

## Die Krise verstehen - der Ansatz von Hyman Minsky

Ein Gastbeitrag von Matthias Garscha

Seit Ausbruch der Finanzkrise wartet die Zivilgesellschaft in den westlichen Staaten auf eine Antwort der Politik auf die Exzesse der Finanzindustrie. Seit Jahren wartet Sie vergebens. Vielleicht liegt es auch daran das sich Politik und Finanzindustrie in den letzten Jahrzehnten viel zu nahe gekommen sind.

Dabei gibt es an Lehren aus der Finanzkrise keinen Mangel, wenn auch viele Beobachter betonen, dass wir immer noch nicht genau verstünden, was eigentlich passiert ist. Dirk Bezemer von der Uni Groningen verglich die Situation mit der Weltwirtschaftskrise, wo es 20 Jahre dauerte bis sich ein neues ökonomisches Denken durchsetzte. Besorgt fragt er am Ende eines sehr empfehlenswerten Videos (1): Müssen wir heute wieder solange warten?

### **Im Zentrum steht daher meines Erachtens zuerst die Frage, welcher theoretische Ansatz die Krise am besten erklären kann.**

Einer der Favoriten Hyman Minskys Denkansatz. Sehr gut erklärt wird dieser als postkeynsianisch bezeichneter Ansatz im Blog "Never Mind the Market" im Züricher Tagesanzeiger (2), oder von den beiden führenden Forschern auf diesem Gebiet (Dirk Bezemer und Steve Keen).

*(Never Mind): Einer der lesenswertesten Ökonomen überhaupt, wenn es um das Zusammenspiel von Finanzsektor und «Realwirtschaft» geht, ist Hyman Minsky (1919 bis 1996). Der Amerikaner hielt es – ebenso wie sein Lehrmeister Joseph Schumpeter (1883 bis 1950) – nie für zulässig, den Finanzsektor in den ökonomischen Modellen zu ignorieren. Weil ein Kredit eine private Vereinbarung zwischen zwei Parteien ist, seien Finanzinstitute in der Lage, Geld aus dem Nichts zu schöpfen, argumentierte Minsky. Eine simple Buchung (Aktivum: neues Kreditguthaben, Passivum: neue Kundeneinlage) genüge. Die Finanzinstitute sind demnach also nicht bloß Intermediäre, sondern sie können nach ihrem Willen die Nachfrage in der Wirtschaft anfeuern.*

*Gemäß Minskys Lehre treibt die Veränderung der ausstehenden privaten Schulden daher die BIP-Wachstumsraten sehr wohl in die Höhe: Neu vergebene Kredite beruhen nicht zwangsläufig auf dem zeitgleichen Konsumverzicht von Sparern, sondern basieren primär auf dem Versprechen einer künftigen Rückzahlung. Die Volkswirtschaft verhält sich wie ein Unternehmen, das immer mehr Schulden aufnimmt, um neue Wachstumsmärkte zu erschließen – und davon ausgeht, die Schulden mit seinem künftigen Cashflow eines Tages begleichen zu können.*

*Die Banken geben also freimütig Kredit, und der Privatsektor baut freudig Schulden auf – was das Wirtschaftswachstum erhöht und die Banken noch mehr dazu verleitet, Kredite zu vergeben. Dieses Spiel geht gut, solange die Zinsen tendenziell sinken, sich die Kosten für den Schuldendienst nicht abrupt erhöhen und solange die «Animal Spirits», die Risikofreude der Schuldner sowie der Gläubiger, intakt bleiben. Genau das ist in den Jahren von 1982 bis 2007 gelungen.*

Nachdem im letzten Stadium der Blasenentwicklung dann sowohl Tilgung und Zinszahlungen unmöglich werden und die Kredite nur noch durch die erhofften Vermögenspreissteigerungen bedient werden können, kommt es unausweichlich zum Minsky Moment (3).

*(Never Mind) 2007 begannen die Räder dieser gloriosen Maschine zu stocken, ein Jahr später standen sie still. Millionen von Schuldnern erwachten plötzlich und erkannten, dass sie zu hohe Verbindlichkeiten hatten, und Millionen von Gläubigern wurde bewusst,*

*wie töricht sie in ihrer Kreditvergabe gewesen waren. Eine neue Ära begann: das Große Deleveraging, der Große Schuldenabbau.*

Was können wir aus den Theorien eines Hyman Mynskis und seiner Schüler lernen? Was hilft uns bei der Überwindung der aktuellen Krise und was, um einer neuen vorzubeugen? Welche Rolle spielt dieser Ansatz bisher in Deutschland?

Hier muss man leider konstatieren, dass sich diesem Forschungsansatz nur wenige Ökonomen und Wirtschaftsblogger in Deutschland zuordnen lassen. Die größte Veränderung zur herkömmlichen Theorie wird in einer veränderten Sicht auf die bisher dominierenden Finanzmarkttheorien deutlich. Man lässt hier den Glauben an effiziente Finanzmärkte hinter sich und versucht stattdessen Regelkreise zu beschreiben die in unserem heutigen Finanzsystem auf und abwärts wirksam werden können.

Postkeynsianer unterscheiden sich grundsätzlich vom Mainstream in ihrer Auffassung zur Frage, wie Geld in einer Wirtschaft eigentlich entsteht. Stark vereinfacht gesagt geht die neoklassische Lehre davon aus, dass Geld exogen, also außerhalb des Finanzsystems entsteht, durch Handlungen der Zentralbank. Die Post-Keynesianer vertreten dagegen die These, Geld werde endogen, also innerhalb des Finanzsystems geschaffen.

### **Was tun, wenn bereits eine Krise eingetreten ist?**

Wie kann der Westen die Krise überwinden – fragte Jean Uwe Heuser in einem lesenswerten Beitrag im letzten Jahr in der ZEIT (4) und stellte fest:

*Es tobt ein Glaubenskrieg. Wie kommt man raus aus der Krise - mit noch mehr Geld, wie es Amerika will? Oder mit konsequentem Sparen, wie es die Euro-Staaten planen? Zwischen Politikern und Publizisten eskaliert der Streit.*

*Es ist das Ringen zweier Traditionen, man könnte auch sagen zweier Kirchen. Amerika will sich aus der Krise herauskaufen, nichts fürchtet es mehr als eine langjährige Flaute. Dafür nimmt es Inflation gerne in Kauf, auch wenn sie den kleinen Mann einen Teil seines Wohlstands kosten könnte.*

*Deutschland dagegen will Inflationsgefahren eindämmen, und der Staat soll die Schulden nicht noch weiter in die Höhe treiben, weil das die Absturzgefahr in etwas fernerer Zukunft nur vergrößert. Ein Land kann sich demnach nicht aus der Krise herauskaufen, sondern sie durch immer neues Geld nur verzögern. Dauerhaft steigt der Wohlstand nur, wenn der Staat seine Finanzen in den Griff bekommt und ein Gefühl von Stabilität entsteht.*

Seit 2008 tobt diese Debatte und wie in jedem Glaubenskrieg geht es nicht nur um die wahre Lehre. Es geht um Interessen und Institutionen. Ein Interesse an Regulierung besteht nur solange wie das ganze System gefährdet ist (siehe G-20), sobald sich das ganze wieder etwas stabilisiert hat, verzichtet die Partei auf weitere Regulierung, die einen Vorteil zu verlieren hat.

Ist die Krise eingetreten (ausgelöst durch den Minsky Moment), stehen grundsätzlich 3 Wege zu einer Reduzierung des Schuldenüberhangs zur Verfügung.

- a) das schmerzliche und langwierige Tilgen
- b) das Streichen von Schulden
- c) durch Inflationierung (Finanzielle Repression)

Mark Dittli (Chefredakteur der FuW) meinte letzte Woche bei einer Panel Diskussion:

*Er kenne keinen geschichtlichen Fall, wo eine Austeritäts und Sparpolitik wirklich funktioniert hätte. Sowohl 1931/33 als auch 2008/09 wäre durch eine aktive Geld/Fiskalpolitik der Return aus der Abwärtsspirale (Balance Sheet Recession) erreicht worden. Dittli sagte weiter; das die Regierungsbehörden der USA zusammen mit der FED diesen Prozess eines gemeinsamen Einsatzes von geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen seit 2008 bisher am besten organisiert hätten.*

### **Wo stehen wir im Krisenverlauf?**

Die ZEIT hat zusammen mit einem Team um den österreichischen Ökonomen Karl Aiginger im Jahre 2012 einen Krisenverlaufvergleich mit der Weltwirtschaftskrise begonnen. Sie kommen am 03.08.2013 zu dem Schluss: Der Absturz in der Krise verlief zwar deutlich milder als in den 30iger Jahren, jedoch erfolgt die Erholung mittlerweile langsamer als in der Weltwirtschaftskrise.(5)

Der Ökonom Paul Krugmann, der sich letztes Jahr im Internet einen vielbeachteten Schlagabtausch mit dem Mynskianer Steve Keen lieferte, meint in seiner neuesten Kolumne (6):

*Wir leben in einem goldenen Zeitalter der Entlarvung ökonomischer Mythen. Die Doktrin der expansionistischen Austerität kippte, die Doktrin der Verschuldungsangst fiel in sich zusammen und der Behauptung der wirtschaftspolitischen Unsicherheit ist es jetzt genau so ergangen. In Wahrheit wissen wir genau, warum der Aufschwung so langsam ist, und Vertrauen hat überhaupt nichts damit zu tun. Was wir nämlich erleben, sind die normalen Auswirkungen einer schuldenfinanzierten Investitionsblase.*

Ein weiterer wichtiger Beobachter ist Richard Koo (Nomura Research). Er hat den Prozess des Delayering (Schuldenabbau) in dem Begriff "Balance Sheet Recession" neu definiert.

Der einzige Grund, weshalb Unternehmen ihre Schulden trotz niedrigster Zinsen zurückzahlen, ist, dass sie überschuldet sind. In einer Situation, wo sowohl private Haushalte als auch Unternehmern entschulden, muss nach Koos Ansicht der Staat als Kreditnehmer einspringen, um den Sturz in die Depression zu verhindern. Doch dieser Fall kommt in den Lehrbüchern der Ökonomen einfach nicht vor.

Die vorherrschende Lehre hatte nur die Verschuldung der Staaten im Blick, die private wurde vollständig ausgeblendet. Für Richard Koo hilft die bisher betriebene Geldpolitik der Zentralbanken bei der Krisenbewältigung nicht weiter. Nur eine aktive Fiskalpolitik des Staates führt in dieser Sondersituation zu einer Erholung.

Wenn man, wie die Postkeynsianer die Realwirtschaft und Finanzwirtschaft separat betrachtet, stellt sich die Frage warum die Realwirtschaft in der jetzigen Situation nicht Kredite nachfragt. Oben hatten wir gelesen, dass Banken in einem endogenen Geldsystem die Nachfrage in einer Wirtschaft nach Ihrem Willen anfeuern können. Aber ist die Realität nicht eine ganz andere?

Schauen wir uns einmal die Position von Steve Keen (ein Anhänger Mynskis) genauer an. Die Grafik stammt von S. Keen:

Figure 3: Correlation between change in debt and unemployment



Die Grafik zeigt die Arbeitslosenrate in den USA (blaue Kurve, rechte Skala) seit 1990. Die rote Kurve zeigt die jährliche Veränderungsrate des ausstehenden Kreditvolumens (in Prozent des BIP, linke Skala). Der Korrelationskoeffizient der beiden Kurven beträgt gemäß Keen  $-0,92$ , das heißt, sie sind fast perfekt gegenläufig. Will heißen: Steigt das Kreditvolumen, sinkt die Arbeitslosenrate (was ein Indiz für kräftiges Wirtschaftswachstum ist). Sinkt das Kreditvolumen oder sackt es gar wie Ende 2008 zusammen, steigt die Arbeitslosenrate kräftig in die Höhe.

Wir wissen: Korrelation bedeutet nicht Kausalität. Aber eindrücklich ist das Bild allemal

Halten wir fest: Steve Keen arbeitet am Beweis für eine endogenes Geldsystem. Nach Meinung vieler Beobachter hat er die Argumente auf seiner Seite. Zum anderen stellen wir fest, dass trotz historisch tiefer Zinsen und einer beispiellosen Liquiditätsflut, das Geld der Zentralbanken nicht in die Realwirtschaft ankommt. Ein klares Indiz, das gegen die Annahme einer exogenen Geldschöpfung spricht.

Es ist die Stunde der Forscher um empirische Beweise für die verschiedenen Theorien zu erbringen. Neue Denkrichtungen haben die Chance, durch eine wirklichkeitsnähere Beschreibung der Realität zu überzeugen.

### Viele Fragen von großer Tragweite bleiben

Wir haben einen gigantischen Schuldenüberhang, dieser ist seit Beginn der Krise erst zu einem geringen Teil abgebaut worden. Kann durch die aktuelle Politik der FED eine psychologische Wende über die Inflationierung der Vermögenswerte erreicht werden? Eine Geld- und Vermögensillusion wieder hergestellt werden. Es sieht danach

aus, dass die privaten Haushalte in den USA wieder Kredite aufnehmen und den Entschuldungsprozess beendet haben.

Wann genau besteht tatsächlich nicht mehr die Gefahr eines Abgleitens in eine Deflationsspirale? Und noch wichtiger, ist dieser historisch anomale hohe Schuldenstand aller Sektoren langfristig tragfähig? Rückblickend stellen wir fest, dass die Schulden zuerst im Privatsektor entstanden und dann zum Staat gewandert sind (Bankenrettung und Steuerausfälle durch die Rezession). Wie kann eine Gesundung durch eine Entschuldung organisiert werden? Wer soll dann die Lasten tragen? Welche Rolle kann die Zentralbank spielen, die ja keine Bank wie jede andere ist.

Nach Dirk Bezemer sind die Lasten in den Bilanzen der Banken "Faule Kredite", die mit Vermögenswerten besichert wurden. Diese haben nach Ansicht der Postkeynsianer keine direkte Verbindung zur Realwirtschaft, so das in Frage gestellt werden darf, ob es bei einem "Bail In" (der Abwicklung von Banken durch Haftung von Eigentümern und Gläubigern) oder Schuldenschnitten tatsächlich zu einem Einbruch der Realwirtschaft kommen wird.

Doch an genau dieser Frage zuckt die Politik bisher zurück. Sie übernimmt bisher mehr oder weniger ungeprüft die Argumentation der Banken. Besonders hier wird eine zu große Nähe zwischen Politik und Finanzwelt deutlich. In seiner Dokumentation "Staatsgeheimnis Bankenrettung" (7) hat Harald Schumann die Frage der fehlenden Transparenz bei den bisherigen Bailouts, als Gefahr für die Demokratie, eindrucksvoll herausgearbeitet.

Zugleich rücken mit der Verteilungsökonomie und Institutionenökonomie die ungleiche Verteilung der Einkommen und Vermögen sowie die Rolle der Macht in den Fokus der Ökonomen. Beides Themen, die lange von den Ökonomen ignoriert worden sind. Um die Regelkreise vollständig erfassen zu können, müssen verschiedene Teildisziplinen der Ökonomie zusammengeführt werden.

Minskys Ansatz hat uns geholfen die Krise ex post besser zu verstehen. Es gab im Jahre 2008 eine wahre Wiederentdeckung seiner Thesen. Was von den Postkeynsianern noch zu leisten wäre sind wissenschaftliche Verfahren die uns eine konkrete Voraussage von Finanzblasen ermöglichen würden. Hier gibt es vielversprechende Ansätze (8).

### **Sind die Zentralbanker mit Ihrem Latein am Ende?**

Die Notenbanken außerhalb des Euroraums operieren mittlerweile weit außerhalb reiner Geldpolitik (für monetaristisch denkende Ökonomen ein Gräuel). Die neue geldpolitische Strategie nennt sich "forward guidance": Dabei erklären die Notenbanken, wie lange sie unter bestimmten Bedingungen die Leitzinsen auf ihrem augenblicklichen Niveau halten werden. Bei einigen Varianten werden auch ganz konkrete makroökonomische Zielgrößen definiert. Ein weiteres Ziel ist es, dass Niveau und die Veränderung der gesamten Renditekurve zu beeinflussen. Niemand kann heute mit Sicherheit sagen wohin uns das führen wird.

Besonders Ben Bernanke ist zurzeit ein Gefangener seiner begonnenen Politik. Dazu nochmal Mark Dittli: *Bernanke hat sich selbst in eine Loose/Loose Situation gebracht, aus der es derzeit keinen Ausweg zu geben scheint. Stichwort Tapering! Geldpolitik kann nur die Zeit für die Politik kaufen, handeln jedoch müssen die Politiker.*

Die Nebenwirkungen der aktuellen Geldpolitik werden von vielen Seiten kritisch reflektiert. Jedoch aus vollkommen unterschiedlichen Motiven und Gründen. Monetaristen und Österreicher betonen die Inflationsgefahren. Austeritätsbefürworter sehen die Gefahr darin, dass die Bemühungen um Strukturreformen nachlassen. Keynesianer betonen die Grenzen der Geldpolitik (9):

*Die Notenbanker wollen die Wirtschaft durch Anreize zum Schuldenmachen wieder in Schwung bringen. Das aber ist nicht leicht, wenn für so wichtige Akteure wie den Staat oder überschuldete Haushalte das genaue Gegenteil Priorität hat. Die Situation ähnelt dem Sprichwort: Die Pferde werden zur Tränke geführt, aber sie saufen nicht.*

*Die Effizienz der Geldpolitik ist zurzeit nicht mehr das, was sie einmal war. Die Probleme hinsichtlich Wachstum und Beschäftigung lassen sich weniger durch noch niedrigere Zinsen als vielmehr durch Strukturpolitik und Finanzpolitik lösen. Wir tun so, als wollten wir genau dahin zurück, wo wir vor der Krise waren.*

Am Ende stellt dich die Fragen: Wem nützt die aktuelle Politik? Die Notenbanken wirken zunehmend wie ein Rück-Versicherer für die Risiken der Finanzmarktteilnehmer. Demokratisch kann man diese Form der Steuerung von Gesellschaften jedenfalls nicht nennen. Vielmehr sind erhebliche Gefahren zu erkennen!

### **Welche Ökonomie wollen wir nach der Erholung?**

Die Auseinandersetzung zwischen Austeritäts-Verfechtern und Keynesianern über die Herbeiführung einer nachhaltigen Erholung überschneidet sich mit einer anderen Fragestellung. Welche Ökonomie wollen wir nach der Erholung? An diesem Punkt wird aus Ökonomie politische Ökonomie. Wer meint, in der Ökonomie vor der Krise war bis auf die verrückte Kreditvergabe der Banken alles in Ordnung, ist auch überzeugt, dass Bankenreformen reichen, um zukünftige Krisen zu vermeiden. Lord Skidelsky geht in seinem letzten Beitrag bei Project Syndicate noch weiter wenn er feststellt (10):

*In Wahrheit zeitigt jede fiskalisch motivierte Politik zur Konjunkturbelebung mögliche reformistische Auswirkungen. Das ist auch der Grund, warum die Verfechter der Austerität so dagegen sind und diejenigen, die Konjunkturbelebung zwar theoretisch für sinnvoll halten, auf deren ausschließlicher Umsetzung im Bereich der Geldpolitik beharren.*

*Eine Neuausrichtung des wirtschaftlichen Gleichgewichts von Energieverschwendung in Richtung Energiesparsamkeit – und vom privaten zum staatlichen Verbrauch – könnte das Ziel der Wirtschaftspolitik verändern. Die Maximierung des BIP-Wachstums wäre nicht mehr oberste Priorität. Vielmehr sollte es etwas sein, das wir als „Glück“ oder „Wohlergehen“ oder ein „gutes Leben“ bezeichnen.*

Zu der Frage welche Ökonomie wir anstreben, gehört auch eine andere Frage: Welche Rolle spielt eine Zentralbank in einer demokratischen Verfasstheit? Die Unabhängigkeit der Zentralbank ist kein Tabu mehr, die Debatte darüber, hat längst begonnen. In Europa kommt dann noch das Problem einer unzureichend konstruierten Währungsunion hinzu. Das jedoch, ist ein Thema für sich.

Das Spannungsverhältnis zwischen Märkten und Demokratie tritt deutlich zu Tage. Doch was ist die Antwort darauf? Man muss sicher nicht so weit gehen wie Jakob Augstein in seinem neuen Buch "Sabotage". Darin fordert er: *Wir müssen uns entscheiden, zwischen Kapitalismus und Demokratie.* Die beste Antwort darauf lautet immer noch: Wir wollen eine demokratiekonforme Marktwirtschaft und nicht eine marktkonforme Demokratie.

Quellen:

- (1) <http://www.fuw.ch/article/wie-spekulationsblasen-wachsen-und-platzen/>
- (2) <http://blog.bazonline.ch/nevermindthemarkets/index.php/7483/die-grosse-illusion-2/>
- (3) <http://blog.fuw.ch/nevermindthemarkets/index.php/13588/chinas-minsky-moment/>

- (4) <http://www.zeit.de/2012/02/Europa-Amerika/komplettansicht>
- (5) <http://www.zeit.de/wirtschaft/2013-07/krisenvergleich-grosse-depression>
- (6) [http://www.nachdenkseiten.de/upload/pdf/130812\\_Krugman.pdf](http://www.nachdenkseiten.de/upload/pdf/130812_Krugman.pdf)
- (7) <http://www.youtube.com/watch?v=mAlCqbod9Qc>
- (8) <http://www.fuw.ch/article/das-experiment-der-eth/>
- (9) [http://blog.zeit.de/herdentrieb/2013/08/13/die-geldpolitiker-sind-mit-ihrem-latein-am-ende\\_6365#more-6365](http://blog.zeit.de/herdentrieb/2013/08/13/die-geldpolitiker-sind-mit-ihrem-latein-am-ende_6365#more-6365)
- (10) <http://www.project-syndicate.org/commentary/the-incompatibility-of-austerity-and-economic-reform-by-robert-skidelsky/german>

Matthias Garschner hat seinen Gastbeitrag erstmals im August 2013 auf seinem eigenen Blog <http://matthiasgarscha.wordpress.com/> veröffentlicht.

Matthias Garscha

Matthias Garscha, geboren 1963, ist Mitte/ende 2011 zu den Piraten gestoßen. Transparenz in politischen Prozessen und mehr Teilhabe der Menschen durch direktdemokratische Reformansätze sind für ihn sehr wichtig. Er ist Mitglied in den AG`s: Wirtschaft, Geldordnung und Finanzpolitik, Europa.