

**Nach der Krise -
Erneuerung der sozialen Marktwirtschaft**

KAS, Rom

I. Krise und Spekulation

Die globale Finanz- und Wirtschaftskrise ist zwar noch nicht vollständig überwunden, aber die Eskalationsphase liegt hinter uns. Die Konjunktur ist in eine normale zyklische Bewegung übergegangen. Damit erweist sich diese Krise entgegen mancher Befürchtung als Wachstumspause, nicht aber als Strukturbruch. Es ist nach der Krise in der Tat nicht alles anders als es vorher war. Aber es bleiben tiefe Verunsicherungen der Menschen, es bleiben Zweifel der Politiker und es bleiben Fragen der Ökonomen zurück. Es geht um das grundsätzliche Verständnis von ökonomischen Krisen, es geht um die Bewertung der Spekulation als Handlungsmuster im Kapitalismus und es geht auch um die gesellschaftliche Akzeptanz von Fortschritt und steigender Veränderungsdynamik, wie sie durch Krisen und Spekulation getrieben werden. Beginnen mit einer näheren Betrachtung dieser Fragen.

(1) Zunächst: Eine Krise der Weltwirtschaft liegt weitgehend hinter uns, die nach zuvor akzeptierter Einschätzung eigentlich gar nicht hätte entstehen dürfen. Paul Krugman zitiert in seinem Buch „The Return of Depression Economics“ in diesem Sinne Robert Lucas aus dem Jahr 2003 und Ben Bernanke aus dem Jahr 2004. Lucas erklärte in seiner Presidential Adress auf der Jahrestagung der American Economic Association, „the central problem of depression-prevention has been solved, for all practical purposes“. Bernanke betonte in einem Vortrag mit dem Titel „The Great Moderation“, „that modern macroeconomic policy more or less had solved the problem of the business cycle“. Die moderne gesamtwirtschaftliche Steuerung habe zwar nicht den Konjunkturzyklus beseitigt, wohl aber zu einer deutlichen Moderation zyklischer Schwankungen geführt. Eine gezielte Antidepressionspolitik sei deshalb nicht mehr vonnöten.

Offenbar schien ein tief sitzender Traum des Menschen erfüllt: Die enorme Bedrohung, die mit der Weltwirtschaftskrise von 1929, ihrer Ausweitung zur großen Depression in den Vereinigten Staaten sowie ihrem Beitrag zum Zusammenbruch der Weimarer Republik mit all seinen Folgen verbunden war, hatte entsprechende Hoffnungen begründet. Die Botschaft von John Maynard Keynes, wir können in der Krise handeln, deren Dynamik abbremsen und dramatische Folgen verhindern, erfüllte diese Hoffnung und prägte über Jahrzehnte das wirtschaftspolitische Denken.

Etwas anderes kam sehr bedeutsam hinzu: „Zu den zweifellos verhängnisvollen Folgen der Weltwirtschaftskrise von 1929 ff. gehört die Tatsache, dass die Vorstellung von der Normalität der Wirtschaftskrisen, ja geradezu ihrer notwendigen Funktion im Rahmen des ökonomischen Strukturwandels verloren gegangen ist“ (W. Plumpe, GWU 2010, 284). Das Denken über wirtschaftliche Krisen hatte sich damals grundlegend verändert. Die Weltwirtschaftskrise hatte nicht nur den Kapitalismus umfassend diskreditiert, sondern zugleich seine – unvermeidbaren – Krisen, seine Zyklizität, inakzeptabel werden lassen. Dem stand nun die Kompetenzvermutung für den Staat entgegen, der den Kapitalismus bändigen und seine Krisen bekämpfen kann.

So hatte die Erfahrung massenhafter wirtschaftlicher Verelendung sowie politischer Katastrophen eine klare und nachhaltige Erwartungshaltung geprägt. Die Einschätzung, dass ohne staatliche Intervention die Apokalypse drohe, ja der Weltuntergang nahe, wurde zum Orientierungswissen moderner Gesellschaften. Die Weltwirtschaftskrise hat die grundsätzliche Akzeptanz von Krisen als unvermeidbare Reinigungsprozesse ökonomischer Arbeitsteilung in Frage gestellt. Dieses Krisenerleben hat die Zeitgenossen an die großen Verwerfungen der vormodernen Gesellschaft erinnert. Die Geschichtswissenschaft spricht dabei von Krisen des „type ancien“, die nicht zyklischer Natur waren, sondern vor allem infolge von Klimaveränderungen oder militärisch-politischen Ereignissen auftraten und meist massenhaft Bevölkerungsverluste verursachten. Auch die Spekulationskrisen früherer Jahrhunderte – wie die Tulpenmanie in Holland von 1634 bis 1637, die South Sea Bubble 1720 oder die Assignatenspekulation in der Französischen Revolution – waren keine systematischen ökonomischen Krisen, zumal sie in überschaubaren Zusammenhängen wirkten. So gilt: Krisen waren keine gut beleumundeten Erinnerungsorte der Menschen, es waren Menetekel des Bösen in einer Welt, die vorrangig über Mythen erschlossen und damit lebenspraktisch handhabbar wurde.

Für das Jahrhundert vor der Weltwirtschaftskrise – genauer ab 1850 – galt hingegen eine andere Einschätzung: Die Krisen des Kapitalismus, die als Folge neuer Technologien, neuer Formen der Arbeitsteilung und neuer Lösungen für den Tauschhandel seit dem 19. Jahrhundert auftraten, waren als zyklische Phänomene in ihren ökonomischen und sozialen Folgen – das mag mit Blick auf Einzelschicksale etwas verwegen klingen, ist aber zur Verdeutlichung der Unterschiede notwendig – einerseits überschaubar, andererseits als Anpassungsschübe im Strukturwandel auch unvermeidbar. Anlass zu Hysterie und Untergangssängsten waren sie jedoch nicht, auch nicht für die Forderung nach gezielter umfassender wirtschaftspolitischer Intervention. Mit der Steigerung der Wirtschaftsleistung, die den Zeitgenossen im 19. Jahrhundert eindrucksvoll vor Augen geführt wurde, nahm zugleich ihre Volatilität zu. Beides waren Kennzeichen der modernen auf Kapitalbildung, Arbeitsteilung und dezentraler Steuerung beruhenden Wirtschaftsweise und unterschieden diese von den zuvor agrarisch geprägten Gesellschaften. Die große Depression hat diese Erfahrung überformt und grundsätzlich neue Fragen gestellt, sie bestimmt nun das Denken über wirtschaftliche Krisen.

(2) Zweitens: Wenn Krisen im Ausmaß der Weltwirtschaftskrise erfahren werden, dann fordert der natürliche Reflex nicht nur Remedur, sondern auch danach, Schuldige zu benennen und zu stellen. Die Geschichte kennt viele Beispiele dafür, wie in Zeiten existenzieller Belastungen bestimmte Gruppen als Verantwortliche benannt wurden. Wirtschaftskrisen werden in diesem Sinne mit Spekulationen und Spekulanten verknüpft. Nicht selten steht dahinter unreflektiert die Gleichsetzung von Spekulation und Manipulation, jedenfalls aber gibt es großes Unbehagen gegenüber dieser Form der Wette, obgleich ohne sie die kapitalistische Wirtschaftsweise nicht denkbar ist. Denn wie soll Kapital gebildet werden, wenn eine Wette auf künftige Nachfrage nicht heute Investitionen anspornt? Wie soll es möglich werden, Ideen zu testen, wenn nicht Kapital bereit steht? Eigentlich selbstverständlich. Doch Krisen sind auch Zeiten der leichten Desorientierung, zumal solche Aversionen lange Tradition haben.

Die Spekulation als gezielte Handlung ins Ungewisse begründet Zufälle, Ereignisse und Entwicklungen, die gerade nicht erwartungstreu sein müssen und dadurch der Einschätzbarkeit entziehen. Dem Spekulanten wird dabei unterstellt, dass er mit Hinterlist gegen jene agiert, die aus ehrlichen Motiven wirkliche Werte schaffen. Tatsächlich hat die Entwicklung bestimmter Finanzinstrumente derivater Qualität diese

Bewertung öffentlich weit verbreitet und die These der Abkopplung der Finanzsphäre von der realen Wertschöpfung begründet. Doch was dies bedeutet, muss unklar bleiben, weil öffentlich schon unklar ist, worin eigentlich die Funktion des Kapitalmarkts besteht.

Der Kapitalmarkt hat neben der Finanzierungsleistung insbesondere die Aufgabe, Information zu produzieren – das Finden der richtigen Investitionsprojekte und das Bewachen der eingesetzten Mittel – sowie den Risikotransfer zu organisieren. Der Begriff Abkopplung untergräbt die Bedeutung der Informationsproduktion und des Risikotransfers, zugleich suggeriert er eine hervorgehobene Rolle der Finanzierung. Wenn es so wäre, dann bräuchten wir keine Banken, Versicherungen, Investmentgesellschaften und andere Finanzmarktintermediäre, weil Finanzierungen ausschließlich über anonyme Märkte funktionieren. Der ökonomische Grund für die Existenz von Intermediären – von institutionellen Spekulanten – liegt gerade darin, dass erst Informationen produziert werden müssen, bevor Finanzierungen gewährt werden können. Allerdings waren vor der Krise viele Finanzmarktprodukte redundant und haben zu keiner besseren Allokation der Risiken geführt, sondern Risiken durch virtuoses Umbuchen verschleiert. Wenn sich Investoren dann aufgrund geldpolitischer Subvention sicher fühlten, haben sie zusätzlich investiert, so dass sich Schieflagen potenzierten. Nicht Marktpreise, Investitionen und Handlungsstrategien regten Spekulationen dafür oder dagegen an und sorgten so für eine Offenlegung vorhandener Meinungen, sondern fast verdreht mobilisierte billiges Geld in der Kombination mit redundanten Instrumenten nahezu unabhängig vom Basisgeschäft Spekulationen. Dieser redundante Teil der Finanzmarkttransaktionen kann als Abkopplung klassifiziert werden. Hier haben Spekulationen keinen volkswirtschaftlichen Ertrag abgeworfen.

II. Wirtschaftskrisen und Krisentheorien: Keynes, Eucken und die Rettung der spontanen Ordnung

Die zyklische Bewegung wirtschaftlicher Entwicklung war seit der Industrialisierung und der marktgesteuerten Kapitalbildung, also seit Mitte des 19. Jahrhunderts, eine für jeden greifbare Erfahrung. Dennoch ist die Erklärung der Krisen bis heute vielfältig, eine durchgängig akzeptierte Theorie gibt es nicht. Unverändert schwanken die Deutungen und Erklärungen zwischen der These exogener und der These endogener Krisenverursachung.

Im 19. Jahrhundert und frühen 20. Jahrhundert dominierte eine liberale Sicht, die Krisen als notwendige Reinigungsprozesse erfahren hatte und bewertete. Zyklische Krisen erschienen den Zeitgenossen als akzeptabler Preis dafür, dass der Kapitalismus mit seiner Produktivität und Wohlstandsmehrung die Massenverelendung infolge agrarisch bedingter Krisen der Vormoderne überwunden hatte. Damit verband sich die Einschätzung, dass nicht die Industrialisierung die Ursache der Verelendung und das Pauperismus im Vormärz war, sondern dass diese kritische Situation noch ganz der alten Malthusianischen Falle entsprach (W. Abel, Massenarmut und Hungerkrisen, 1986). Vom 14. bis zum 19. Jahrhundert hatten sich Löhne und Bevölkerung gegenläufig entwickelt, und das galt nach 1800 weiterhin gerade dort, wo es keine Industrien gab, sondern die alte agrarischen Welt dominierte (B. Hildebrand, Rezension zu F. Engels, Die Lage der arbeitenden Klasse in England. 1845). Es waren die letzten Krisen vom „type ancien“ (Krisen des Erntezyklus), die 1803/04 und wiederum 1816/17 wirkten und Hungertyphus, Konkurse und massenhafte Auswanderung nach sich zogen. „Nach Ursprung und Entwicklung gehört die Armut des frühen 19. Jahrhunderts dem ausklingenden agrarischen Zeitalter der abendländischen Geschichte an“ (W. Abel, aaO, 69). Noch war die Aufnahmefähigkeit der wenigen Industrien zu gering, um dem aus sinkender Sterblichkeit und steigender Geburtenhäufigkeit Bevölkerungszuwachs zu folgen, so dass um 1800 selbst in England die Reallöhne stagnierten, wenn nicht rückläufig waren. Mitte des 19. Jahrhunderts dringt die Industrie als Taktgeber der wirtschaftlichen Entwicklung durch; die kapitalistische Wirtschaftsweise trat ihren Siegeszug an. In Deutschland expandierte das Sozialprodukt jährlich real um 2,8 Prozent, je Einwohner um 1,6 Prozent. Wirtschaftshistorisch erstmals eilten nun die Löhne allen anderen Preisen weit voraus.

Eine gesonderte Wirtschaftspolitik war angesichts dieser neuen Dynamik nicht vonnöten und wurde auch nicht gefordert. Wohl gab es spezifische Nothilfen in Krisensituationen. Die Entwicklung der Sozialversicherung in Deutschen Reich antwortete auch auf die Einwirkungen der wirtschaftlichen Schwankung der Industriegesellschaft auf die individuelle Situation im Lebensverlauf. Zugleich wurde nach Instrumenten gesucht, die in der Krise die Anpassungslast zu verringern vermochten. Zollschutz und die Orientierung der staatlichen Auftragsvergabe auf inländische Unternehmen waren nahe liegende Antworten. Besonders nach der Jahrhundertwende versuchten Unternehmen durch die Bildung von Kartellen, Konzernen oder Interessengemeinschaften dem Preisdruck, der gerade in Krisenzeiten hoch ist, entgegen zu wirken. Die Wirtschaftstheorie unterstützte diese Entwicklung basierend auf der Einschätzung, dass Oligopole – wie sie im Bereich der Grundstoff- und Produktionsgütergüterindustrie nicht selten waren – prinzipiell instabil seien.

Die Konjunkturtheorie beschränkte sich in dieser Phase auf die empirische Erfassung und Beschreibung von Zyklen. Dabei gerieten Wachstumszyklen mit Dekadenlängen – verbunden mit den Namen Schumpeter, Konratieff und Kuznets – ebenso in den Blick wie sehr kurzfristige Schwankungen (Kitchin) und der engere Konjunkturzyklus, der sich mit den Namen Juglar verbindet und auf 4 bis 6 Jahre bezieht. Allein diese Definitionen und Verständnismuster legen eine Normalität nahe, die sich zugleich in den Begriffen und deren Bedeutungswandel niederschlug (R. Koselleck). Das gilt für den Begriff „Fortschritt“, der als Kollektivsingular die Geschichten einzelner Fortschritte ablöste und zur Verständnisfolie für die tatsächliche Entwicklung wurde. Die These vom anhaltenden Niedergang wurde Ende des 18. Jahrhunderts verdrängt, zugleich wurde der Fortschritt dominant, indem er spezifisch zuzuordnende Verfallserscheinungen reproduzierte. Insofern war mit diesem begrifflichen Wandel eine neutrale Position des Begriffs „Krise“ verbunden, der Unterbrechungen im Fortschrittsprozess ansprach. Fortschritt machte als Begriff deutlich, dass die Erfahrung der Industrialisierung und der Technisierung nie ausreichen, um kommende Überraschungen und Neuerungen – stets positiv konnotiert – vorauszusehen.

Dieses Verständnis wirtschaftlicher Entwicklung wurde durch die Weltwirtschaftskrise grundlegend in Frage gestellt, die nun den Bezugspunkt des krisentheoretischen Denkens und des krisenpolitischen Handelns bildete. „Eine Krise ohnegleichen erschütterte die Welt“, so die Reichsbank in ihrem Verwaltungsbericht vom 8. März 1932.

Angesichts der dramatischen Entwicklung – zwischen 1929 und 1932 sank das Bruttoinlandsprodukt in Deutschland und den USA um mehr als 25 Prozent, die Industrieproduktion um 40 Prozent; die Preise für Rohstoffe und Halbfabrikate fielen weltweit um 56 Prozent, die der Nahrungsmittel um 48 Prozent und die der Fertigwaren um 36,5 Prozent; unter Berücksichtigung von Kurzarbeit und versteckter Arbeitslosigkeit war in Deutschland „fast die Hälfte der Bevölkerung direkt oder indirekt von Arbeitslosigkeit und ggfs. sozialer Deklassierung betroffen“ (Plumpe, Wirtschaftskrisen 2010, 82) – wurden Erinnerungen an die Krisen vom „type ancien“ wach. Die Ursachen der Weltwirtschaftskrise waren und sind Gegenstand sehr umfänglicher Diskussionen. Heute dominiert das Verständnis einer multiplen Krise, das die verschiedenen Diskussionsstränge – von Keynes bis Kindleberger, von Friedman bis Bernanke sowie von Samuelson und Borchardt – angemessen zusammenführt (Vgl. Grömling, Hüther, Jäger, Kroker 2009):

- Die zentralen Ursachen waren zum Teil lang vor den „schwarzen Tagen des Oktober 1929“ angelegt, sie hatten jedoch alle – Währungs- und Handelskrise, Agrarkrise, Reparationskrise und Bankenkrise – die gleiche Wirkungsrichtung: nachhaltige Dämpfung der gesamtwirtschaftlichen Aktivität.
- Die Große Depression, von der die Zeitgenossen in den USA im übrigen erst nach dem nochmaligen starken Konjunkturreinbruch im Jahre 1938 sprachen, war dann auch unvermeidbar, weil sowohl national wie international eine angemessene wirtschaftspolitische Reaktion nicht gelang.
- So wurde der endogenen Schwächung der Marktdynamik eine Belastung durch die Wirtschaftspolitik zuteil – aufgrund von fehlender Erkenntnis, aufgrund mangelnden Willens, aufgrund unzureichender Bereitschaft vor der Erfahrung der Hyperinflation. Die bestehenden internationalen Institutionen wie der Völkerbund und die ILO konnten angesichts stark unterschiedlicher Interessen keine Kohärenz der nationalen Anstrengungen herbeiführen.

In jedem Fall war der ökonomische Diskurs des weiteren zwanzigsten Jahrhunderts von der Erfahrung des Versagens oder dem Vorwurf des Versagens der Marktwirtschaft geprägt. „The Great Disorder“ von der Hyperinflation bis zur Weltwirtschaftskrise in den zwanziger und dreißiger Jahren des 20. Jahrhunderts hatte die freie Marktwirtschaft und mit ihr den Liberalismus diskreditiert. Es kam zum „Zeitalter der

Experimente“ (Eucken), indem – nach der bereits zehn Jahre zuvor etablierten Zentralverwaltungswirtschaft in der Sowjetunion – mit italienischem Faschismus, deutschem Nationalsozialismus und US-amerikanischem New Deal staatliche Wirtschaftslenkung in unterschiedlicher Form und Intensität an die Stelle marktlicher Steuerung trat (W. Schivelbusch: *Entfernte Verwandtschaft. Faschismus, Nationalsozialismus, New Deal 1933 -1939*. München, Wien 2005).

Der Optimismus der Marktökonomien hatte sich verflüchtigt. So dominierte die Suche nach Kompensationsstrategien. Dabei durchzog die entsprechenden Ansätze eine starke Positionierung des Staates. „Im Primat des Staates lag deshalb der gemeinsame Nenner, auf den die Katastrophenerfahrung der Weltwirtschaftskrise alle ordnungspolitischen Konzeptionen in Deutschland verengt hat. ... Am tiefsten schnitt die Zäsur der Weltwirtschaftskrise aber in die herrschende Doktrin des Wirtschaftsliberalismus. Sie nahm Abschied von der Vorstellung des liberalen Staates und orientierte sich kritisch an der Realität des ‚interventionistischen Wirtschaftsstaates‘“ (W. Abelshauser: *Deutsche Wirtschaftsgeschichte seit 1945*. München 2004, 94 f). John Maynard Keynes gab dieser Richtung mit seiner „General Theory“ das theoretische Fundament und füllte damit eine Lücke, die die Neoklassik durch ihre Negierung von Krisen als endogen im Wirtschaftskreislauf verursachter Phänomen gelassen hatte. Die Interpretation von Keynes dominierte fortan das Verständnis der Weltwirtschaftskrise, obgleich er nur bestimmte Konstellationen beschrieb, in denen eine Nachfragebeschränkung zu längerfristigen Ungleichgewichten führen kann. Der im Jahr 1949 von den Vereinten Nationen veröffentlichte Bericht „Maintenance of Full Employment“ berichtet über 26 Staaten, die gesetzlich die politische Verantwortung für die Sicherung der Vollbeschäftigung verankert hatten – wie etwa die USA mit dem „Employment Act“ von 1946. Auch wenn insbesondere nach Mitte der siebziger Jahre des letzten Jahrhunderts Zweifel aufgekommen waren, ob die Interpretation der Keyneschen Analyse als Antwort auf den Konjunkturzyklus überzeugend ist, so galt doch weiterhin die Einsicht, dass eine Verwerfung wie die Weltwirtschaftskrise nicht mehr möglich oder doch zumindest in den Anfängen effektiv kurierbar sei.

Trotz des Ansehensverlustes der liberalen Wirtschaftstheorie nach 1930 machten sich Ökonomen auf den Weg, die marktwirtschaftliche Ordnung gegen all die staatsorientierten Experimente zu verteidigen. Das Bild der *spontane Ordnung* (F.A. von Hayek) war dafür prägend. Die spontane Ordnung entsteht, indem die Individuen ihre

Ziele mit eigenen Mitteln verfolgen und dabei lediglich abstrakte Regeln zu achten haben, die in Form von Verboten formuliert sind und allgemeingültig sein müssen, also keinerlei Privilegien zulassen. Was kann getan werden, so die Frage der Ordoliberalen, um dieses System zukunftsfähig zu machen und vor erneuten Verwerfungen zu bewahren. Welche abstrakten, privilegienfreien Regeln sind dafür zu formulieren?

Walter Eucken stellt für die Beantwortung dieser Frage die Einsicht in den Mittelpunkt, dass das „Problem der wirtschaftlichen Macht“ als die Kehrseite des Strebens nach Freiheit erscheint (Das Problem der wirtschaftlichen Macht, in: Walter-Eucken-Archiv (Hrsg.), Wirtschaftsmacht und Wirtschaftsordnung. 1950). Die Marktwirtschaft werde ständig durch Vermachtung bedroht. „Weder die Politik des Laissez-faire, die die Vertragsfreiheit zur Zerstörung der Freiheit missbrauchen lässt, noch eine Monopolkontrolle, welche die Bildung von Machtkörpern erlaubt und nur Missbräuche bekämpfen will“, können – so Eucken – das Problem der wirtschaftlichen Macht lösen. „Nicht gegen die Missbräuche vorhandener Machtkörper sollte sich die Wirtschaftspolitik wenden, sondern gegen die Entstehung der Machtkörper überhaupt. Sonst besitzt sie keine Chance, mit dem Problem fertig zu werden.“ (17)

Macht kann sich gleichermaßen in der Überdehnung eigener wie in der Ignoranz fremder Eigentumsrechte äußern. Macht – private wie staatliche – gilt es deshalb zu begrenzen. Dazu imstande ist allein, wie Eucken betonte, eine Wettbewerbsordnung. Deren Kern ist ein funktionsfähiges Preissystem – als konstituierendes Grundprinzip der Wettbewerbsordnung. Der Preismechanismus zeigt die relativen Knappheiten an, er lenkt die Ressourcen in ihre jeweils besten Verwendungsrichtungen, er treibt an zu Effizienz und Innovation. Er ist sachlich und privilegienfrei, er honoriert allein die Leistung. Die Sicherung der Wettbewerbsordnung obliegt dem Staat. Dafür bedarf es einer starken Regulierung – so Alexander Rüstow in der Aussprache auf der Tagung des Vereins für Socialpolitik 1932 in Dresden – „in Richtung der Marktgesetze, nicht zur Aufrechterhaltung des alten, sondern zur Herbeiführung des neuen Zustandes, nicht zur Verzögerung, sondern zur Beschleunigung des natürlichen Ablaufs“. Damit war klar: „Der neue Liberalismus jedenfalls, der heute vertretbar ist, fordert einen starken Staat, einen Staat oberhalb der Wirtschaft, oberhalb der Interessen, da, wo er hingehört“.

Aus dieser übergeordneten Sicht für die Rolle des Staates in der freiheitlichen Gesellschaft leiten sich *Ordnungsprinzipien* stimmig ab, die der spontanen Entwicklung des Wirtschaftslebens im Wettbewerb dienen. Das Privateigentum stellte Eucken dabei strikt in den Kontext des Wettbewerbs. Nur so könne die Verfügungsmacht und die Verfügungsfreiheit des Eigentümers nicht gegen die Gemeinschaft gewendet werden. Dies bedeutet, dass bei unzureichender, also erfolgloser unternehmerischer Disposition hinsichtlich Produktpolitik und Produktionsweise dem Eigentümer durch den „Mechanismus der vollständigen Konkurrenz unerbittlich seine Verfügungsrechte über die Produktionsmittel entzogen“ werden. Zugleich – und ebenso bedeutsam für Eucken – impliziert Privateigentum bei vollständiger Konkurrenz Ohnmacht, die Verfügungsmacht und Freiheit der anderen Eigentümer zu Lasten der Allgemeinheit einzuschränken. Ökonomische Macht ist dann im Gleichgewicht austariert. So wird die Funktionsbedeutung der Institution Eigentum erst gesichert, wenn die Wirtschaftssubjekte die Eigentumsrechte der jeweils anderen Akteure anerkennen, Eigentumsrechte also Eigentumspflichten begründen.

Eucken leitet die Sozialverpflichtung des Privateigentums aus der bedingenden Wirtschaftsordnung, genauer aus dem Grad des Wettbewerbs ab. Unsozial wirkt das Privateigentum danach, wenn es nicht unter Wettbewerbsbedingungen vollständiger Konkurrenz steht, also ökonomische Macht nicht effektiv bestritten werden kann. In den Worten Euckens: „Wie also Privateigentum an Produktionsmitteln eine Voraussetzung der Wettbewerbsordnung ist, so ist die Wettbewerbsordnung eine Voraussetzung dafür, dass das Privateigentum an Produktionsmitteln nicht zu wirtschaftlichen und sozialen Missständen führt.“ Damit wird der für Eucken so herausragende Aspekt der Interdependenz der Ordnungen sichtbar.

Walter Eucken betont, dass die konstituierenden Prinzipien nur durch gemeinsame Anwendung und Gültigkeit zu jener gewünschten Wettbewerbsordnung führen, die dem Gedanken der Freiheit folgt. Dennoch verweisen die insgesamt acht Prinzipien auf verschiedene Zusammenhänge. So sichern das Primat der Währungspolitik über eine Stabilisierung des Geldwertes und die Offenheit der Märkte über eine Verhinderung des Ausschlusses von Akteuren makroökonomisch die Funktionsfähigkeit des Preismechanismus ab, während der Grundsatz des Privateigentums erst im Konnex mit dem der Vertragsfreiheit sowie dem der Haftung mikroökonomisch dafür die Vor-

aussetzungen schafft. Die Konstanz der Wirtschaftspolitik soll unbillige Störungen vermeiden.

Damit ist das enge Geflecht von Eigentumsrechten, Vertragsfreiheit und Haftung konstruiert. Alle drei Kategorien greifen ineinander und zähmen sich so auf notwendige Weise gegenseitig. Die Vertragsfreiheit ist „unentbehrlich“, weil sie den Wettbewerb ermöglicht; sie ist zugleich gefährlich, wenn sie zur Behinderung des Wettbewerbs durch Ausschluss anderer (Ausübung wirtschaftlicher Macht), zur Negierung von Haftung (Machtmissbrauch) oder zur „Bildung wirtschaftlicher Machtkörper“ genutzt wird. Privateigentum und unbeschränkte Vertragsfreiheit wären dann unproduktiv und unsozial. Eine wichtige Einhegung erfahren beide Kategorien durch den Grundsatz der Haftung. Als sichere Erwartungsgröße wirkt Haftung prophylaktisch im Sinne einer vorsichtigen Kapitaldisposition und es dämpft den Prozess der wirtschaftlichen Konzentration, wenn nicht Möglichkeiten der Haftungsbeschränkungen oder gar das Haftungsausschlusses eröffnet werden. Konzentrationsprozesse im Unternehmensbereich erleichtern nicht nur Machtbildung und Machtmissbrauch, sie befördern auch Regeln des partiellen Haftungsausschlusses. Indes: „Jede Beschränkung der Haftung“, so Eucken, „löst eine Tendenz zur Zentralverwaltungswirtschaft aus“.

Halten wir fest:

Die Krise des Liberalismus brachte den Neoliberalismus hervor. Dadurch wurde der starke Staat in Stellung für die Marktwirtschaft gebracht, naive Freiheitsvorstellungen aufgegeben und soziale Belange konstruktiv eingebunden. Die Ordnungsökonomik folgt dem Ziel, die Selbststeuerungskräfte der Märkte weiterhin wirksam werden zu lassen und die spontane Ordnung als angemessene Strukturbildung von Wirtschaft und Gesellschaft zu verstehen. Die Ordnungsökonomik sowie die darauf beruhende Wirtschaftspolitik sind jedoch – anders als die Antwort von Keynes – keine Krisenpolitik, sondern sollen der Krisenprävention dienen. Ordnungspolitik hat den Anspruch, Krisen zu vermeiden.

III. Die globale Finanz- und Wirtschaftskrise: Spontane Unordnung als Ordnungs- und Vertrauenskrise

„The world economy has turned out to be a much more dangerous place than we imagined. How did the world become this dangerous? And how do we get out of the current crisis, and can we do to prevent such crisis from happening in the first place? ... What the world needs right now is a rescue operation.” (P. Krugman, *The Return of Depression Economics*, 182ff.). Führt also unsere Krisenerfahrung zu einer Reaktivierung der Krisenpolitik? Oder kommen wir zu einem neuen – respektive alten – Verständnis ökonomischer Krisen zurück, dass diese als unvermeidbare Korrekturen und Schübe im Strukturwandel begreift? Aber selbst in diesem Fall stellt die jüngst erlebte Krise Fragen, die wir bisher nicht genötigt waren zu beantworten. Insofern ist diese Krise ebenso wie die Weltwirtschaftskrise vor 80 Jahren dazu geeignet, das Krisenverständnis, aber auch das Denken über Krisen und Krisenpolitik zu verändern. Allein die Kategorie „systemisches Risiko“, die ihr zuvor vor allem theoretisches und kurzes Dasein durch praktisches Erleben ergänzt hat, lädt dazu ein.

Folgt man der Politik und der veröffentlichten Meinung, dann sind die Spekulanten in besonderer Weise für all das Übel unserer Zeit verantwortlich. Die Finanzwelt als Casino zu verstehen, hat diese Bewertung weiter gestützt. So schlicht und populistisch vieles ist, was in diesem Sinne vorgetragen wird, so gilt aber auch, dass wir nur unzureichende Kenntnis über die hier relevanten Verhaltensmuster haben und das deren Konsequenz sich im Mainstream der ökonomischen Theoriebildung nicht wiederfindet. George Akerlof und Robert Shiller reflektieren dies in dem Buch „*Animal Spirits*“: „This crisis was not foreseen, and is still not fully understood by the public, and also by many key decision makers, because there have been no principles in conventional economic theories regarding animal spirits. Conventional economic theories ... exclude the loss of trust and confidence. They exclude the sense of fairness They exclude the role of corruption They also exclude the role of stories that interpret the economy.” (167). Diese Aspekte einer Verhaltensökonomik drängen sich durch die Krise genauso auf wie die Frage nach dem systemischen Risiko. Die moralische Dimension des Risikos erhält damit eine ebenso große Bedeutung.

Nun soll hier keine Geschichte und Analyse der Finanz- und Wirtschaftskrise geboten werden. Versucht werden soll aber, die im Lichte des zuvor Erörterten bedeutsamen Entwicklungen zu skizzieren. Zentral ist die Feststellung, dass diese Krise ohne die globale Verflechtung der Kapitalmärkte, deren Öffnung und Reregulierung sowie die hohe Mobilität des Kapitals nicht zu verstehen ist. Während die Weltwirtschaftskrise nur aus einem Geflecht unterschiedlichster Zusammenhänge und Politikinterventionen zu erklären ist, dass sich singulären Mustern entzieht, folgt die heutige Krise auch in ihrem realwirtschaftlichen Verwicklungen den Impulsen der Kapitalmärkte. Systemisches und moralisches Risiko konnten nur über die Kapitalmärkte ihre Hebelwirkung entfalten. So erweist sich die Krise unserer Zeit – wie eingangs formuliert – letztlich als Wachstumspause, nicht aber als Strukturbruch der realwirtschaftlichen Zusammenhänge. Die mitunter im Laufe der Krisenquartale 2008/09 geäußerte These, die Krise sei eine Folge globaler Über- und Fehlinvestitionen in Sachkapital, hat sich entsprechend nicht bestätigt. Die Krisenanalyse muss sich auf die internationalen Kapitalmärkte richten.

Bereits im Jahr 1998 hat Jagdish Bhagwati (Foreign Affairs Vol. 77 (3) May/June 1998) im Lichte der Asienkrise erhebliche Zweifel an dem seinerzeitigen IMF-Standardwissen geäußert, demnach die Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs vergleichbar der Liberalisierung des Warenverkehrs eindeutig positive gesamtwirtschaftliche Effekte habe. Indes: „Capital flows are characterized by panics and manias“, und: „when a crisis hits, the downside of free capital mobility arises“ (8). Wenn dies so ist, dann müssen die relevanten Märkte eine grundlegende Funktionsstörung haben, die sich in der Preisbildung manifestiert. Offenkundig wirken irrationale Verhaltensweisen und dysfunktionale Wirkungsketten zusammen. Systemisches und moralisches Risiko verschlingen sich ineinander und begründen damit die Implosion an den Finanzmärkten, die ihrerseits – wie im Herbst 2008 erlebt – die internationale Arbeitsteilung zum Zusammenbruch brachte. Der globale Verlust an Vertrauen hat auf spontane Weise Unordnung geschaffen, weil die akzeptierten allgemeinen und abstrakten Regeln (im Hayekschen Sinne) nicht mehr gültig, zumindest nicht mehr wirksam zu sein schienen. Eine spontane Unordnung der Regelverhältnisse führte dazu, dass die für Akteure in den Märkten der Optionswert des Wartens eskalierte. Nichtstun war die dominante Strategie. Doch wie war es dazu gekommen? Folgende Aspekte der Finanz- und Wirtschaftskrise unserer Zeit sind erwähnenswert:

- Geldpolitisch angeregte Wachstumseuphorie: Ohne die Erwartung, dass sich in bestimmten Marktsegmenten auf längere Sicht Überrenditen erzielen lassen, wird eine Verwerfung nicht drohen können. Dies setzt eine Geldpolitik voraus, die eine bezogen auf die Produktionsmöglichkeiten der Volkswirtschaft zu großzügige monetäre Entwicklung zulässt. Die Niedrigzinspolitik der Fed war nach dem 11. September 2001 und der nachfolgenden militärischen Konflikte in Afghanistan und im Irak aus konjunkturpolitischer Vorsicht mit der Zinspolitik zurückhaltend geblieben. Alan Greenspan hat in seinen Memoiren selbst formuliert, dass die damit mögliche Belebung der Immobilienpreise als Vermögensbildung in breiter Hand ihm – vor allem nach den Vermögensverlusten infolge der dot.com-Blase wenige Jahre zuvor – als bedeutsamer erschien als das mögliche Risiko einer Blasenbildung. So kam es zu einer über mehrere Jahre laufenden Vermögenswertsteigerung im Bereich der privaten Wohnimmobilien in den USA. Verhaltensökonomische Studien zur „Hot Hand-Fallacy“ („einen Lauf haben“) und zur „Gamberls Fallacy“ (Fehlschluss des Glückspielers) lassen die Anfälligkeit der individuellen Wetten - Spekulationen – unter den Bedingungen eines geldpolitischen angeregten Anstiegs von spezifischen Vermögenswerten als besonders bedeutsam erscheinen.
- Aushebelung des Haftungsprinzips: Doch ein Wachstumspotenzial bei Vermögenswerten benötigt auch Wachstumsphantasie und die richtigen Instrumente. Die Finanzinnovation der Verbriefung, die sich in anderen Märkten etabliert hatte, wurde nun – teilweise unter halbstaatlicher Anleitung von Fannie Mae und Freddie Mac – systematisch eingesetzt, um den Kreditfinanzierungsfonds für Immobilien auszuweiten. Die wichtige Innovation der Verbriefung wirkte dabei aber nicht nur als Hebel, um mehr Hypothekarkredite zu ermöglichen, sondern geradezu als Motor, der nach neuen Hypotheken rief. Diese umgekehrte Wirkungsrichtung war ein Indiz für die Dysfunktionalität des Instruments. Der Grund lag in der Aushebelung des Haftungsprinzips, indem bei Verbriefungen kein Selbstbehalt vorgesehen war und die Banken nur versuchten, die vergebenen Kredite so schnell wie möglich aus den eigenen Büchern zu bekommen. Damit verloren Spekulationen ihre volkswirtschaftlichen Grundlagen und ihre positive Wirkung. Es ging nicht um die Suche nach dem fairen Wert oder die Umsetzung exklusiver Informationen, sondern um die Expansion eines Geschäftsmodells unter verzerrten Bedingungen. Dass die Banken sich so umfänglich auf die Risikostrategien eingelassen haben – ob im Kreditgeschäft, in der Produktion strukturierter Produkte oder beim

Kauf solcher Papiere – und damit das moralische Risiko begründet haben, hängt nicht zuletzt damit zusammen, dass große systemrelevanten Banken weltweit damit rechnen konnten, im Krisenfall gerettet zu werden.

- Veränderte Informationsarchitektur des Finanzsystems: Durch die Verbriefungstechnik wurde neben die beziehungsbasierte Finanzierung über Banken und die standardisierte Finanzierung über Märkte ein hybrider Kapitalmarkt etabliert, der beide Reinformen vermischt. Das hat die Informationsarchitektur des Finanzsystems grundlegend verändert. Waren zuvor Banken und Marktpreise die zentralen Informationssysteme, so wurde diese nun durch Ratings im hybriden System ergänzt. Denn erst das Urteil der Ratingagenturen setzte die Industrialisierung des Kreditgeschäfts in Gang. Die Folge war ein intransparentes Netz, das die gegenseitige Abhängigkeit der Bankbilanzen begründete.
- Gute gemeinte, aber schlecht wirkende Regulierung: Manche Reaktion auf die Finanzkrise erweckte den Eindruck, als müsse nun endlich ein völlig unregulierter Bereich wirtschaftlichen Handelns staatlicher Kontrolle und Aufsicht unterworfen werden. Tatsächlich ist der Kapitalmarkt einer der stärksten regulierten Bereiche der Volkswirtschaft. Das weckt den Verdacht, dass dabei manches vielleicht unangemessen, anderes unbedacht ist. Zwei Beispiele lassen dies verdeutlichen. Zum einen wirkten die Anforderungen aus Basel II zu einem verstärkten Risikomanagement nicht nur im gewünschten Sinne. Denn es fällt schon auf, dass die Banken ihre Risikopositionen just dann ausbauten, als das geforderte Risikomanagement etabliert war. Da zudem das eigentliche Kreditgeschäfte international seit langem an Bedeutung für das Geschäftsergebnis der Banken verliert, bestand ein Druck auf das provisionsträchtige Geschäft. Das wurde nun zusätzlich durch die Regulierung in eine risikoorientierte Strategie gedrängt. Zum anderen haben die Anforderungen zur Eigenkapitalunterlegung der ausstehenden Forderungen eines Kreditinstituts nicht intendierte Konsequenzen. Diese Regeln haben den Sinn, Banken anzuhalten ein Risikopolster aus Eigenkapital aufzubauen, das den Werteverfall der Aktiva auffangen kann. Soweit so gut. Doch die Anforderungen sehen keine Regel für den Fall vor, dass ein Werteverfall eintritt. Es wird immer die gleiche Mindestquote gefordert. Gerade in der Krise müsste es aber möglich sein, davon abzuweichen. So hat Basel II prozyklisch gewirkt.

- Intransparente Korrelationen: Eine Folge der Verbriefung von Krediten ist eine Überlagerung der verschiedenen Geschäftsstrategien der einzelnen Finanzinstitute. Nach der Theorie der Verbriefung sollten jedoch das makroökonomische und das systemische Risiko, die in jedem Kreditvertrag auch enthalten sind, am besten weit über das Finanzsystem hinaus verbreitet werden. Faktisch ist jedoch dadurch nur zu einer globalen Vernetzung der Bankbilanzen gekommen, die zudem weitgehend intransparent war, weil sie in vielen Staaten nicht den üblichen Bilanzierungspflichten unterlagen und auch in Kreditregister keinen Eingang fanden. Der grundsätzlich positive Effekt einer weiten Risikostreuung verkehrte sich so in sein Gegenteil, durch die tatsächliche Betroffenheit und ebenso über die vermutete Betroffenheit. Da es möglich war, dass von einem Werteverfall in einer Assetklasse viele betroffen sein konnten, wurde unterstellt, dass die der Fall sei. Massenhafte Verkäufe von betroffenen und verwandten Papieren waren die Folge, mit der Konsequenz weiterer Wertkorrekturen. In dem durch Verbriefung geprägten hybriden Kapitalmarkt dominierten Schuldtitel, deren Handelbarkeit ein komplexes und intransparentes Netz gegenseitig abhängiger Banken schuf.
- Neubewertungsschock: Dieser Zusammenhang war über längere Zeit stabil. Weder die Fehlspekulationen waren identifiziert noch die Vernetzungsstrukturen transparent geworden. Das nährte sich für eine gewisse Zeit selbst, ohne dass es nachhaltig sein konnte, weil die zugrunde liegenden Preise verzerrt waren. Mit ersten Einbrüchen bei den Immobilienpreisen in den USA wurde die Labilität des Zusammenhangs spürbar, doch noch nicht umfänglich erkennbar. Aber so war der Anfang der Kriseneskalation gelegt, der zunehmend die hohe Korrelation zwischen den Risikopositionen der internationalen Banken deutlich werden ließ. Im Herbst 2008 griff nach der Insolvenz von Lehman die Krise als Misstrauensepidemie auf die Realwirtschaft über, was übrigens keineswegs zwangsläufig war.

Halten wir fest:

(1) Das systemische Risiko und das moralische Risiko im Finanzmarkt sind virulent geworden. Vernetzung und fragwürdige Verhaltensmuster haben eine spontane Unordnung ausgelöst, also eine fundamentale Funktionsstörung des öffentlichen Raums. Der Preismechanismus, dem in der Ordnungspolitik eine zentrale Bedeutung zukommt, hat sich im Kapitalmarkt als anfällig für Fehlsignale erwiesen. Offenkundig

gibt es dort oftmals eine Mengenkontingierung, die nicht inkremental auf Informationen reagiert. Die marktoptimistische Erwartung, dass ein hoher Grad an Informationseffizienz die Preise zeitnah bewegt, hat sich als unbegründet erwiesen. Offensichtlich neigen Kapitalmärkte bei einer Mengensteuerung zu abrupten Null-Eins-Entscheidungen. Die Krise lehrt, dass es oftmals nicht um Macht geht, sondern um die Möglichkeit der getarnten Ausbeutung anderer. Die Ordnungsökonomik muss darauf reagieren. Was kann getan werden, um den Preismechanismus so informationseffizient zu machen, wie es die Theorie unterstellt?

(2) Für das einzelne Wirtschaftssubjekt war der Optionswert des Wartens eskaliert, Misstrauen dominierte. Eine erfahrungsgeleitete Erwartungsbildung war nicht mehr möglich. Abstrakte und allgemeine Koordinationsregeln verlieren dann ihre Funktion. Die spontane Unordnung wird zur umfassenden Vertrauens- und Ordnungskrise: weder auf der individuellen Ebene noch auf der systemischen Ebene scheint es eine konstruktive Perspektive zu geben. Eine solche Situation wird von der Ordnungsökonomik nicht vorgedacht, in der Folge kommt es zu „Adhocerie“. Wirtschaftspolitik verliert dann vor allem in der Krisennachsorge an Orientierung über das Gebotene. Deshalb ist es erforderlich, die Krise systematisch zu beachten und ihr das Absonderliche zu nehmen. Was ist zu tun, wenn der Optionswert des Wartens eskaliert?

IV. Krisenpolitik und Ordnungspolitik im Stresstest

Die Wirtschaftspolitik hat in der Krise bei globaler Koordination wichtige Antworten gefunden, um die Gefahren fundamentaler Verwerfungen zu verringern. Entscheidend war, dass sehr schnell nach dem Ausbruch der Misstrauensepidemie auf internationaler Ebene ein Einvernehmen über das Grundverständnis dieser Krise und die notwendige internationale Reaktion erzielt werden konnte. Dabei hat sich erwiesen, dass der Handlungsdruck in der Krise selbst wenig Raum für ideologischen Disput gelassen hat. Es wurde entwickelt und beschlossen, was nach Einschätzung der Akteure wie der Analysten geboten war. Die sachorientierte Stringenz des Handelns ließ jedoch eindrucksvoll nach, als der Druck der Krise mit zunehmender konjunktureller Belebung geringer wurde. Dadurch sind wichtige Fragen unverändert nicht beantwortet worden. Folgen wir aber der Chronologie der Interventionen:

- Finanzmarktrettungspakete: Mitte Oktober 2008 haben alle großen Volkswirtschaften mit Rettungspaketen für den Finanzmarkt interveniert, die mehr oder weniger in gleicher Weise konstruiert war. Neben Eigenkapitalhilfen für die Banken war der Aufkauf von „toxischen“ Papieren vorgesehen; ergänzend wurden Regeln für die zeitnahe Bewertung der Aktiva verändert oder ausgesetzt. Man konnte so auf beiden Seiten der Bankbilanz intervenieren. Zudem schwenkten die Notenbanken mit ihrer Zinspolitik und mit der Liquiditätsbereitstellung für die Banken auf einen extrem expansiven, vor allem die Banken entlastenden Kurs ein. Mit diesen Maßnahmen wurde das systemische Risiko adressiert. Tatsächlich gelang es auf diese Weise, die Kernschmelze des Finanzsystems zu beenden. Der Verzehr des Eigenkapitals wurde gestoppt, es entstand sogar Zeit und Raum für eine Stärkung der Eigenkapitalbasis. Insgesamt konnten seitdem die Bankbilanzen strukturell verbessert werden; der Stresstest im Juli 2010 hat deutlich gemacht, dass die Robustheit der Banken wieder zugenommen hat, wenngleich hier noch viel zu tun bleibt. Die ordnungspolitische Problematik des Finanzmarktrettungspakets ist damit freilich noch nicht aufgelöst. Entscheidend ist dafür die Frage, was an Reregulierungen beschlossen wird, um das Risiko systemischer Verwerfungen nachhaltig zu mindern. In der gegebenen Situation war das Handeln effektiv.

- Konjunkturpolitik: Im Frühjahr 2009 wurde in den Industrieländern weltweit diskutiert, ob und inwieweit eine konjunkturpolitische Intervention geboten sei. Die aus den Finanzmärkten auf die Realwirtschaft überschwappende Misstrauensepidemie ging weiter. Die Ankündigung konjunkturpolitischer Gegensteuerung im globalen Gleichschritt hat wohl wesentlich dazu beigetragen, den eskalierten Optionswert des Wartens zu verringern. Anders als über solche Erwartungseffekte ist nicht zu erklären, warum zum Ende des ersten Quartals 2009 weltweit der Absturz abbremsst und in eine Erholung überwechelt. Reale Vorgänge, die das erklären könnten, hat es in dieser Zeit nicht gegeben. Wenn eine Vertrauenskrise in den Märkten von diesem Ausmaß eintritt, dann kann nur der Staat dies kompensieren. Keynesianische Politik in keynesianischen Situationen ist ordnungspolitisch zu vertreten, wenn grundsätzlich finanzpolitische Vernunft gewahrt bleibt und es nicht – wie Karl Schiller es anlässlich seiner goldenen Promotion formulierte – durch Dauereinsatz zum Missbrauch kommt.

- Regulierungspolitik: Der Stand der Finanzmarktregulierung lässt sich an zwei Erwartungshaltungen messen. Zum einen ist der politische Anspruch bedeutsam, der auf dem Londoner G20-Gipfel am 2. April 2009 als Handlungsprogramm fixiert wurde (vgl. G20 London Summit 2009). Die internationale Koordination der Anstrengungen ist heute grundsätzlich mehr Wunsch als Realität. Im Besonderen fällt vor allem auf, dass Deutschland bisher keine Stärkung der Finanzaufsicht in die Wege geleitet hat. Stattdessen wurde durch die unglücklichen Beschlüsse zum Verbot ungedeckter Leerverkäufe die Abhängigkeit der BAFin von der Politik exemplifiziert; dabei hat der Internationale Währungsfonds überzeugend argumentiert, dass selbst den ungedeckten Leerverkäufen keine ausschlaggebende Bedeutung in der Krise zukam (IWF, 2010). Zum anderen ist es die Ordnungspolitik, die als Reflex der Krisenerfahrung mit einem hybriden Kapitalmarkt und dessen inhärent instabiler Informationsarchitektur regulatorische Schlussfolgerungen definiert.

Zentral ist die Rekonstruktion des Haftungsprinzips. Dies wird durch die Selbstbehaltsregel bei Verbriefungen effektiv versucht. Die Folge dürften im Volumen geringere und in der Qualität deutlich verbesserte Verbriefungen sein. Das Geschäftsmodell des „originate and disribute“ kann nicht mehr so leicht wie bisher zur Ausbeutung anderer genutzt werden. Die Transparenz der Verbriefungsprodukte nimmt zu. Wichtig ist, dass es zu einem dauerhaften Selbstbehalt kommt, der insbesondere nicht durch Derivate umgangen wird. Zudem bedarf es einer deutlichen Verbesserung der Qualität der Ratings, da diese in hybriden Kapitalmärkten die tragende Säule der Informationsarchitektur sind. Die vorgesehenen Maßnahmen zur Erhöhung der Transparenz können dabei helfen.

Das moralische Risiko, das sich für große Banken aus der Erwartung eines impliziten Garantieversprechens durch den Staat ergibt, wird durch die neuen Restrukturierungsmöglichkeiten der Finanzaufsicht adressiert. Die Drohung, ganze Geschäftsbereiche zu schließen oder die Bank zu zerschlagen, dürfte ihre Wirkung nicht verfehlen. Das ist ein zulässiger Eingriff in die Eigentumsrechte der Aktionäre, denn die Regeln sind vorab transparent definiert, wegen des Marktversagens aufgrund der too-big-to-fail Problematik legitim und können von den Aktionären vermieden werden, indem sie ihren Management nur sachgerechtes Banking

(ohne Externalitäten) erlauben. Denn: Zu den Eigentumsrechten gehört es nicht, Schaden bei Dritten anzurichten!

Das systemische Risiko, das sich aus der komplexen Vernetzung der Bankbilanzen ergibt, erfordert einerseits eine starke, d.h. zugleich kompetente und unabhängige makroprudentielle Aufsicht. Dafür ist bisher nichts getan worden, eher wurde die Unabhängigkeit der Finanzaufsicht geschwächt. Die Pläne, Bundesbank und BAFin zusammenzuführen, sind jedenfalls kein Lösungsbeitrag. Vorschläge wie man die Aufsicht unabhängiger machen kann liegen vor (Hartmann-Wendels et al. 2010), werden aber nicht beherzigt. Dass von der Tagespolitik unabhängige Institutionen erfolgreich ökonomische Probleme (Inflation) lösen können, belegt die Erfahrung mit der Unabhängigkeit der Zentralbanken im Bereich der Geldpolitik.

Andererseits müssen die Eigenkapitalanforderungen verstärkt werden, am besten durch eine an der Größe der Bank oder ihrer Risikoposition orientierten Regel. Für Basel III werden nach Abschluss der öffentlichen Konsultationsphase im April 2010 nun umfassende Auswirkungsstudien vorbereitet. Mit der Umsetzung von Basel III in nationales Recht inklusive von Übergangsregeln soll 2012 begonnen werden. Dadurch wird in besonderer Weise die künftige Struktur des Bankensektors bestimmt. Allerdings können unbekannte Risiken nicht berücksichtigt werden. Deshalb muss die Nutzung der 2. Säule von Basel (Grundsatz 3 und 4) zur diskretionären Festlegung höherer Eigenkapitalanforderungen durch eine unabhängige und kompetente Finanzaufsicht verbessert werden.

Bessere Eigenkapitalanforderungen werden alleine jedoch das Problem der systemischen Instabilität nicht beheben. Wollte man mit einem Instrument eine derartige große Herausforderung bewältigen, dann müssten die Eigenkapitalanforderungen sehr hoch sein und die Kreditklemme wäre vorprogrammiert. Deshalb sollten gerade in Basel – also international einheitlich – an weiteren Instrumenten gearbeitet werden. Das mikroökonomische Leitmotiv wäre: Jedes Instrument so einsetzen bis sich der gleiche Grenzscha-den der Regulierung ergibt. Zu solchen Instrumenten zählt neben bedingtem Kapital (conditional capital) und Eigenkapitalversicherungen auch die Beschränkung des bilanziellen Verschuldungsgrades einer Bank ebenso wie höhere Eigenkapitalanforderungen für Positionen im Han-

delsbuch, das wegen seiner Kurzfristigkeit die Abschätzung des Bankrisikos besonders erschwert.

Die unbestrittenen Fortschritte bei der Bankenregulierung – Basel III, Selbstbehalt bei Verbriefungen, Transparenz der Ratings und Restrukturierungsgesetz – dürfen jedoch nicht als Alibi für längst überfällige Reformen des deutschen Finanzsektors dienen. Die Landesbanken stellen dabei die größte Herausforderung dar. Kaserer (2010) hat ermittelt, dass zwei Drittel der Bankenrettungskosten auf die Landesbanken entfallen. Der Staat hat nicht nur Verantwortung übernommen, sondern er ist mit verantwortlich. Der Auftrag der Krise lautet demnach, die Reorganisation des Landesbankensektors nun anzugehen. Die Ernsthaftigkeit der politischen Anstrengungen wird sich hier ebenso erweisen wie bei Reform der Finanzaufsicht.

Die erlebte spontane Unordnung unserer Zeit hat Krisenpolitik und Ordnungspolitik herausgefordert. Während angesichts des massiven Einbruch von Welthandel und Weltproduktion die Kompensationsrolle des Staates unstrittig war und die Keynes'sche Botschaft erstmals überhaupt angemessen umgesetzt wurde, blieb die Ordnungspolitik ratlos. Einerseits wurde jeder Handlungsbedarf negiert, andererseits erweist sie sich im Lichte des Finanzsystems als unvollständig. Krise und Spekulation müssen neu justiert werden durch allgemeine und abstrakte Regeln, um der spontanen Ordnung die Tür zu öffnen und der spontanen Unordnung selbige zu verschließen.

V. Was ist die Aufgabe?

Die große Finanz- und Wirtschaftskrise lässt mehrere Schlussfolgerungen zu. Zunächst ist deutlich geworden, wie robust die stärker global integrierte und regional differenzierte Weltwirtschaft ist. Zweitens konnte beobachtet werden, dass es jenseits kultureller und historischer Besonderheiten doch so etwas wie kollektives Lernen der Völkergemeinschaft gibt. Nicht anders ist die einmütige Reaktion auf die Krise zu deuten; die Fehler der 1930er Jahre wurden mit bewussten Verweis darauf nicht wiederholt. Drittens wird auch diese große Krise ein kollektives Lernen in Gang bringen und das Denken über Krisen und über Krisenpolitik – sei es als Krisenprävention oder sei es als Krisenintervention – verändern. Damit wird sich die Frage verbinden, welches Maß an Machbarkeit Politik sowohl in der Gestaltung der Systeme als auch in der Reaktion auf akute Krisen als realistisch und erwartungstreu einstufen kann. Wiederum zeigt sich, dass diese spontane Unordnung nicht das Ende der spontanen Ordnung als Funktionsmuster der freiheitlichen Wirtschaft und Gesellschaft bedeutet, zumindest bedeuten muss. Dies gilt dann, wenn wir Freiheitsverunsicherungen und Ängste, wie sie durch die Krise erlebt wurde, ernst nehmen und Antworten durch angemessene Regeln finden. Das bedeutet unweigerlich, die Spekulation im konstruktiven Sinne wieder in ihr Recht zu setzen.

Dabei darf nicht übersehen werden, dass die negative Wertung des Spekulanten eine lange zurückgreifende und breit verankerte Tradition hat. So schrieb Ende der 1960er Jahre Wolfgang Stützel: „Niemand mag sie. ... Menschen, die sich da mir nichts dir nichts, losgelöst von irgendeinem redlichen Warengeschäft, im kurzfristigen Kreditgeschäft betätigen, Menschen, die das, was sie besitzen oder geliehen haben, kurz in diesem, dann in jenem Land anlegen, bald in dieser, bald in jener Währung ... nein, das darf nicht sein: diese Menschen bekommen noch nicht einmal eine Verhaltensfunktion. ... Von Zeit zu Zeit erscheinen Sie in Massen. Darüber kommen sie zwar immer noch nicht in etablierte Lehrbücher, wohl aber in aller Munde“ (Über Währungsspekulanten und den Umgang mit denselben, Vortrag 6.12.1968).

Diese unbestimmte Sorge findet sich freilich nicht nur beim Laien, sondern auch bei Ökonomen. Irgendwie wirkt auch hier die von Hannah Arendt diagnostizierte Weigerung der Menschen, die Zufälligkeit anzuerkennen. Stützel hat dies und die Folgen deutlich gemacht: „Dann setzen sie (die Spekulanten) Termine für andere, Verhand-

lungs-, Entscheidungstermine, Termine für höchste Staatsorgane, Termine für Haupt- und Staatsaktionen. Nun reiche man schnell Rezepte, ihrer Plage Herr zu werden.“ Etwas Aufklärung tut also not.

Spekulanten machen viel Wind, aber sie legen in der Regel nicht das Feuer! Spekulanten suchen im Meer der Finanzpreise nach Fehlbewertungen, die sich ergeben, wenn Preise von Fundamentalwerten abweichen. Es ist sehr wahrscheinlich, dass sich der Fundamentalwert langfristig durchsetzt. Viele Spekulanten wetten gerade auf dieses Ereignis. Dabei hat ihr Handeln zunächst keinen Einfluss auf den Kurs; sie haben einen Anreiz, sich nicht allzu auffällig zu verhalten, da andernfalls andere indirekt eingeladen werden, Trittbrett zu fahren. Spekulanten werden ihren Informationsvorsprung jedenfalls anfangs verbergen. Wenn viele Spekulanten zu einer ähnlichen Überzeugung kommen – was in der Regel politischer Interventionen in die Preisbildung voraussetzt, dann bewegt die Spekulation den Preis in Richtung einer fairen Marktbewertung. Auf diese Weise wirken Spekulanten wie Katalysatoren. Sie beschleunigen die Konvergenz zur adäquaten Bewertung von Wertpapieren.

Selbstverständlich können Spekulanten versuchen, den Marktpreis zu manipulieren. Wenn es ihnen gelingt, den Kurs in eine von ihnen gewünschte Richtung irrezuleiten, dann untergraben sie den Preisfindungsmechanismus und profitieren zu allem Übel auch noch davon. Dass dies möglich ist, belegt zum Beispiel die Studie von Bernard Black und Henry Hu zum Problem der Stimmrechte bei geliehenen Wertpapieren; offenbar haben Spekulanten mit den Stimmrechten aus geliehenen Aktien Abstimmungen auf Hauptversammlungen überraschend gekippt, den Aktienkurs damit irreführt und von dieser Einflussnahme profitiert. Doch manipulierende Spekulation ist i.d.R. kriminell und allemal riskant: Manipulierendes Handeln kann den Spekulanten ins Gefängnis bringen; er ist erpressbar, wenn er Mitwisser hat. Aufsichtsbehörden, Journalisten und andere Anleger haben ein nachhaltiges Interesse manipulierende Spekulation aufzudecken, so dass der Spekulant aufwändige Tarnung betreiben muss. Außerdem ist manipulierende Spekulation schwierig. Während ein Spekulant, der auf eine langfristige Bewegung zum Gleichgewicht setzt, die Gravitationskraft des Fundamentalwertes auf seiner Seite hat und sie durch seine Nachfrage nach unterbewerteten Papieren sogar unterstützt, muss der manipulierende Spekulant die Preise vom Gravitationspunkt weg jonglieren. Es ist in der Tat viel einfacher, auf die stabilisierende Variante der Spekulation zu setzen.

Was bedeutet das für unseren Diskurs? Wirtschaftspolitik und veröffentlichte Meinung zeigen, dass die Finanz- und Wirtschaftskrise das Denken über Krisen verfestigt hat, das sich nach der Weltwirtschaftskrise ausgeprägt hatte. Krisen bereiten Schrecken und Angst, Spekulanten sind dafür die Hauptverantwortlichen. Zugleich hat sich die Krise als erneutes „Waterloo der Ökonomik“ erwiesen, und das in mehrfacher Hinsicht: Die Prognosekompetenz wurde vollends zweifelhaft, das Krisenverstehen ebenso. Zugleich ist es misslungen, das Normale an Krisen und das Positive an Finanzmarktspekulationen deutlich zu machen. Die Erwartung der Menschen wird von der Hoffnung geprägt, dass solche Krisen künftig nicht mehr möglich werden. Das aber ist ebenso unrealistisch wie fragwürdig.

Die Theorie der Wirtschaftspolitik tut gut daran, die Gewichte in der Krisenpolitik zu verschieben.

- Richtig ist es, das systemische und das moralische Risiko zu adressieren. Krisenpolitik und Regulierung sind dafür in Stellung zu bringen. Eine Kombination aus staatlicher Nachfragepolitik und sanktionierender Finanzmarktregulierung sowie Finanzmarktaufsicht sind dafür bedeutsam (bis zur Zerschlagung). Das wird nicht zur Vermeidung künftiger Krisen führen, wohl aber zur prinzipiellen Handlungsfähigkeit in der Krise.
- Dies bedeutet aber, dass nur im Fall einer spontanen Unordnung Wirtschaftspolitik zum Handeln aufgerufen ist und bei normalen zyklischen Schwankungen keine Kompensation versucht wird. Die Schuldenbremse muss glaubwürdig sein, um das Ausufern der Budgetdefizite infolge einer Krise zu vermeiden und damit ein abgeleitetes moralisches Risiko zu vermeiden. Es geht also auch um eine konsistente Neuformulierung der Botschaften von John Maynard Keynes wie von Walter Eucken.
- Damit wird das Gefährdungspotenzial des Kapitalmarktes ebenso ernst genommen wie die Einschätzung, dass zyklische Schwankungen keine Krisenpolitik erfordern, auch wenn es wohl nicht gelingen wird, sie als Normalität zu vermitteln. Dieses Verständnis von Krisenpolitik sollte ordnungspolitisch akzeptabel sein.
- Die Ordnungsökonomik muss sich zudem systematisch der Regulierung des Finanzsystems annehmen. Anders als in der Euckenschen Version geht es dabei

nicht nur um die Degeneration des Marktmechanismus durch expliziten Machtmissbrauch, der wettbewerbsrechtlich zu definieren ist. Das Finanzsystem bietet durch seine ungeheuere Dynamik, seine Innovationskraft und die großen Hebel die Möglichkeit, dass sich unterhalb des regulatorischen Radars Nischen der Intransparenz bilden, die Raum für nicht zwingend rechtsbewehrte Ausbeutungsstrategien liefern. Es geht um die Suche nach allgemeinen, abstrakten und damit privilegienfreien Regeln im Hayekschen Sinne.

Krisen als Teil der Normalität und damit im Grundsatz als hinnehmbar zu bewerten, müssen viele als Provokation betrachten. Doch es gehört elementar zu einer Neujustierung der Balance von Markt und Staat. Es überfordert den Staat nicht, es fordert aber umso mehr die Disziplinierung der Freiheit durch Selbstverantwortung und Mitverantwortung im täglichen Tun und Unterlassen. Es verlagert alle Anstrengung auf die Gestaltung der Regelwerke und die Mobilisierung einer öffentlichen Debatte über die damit definierte Verantwortungsteilung. Dazu gehört auch, dass gefundene Grundregeln für die Koordination widerstreitender Interessen und dafür bedeutsame Verfahren nicht der Tageslaune der Straße geopfert werden. Das ist undisziplinierte Freiheit, die nur einzelnen dient, nicht aber dem Gemeinsamen.