



## JEDER STABILEN ENTWICKLUNG WOHNT IHR EIGENES SCHEITERN INNE: DAS UMKIPPEN IN DIE INSTABILITÄT

**Hyman P. Minsky** (\* 23. September 1919 in Chicago, † 4. Oktober 1996 in Rhinebeck, N.Y.), US-amerikanischer Ökonom, widmete sich insbesondere der Fragilität von Finanzmärkten und der Hypothese finanzieller Instabilität (Financial Instability Hypothesis)

Plötzlich erlebt ein halb vergessener Ökonom eine Renaissance: Entsprechend Hyman P. Minskys Theorien sind Finanzkrisen und heftige Marktbewegungen als systembedingte Folgen des Verhaltens von Marktteilnehmern zu betrachten und werden im Zusammenhang mit der Subprime-Krise intensiv diskutiert. Im Kern entwickelte Minsky eine Theorie dazu, wie Finanzblasen entstehen und irgendwann platzen. Die finanzorientierte Argumentation Minskys wird oft auch als „Wall Street-Keynesianismus“ bezeichnet.

Minsky fand während seiner Zeit als Wissenschaftler nur wenig Gehör, da die neoliberale Schule der Ökonomie, die in Reaktion auf die Theorien von John Maynard Keynes entstanden war, über alle Querdenker dominierte. Die meisten neoliberalen Wirtschaftswissenschaftler waren zur damaligen Zeit davon überzeugt, dass die Finanzmärkte „effizient“ seien. Hyman Minsky sah dies anders: Erfolg führe zu größeren Wagnissen. Wenn etwas funktioniert, dann probiere man es immer weiter, immer extremer aus, bis es nicht mehr funktioniert. Stabilität führe damit notwendig zu Instabilität.

### Nicht der Blick in den Rückspiegel ist entscheidend

In der Retrospektive ist es erstaunlich, dass nur wenige Marktteilnehmer und Wissenschaftler seine Überlegungen ernst nahmen. Denn seine Grundüberlegungen leuchten ein und sind auch mit einem gesunden Menschenverstand nachvollziehbar: Die freien Kapitalmärkte führen dazu, dass die Akteure in guten Zeiten immer höhere Risiken eingehen. Immer mehr Marktteilnehmer gehen davon aus, dass es im nächsten Jahr nicht anders gehen wird als in den vergangenen Jahren.

Marktteilnehmer verhalten sich wie der Autofahrer, dessen Frontscheibe beschlagen ist und der deshalb mit Hilfe des Rückspiegels fährt. Was sagen Zahlen, die gestern ermittelt wurden und vorgestern aufgrund von Ereignissen von vorgestern zustande kamen denn über die Situation von Morgen aus? Die Zukunft ist ungewiss und lässt sich nicht mit einem Blick in den Rückspiegel erkennen. Kein Bauer käme auf die Idee, aus der Ernte des Vorjahres auf die Ernte des kommenden Jahres zu schließen. Unvorhersehbare Katastrophen – Sturm, Hagel, Überschwemmung, Heuschreckenschwärme oder Pestilenz – verhindern einen scharfen Blick in die Zukunft.

### Risikoprämien sinken

Doch zurück zu den Finanzmärkten: Minsky war der Auffassung, dass Erfolg zu größeren Wagnissen führe. Mit der Zeit wachsen dann die Schulden (beispielsweise als Unternehmenskredite oder Hypotheken) bis zu einem Punkt, an dem die Cashflows der Marktteilnehmer die wachsenden Kosten des Schul-

**„Während das Experimentieren mit dem Ausdehnen des Schuldverhältnisses jahrelang weitergehen kann und ein Prozess des schrittweise Herantastens an die Grenzen des Marktes ist, kann die Umbewertung akzeptabler Schuldenstrukturen sehr plötzlich und schnell stattfinden.“**

dienstes nicht mehr tragen können. Parallel zu der wachsenden Verschuldung verändern Kreditgeber, Aufsichtsbehörden und Rating-Agenturen ihre Risikowahrnehmung. Die Folge ist, dass die Papierwerte an den Finanzmärkten immer mehr steigen und sich von den realen Werten lösen. Gleichzeitig sinken die Risikoprämien in den Keller. Und irgendwann kommt der Punkt, an dem

die fragilsten Schuldner ihren Verpflichtungen nicht mehr nachkommen können. Die Kreditgeber ziehen die Notbremse und die Marktteilnehmer sitzen mitten in einer Kreditklemme. Kurzum: Die Blase platzt. An diesem Punkt befinden wir uns heute, so die Meinung vieler Ökonomen. Was Ökonomen aber heute besonders beunruhigt, ist die Tatsache, dass die Kreditblase weltweit besteht und die Schuldenpyramide die bisher größte überhaupt ist. Die Domino-Rallye führt dazu, dass auch Schuldner mit guter Bonität mitgerissen werden und die Werte von Aktien, Immobilien, Rohstoffen etc. sinken. Schlussendlich kann der Dominoeffekt auch zu einem „Minsky-Meltdown“ führen.

### Zwei grundsätzliche Erklärungsansätze für Finanzkrisen

Die ökonomische Theorie bietet im Prinzip zwei Erklärungsansätze für Finanzkrisen:

- In einem ersten Erklärungsansatz werden Finanzkrisen durch exogene Schocks verursacht. Anhänger dieser Interpretation gehen in ihren Modellen normalerweise von den Hypothesen rationaler Erwartungen und der Homogenität der wirtschaftlichen Akteure aus.
- In einem zweiten Erklärungsansatz werden Finanzkrisen durch endogene Einflussfaktoren hervorgerufen. Diese Strömung verwirft die oben genannten Hypothesen. Die ultimative Ursache von Finanzkrisen liegt in der Massenpsychologie bzw. im Herdenverhalten der wirtschaftlichen Akteure. Die Hypothesen rationaler Erwartungen und der Homogenität der Wirtschaftsakteure sind für sie nichts anderes als realitätsfremde Arbeitshypothesen.

Die endogenen Erklärungen von Finanzkrisen lassen auch Platz für exogene Schocks, die in diesem Fall aber eher als Katalysator der Krise auftreten. Minskys „Financial Insta-

bility Hypothesis“ ist den endogenen Krisentheorien zuzuordnen. Seiner Meinung nach ist der kapitalistische Marktmechanismus inhärent instabil, indem Ungleichgewichtssituationen und Arbeitslosigkeit zum Normalzustand gehören. Als Ursache hierfür hat Minsky primär das hoch entwickelte Finanzsystem identifiziert. Ein solches System ist inhärent instabil, d. h. es verhält sich zyk-

lisch und kann nur beschränkt gelenkt werden. Diese Argumentation widerspricht dem Mainstream-Ansatz, dass Geld „neutral“ den Waren und Dienstleistungen gegenüber sei (John Maynard Keynes hat mit seiner General Theory im Jahr 1936 die Mehrzahl der Ökonomen davon überzeugen können, dass es nicht wirklich eine Trennung zwischen Realwirtschaft und Geld gibt. Die Neutralität galt nicht mehr, bis Milton Friedman im Jahr 1956 behauptete, dass Geld allenfalls kurzfristig Einfluss auf die Realwirtschaft ausübe, langfristig sich jedoch neutral verhalten würde.). Außerdem widerspricht Minskys Hypothese der Logik, dass die Kapitalstruktur für den Marktwert eines Unternehmens irrelevant sei (Modigliani-Miller-Theorem, siehe RISIKO MANAGER 11/2007) bzw. dass das deficit spending der Regierung keine Auswirkung auf die Privatwirtschaft habe (Ricardianisches Äquivalenz-Theorem).

### Die Gier nach mehr

Auf den heutigen Finanzmärkten findet der Betrachter eine schier unendliche Vielfalt von Instrumenten, die sich aus Swaps, Optionen und teilweise recht exotischen Strukturierungen zusammensetzen. Im Kern verfolgen aber alle Instrumente ein Ziel, nämlich die Steuerung bzw. das Management von Risiken. In den vergangenen Jahren ist das Emissionsvolumen quasi im Gleichschritt mit den Fortschritten in der Modellierungstechnik von (Kredit-)risiken stark angestiegen. Strukturierte Finanzinstrumente können, wie andere Formen des Kreditrisikotransfers – etwa Credit Default Swaps (CDS) oder Pass-Through-Verbriefungen – dazu eingesetzt werden, Kreditrisiken zwischen Finanzinstituten und Sektoren zu verschieben. Pool- und Tranchenbildung sind nicht nur die wesentlichen Quellen für den Wert von strukturierten Finanzprodukten, sie sind auch die Hauptfaktoren hinter dem, was als „Komplexität“ dieser Instrumente bezeichnet werden kann. Was die Poolbildung betrifft, so erfordert die Bewertung von Risiko und Ertrag eines strukturierten Finanzinstruments die Modellierung der Verlustverteilung des zugrunde liegenden Forderungspools.

Die schnelle Weiterentwicklung der strukturierten Finanzmärkte und das Wachstum der Volumina führt als Resultat jedoch nicht zu einer Reduzierung des Gesamtrisikos (was zu erwarten wäre), sondern vielmehr zu immer höheren Wetten und einer steigenden Gier, da die Marktteilnehmer Risiken ausblenden und nur die eine Seite der Chancen-/Risikomedaille sehen. Aufgrund der zunehmenden Komplexität der Produkte, der Pool- und Tranchenbildung lassen sich die Risiken nur noch mit komplexen mathematischen Methoden identifizieren und bewerten. In der Folge tritt als weiteres

Problem ein Modellrisiko auf, das eng mit der Komplexität strukturierter Produkte und der Reagibilität des Tranchenrisikos auf unterschiedliche, in den Schätzungen der Verlustverteilung des Forderungspools enthaltene Annahmen verbunden ist. Kurzum: Beim Handel mit strukturierten Instrumenten besteht eine nicht zu unterschätzende Wahrscheinlichkeit, dass die Risiken nicht adäquat bewertet wurden.

Allerdings lassen sich die elementaren Grundmechanismen der Märkte nicht ausschalten: Geringeres Risiko führt zu geringeren Renditen und vice versa. Was tun? Geringere Renditen müssen durch höhere Risiken, d. h. Schulden, aufgebessert werden. Die Finanzwelt hat also nur eine Wahl: Sie muss die Stabilität so lange ausnutzen, bis sie in Instabilität verfällt.

Fazit: Die modernen Methoden des Risikomanagements und der Finanztheorie können einen Faktor nicht ausschalten: Die Gier nach mehr und die daraus folgende Instabilität. Das ist im Kern das Grundgesetz von Hyman Minsky. (Frank Romeike)

### Quellenverweise und weiterführende Literaturhinweise:

**Emunds, B.:** *Der Finanzkeynesianismus in der Tradition Hyman Minskys*, in: PROKLA 123, 31. Jg., Nr. 2, Juni 2001, S. 245 ff..

**Clement, R./Terlau, W./Kiy, M.:** *Grundlagen der angewandten Makroökonomie*, München 2004.

**Keynes, J. M.:** *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, New York 1936.

**Kindleberger, C.:** *Manias, Panics and Crashes*. New York 1978.

**Lahart, J.:** *In Time of Tumult, Obscure Economist Gains Currency*, in: *The Wall Street Journal*, 18. August 2007.

**Minsky, H. P.:** *John Maynard Keynes*, Columbia University Press 1975.

**Minsky, H. P.:** *Die Hypothese der finanziellen Instabilität*, Challenge, White Plains, N. Y. 1977, S. 20 ff.

**Minsky, H. P.:** *Stabilizing An Unstable Economy*, Yale University Press 1986.

**Minsky, H. P.:** *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*. New York 1982.

**Romeike, F.:** *Franco Modigliani*, in: RISIKO MANAGER, Ausgabe 11/2007, Seite 26.

**Schnyder, M.:** *Die Hypothese finanzieller Instabilität von Hyman P. Minsky - Ein Versuch der theoretischen Abgrenzung und Erweiterung*, Dissertation vorgelegt der Wirtschafts- und sozialwissenschaftlichen Fakultät der Universität Freiburg in der Schweiz, Freiburg 2002.