

Bernhard Emunds

Did »it« happen again? Will »it« happen again?

Eine Deutung der Globalen Finanzkrise und der heutigen Finanzwirtschaft im Lichte von Hyman P. Minskys Hypothese der finanziellen Instabilität¹

1. Einleitung

Am 15. September 2008 meldete die Investmentbank Lehman Brothers Konkurs an. Der Weltöffentlichkeit wurde schlagartig bewusst, dass die Finanzwirtschaft der Industrieländer mitten in einer Krise steckte. Unzählige Finanzinstitute waren mit dem Problem konfrontiert, dass sich das Vertrauen in ihre künftige Zahlungsfähigkeit verflüchtigt hatte und ihnen nun niemand mehr weiteres Geld überlassen wollte, allen voran sie selbst sich wechselseitig kein Geld mehr ausliehen. 20 Tage später stand in Deutschland allen Bürger*innen die Dramatik der Situation vor Augen: Am 5. Oktober 2008 traten die deutsche Bundeskanzlerin, Angela Merkel, und ihr Finanzminister, Peer Steinbrück, vor die Presse, um den Menschen zu versichern, dass ihre Einlagen bei deutschen Banken sicher seien, weil der deutsche Staat für deren Sicherheit bürgte.

Vor zehn Jahren waren fast alle überrascht, auch Ökonom*innen. In den Augen der meisten Wirtschaftswissenschaftler*innen war das Finanzsystem jene Sphäre der Wirtschaft, die dem neoklassischen Ideal perfekter Märkte am nächsten kam. Zeigte nicht auch die Empirie² eindeutig, dass die Größe der Finanzwirtschaft einen positiven Einfluss auf die wirtschaftliche Entwicklung habe, dass eine Volkswirtschaft – natürlich *ceteris paribus* – umso kräftiger wachse, je größer das Finanzsystem sei? Und ausgerechnet dieses Finanzsystem kollabierte nun! Selbst diejenigen Ökonom*innen, die die Effizienz der Finanzmärkte und ihr erstaunliches Wachstum in den letzten Jahrzehnten schon seit längerem kritisch sahen, waren überrascht. Finanzkrisen erwarteten sie für die weltwirtschaftliche Peripherie, insbesondere in den Schwellenländern, in denen sie seit Mitte der 1990er Jahre vermehrt auftraten, nicht aber im Zentrum der globalen Finanzwirtschaft.

Angesichts dieser allgemeinen Ratlosigkeit verwundert es nicht, dass auf dem Höhepunkt der Krise plötzlich die Veröffentlichungen eines Ökonomen in den Mit-

1 Der Beitrag entstand im Rahmen des Forschungsverbunds »Was sollen Banken tun?«, den das Bundesministerium für Bildung und Forschung (BMBF) fördert. Ich danke den Kollegen am SOFI Göttingen (Prof. Dr. Jürgen Kädtler, PD Dr. Michael Faust), an der Hochschule Darmstadt (Prof. Dr. Ulrich Klüh, Alen Bosankic) und am Nell-Breuning-Institut (Korbinian Zander) für aufschlussreiche Diskussionen, Lisa Wagner und Julian Degan für kritische Nachfragen zum Text sowie dem BMBF für die Forschungsförderung.

2 Überblick: Levine 1997.

telpunkt der wirtschaftspolitischen Debatten³ rückten, den zuvor die meisten Wirtschaftswissenschaftler*innen nicht kannten oder für einen komischen Kauz hielten: die Schriften des US-Amerikaners Hyman P. Minsky (1919–1996), der über Jahrzehnte davor gewarnt hatte, die US-Wirtschaft könne vielleicht doch wieder von einer großen Finanzkrise heimgesucht werden.⁴ Der Postkeynesianer Minsky hatte bereits 1963 einen Aufsatz⁵ und knapp 20 Jahre später einen Sammelband seiner Schriften⁶ mit »Can »it« happen again?« (»Kann »es« wieder passieren?«) betitelt. Diese Frage zieht sich wie ein roter Faden durch seine Publikationen, die bis in das Jahr 1995 hineinreichen. Das »it«, dessen vielleicht mögliche Wiederkehr Minsky Sorgen bereitete, war der Börsenkrach von 1929 (»Schwarzer Freitag«) und die darauffolgende lange und schwere Rezession (»Great Depression«). Ist es möglich, dass in den USA eine solche Finanzkrise noch einmal ausbricht und die Wirtschaft in den Abgrund reißt? Seine Antwort blieb zwiespältig; vermutlich hätte er sich diese Frage sonst auch nicht immer wieder gestellt. Einerseits sah er im Verhältnis zwischen Geschäftsbanken und Zentralbank sowie in der Größe des Staatshaushalts einen gegenüber der Zeit vor 1930 deutlich veränderten institutionellen Kontext, der eine Finanz-, vor allem eine Bankenkrise und eine lang anhaltende, tiefe Rezession sehr unwahrscheinlich mache. Andererseits diagnostizierte er seit den 1960er Jahren Trends der Finanzwirtschaft, die sie immer anfälliger für eine Krise machten.

Minsky skizziert in seinen Schriften ein Bild der Finanzwirtschaft, das weit von jenem Bild entfernt ist, welches in den Wirtschaftswissenschaften zumeist davon gezeichnet wird – beziehungsweise bis 2008 gezeichnet wurde.⁷ Im Folgenden stelle ich zuerst Minskys Skizze dar (Abschnitt 2) und beziehe sie dann auf die Globale Finanzkrise und den heutigen Zustand der internationalen Finanzwirtschaft (Abschnitt 3). Den Titel seines Aufsatzes und seines Buchs aufgreifend, frage ich, ob beziehungsweise inwiefern »es« 2008 und in den Jahren danach geschehen ist, genauerhin: ob die damals ausgebrochene Finanzkrise in ähnlicher Weise katastrophale Wirkungen für Vermögensbesitzer und die Finanzwirtschaft hatte und eine grundsätzliche Neuordnung der Finanzwirtschaft auslöste. Dies impliziert die Frage, ob die internationalen Finanzmärkte heute so reguliert sind, dass der Ausbruch einer

3 Vgl. zum Beispiel Armbruster 2009.

4 Vgl. Minsky 1990; Minsky 2008 [1986]; Minsky 2011; Minsky 2016 [1982]; zur Rezeption vgl. unter anderem Aliber, Kindleberger 2015 [1978]; Papadimitriou, Wray 2011; Vogl 2010/2011, S. 149–174; Emunds 2000; Emunds 2014, S. 93–103, 344–360; Wray 2015.

5 Wiederabdruck: Minsky 2016 [1982], S. 1–11.

6 Minsky 2016 [1982].

7 Einige Bausteine der Theorie Minskys werden mittlerweile in der Ökonomie, vor allem in der Ökonomie der Finanzwirtschaft aufgegriffen. Dazu gehören extrapolative Erwartungen, die Risiken hoher (kurzfristiger) Verschuldung und die Endogenität des Geldes. Wenig rezipiert wird dagegen Minskys zentrale Einsicht, das wichtigste Problem der Finanzwirtschaft sei nicht – wie zum Beispiel in den unter anderem von Stiglitz entwickelten Kreditrationierungsmodellen – zu wenig Kapital, sondern zu viel, und zwar im Sinne jener lang anhaltenden Boomphasen der Finanzwirtschaft, in denen diese immer krisenanfälliger wird.

derart verheerenden Finanzkrise in den nächsten 10 oder 20 Jahren unwahrscheinlich ist.

2. Minskys Hypothese der finanziellen Instabilität

Der Differenzpunkt, von dem ausgehend Minsky ein von der ökonomischen Standard-Sicht abweichendes Bild der Finanzwirtschaft und der Privatwirtschaft insgesamt zeichnet, ist das Erwartungskonzept. Minsky unterstellt in seinen Analysen nicht, dass die Wirtschaftsakteure »rationale« Erwartungen haben. Diese – in der Wirtschaftstheorie nach wie vor dominierende⁸ – Annahme bedeutet, dass in einem Modell die privatwirtschaftlichen Akteure jeweils genau diejenige wirtschaftliche Entwicklung erwarten, die sich in dem Modell auch einstellt. Minsky nimmt stattdessen stimmungsabhängige Akteure an, die extrapolative Erwartungen haben: Sie gehen davon aus, dass es in Zukunft erst einmal so weitergehen wird, wie es aktuell läuft, und sie entscheiden sich auch dementsprechend. In Zeiten eines ansehnlichen Wachstums macht sich unter den Wirtschaftsakteuren Optimismus breit. Weithin erwarten sie, dass sich in der nächsten Zeit ihre Einkommen verbessern werden. Dies bringt sie dazu, ihre Nachfrage nach Gütern auszudehnen, sodass sich gesamtwirtschaftlich dann auch tatsächlich die Einkommen erhöhen. Die optimistischen Erwartungen werden folglich bestätigt oder gar übererfüllt, die Akteure dehnen erneut ihre Güternachfrage aus, ihre Einkommen steigen weiter. In Phasen des Wachstums kommt es also zu kumulativen, sich selbst verstärkenden Prozessen, in denen sich eine optimistische oder gar euphorische Stimmung und die wirtschaftliche Dynamik wechselseitig verstärken. Spiegelbildlich kommt es in Phasen des konjunkturellen Abschwungs zu einer negativen Spirale: Die schlechte wirtschaftliche Entwicklung bedingt pessimistische Erwartungen, aufgrund derer die Wirtschaftsakteure ihre Güternachfrage einschränken, sodass die Einkommen dann tatsächlich auch sinken und gegebenenfalls noch stärker zurückgehen als erwartet.

Ein solches Erwartungskonzept hat weitreichende Folgen. In der ökonomischen Standard-Sicht tendiert die Privatwirtschaft zu einem stabilen Gleichgewicht. Hier sind es externe, vor allem politische Einflüsse – eine unerwartet lockere Geldpolitik oder Politiker*innen, die Wahlgeschenke verteilen und dadurch Ausgaben und Defizit des Staates nach oben treiben –, welche die Wirtschaft destabilisieren. Für Minsky und andere Postkeynesianer*innen dagegen ist die Privatwirtschaft aus sich selbst heraus instabil:⁹ Sie neigt einerseits dazu, eine gute wirtschaftliche Entwicklung zu einem Boom, der nicht von Dauer sein kann, zu übersteigern. Andererseits findet sie aus eigener Kraft nicht aus einer Rezession oder Krise heraus.

8 Allerdings verabschieden sich Ökonom*innen zunehmend von der Annahme rationaler Erwartungen. Programmatisch unter anderem Akerlof, Shiller 2009.

9 Die – vor 2008 über Jahrzehnte bei Ökonom*innen verpönten – extrapolativen Erwartungen und endogene Konjunkturzyklen sind Minskys theoretischer Ausgangspunkt, aber nicht sein Forschungsbeitrag. Sie waren bereits für ältere Konjunkturtheorien kennzeichnend.

Das Kernstück der Theorie Minskys, die Hypothese der finanziellen Instabilität, geht darauf zurück, dass er die Annahme, eine gute Entwicklung werde von den privatwirtschaftlichen Akteuren selbst zu einem Boom übertrieben, für die Finanzwirtschaft durchgespielt hat. Diese Hypothese besagt: In Zeiten, in denen schon länger keine Finanzkrise mehr ausgebrochen ist, wird die Finanzwirtschaft für eine solche Krise immer anfälliger. Meines Erachtens ist diese Hypothese von zentraler Bedeutung, um die Finanzwirtschaft, die vor zehn Jahren in die Krise stürzte, zu begreifen und ihren heutigen Zustand realistisch einzuschätzen. Deshalb werde ich im Folgenden fünf Theoriebausteine skizzieren, die für das Verständnis dieser Hypothese unerlässlich sind (Abschnitt 2.1). Anschließend verdeutliche ich Minskys Hypothese und ihre Bedeutung für verschiedene Muster der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (Abschnitt 2.2).

2.1 Fünf Theoriebausteine

(1) *Liquiditätspräferenz der nicht-finanzwirtschaftlichen Akteure*: Der erste Theoriebaustein besteht darin, den Erwartungsbegriff weiterzuentwickeln und ihn für ein Konzept zu nutzen, das sich auf die Bereitschaft vor allem von Unternehmen und privaten Haushalten bezieht, finanzielle Risiken einzugehen. Für Minsky und Ökonom*innen in seinem Umfeld bedeutet Optimismus (und spiegelbildlich der Pessimismus) nicht nur die Erwartung hoher Einnahmen beziehungsweise Einnahmeüberschüsse und die Einschätzung, dass die Gefahr eines Ertragseinbruchs oder unerwarteter hoher zusätzlicher Kosten gering ist. Vielmehr gehört es zu einem optimistischen Erwartungsklima auch dazu, dass die Akteure ein hohes Vertrauen in ihre Prognosen haben, insbesondere darin, dass diese auf einem verlässlichen Bild der relevanten wirtschaftlichen Zusammenhänge beruhen, das sie auch in Zukunft nicht revidieren müssten.¹⁰

Dieser – hier also mehrdimensional begriffene – Optimismus führt nicht nur dazu, dass die nicht-finanzwirtschaftlichen Akteure ihre Güternachfrage ausdehnen, sondern bedeutet auch eine erhöhte Bereitschaft, sich bei Bedarf für diese gesteigerten Güterkäufe zu verschulden und bereits gebildetes Vermögen einzusetzen. Für Minskys Verständnis des Kalküls privater Akteure ist es zentral, dass sich diese gegen Zahlungsunfähigkeit absichern wollen. Bei Optimismus ist dieser Wunsch schwächer, bei Pessimismus stärker ausgeprägt. Von Minsky beeinflusste Ökonom*innen haben das Bestreben, sich abzusichern, in lockerer Anknüpfung an John Maynard

10 Präzise dargestellt wird dies von Postkeynesianer*innen, die man Minskys Umfeld zurechnen kann, unter anderem Runde 1994; Dow 1994. Im Hintergrund steht die keynesianische Betonung der Unsicherheit (»uncertainty«) gegenüber Risiko (»risk«) und Keynes' (1973 [1936], S. 148) Hinweis auf das mehr oder minder große Gewicht (»weight«), das Akteure ihren eigenen Prognosen geben, beziehungsweise auf ihr Vertrauen (»confidence«) darin.

Keynes¹¹ als Liquiditätspräferenz bezeichnet. Zur Sicherung ihrer künftigen Zahlungsfähigkeit begrenzen die Akteure zum einen die schuldenbedingten Zahlungsverpflichtungen in der Zukunft, indem sie sich nicht zu stark verschulden.¹² Zum anderen bauen sie ein Liquiditätspolster auf; das heißt sie halten für den Fall unerwarteter Kosten oder Einnahmeausfälle Geld auf der Hand sowie liquide Aktiva, also Vermögenswerte, von denen sie annehmen, dass sie diese bei Bedarf verlässlich zu einem angemessenen Preis verkaufen können.

In guten Zeiten ist die Liquiditätspräferenz gering. Die nicht-finanzwirtschaftlichen Akteure sind dann bereit, sich für Mehrausgaben zusätzlich (kurzfristig) zu verschulden und ihr Liquiditätspolster zu reduzieren. In schlechten Zeiten dagegen sind sie bestrebt, ihre Verbindlichkeiten (vor allem ihre kurzfristige Verschuldung) abzubauen und ihr Liquiditätspolster zu verstärken. In guten Zeiten gibt es bei den nicht-finanzwirtschaftlichen Akteuren also – neben einem sinkenden Interesse an Geld und liquiden Aktiva, das uns später noch interessieren wird – eine Dynamik steigender Verschuldung. Ihre Zahlungsverpflichtungen nehmen zu, sodass die Gefahr wächst, dass die Einnahmen in Zukunft einmal nicht ausreichen werden, um alle Zahlungsverpflichtungen zu erfüllen.

(2) *Liquiditätspräferenz der Finanzintermediäre*: Das hier für nicht-finanzwirtschaftliche Akteure eingeführte Konzept der Liquiditätspräferenz kann man auch auf Kreditinstitute und andere Finanzintermediäre¹³ übertragen. Dann erklärt es, warum diese Finanzinstitute in guten Zeiten ihre Geschäfte stark ausdehnen und dabei auch immer mehr Risiken eingehen.

Um den Zusammenhang zu verstehen, muss man sich vergegenwärtigen, dass normalerweise der Zinssatz für kurzfristige Verschuldung niedriger ist als der für langfristige. Es gehört daher zum Kern des Intermediationsgeschäfts, dass die Finanzinstitute einerseits sich kurzfristig verschulden, also ihren Kund*innen schnell kündbare Einlagen anbieten sowie handelbare kurzfristige Schuldtitel (Geldmarktpapiere) emittieren, und andererseits langlaufende Kredite vergeben sowie langfristige Anleihen erwerben. Durch diese Fristentransformation können sie an der Differenz zwischen dem höheren langfristigen und dem niedrigeren kurzfristigen

- 11 Gegenüber dem Keynes'schen Konzept der Liquiditätspräferenz (Keynes 1973 [1936], S. 166–174, 194–209) gibt es eine Verengung und eine zweifache Ausweitung. Keynes verwendete den Begriff für die Geldnachfrage insgesamt und nicht nur – wie Minsky und seine Schüler*innen – für die Kassenhaltung aufgrund von Vorsicht. Dafür zielt »Liquiditätspräferenz« im Umfeld Minskys auf den (vorsichtsbedingten) Wunsch, nicht nur Geld, sondern auch liquide Aktiva zu halten (»Liquiditätspolster«). Zudem wird hier mit der Begrenzung der Verschuldung auch die Passivseite einbezogen (Wray 1990, S. 16–20; Dow 1995; vgl. Minsky 1990, S. 141–144).
- 12 Besonders riskant sind hohe Zahlungsverpflichtungen in nächster Zukunft. Bei starker Liquiditätspräferenz achten die Akteure deshalb auch darauf, sich nicht zu kurzfristig zu verschulden.
- 13 Finanzintermediäre vermitteln zwischen Überschuss- und Defiziteinheiten. Von ersteren erhalten sie (vorübergehend) Geld, an letztere leihen sie (vorübergehend) Geld aus. Neben Geschäftsbanken gehören unter anderem Investmentbanken und Investmentfonds zu den Finanzintermediären. Geschäftsbanken (synonym: Kreditinstitute) sind Finanzinstitute, die – zumindest auch – im Kredit- und Einlagengeschäft tätig sind.

Zins verdienen. Solange die Einleger beziehungsweise Gläubiger dieser Institute in deren Zahlungsfähigkeit vertrauen, ihnen also zutrauen, dass sie die in Zukunft vielleicht einmal von ihnen zurückgeforderten Gelder dann auch zur Verfügung stellen können, steht diese Zahlungsfähigkeit nicht infrage. Denn denjenigen Akteuren, die aus individuellen Gründen ihr Geld aus einem Institut abziehen, stehen in diesen Zeiten in etwa gleich viele gegenüber, die demselben Institut zusätzliches Geld zur Verfügung stellen.

Bei den Finanzintermediären bezieht sich die Liquiditätspräferenz, also ihr Bestreben, sich gegen künftige Zahlungsprobleme abzusichern, vor allem auf diese Fristentransformation. Sind diese Institute optimistisch und ist ihre Liquiditätspräferenz entsprechend gering, dann dehnen sie nicht nur ihre Bilanzen stark aus, indem sie einerseits mehr Kredite vergeben beziehungsweise mehr Finanztitel kaufen und sich andererseits bei ihren Einlagenkund*innen und anderen Gläubigern zusätzliches Geld besorgen. Vielmehr steigern sie auch den Grad der Fristentransformation, das heißt sie erhöhen den Anteil der Gelder, die ihnen kurzfristig zur Verfügung gestellt werden, an allen ihren Verbindlichkeiten, und sie erhöhen den Anteil der Vermögenswerte, an die sie langfristig gebunden sind, an allen Aktiva. Mit dem Ausmaß der Fristentransformation¹⁴ wächst – wenn es keine staatliche Absicherung¹⁵ gibt – das Risiko des Intermediärs, in Krisenzeiten insolvent zu werden. Ist die starke Fristentransformation bekannt, dann werden potenzielle Gläubiger nämlich zurückhaltend sein, dem Institut Geld zu leihen, damit es abziehende Einleger und Gläubiger auszahlen kann. Je umfangreicher die Fristentransformation ist, desto eher reicht schon der Netto-Abzug von relativ wenig Geld oder ein vergleichsweise kleiner Ausfall erwarteter Einnahmen, um das Institut ins Gerede zu bringen und gegebenenfalls einen »(bank) run« auszulösen. Bei einem solchen »run« schwindet schlagartig das Vertrauen vieler Einleger beziehungsweise Gläubiger des Intermediärs in dessen Zahlungsfähigkeit, sie ziehen ihre Einlagen ab beziehungsweise ersetzen fällig werdende Anleihen nicht durch neue. Damit tragen sie zu genau jenen Zahlungsschwierigkeiten bei, die sie fürchten, oder sie lösen sie sogar erst aus.

Das Konzept »Liquiditätspräferenz« steht also bei den Finanzintermediären für deren Bestreben, das Ausmaß der Fristentransformation und damit die Gefahr eines »runs« in Grenzen zu halten. Im optimistischen Erwartungsklima eines kräftigen Aufschwungs bremst eine geringe Liquiditätspräferenz die Geschäfte der Finanzintermediäre kaum, sodass ihre Bilanzen zügig wachsen und der Grad der Fristen-

14 Im Folgenden ist der Einfachheit halber zumeist nur vom Ausmaß der Fristentransformation die Rede. Diese hat aber zwei Dimensionen. Es geht erstens um den Umfang der kurzfristigen Schulden und der langfristigen Vermögenswerte (vereinfachend um die Größe der Bilanzsumme) und zweitens um den Grad der Transformation, also *wie* kurzfristig die Schulden sind und *wie* lange der Finanzintermediär an die Aktiva gebunden ist.

15 Zu denken ist hier an die Einlagensicherung, für die es meistens eine zumindest implizite staatliche Absicherung gibt, und – wichtiger noch – an die Möglichkeit solide wirtschaftender Geschäftsbanken (und gegebenenfalls anderer Finanzinstitute), benötigtes (Zentralbank-)Geld bei der Zentralbank auszuleihen (Funktion der Zentralbank als »lender of last resort«).

transformation schnell steigt. Wenn dagegen im pessimistischen Umfeld eines Abschwungs die Liquiditätspräferenz der Vorstände besonders ausgeprägt ist, dann drängen sie darauf, die Bilanzen ihrer Institute zu verkürzen, wobei sie nicht nur langfristige Vermögenswerte (natürlich vor allem solche mit einem relativ hohen Ausfallrisiko) zu verkaufen, sondern auch kurzfristige Verbindlichkeiten abzubauen suchen.

(3) *Die Endogenität des Geldes und der Liquidität*: Eine besondere gesamtwirtschaftliche Bedeutung kommt den skizzierten Schwankungen der Liquiditätspräferenz bei einer bestimmten Gruppe von Finanzintermediären, den Kreditinstituten, zu. Die Einlagen ihrer Kund*innen – und damit ein erheblicher Teil ihrer Verbindlichkeiten – werden nämlich weithin als Zahlungsmittel akzeptiert und sind insofern Geld. Geschäftsbanken müssen also nicht zuerst Gelder von Kund*innen annehmen, die sie dann verleihen können. Vielmehr schaffen sie im Moment der Kreditvergabe selbst das Geld, das sie verleihen, indem sie einem Kreditnehmer auf dem Konto, das er bei ihr führt, ein Guthaben einräumen, über das er dann verfügen kann. Das meiste Geld entsteht heute also dadurch, dass Geschäftsbanken Kredite vergeben. In ähnlicher Weise wächst die Geldmenge, wenn diese Institute Vermögenswerte wie zum Beispiel Wertpapiere oder Immobilien kaufen. Das neue Geld entsteht in diesem Fall auf den Bankkonten der Verkäufer*innen dieser »assets«. ¹⁶ Die Entwicklung der Geldmenge ist insofern nicht zuerst von der Geldbeziehungswise Zinspolitik der Zentralbanken bestimmt, sondern vor allem von der Dynamik der Privatwirtschaft selbst. Das bedeutet auch, dass sie vom Optimismus beziehungsweise Pessimismus, insbesondere von der geringen oder starken Liquiditätspräferenz der Geschäftsbanken einerseits und der Kreditkund*innen andererseits, abhängen – das ist die Kerneinsicht der unter anderem von Minsky vertretenen postkeynesianischen Theorie endogenen Geldes. ¹⁷

- 16 Dass derjenige Akteur, bei dem der Kreditkunde der Bank A etwas kauft (sodass das neue Guthaben teilweise zu ihm abfließt), oder die Verkäuferin des Aktivums an Bank A ihre Konten vielleicht bei einer anderen Bank haben, ist gesamtwirtschaftlich kein Problem (solange die Institute ihre Bankkredite in etwa im Gleichschritt ausdehnen), weil täglich den bargeldlosen Zahlungen von Kund*innen der Bank A an Kund*innen anderer Banken in etwa gleich hohe Zahlungen von Kund*innen dieser anderen Banken an Kund*innen der Bank A gegenüberstehen. Mögliche Salden am Ende des Tages werden in ruhigen Zeiten durch wechselseitige Ausleihungen der Banken über Nacht (Geldmarkt) ausgeglichen. In Krisenzeiten stehen die Zentralbanken als kurzfristige Kreditgeber bereit.
- 17 Aus der Befürchtung heraus, gegebenenfalls eine Bankenkrise auszulösen, wird keine Zentralbank einem solide wirtschaftenden Kreditinstitut den Zugang zu benötigtem Zentralbankgeld verweigern. Kurzfristig muss die Zentralbank der Nachfrage der Geschäftsbanken nach Zentralbankgeld immer folgen. Mittelfristig kann sie versuchen, durch höhere Geldmarktzinsen und dadurch, dass sie bei den Geschäftsbanken die Erwartung weckt, weitere starke Ausdehnungen von Kredit und Geld (Bankeinlagen) würden zu steigenden Zinsen führen, die Expansion der Geschäftsbanken abzubremsen. Wenn der Anstieg der Geldmarktzinsen jedoch die Bonität vieler Geschäftsbanken bedroht (weil diese nun kaum oder gar nicht mehr an der Fristentransformation verdienen können), wird die Zentralbank von dieser straffen Zinspolitik ablassen, um zu verhindern, dass es dadurch zu einer Finanzkrise kommt. Einer *restriktiven* Geldpolitik sind

In optimistischen Zeiten entsteht aber nicht nur viel neues Geld, vielmehr emittieren die Finanzintermediäre zugleich auch sehr viele neue liquide Finanztitel. Nehmen bei den Geschäftsbanken die Einlagen nicht genauso schnell zu, wie sie ihre Geschäfte auf der Aktivseite (neben der Kreditvergabe vor allem der Erwerb von Wertpapieren) steigern wollen, dann beschaffen sie sich vor allem dadurch zusätzliches Geld, dass sie neue kurzfristige handelbare Schuldtitel (Geldmarktpapiere) emittieren. Das gleiche gilt auch für andere Finanzintermediäre, die heute häufig als Schattenbanken bezeichnet werden, also zum Beispiel für Investmentbanken oder Hedgefonds.¹⁸ Bei niedriger Liquiditätspräferenz weiten sie ihre Käufe langlaufender Wertpapiere schnell aus und finanzieren dies durch die Ausgabe von Geldmarktpapieren.

Insofern steigt in optimistischen Zeiten nicht nur die Liquidität – durch zusätzliches Geld und durch neue liquide Finanztitel –, sondern auch das Finanzsystem wächst. Minsky hat das so beschrieben, dass auf einem Zahlungsanspruch gegenüber einem nicht-finanzwirtschaftlichen Akteur immer mehr Finanzkontrakte zwischen Finanzinstituten aufgeschichtet werden.¹⁹ Ein Beispiel ist, dass Kund*innen von der Geschäftsbank A Kredite erhalten und diese sich durch langfristige Anleihen refinanziert, welche sie unter anderem an die Finanzinstitute B und C verkauft, während diese wiederum Geldmarktpapiere ausgeben, die neben anderen Akteuren auch die Institute D und E erwerben.

(4) *Spekulationswellen und Preisblasen*: Der Umstand, dass in guten Zeiten viel Geld beziehungsweise viel Liquidität entsteht, trägt dazu bei, dass gleichzeitig auf einigen Vermögenmärkten,²⁰ etwa auf den Märkten für Immobilien, Wertpapiere oder Derivate, Preisblasen entstehen. Den Wirtschaftsakteuren fließt in solchen Zeiten mehr Geld zu, als sie für den Kauf weiterer Güter verwenden wollen. Da auch

insofern enge Grenzen gesetzt, während die Zentralbank in schwierigen Zeiten jedoch durchaus in der Lage ist, *expansive* monetäre Impulse zu setzen (minimale Geldmarktzinsen, umfassende Offenmarktkäufe zum Beispiel von Staatsanleihen).

18 Unter anderem Pozsar et al. 2013.

19 Zum Beispiel Minsky 1995, S. 82. Ein weiterer sehr bedeutsamer Faktor für das starke Wachstum der Finanzwirtschaft sind die hohen Wachstumsraten der Derivatemärkte. Hier gibt es auch das von Minsky skizzierte Phänomen des Aufeinanderstapelns von Zahlungsansprüchen: Derivate beziehen sich etwa auf die Kursentwicklung anderer Derivate usw. Eine weitere Triebfeder ist hier aber die Erfindung immer neuer Finanzprodukte, für deren Nachfrage das (zum Teil natürlich von den Finanzinstituten bei ihren Kund*innen geförderte) Bestreben der Wirtschaftsakteure entscheidend ist, das eigene Risikomanagement immer mehr zu »verfeinern«.

20 In Keynes'scher Tradition unterscheidet Minsky zwischen Güter- und Vermögenmärkten. Er differenziert also einerseits zwischen den Märkten für neu produzierte Waren und aktuell erbrachte Dienstleistungen und andererseits den Märkten für Vermögenswerte, die vor allem mit Blick auf künftig damit zu erzielende Einnahmen oder erwartete Wertzuwächse gekauft werden.

ihre Liquiditätspräferenz gering ist,²¹ suchen sie für diese Gelder nach einträglichen Anlagemöglichkeiten, die – wenn die Rendite »stimmt« – auch weniger liquide sein dürfen. Auf diese Weise kommt es zu steigenden Vermögenspreisen. Auf einzelnen – von Anlagemoden bestimmten – Vermögensmärkten entwickeln sich Spekulationswellen, bei denen sich jeweils die Erwartung steigender Vermögenspreise, die zunehmende Nachfrage nach diesen spekulativen Aktiva und die tatsächlichen Preissteigerungen – das Wachsen einer Preisblase also – immer weiter hochschaukeln.

Anhand der Preisentwicklungen auf Vermögensmärkten wird besonders deutlich, wie die Finanzwirtschaft konjunkturverstärkend wirkt. Das skizzierte Wachstum von Preisblasen in Spekulationswellen ist typisch für kräftige Aufschwungphasen. Dann profitiert die spekulativ getriebene Hausse von den optimistischen Ertragsersparungen, der niedrigen Liquiditätspräferenz und der reichlichen Liquidität, die mit der guten realwirtschaftlichen Entwicklung verbunden sind. Zugleich wirkt sie aber eben auch verstärkend auf diese zurück, weil sich Wirtschaftsakteure mit immer höher bewerteten Aktiva immer reicher fühlen und sich folglich mehr wirtschaftliche Aktivitäten sowie die Übernahme weiterer Risiken zutrauen und weil sie – obwohl es eigentlich nur um steigende Buchwerte geht – auch von ihren Gläubigern als reicher und kreditwürdiger eingeschätzt werden. Spiegelbildlich dazu kann sowohl ein realwirtschaftlicher Einbruch eine Preisblase zum Platzen bringen wie auch eine platzende Preisblase die realwirtschaftlichen Akteure irritieren und damit eine Revision allzu optimistischer Wachstumserwartungen und einen konjunkturellen Abschwung anstoßen. Sind die Baisse und der Abschwung erst einmal ausgelöst, kommt es ebenfalls zu einer wechselseitigen Verstärkung. Verunsicherte Akteure wollen nicht in riskante Vermögenswerte investieren und stattdessen lieber Geld (oder andere sehr liquide Aktiva) halten, um sich gegen mögliche Zahlungsschwierigkeiten zu wappnen. Stark sinkende Kurse und andere Vermögenspreise wiederum verunsichern nicht nur die Vermögensbesitzer*innen selbst, sondern auch ihre Gläubiger, die sie nun für weniger kreditwürdig halten und ihnen deshalb keine Kredite mehr geben oder ihre Anleihen nicht mehr kaufen beziehungsweise dazu nur durch das Versprechen erheblicher höherer Schuldzinsen zu bewegen sind.

(5) *Anstieg der Fragilität in guten Zeiten*: Jenseits solcher Analysen der konjunkturverstärkenden Einflüsse des Finanzsystems kann man mithilfe der bisher skizzierten Theoriebausteine auch aufzeigen, warum in anhaltend guten Zeiten typischerweise die finanzielle Fragilität, also die Anfälligkeit für eine Finanzkrise steigt.

21 Insofern die Intermediäre, die keine Geschäftsbanken sind, auf ihrer Passivseite primär liquide Geldmarktpapiere ausgeben, trägt deren Fristentransformation auch dazu bei, dass die Liquidität vor allem dann hoch ist, wenn der Wunsch danach (der Wunsch nach Absicherung durch ein Liquiditätspolster als Teil der Liquiditätspräferenz) gering ist. Umgekehrt ist in Krisenzeiten (bei hoher Liquiditätspräferenz) der Wunsch der Wirtschaftsakteure, Geld und liquide Assets zu halten, hoch, während die verunsicherten Finanzinstitute das Ausmaß der eigenen Fristentransformation dringend zu verringern suchen und dabei für die anderen Wirtschaftsakteure das Angebot an Geld (im Sinne von Bankeinlagen) und liquiden Aktiva verringern. Dow (1993, S. 150 f.) hat das in Anlehnung an das Keynes'sche Sparparadox als Liquiditätsparadox bezeichnet.

Dabei spricht man dann von einer Finanzkrise, wenn es gleichzeitig einen »run« auf mehrere bedeutsame Finanzintermediäre gibt oder wenn es simultan auf mehreren größeren Vermögenmärkten zu einem Crash, also zu einem Einbruch der Preise kommt. Weil Finanzintermediäre wichtige Anleger auf den Vermögenmärkten sind, treten beide Krisenphänomene häufig gemeinsam auf und verstärken sich dann wechselseitig. Die Einsicht in die »Mechanik« von Finanzkrisen ist kein spezifischer Forschungsbeitrag Minskys. Trotzdem wird vor allem seit 2008 der Augenblick, in dem eine Finanzkrise ausbricht, die Stimmung in der Finanzwirtschaft umschlägt, die Liquiditätspräferenz der Banken nach oben schnell und diese panikartig, aber vergeblich versuchen, durch weitere Verschuldung oder durch Notverkäufe von Aktiva zahlungsfähig zu werden, als Minsky-Moment bezeichnet.

In anhaltend guten Zeiten steigt die finanzielle Fragilität *erstens*, weil sich die Akteure immer stärker (und immer kurzfristiger) verschulden. Das macht es wahrscheinlicher, dass schon ein begrenzter Rückgang der Einkommen bei mehreren Akteuren Zahlungsschwierigkeiten und gegebenenfalls auch Insolvenzen auslöst und dass sich solche Probleme über die Verluste ihrer Gläubiger (und die sinkende Nachfrage und daraus resultierenden Einnahmeausfälle anderer Akteure) schnell ausbreiten. Die Geschäftsbanken und andere Finanzintermediäre werden folglich dadurch, dass auf der Aktivseite ihrer Bilanz Kredite und Anleihen ausfallen, erheblich geschwächt. *Zweitens* dehnen die Finanzintermediäre in guten Zeiten ihre Fristentransformation stark aus. Auch dadurch werden sie anfälliger für einen »run«. Und *drittens* ist die Gefahr, dass Preisblasen auf Vermögenmärkten platzen, umso größer, je stärker sie zuvor gewachsen sind.

2.2 Längerfristige Trends der Finanzwirtschaft

Die skizzierten Theoriebausteine kann man zum einen, wie angedeutet, nutzen, um die konjunkturellen Einflüsse der Finanzwirtschaft zu untersuchen. Zum anderen – und das steht hier im Mittelpunkt – kann man mit ihnen die Hypothese finanzieller Instabilität entwickeln. Gute beziehungsweise anhaltend gute Zeiten, in denen die Liquiditätspräferenz der Akteure gering ist und deshalb allmählich die Anfälligkeit für Finanzkrisen steigt – diese Angabe einer ökonomischen Phase muss man eben nicht ausschließlich auf einen langen und kräftigen konjunkturellen Aufschwung beziehen, man kann sie auch als einen längeren Zeitraum der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, in dem keine Finanzkrise auftritt, deuten. Im Sinne einer Katastrophen-Kurzsichtigkeit verblasst dann die Erinnerung an die letzte Finanzkrise, sodass die Liquiditätspräferenz der Akteure sinkt und allmählich – genau das besagt die Hypothese der finanziellen Instabilität – die Anfälligkeit²² für eine neuerliche Finanzkrise steigt: Je länger eine Finanzkrise, vor allem eine Finanzkrise mit verheerenden Folgen, zurückliegt, umso mehr boomt die Finanzwirtschaft und steigt dabei die finanzielle Fragilität, denn

22 Da dies der Kern der Hypothese ist, würde man sie besser – von Minskys Begrifflichkeit abweichend – als Hypothese der finanziellen Fragilität bezeichnen.

- umso stärker verschulden sich dann die nicht-finanzwirtschaftlichen Akteure und umso größer ist der Anteil der kurzfristigen Schulden an ihren Verbindlichkeiten,
- umso mehr dehnen die Finanzintermediäre ihre Bilanzen aus, wobei sie immer kurzfristigere Schulden aufnehmen und zunehmend solche Vermögenswerte kaufen, an die sie lange gebunden sind,
- umso höher steigen (bei wechselnden Moden und deshalb gegebenenfalls unter erratischen Schwankungen) einige Vermögenspreise, auch weil (durch die sinkende Liquiditätspräferenz der Banken) immer mehr Geld und liquide Aktiva kursieren, während die Akteure (ebenfalls aufgrund sinkender Liquiditätspräferenz) nach hohen Renditen jagen und an der Liquidität ihrer Finanzanlage vergleichsweise wenig interessiert sind.

Die Hypothese finanzieller Instabilität zielt auf Entwicklungen des Finanzsystems, die längerfristig sind, also über einen einzelnen Konjunkturzyklus hinausreichen. Da Finanzkrisen aber jeweils in der Nähe des oberen konjunkturellen Wendepunkts auftreten, ist mit der Hypothese prinzipiell – also unter Ausblendung möglicher institutioneller Gegenkräfte – die Annahme verbunden, dass auf mehrere Konjunkturzyklen ohne Finanzkrise ein Konjunkturzyklus mit Finanzkrise folgt.

Vor allem in Schriften, die in den 1980er Jahren erschienen, unterschied Minsky für die US-amerikanische Wirtschaftsgeschichte drei längere Phasen, in denen sich die Muster konjunktureller Abläufe deutlich unterscheiden.²³ Die konjunkturtheoretische Seite der Hypothese finanzieller Instabilität wird in der *ersten* dieser drei Phasen, die mit der Großen Depression (ab 1929) und der dann folgenden Neugestaltung der Finanzwirtschaft endete, besonders deutlich. In dieser Zeit folgte laut Minsky immer wieder einmal auf mehrere Konjunkturzyklen mit eher milden Rezessionen ein Konjunkturzyklus mit einer Finanzkrise und einer starken Rezession. Er deutet dies so: Solange eine Finanzkrise mit verheerenden Folgen für hoch verschuldete realwirtschaftliche Akteure und für Finanzinstitute mit starker Fristentransformation noch in lebendiger Erinnerung war, blieb in jener Zeit die Liquiditätspräferenz auch in den Phasen eines kräftigen konjunkturellen Aufschwungs relativ hoch. Die realwirtschaftlichen Akteure verschuldeten sich selbst dann nicht allzu sehr (und nicht allzu kurzfristig), und die Finanzintermediäre dehnten ihre Fristentransformation noch nicht allzu stark aus. Mit der Zeit jedoch verblasste die Erinnerung, sodass sich die Akteure von Aufschwung zu Aufschwung mehr zutrauten, die (kurzfristige) Verschuldung beziehungsweise das Ausmaß der Fristentransformation also allmählich stiegen – bis dann tatsächlich wieder eine Finanzkrise ausbrach.

Nach dem Zweiten Weltkrieg begann eine *zweite* Phase. Für diese ist zum einen von zentraler Bedeutung, dass die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) ihren Kardinalfehler in der Großen Depression, mitten in der Krise die Zinsen anzuheben und die Refinanzierungsmöglichkeiten von Banken einzuschränken, eingesehen hatte und nun konsequent als »Lender of Last Resort« (Kreditgeber der letzten Instanz)

23 Minsky 2016 [1982], S. 12–58; Minsky 2008 [1986], S. 15–106; vgl. als Zusammenfassung Emunds 2000, S. 225–227.

fungierte: Geschäftsbanken, die solide wirtschafteten, zwischenzeitlich aber einmal einen Zahlungseingpass hatten, konnten sich jederzeit bei ihr benötigtes Zentralbankgeld ausleihen. Günstige Finanzierungsangebote machte die Fed vor allem dann, wenn die Gefahr einer Finanzkrise groß war, die Kreditinstitute also auf ihre Angebote besonders angewiesen waren. Seitdem können in den USA (und in anderen Industrieländern) Geschäftsbanken eigentlich²⁴ nicht mehr zahlungsunfähig werden. Das machte Banken Krisen unwahrscheinlich und stabilisierte indirekt auch die Vermögensmärkte, weil die Kreditinstitute in schwierigen Phasen nun durch die Zentralbank abgesichert waren und deshalb auf Versuche verzichten konnten, sich benötigtes Geld durch den Verkauf von Aktiva zu beschaffen. Zum anderen expandierte in den Nachkriegsjahrzehnten der Staatssektor stark, sodass er im Abschwung mit steigenden, zum Teil kreditfinanzierten Ausgaben stabilisierend wirkte. Und schließlich – das ist die entscheidende Differenz zwischen der zweiten und der dritten Phase – war in den beiden ersten Nachkriegsjahrzehnten die Erinnerung an die verheerende Große Depression noch wach, sodass eine recht ausgeprägte Liquiditätspräferenz die (kurzfristige) Verschuldung und die Ausdehnung der Fristentransformation in engen Grenzen hielt. Finanzkrisen kamen deshalb in dieser Zeit nicht vor. Phasen des konjunkturellen Abschwungs wurden nicht zu tiefen Rezessionen verschärft.

Die *dritte Phase* begann für Minsky schon in den 1960er Jahren; wahrscheinlich würde er heute behaupten, dass sie noch anhält. Nach wie vor mildert der große Staatssektor Rezessionen ab, nach wie vor macht die »Lender of Last Resort«-Funktion der Zentralbank, also der allzeit garantierte und in schwierigen Zeiten noch einmal erleichterte Zugang der Geschäftsbanken zu benötigtem (Zentralbank-)Geld, Banken Krisen sehr unwahrscheinlich. Der Unterschied zur zweiten Phase ist, dass – heute kann man sagen: zumindest bis zum erneuten großen Crash (ab 2007/2008) – die Erinnerung an die Große Depression immer mehr verblasste. Über die Konjunkturzyklen hinweg sank nun die Liquiditätspräferenz, sodass die Verschuldung der realwirtschaftlichen Akteure massiv anstieg, während die Finanzintermediäre ihre Bilanzen und die damit verbundene Fristentransformation immer weiter ausdehnten. Das Finanzsystem wuchs und wuchs. Dabei stieg die Anfälligkeit für Finanzkrisen beispielsweise dadurch, dass sich Schattenbanken ausdehnten, die keinen eigenständigen Zugang zur Zentralbank als »Lender of Last Resort« haben,²⁵ sodass ihre Zahlungsfähigkeit fraglich werden kann, sie also von einem »run« heimgesucht werden können. Aber immer dann, wenn einige größere Bankrotte oder einzelne Preiseinbrüche auf Vermögensmärkten befürchten ließen, dass

24 Ausnahmen gibt es nur dann, wenn ein Kreditinstitut durch windige Finanzgeschäfte in Schieflage geraten ist und seine Verbindlichkeiten den Wert seiner Aktiva übersteigen (Insolvenz), sodass die Zentralbank es deshalb von seinen Refinanzierungsangeboten ausschließt.

25 Minsky verwies 1986 unter anderem auf REITs (Real Estate Investment Trusts) und auf Geschäftsbanken, die nicht in das Federal Reserve-System eingebunden sind (Minsky 2008 [1986], S. 96 f.), und charakterisierte diese als »fringe banking institutions«, bei denen das Vertrauen in die dauerhafte Zahlungsfähigkeit allenfalls indirekt durch Kreditlinien bei den in das Fed-System eingebundenen Geschäftsbanken gestärkt wird.

es zu einer Finanzkrise kommt, fungierte die Federal Reserve als »Lender of Last Resort« und eröffnete den Geschäftsbanken günstige Kanäle der Refinanzierung. Das hatte den enormen Vorteil, dass die große Krise ausblieb, zeitigte aber die problematische Nebenwirkung, dass der schleichende Anstieg der finanziellen Fragilität immer weiter voranschritt, die kurzfristige Verschuldung der privaten Akteure immer größer wurde und – bei den Finanzintermediären – das Ausmaß der Fristentransformation stieg. Nach dem Umschlagen der Konjunktur in einen Abschwung lasteten die hohen Schuldenstände und die »überdehnten« Bilanzen der Finanzintermediäre schwer auf der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung; entsprechend lange dauerte es dann häufig, bis der erneute Aufschwung das alte Aktivitätsniveau vor der Rezession wieder erreicht hatte und Fahrt aufnahm.

3. Die Globale Finanzkrise und die heutige Situation – durch die Brille der Theorie Minskys

Aus der Perspektive der Hypothese finanzieller Instabilität ist die Globale Finanzkrise, die im September 2008 mit der Lehman-Pleite ihren Höhepunkt erreichte, eine logische Folge einer langen finanzwirtschaftlichen Entwicklung. Hier entlud sich eine Spannung, die sich über Jahrzehnte aufgebaut hatte: ein starker Anstieg der Verschuldung, auch der kurzfristigen Verschuldung vieler privatwirtschaftlicher Akteure, ein enormes Bilanzwachstum mit einer immer »steileren« Fristentransformation bei Geschäftsbanken und anderen Finanzintermediären, eine kräftige Zunahme der Geldmenge und der Liquidität, das Wachstum einer »super bubble« bei Aktien, Anleihen (niedrige Zinsen auch bei riskanten Wertpapieren) und in einigen Ländern auf Immobilienmärkten²⁶ sowie ein enormes Größenwachstum der Finanzwirtschaft, vor allem durch schnell expandierende Derivatemärkte und immer mehr Schattenbanken mit immer größeren Bilanzen. Vorgeschichte und Verlauf der Globalen Finanzkrise wirken so, als hätten Minskys Veröffentlichungen als Drehbuch gedient, weshalb er im Moment der Finanzkatastrophe ja auch als *der* Prophet der Krise gehandelt wurde.

Wenn man Minskys Konjunktur- und Krisentheorie auf die heutige Situation beziehungsweise auf die Entwicklung seit den 1990er Jahren bezieht, gibt es natürlich Unterschiede, die zu beachten sind. Zwei Punkte möchte ich hier herausstellen.²⁷ *Erstens* hatte Minsky, wenn er die Verschuldungsdynamik privater nicht-

26 Der Anstieg der Vermögenspreise spielt in Minskys Sicht der Konjunktur eine zentrale Rolle, nicht aber in seinen (vor allem in den 1980er Jahren veröffentlichten) Analysen der längerfristigen Entwicklung des Finanzsystems seit den 1960er Jahren. Die gut zu Minskys Ansatz passende These der »super bubble« stammt von Soros (2008, S. 81–105).

27 Ein dritter Punkt, der in Minskys Drehbuch fehlt, aber meines Erachtens für den Weg in die Globale Finanzkrise von zentraler Bedeutung ist, kann hier aus Platzgründen nur kurz angedeutet werden: Ab den 1980er Jahren diente die Geldschöpfung der Geschäftsbanken immer stärker der *direkten* Alimentierung von Wertpapier- und Derivatekäufen. Vorher war das seltener der Fall, weil einerseits in den angloamerikanischen Finanzsystemen die Wertpapiermärkte zwar schon groß und bedeutsam waren, die Geschäftsban-

finanzwirtschaftlicher Akteure untersuchte, fast ausschließlich produzierende Unternehmen vor Augen. Seine Analysen der Interdependenz von finanzwirtschaftlichen Entwicklungen und gesamtwirtschaftlicher Nachfrage setzen – was die Nachfrageseite angeht – bei den Investitionsentscheidungen der Unternehmen an.²⁸ Die Zunahme privater Verschuldung in den USA und in einigen südeuropäischen Staaten geschah aber seit den frühen 1990er Jahren vor allem bei den privaten Haushalten.

Zweitens entwickelte Minsky seine Theorie für den Kontext der US-amerikanischen Volkswirtschaft; die Finanzwirtschaften der Industrie- und vieler Schwellenländer sind aber längst derart eng miteinander verflochten, dass es angemessener ist, in Bezug auf »boom and bust« von einer globalen Finanzwirtschaft auszugehen. In der Finanzkrise, die 2008 kulminierte, geriet die Finanzwirtschaft nicht nur der USA, sondern der Industrieländer insgesamt in die Krise. Gerade auf einem der US-amerikanischen Vermögensmärkte, durch deren Crash die Finanzkrise ausbrach, nämlich auf dem Markt für die Wertpapiere (*Asset Backed Securities*), die durch Verbriefungen von Hypotheken weniger kreditwürdiger Haushalte (»Subprime-Kredite«) entstanden, spielten deutsche und andere westeuropäische Banken als Käufer eine zentrale Rolle. Und schließlich ist – entgegen der in der deutschen Öffentlichkeit vorherrschenden Sicht – die Euro-Krise als Teilmoment der Globalen Finanzkrise zu begreifen. Dafür spricht nicht nur, dass die hohe Staatsverschuldung manches südeuropäischen Euro-Mitgliedslandes (und Irlands) zu einem erheblichen Teil auf Rettungspakete und auf rezessionsbedingte Haushaltsdefizite zurückgeht. Vielmehr ist der starke Anstieg der Schulden, die seit Ende der 1990er Jahre staatliche *und* private Akteure in Südeuropa gerade auch bei deutschen und französischen Banken aufnahmen, als eine Variante jenes mittelfristigen Booms der Finanzwirtschaft vor 2008 zu begreifen, der auch in vielen anderen Ländern zu einer hohen privaten oder öffentlichen Verschuldung führte.

Ohne Unterschiede wie diese auszublenden, kann man demnach einerseits – mit Bezug zur Krise der Finanzwirtschaft – Minskys programmatische Frage mit einem »Yes, »it« did happen again« beantworten. Die Krise, auf die Minsky die Finanzwirtschaft jahrzehntelang zulaufen sah, ist 2007/2008 ausgebrochen, viele Vermögenspreise sind abgestürzt, zahlreiche Finanzintermediäre gerieten in Zahlungsprobleme, nicht wenige von ihnen mussten Konkurs anmelden. Bezeichnenderweise spielten in der »Mechanik« dieser Krise die Zusammenbrüche von Schattenbanken, die nicht in die »Lender of Last Resort«-Sicherung der Zentralbank eingebunden waren, etwa der Investmentbanken Bear Stearns (Mai 2008) und Lehman Brothers (September 2008), eine zentrale Rolle.

Andererseits gilt aber auch: Nein, das »it«, dessen Wiederkehr Minsky befürchtete, blieb aus, als Ganzes wurde es vor zehn Jahren nicht realisiert. Denn zu Mins-

ken aber von ihnen abgeschottet blieben (Trennbankensystem), andererseits in den kontinentaleuropäischen Finanzsystemen mit Universalbanken die Wertpapiermärkte nur schwach entwickelt waren (vgl. Emunds 2013).

28 Vgl. unter anderem das berühmte Minsky-Diagramm (zum Beispiel Minsky 1990, S. 142).

kys »it« gehören neben einer Finanzkrise eben auch eine tiefe und lang anhaltende Rezession, breite Konkurswellen unter Unternehmen und Finanzinstituten, die einen erheblichen Teil des über lange Zeit aufgestapelten Schuldenbergs vernichten, aggregiert betrachtet die Bilanzen der Finanzintermediäre enorm verkürzen und den Grad der damit verbundenen Fristentransformation reduzieren, sowie massive Verluste der Vermögensbesitzer*innen (als Gläubiger und aufgrund platzender Preisblasen). Zu diesen Entwicklungen kam es nicht oder nicht in dem Maße wie in der Großen Depression. Zumindest in den USA und in den meisten nordeuropäischen Staaten brach die wirtschaftliche Entwicklung weniger stark und weniger lange ein als nach 1929. Vor allem blieben die Vernichtung von Schulden und die Reduktion der Intermediärsbilanzen begrenzt. Denn die Wirtschaftspolitiker*innen der Jahre nach 2007 hatten ihre Lektionen aus dem Börsenkrach vor knapp 90 Jahren und aus der Großen Depression gelernt. Im Moment der Krise erleichterten die Zentralbanken der Industrieländer den Zugang zu ihren Notfinanzierungskanälen, wobei erstmals auch Finanzintermediäre, die keine Geschäftsbanken sind, zugelassen wurden.²⁹ Die Regierungen verabschiedeten im Eiltempo Rettungspakete und Maßnahmen zur Stützung der Konjunktur. So wurden die Globale Finanzkrise und die damit verbundene Wirtschaftskrise insgesamt viel besser gemanagt als die Krise nach dem »Schwarzen Freitag«. Das führte unter anderem dazu, dass die Verluste der Vermögensbesitzer und der Finanzinstitute geringer blieben als 80 Jahre zuvor.

Angesichts der Krise wurden zahlreiche Reformen in Angriff genommen, wovon einige in den letzten Jahren sukzessive verwirklicht wurden. Bei der Regulierung der Geschäftsbanken wurden die Kapitaldeckungsvorschriften verschärft, durch die Berücksichtigung gesamtwirtschaftlicher Aspekte (»makroprudentielle Regulierung«) erweitert und mit Vorschriften gegen eine zu kurzfristige Verschuldung und für ein ausreichendes Liquiditätspolster (»liquidity coverage ratio«) kombiniert. Prinzipiell gibt eine neue Abwicklungsrichtlinie der Finanzaufsicht die Möglichkeit, in die Geschäfte eines Kreditinstituts, das in Schieflage zu geraten droht, frühzeitig einzugreifen. Zudem ist heute zum Beispiel ein Großteil der Geschäfte mit Derivaten über Clearingstellen abzuwickeln, bei denen die Geschäftspartner für mögliche Zahlungsausfälle Sicherheiten hinterlegen müssen.

Aber die große Neuordnung der Finanzwirtschaft blieb aus – unter anderem weil das erfolgreiche Krisenmanagement das Schlimmste verhinderte, sodass sich das Fenster für umfassende Reformen schnell wieder schloss.³⁰ Den Finanzinstituten müssten wesentlich strengere Kapitaldeckungsvorschriften gemacht werden; der ihnen vor allem durch die Zulassung eigener Risikoberechnungsmodelle dabei eingeräumte Spielraum, das benötigte Eigenkapital kleinzurechnen, wäre zu beseiti-

29 Wullweber 2018.

30 Ein weiterer gewichtiger Grund ist, dass die Finanzwirtschaft aufgrund ihrer hohen grenzüberschreitenden Vernetzung einer *globalen* Neuordnung bedarf. Die aber fällt Regierungen von Nationalstaaten, für die unterschiedliche Finanzkulturen und damit Typen von Finanzinstituten kennzeichnend sind, besonders schwer. Schließlich versuchen sie (trotz Finanzkrise) bei der Einigung auf globale Regeln ihren heimischen Großkonzernen eine gute Startposition für den internationalen Wettbewerb zu verschaffen (vgl. unter anderem Mayntz 2012).

gen.³¹ Im Derivatehandel konkurrieren heute privatwirtschaftliche Clearingstellen unter der Kontrolle unterschiedlicher nationaler Aufsichtsbehörden um Marktanteile. Um einen regulatorischen Unterbietungswettlauf zu unterbinden, bedürfte es beispielsweise in Europa der Abwicklung aller Transaktionen über nur eine öffentliche Clearingstelle.³² Ungelöst ist das Problem impliziter Garantien für Finanzinstitute, die in hoch riskante Wertpapier- und Derivategeschäfte verwickelt sind. Dazu gehören unter anderem das »too big too fail«-Problem für gefährliche Superbanker wie die Deutsche Bank, aber auch der Zugang von Investmentbanken zu den »Lender of Last Resort«-Finanzierungsangeboten der Zentralbanken, obwohl sie wesentlich lascher reguliert sind als die Geschäftsbanken.³³ In einzelnen Punkten mag die internationale Finanzwirtschaft heute also stabiler sein, als sie 2007 war, dennoch wird man festhalten können, dass die Geschäfte der großen Finanzinstitute im Großen und Ganzen so weiterlaufen wie bis 2007; ihre Durchführung wurde durch die neuen regulatorischen Vorschriften nur vielfach komplizierter und aufwändiger.

Betrachtet man dieses – hier natürlich nur grob skizzierte – Bild der heutigen Finanzwirtschaft aus der Perspektive der Hypothese finanzieller Instabilität, dann liegt der Schluss nahe, dass die Globale Finanzkrise vor allem für die Vermögensbesitzer und die Finanzakteure keine große Katastrophe wie der Crash am »Schwarzen Freitag« und die Große Depression war, deren Erinnerung die Finanzwirtschaft über Jahrzehnte auf einen Pfad hoher Liquiditätspräferenz, vorsichtiger Verschuldung und niedriger Aktiva-Preise halten wird. Eher ist die globale Finanzwirtschaft schon wieder auf dem Weg in eine neue große Finanzkrise. Dafür spricht auch, dass in manchem Industrieland seit einiger Zeit die Verschuldung privater Akteure, die sich auch in den Jahren nach dem Ausbruch der Finanzkrise nur begrenzt reduziert hatte, wieder schnell steigt und dass die Bilanzen der US-amerikanischen Finanzinstitute längst wieder zügig wachsen. Hinzu kommt, dass seit einigen Monaten in den USA, aber auch in der Europäischen Union – allen voran in Deutschland – der Druck der Finanzlobby wächst, die ab 2008 verschärften Regeln wieder zu lockern.

Wann eine neue Krise der internationalen Finanzwirtschaft ausbricht, ob im Kontext des nächsten konjunkturellen Abschwungs oder erst bei einem späteren, und *an welcher »Stelle«* der globalen Finanzwirtschaft sich die aufgebaute Spannung entladen wird, ob dies erneut im Zentrum geschehen wird oder der Flächenbrand

31 Vgl. Admati, Hellwig 2013.

32 Friedrich, Thiemann 2018.

33 Ein aus meiner Sicht essentieller Punkt der notwendigen Neuordnung der globalen Finanzwirtschaft ist die konsequente Einführung des Trennbankensystems (in Deutschland also die Zerschlagung der Universalbanken) und ein Verbot der Finanzierung von Investmentbanken (und anderen Instituten, die im riskanten Wertpapier- und Derivategeschäft tätig sind) durch Geschäftsbanken. Nur so kann der Staat die unumgängliche Garantie der Geldschöpfung, Kreditversorgung und Abwicklung des Zahlungsverkehrs durch die Kreditinstitute aufrechterhalten, ohne die riskanten Geschäfte auf den Wertpapier- und Derivatemärkten mit absichern zu müssen (vgl. Emunds 2014, S. 375–377). Zur aktuellen regulatorischen Diskussion und zur notwendigen Neuordnung der Finanzwirtschaft insgesamt vgl. Giegold et al. 2016.

dieses Mal zuerst an der Peripherie wütet und sich von dort ausbreitet,³⁴ das bleibt eine offene Frage. Wichtiger jedoch, für die Zukunft des Wohlstands und der Demokratie im globalen Norden geradezu essentiell, ist die Frage, ob die nationalstaatlichen Regierungen in der nächsten Finanzkrise in der Lage sein werden, eine grundlegende, längerfristig stabilisierende Neuordnung der Finanzwirtschaft durchzusetzen. Die Debatten darüber, wie die Finanzwirtschaft der Zukunft aussehen soll und wie sie daher zu regulieren ist, sind deshalb schon jetzt intensiv zu führen.³⁵

Literatur

- Admati, Anat; Hellwig, Martin 2013. *Des Bankers neue Kleider. Was bei Banken wirklich schief läuft und was sich ändern muss*. München: Finanzbuch-Verlag.
- Akerlof, George A.; Shiller, Robert J. 2009. *Animal Spirits. Wie Wirtschaft wirklich funktioniert*. Frankfurt a. M., New York: Campus.
- Aliber, Robert Z.; Kindleberger, Charles P. 2015 [1978]. *Manias, panics, and crashes. A history of financial crises*. 7. Auflage. Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Armbruster, Alexander 2009. »Der Garten Eden ist nicht genug«, in *Frankfurter Allgemeine Zeitung* vom 26. Februar 2009.
- Dow, Sheila C. 1993. *Money and the economic progress*. Aldershot: Edward Elgar.
- Dow, Sheila C. 1994. »Uncertainty«, in *The Elgar companion to radical political economy*, hrsg. v. Arestis, Philip; Sawyer, Malcom, S. 434–438. Aldershot: Edward Elgar.
- Dow, Sheila C. 1995. »Liquidity preference in international finance. The case of developing countries«, in *Post-Keynesian economic theory*, hrsg. v. Wells, Paul, S. 1–15. Norwell, Dordrecht: Kluwer.
- Emunds, Bernhard 2000. *Finanzsystem und Konjunktur. Ein postkeynesianischer Ansatz*. Marburg: Metropolis.
- Emunds, Bernhard 2013. »Die Finanzwirtschaft als Rent-Seeking-Ökonomie«, in *Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung* 82, 4, S. 15–30.
- Emunds, Bernhard 2014. *Politische Wirtschaftsethik globaler Finanzmärkte*. Wiesbaden: Springer Gabler.
- Friedrich, Jan; Thiemann, Matthias 2018. *A new governance architecture for European financial markets? Towards a European supervision of CCPs*. SAFE White Paper 53. Frankfurt a. M.: Sustainable Architecture for Finance in Europe.
- Giegold, Sven; Philipp, Udo; Schick, Gerhard 2016. *Finanzwende. Den nächsten Crash verhindern*. Berlin: Wagenbach.
- Keynes, John Maynard 1973 [1936]. *The general theory of employment, interest and money. The collected writings of John Maynard Keynes*, Band VII. London, Basingstoke: Macmillan.
- Levine, Ross 1997. »Financial development and economic growth. Views and agenda«, in *Journal of Economic Literature* 35, S. 688–726.

34 Zu erwähnen sind die aktuellen Probleme nicht weniger Schwellenländer. Länder der finanzwirtschaftlichen Peripherie haben das Problem, dass ihre Währungen keine internationalen Anlagewährungen sind. Deshalb müssen sie sich vielfach in Fremdwährungen verschulden. Außerdem ist deshalb die »Lender of Last Resort«-Absicherung ihrer Zentralbank weniger effektiv: Die internationalen Anleger wollen im Krisenfall nicht Geld in der Währung des kriselnden Landes haben, sondern Dollar oder Euro. Deshalb sind diese Länder anfälliger für Finanzkrisen, die bei ihnen zumeist mit Währungskrisen einhergehen. Diese wiederum haben verheerende Wirkungen, weil die inländischen Akteure durch den Absturz der eigenen Währung außerstande gesetzt werden, den Schuldendienst auf die zuvor aufgenommenen Fremdwährungskredite ordnungsgemäß zu leisten.

35 Das ist auch das Ziel der im September 2018 gegründeten Bürgerbewegung Finanzwende/ Finance Watch Deutschland.

- Mayntz, Renate. Hrsg. 2012. *Crisis and control. Institutional change in financial market regulation*. Frankfurt a. M.: Campus.
- Minsky, Hyman P. 1990. *John Maynard Keynes. Finanzierungsprozesse, Investition und Instabilität des Kapitalismus*. Marburg: Metropolis.
- Minsky, Hyman P. 1995. »Longer waves in financial relations. Financial factors in the more severe depressions II«, in *Journal of Economic Issues* 29, 1, S. 83–96.
- Minsky, Hyman P. 2008 [1986]. *Stabilizing an unstable economy*. New York: McGraw-Hill Education.
- Minsky, Hyman P. 2011. *Instabilität und Kapitalismus*. Zürich: Diaphanes.
- Minsky, Hyman P. 2016 [1982]. *Can »it« happen again? Essays on instability and finance*. London, New York: Routledge.
- Papadimitriou, Dimitri B.; Wray, L. Randall. Hrsg. 2011. *The Elgar companion to Hyman Minsky*. Cheltenham, Northampton: Edward Elgar.
- Pozsar, Zoltan; Adrian, Tobias; Ashcraft, Adam; Boesky, Hayley 2013. »Shadow banking«, in *Economic Policy Review* 19, 2, S. 1–16.
- Runde, Jochen 1994. »Keynesian uncertainty and liquidity preference«, in *Cambridge Journal of Economics* 18, S. 129–144.
- Soros, George 2008. *The new paradigm for financial markets. The credit crisis of 2008 and what it means*. New York: PublicAffairs.
- Vogl, Joseph 2020/2011. *Das Gespenst des Kapitals*. 2. Auflage. Zürich: Diaphanes.
- Wray, L. Randall 1990. *Money and credit in capitalist economies. The endogenous money approach*. Aldershot: Edward Elgar.
- Wray, L. Randall 2015. *Why Minsky matters. An introduction to the work of a Maverick economist*. Princeton: Princeton University Press.
- Wullweber, Joscha 2018. »Geld, Staat und Liquiditätsketten. Die Politik der Geldschöpfung und Zentralbankpolitik in Postkrisenzeiten«, in *Politische Vierteljahresschrift* (im Erscheinen).

Zusammenfassung: Laut Hyman P. Minskys (1919–1996) Hypothese der finanziellen Instabilität hielt die Erinnerung an die Finanzkrise von 1929 und an die folgende Große Depression die wirtschaftlichen Akteure über Jahrzehnte von hoher (kurzfristiger) Verschuldung und die Banken von einer zu starken Fristentransformation ab. Als die Erinnerung jedoch verblasste, stiegen die von den Akteuren eingegangenen Risiken und damit die Anfälligkeit für Finanzkrisen wieder. Die Globale Finanzkrise (mit ihrem Höhepunkt 2008) resultierte aus dieser Entwicklung. Dabei blieben die Verluste der Vermögensbesitzer und Finanzinstitute aber begrenzt, sodass eine wirklich stabilisierende Neuordnung der Finanzwirtschaft nicht durchgesetzt werden konnte.

Stichworte: Hypothese der finanziellen Instabilität, Hyman P. Minsky, Globale Finanzkrise, Verschuldung, Fristentransformation, Preisblasen

Did »it« happen again? Will »it« happen again? An interpretation of the global financial crisis and of today's finance in the light of Minsky's financial instability hypothesis

Summary: According to Hyman P. Minsky's (1919–1996) financial instability hypothesis, the memory of the financial crisis in 1929 and the subsequent Great Depression deterred economic actors over decades from high (short-term) debt and banks from excessive maturity transformation. When this memory faded, the assumption of risk by the actors and thus their vulnerability to financial crises increased again. The global financial crisis (with its peak in 2008) was the result of this development. However, the losses of the wealthy and the financial institutions remained limited, so a truly stabilizing reorganization of the financial sector could not be enforced.

Keywords: financial instability hypothesis, Hyman P. Minsky, global financial crisis, indebtedness, maturity transformation, bubbles

Autor

Bernhard Emunds
Philosophisch-Theologische Hochschule Sankt Georgen
Nell-Breuning-Institut
Offenbacher Landstraße 224
60599 Frankfurt a. M.
nbi@sankt-georgen.de