese Informationen bei den „dunklen“ Pools im Dunkeln.

² Der Begriff „*Control Fraud*“ wurde von William K. Black, der in den 1980er-Jahren für Bankenregulierung in den USA zuständig war, in mehreren Beiträgen ins Spiel gebracht, um die Umstände zu erklären, die

zur Finanzkrise geführt haben. Der Kontrollbetrug tritt dann auf, wenn Personen hohen Vertrauens ihre Position im Unternehmen oder im Staat dazu missbrauchen, um Betrug zum eigenen Vorteil zu begehen. Dieses Phänomen, das zumeist Diktaturen der wenig entwickelten Welt zugeschrieben wird, habe in westlichen Demokratien Verbreitung erlangt. Siehe Black, William K., *When Fragile Becomes Friable: Endemic Control Fraud as a Cause of Economic Stagnation and Collapse* (2005); <http://www.scribd.com/doc/30768953/When-Fragile-becomes-Friable-Endemic-Control-Fraud-as-a-Cause-of-Economic-Stagnation-and-Collapse>.