

**Prof. Dr. Karlheinz Ruckriegel**

**Fakultät Betriebswirtschaft**

**TH Nürnberg**

[www.ruckriegle.org](http://www.ruckriegle.org)

## **Kredit- und Geldschöpfung in modernen Finanzsystemen als Voraussetzung für Vermögensmarktblasen<sup>1</sup>**

Nürnberg, Januar 2020

"... die Geldschöpfung des Bankensystems durch Kreditvergabe (wird) mitunter als eine Ursache für Kreditbooms und darauffolgende Finanzkrisen gesehen."

Deutsche Bundesbank, Die Rolle von Banken, Nichtbanken und Zentralbank im Geldschöpfungsprozess, Monatsbericht April 2017, S. 26

„Das Finanzsystem kann auf ganz unterschiedliche Weise dazu beitragen, dass gesellschaftlicher Fortschritt gelingt. Ein nicht funktionierendes Finanzsystem kann aber auch sehr langfristige Schäden verursachen und die Chancen für viele Menschen beeinträchtigen. Zu einer Verbesserung des Systems sollte jeder Einzelne durch sein Handeln beitragen, und Regeln sollten so ausgestaltet sein, dass Fehlanreize reduziert werden. Es gibt also viele Herausforderungen, denen wir uns stellen müssen.“

Claudia Buch, Finanzmärkte und gesellschaftlicher Wohlstand: Lehren aus der Finanzkrise, Festrede anlässlich der Verleihung des Cusanus-Preises für besonderes gesellschaftliches Engagement, Frankfurt am Main 22.11.2019

"... there is now a substantial set of confirmed evidence on what people`s main biases are and how their behavior is influenced, and second, recent economic events (for example the subprime mortgage crisis, or pension mis-selling) can neither be explained nor understood without psychological insights which go beyond established notions of "rationality"."

OECD, Behavioural economics and financial consumer protection, Paris 2017, S. 6

---

<sup>1</sup> Dieser Beitrag geht auf Diskussionen und Vorträge bei/auf der Wintertagung des „Monetären Workshops“ am 6./7. Dezember 2019 in Berlin zurück. Der Verfasser dankt insbesondere Claudia Buch (Vizepräsidentin der Deutsche Bundesbank), Joachim Nagel (Mitglied im Vorstand der KfW, vormals Mitglied im Vorstand der Deutschen Bundesbank), Nicolas Veron (Senior Fellow bei Bruegel in Brüssel) und Volker Wieland (Mitglied im Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung) für wertvolle Anregungen.

## Inhaltsübersicht

Zum Zusammenwirken von Blasenbildung und Kredit- und Geldschöpfung der Banken  
Zum Entstehen von Vermögensmarktblasen  
Zum Kredit- und Geldschöpfungsprozess der Banken  
Zur makroprudenziellen Regulierung

### 1. Zum Zusammenwirken von Blasenbildung und Kredit- und Geldschöpfung der Banken

Um das Entstehen der Immobilienkrise in den USA und in einigen europäischen Ländern in den 00er Jahren zu verstehen, muss man einerseits „Animal Spirits“, die Keynes bereits für das Entstehen der Großen Depression in den 20er Jahren verantwortlich machte - Keynes spricht hier von animalischen Instinkten, die zwischen Optimismus und Pessimismus hin und her schwanken,<sup>2</sup> und andererseits die Art der Kredit- und Geldschöpfung durch das Bankensystem in modernen Finanzsystemen ins Auge fassen und verstehen. Beide müssen zusammen betrachtet werden. Ohne ein (zutreffendes) Verständnis der Kredit- und Geldschöpfung der Banken kann nämlich das Entstehen von Blasen auf den Vermögensmärkten nicht erklärt werden.

Die Deutsche Bundesbank schreibt hierzu:

„... die Geldschöpfung des Bankensystems durch Kreditvergabe (wird) mitunter als eine Ursache für Kreditbooms und darauffolgende Finanzkrisen gesehen.“

Deutsche Bundesbank, Die Rolle von Banken, Nichtbanken und Zentralbank im Geldschöpfungsprozess, Monatsbericht April 2017, S. 26

Das gemeinsame Schwanken der Kreditvergabe und der Vermögenspreise werden auch als Indikator für den Aufbau von systemrelevanten Risiken auf den Finanz- und Vermögensmärkten betrachtet.

Schüler, Hiebert und Peltonen schreiben hierzu:

---

<sup>2</sup> Vgl. John Maynard Keynes, Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes, 11. Auflage, Berlin 2009, S. 137f.

„Our results suggest that the joint fluctuations of credit and asset prices, i.e., emphasising expansions and contractions common to all series, are important for the early detection of a systemic risk build-up.“

Yves S. Schüler, Paul P. Hiebert, Tuomas A. Peltonen, Coherent financial cycles for G-7 countries: Why extending credit can be an asset, European Systemic Risk Board, Working Paper Series No 43 / May 2017, S. 26

Im Artikel „Falsche Lehren aus dem Crash“, der am 14.5.2018 in Handelsblatt erschienen ist, erläutert Norbert Häring diesen Befund von Schüler et al.:

„Wenn man Kredit mit Vermögenspreisen kombiniert, kommt man zu recht verlässlichen Frühwarnindikatoren für Finanzkrisen“, schreiben die drei Ökonomen. Dahinter steht die Überlegung, dass eine sich selbst verstärkende Kreditblase nur dann entsteht, wenn verstärkte Kreditvergabe für Käufe von Immobilien oder Aktien deren Preise nach oben treibt und die Haushalte ihre dadurch aufgewerteten Vermögen als Sicherheiten für noch mehr Kreditaufnahme nutzen. Hinzu kommt in einer Blase, dass die Beobachtung steigender Preise viele dazu motiviert, aus spekulativen Gründen auf Kredit Häuser oder Aktien zu kaufen. In diesem Szenario steigen gleichzeitig Kreditvergabe und Vermögenspreise mit hohen Raten. Fließen die Kredite nicht in Käufe existierender Vermögenswerte, sondern in Konsum, dann steigt die Inflation und es gibt keine Selbstverstärkung. Fließen sie vor allem in Investitionen zur Ausweitung der Produktionskapazitäten, ist die Krisengefahr ebenfalls gering. Steigen die Vermögenswerte ohne Kreditausweitung, sollte ebenfalls kein großes Problem entstehen.“

Einen guten Überblick über die wiederkehrenden Blasen seit der Tulpenkrise in den Niederlanden in der ersten Hälfte des 17. Jahrhunderts gibt Niall Ferguson in seinem Buch Der Aufstieg des Geldes – die Währungen in der Geschichte, Berlin 2009.

„Wenn das Finanzsystem einen Mangel hat, dann den, dass es die menschliche Natur widerspiegelt und ihre Extreme noch steigert. Wie man den in zunehmenden Umfang durchgeführten Forschungen auf dem Gebiet des Finanzgebarens entnehmen kann, verstärkt Geld unsere Neigung zur Überreaktion, zum Wechsel von Überschwang, wenn es gut läuft, zur tiefen Niedergeschlagenheit, wenn es nicht so gut läuft. Aufschwünge und Krisen sind im Kern Folgen unserer Anfälligkeit für emotionale Schwankungen. ...

Solange die Zukunftserwartungen der Menschen zwischen übertriebenem Optimismus und übermäßigem Pessimismus – oder zwischen Gier und Angst – hin und her schwanken, werden Aktienkurse einem unvorhersehbaren Zickzackkurs folgen, dessen Verlauf den zerklüfteten Gipfeln der Anden nicht unähnlich sind.“

Neill Ferguson, Der Aufstieg des Geldes, Berlin 2009, S. 18 und S. 156f.

Ferguson weist nachdrücklich darauf hin, dass Blasen ohne übermäßige Kreditschöpfung nicht entstehen können (S. 111), d.h., dass Blasen nicht ohne „Zutun“ – oder besser Unterlassen – der Zentralbanken entstehen können.

Deshalb kann den Zentralbanken aber auch ein Vorwurf nicht erspart bleiben: Sie haben dem Treiben der „Finanzindustrie“ nicht nur zugeschaut, sondern es im Zeichen einer – auf der

„homo oeconomicus-Annahme“ fußenden neoklassischen Theorie „theoretisch“ bzw. „ideologisch“ unterlegten<sup>3</sup> - weltweiten Deregulierungsmanie sogar massiv gefördert.

Jörg Asmussen, ehemaliger Staatssekretär im Bundesministerium für Arbeit und Soziales und ehemaliges Mitglied des EZB-Rates, führte in seinem Vortrag bei der Handelsblatt-Konferenz "Ökonomie neu denken" am 26.2.2014 in Frankfurt (Bericht im Handelsblatt vom 27.2.2014, S. 30f) dazu Folgendes aus.

"Ich denke, dass inzwischen klar ist, was wirtschafts-theoretisch nicht funktioniert hat: Im Kern ging es um die Unzulänglichkeit der neoklassischen Finanzmarkttheorie, die Institutionen weitgehend ignoriert hat und unterstellt, dass Finanzmärkte stabil sind, Informationen effizient verarbeitet werden und Wirtschaftssubjekte rational handeln."

Jörg Asmussen hat die EZB 2013 bei der mündlichen Verhandlung vor dem Bundesverfassungsgericht, bei der es darum ging, inwieweit die von der EZB im Sommer 2012 angekündigten Käufe von Staatsanleihen im Bedarfsfall rechtlich noch mit dem EZB-Mandat gedeckt sind, vertreten.<sup>4</sup>

Die Deutsche Bundesbank hat sich 2011 in einem Aufsatz, der mit „Anlegerverhalten in Theorie und Praxis“ überschrieben ist, mit den Annahmen der (neo-) klassischen Finanzmarkttheorie, also der Anwendung der neoklassischen Theorie speziell auf Finanzmärkte, befasst.

„Wesentlicher Eckpfeiler der klassischen Finanztheorie ist der rationale Investor. Ihm werden eine rationale Erwartungsbildung und rationale Entscheidungen zugeschrieben. Dies bedeutet, dass er diejenige Alternative wählt, die ihm persönlich den größten Nutzen bringt. Modelltheoretisch gesehen maximiert er seinen Erwartungsnutzen. Der so definierte Homo Oeconomicus besitzt eine eindeutige, vollständige und widerspruchsfreie Präferenzordnung, kennt alle Handlungsalternativen und kann jeder Alternative unter Ausnutzung aller Informationen ihren jeweiligen Zielerreichungsgrad zuordnen. Weiter postuliert die Theorie, dass Anleger eingegangene Risiken sicher quantifizieren können und Transaktionskosten vollständig berücksichtigen. Letztlich besitzen in diesem Rahmen alle Marktteilnehmer ein „korrektes“ und somit identisches Entscheidungsmodell. In diesen einfachen Modellen gelten Informationen als kostenlos und unbegrenzt zugänglich.“<sup>5</sup>

Diese Annahmen sind die Grundlage der „Theorie effizienter Märkte“ (der sog. „Effizienzmarkttheorie“).

---

<sup>3</sup> Siehe hierzu Karlheinz Ruckriegel, Der Paradigmenwechsel in der Volkswirtschaftslehre im Lichte der Anleiheankaufsprogramme der EZB - eine Abkehr vom Glauben an „Effiziente (Finanz-)Märkte“ bzw. von der Neoklassik (neoklassischen Theorie), erscheint 2020.

<sup>4</sup> Vgl. hierzu auch Karlheinz Ruckriegel, Bundesverfassungsgericht versus EZB/Eurosystem – zur Frage der Effizienz von Finanzmärkten, Sonderdrucke der TH Nürnberg, Nr. 56, Nürnberg 2014

<sup>5</sup> Deutsche Bundesbank, Anlegerverhalten in Theorie und Praxis, Monatsbericht Januar 2011, Box: „Die klassische Finanztheorie, die Effizienzmarkthypothese und das Leitbild des mündigen und eigenverantwortlichen Anlegers“, S. 47.

Die Deutsche Bundesbank schreibt hierzu:

„Fama (1970) verknüpft die Theorie rationaler Erwartungen mit der These informationseffizienter Kapitalmärkte. ... Auf diesen Märkten existieren keine Informationsvorteile, die es einem Investor ermöglichen würden, nachhaltig eine höhere Rendite bei gleichem Risikoniveau zu erreichen (bzw. ein niedrigeres Risikoniveau bei gleicher Rendite). Da auf diesen Märkten alle verfügbaren Informationen verarbeitet sind, ist theoretisch der beobachtete Preis stets identisch mit dem sogenannten fairen oder fundamental gerechtfertigten Preis. Dieser ist der Gegenwartswert aller zukünftigen Netto-Zahlungseingänge, die der Investor aus dem Besitz des Vermögenstitels erwarten darf. Lediglich neue Informationen, die für alle Teilnehmer überraschend sind, können somit Kursveränderungen herbeiführen.“<sup>6</sup>

In der Zusammenfassung zu diesem Beitrag schreibt die Bundesbank, dass „Phänomene wie die Verunsicherung von Marktakteure oder die Komplexität von Produkten beziehungsweise Entscheidungen“ von der klassischen Finanztheorie nur teilweise erfasst würden (erfasst werden könnten), da diese auf der homo oeconomicus Annahme fußt. Dies hätte aber zur Folge, dass durch diese Vereinfachung typische Verhaltensmuster bei Anlageentscheidungen nur unzureichend beschrieben und erklärt werden könnten.<sup>7</sup> M.a.W. die homo oeconomicus Annahme erzwingt sozusagen die Ausklammerung/ Wegdefinition der Realität.

Im Gegensatz zu den Naturwissenschaften hat bei den Sozialwissenschaften, insbesondere bei den Wirtschaftswissenschaften das Paradigma, also das theoretische Vorverständnis des Forschers, prägende Wirkung für die Realität. Der Lauf der Gestirne hingegen wird nicht dadurch verändert, ob der analysierende Beobachter dem kopernikanischen, newtonschen oder einem einsteinschen Weltbild anhängt.

In den 1970er-Jahren kam es zu einer Ablösung der nachfrageorientierten keynesianischen Theorie durch das federführend von Milton Friedman entwickelte neoliberale Paradigma der Chicagoer Schule. Die nachfrageorientierte Theorie versagte damals bei der Bekämpfung der angebotsseitigen Schocks durch die Ölkrisen der 1970er Jahre. Nachfrageorientiertes Denken wiederum löste die marktliberale Theorie nach dem Börsencrash 1929 ab.

Das neoliberale Paradigma, dem theoretisch die Neoklassik (die neoklassische Theorie) mit der a priori-Annahme eines rationalen, egoistischen und zeitkonsistenten Handelns (sog. homo oeconomicus Annahme) zugrunde liegt, führte seit den 80er Jahren nicht nur zu einer weltweiten Deregulierung großen Ausmaßes, sondern - sozusagen parallel dazu - auch zur

---

<sup>6</sup> Ebenda, S. 47

<sup>7</sup> Vgl. ebenda, S. 45.

Umsetzung des „Shareholder-Value-Ansatz“, d.h. zur (kurzfristigen) Gewinnmaximierung als Ziel in vielen Unternehmen. Beides aber hatte enorme gesellschaftlichen Wirkungen.<sup>8</sup>

Der ökonomische Mainstream „basierte auf der Überzeugung, dass freie, unregulierte Finanzmärkte Wachstum und Wohlstand steigern und Innovationen auf den Finanzmärkten dazu beitragen, dass sich die Realität immer stärker an das Paradigma effizienter Märkte, dem neoklassischen Ideal friktionsloser Märkte annähert mit einer breiten, weltweiten Risikostreuung. ... Rationale, vorausschauende Akteure sorgen vielmehr dafür, dass auf den Kapitalmärkten keine Blasenbildung entstehen kann.“

Gerhard Illing, Die globale Finanzkrise und ihre Lehren für die Weiterentwicklung der Ökonomik, in: Martin Held, Gisela Kubon-Gilke, Richard Sturn (Hrsg.), Ökonomik in der Krise, Normative und institutionell Grundfragen der Ökonomik, Jahrbuch 10, Marburg 2011, S. 37

Die von Eugene Fama und Paul Samuelson formulierte Effizienzmarktthese („Hypothese effizienter Finanzmärkte“) „basiert auf der Annahme, dass Marktakteure mittels Käufen oder Verkäufen unmittelbar auf neue Informationen reagieren und Marktpreise somit stets die derzeit verfügbare Informationslage widerspiegeln. ...

Die starke und am weitesten verbreitete, aber auch umstrittenste Version (der Effizienzmarktthese nach Fama, Anmerk. KR) postuliert, dass Preise alle verfügbaren Informationen korrekt abbilden und sich unmittelbar an eine veränderte Informationslage anpassen.“

Marc Keuschnigg, Tobias Wolbring, Wirtschaftssoziologie: Städte, Märkte, Netzwerke, Paderborn 2019, 121

Die Finanzkrise der 00er Jahre hat - zumindest außerhalb der Universitäten/ den Vertretern der neoklassischen Lehre – dieses Vertrauen in die Selbstregulierungskraft der (Finanz-)märkte grundlegend erschüttert.<sup>9</sup>

„Die Makromodelle haben bei der Vorhersage der Krise versagt. Als Praktiker fanden wir kaum Hilfe aus der Wissenschaft und ihren Modellen. Wir fühlten uns im Stich gelassen von der gängigen Theorie. In Ermangelung an Leitlinien aus der Wissenschaft mussten wir auf unsere Erfahrungen vertrauen.“

Jean-Claude Trichet, (in einer Rede vom 19.11.2010, zitiert nach Financial Times Deutschland, Praktiker verzweifeln an deutschen Ökonomen, vom 30.3.2012).

Jean-Claude Trichet war 2010 Präsident der Europäischen Zentralbank

---

<sup>8</sup> Sehr lesenswert ist in diesem Zusammenhang auch die Kolumne von Thomas Fricke, Die kommenden Zwanzigerjahre: Ein Jahrzehnt für Neudenker - oder die Katastrophe, Spiegel online vom 3.1.2020.

<sup>9</sup> Auch findet zunehmend eine Abkehr vom Shareholder-Value statt. In einer „spektakulären Erklärung“ (so das Handelsblatt) hat „Business Roundtable“, die Vereinigung der Topmanager der großen Unternehmen der USA, am 19.8.2019 eine Erklärung zur Abkehr vom Shareholder Value-Denken und einer Hinwendung der „Corporate Governance“ zum Stakeholder-Value veröffentlicht: Business Roundtable, Business Roundtable Redefines the Purpose of a Corporation to Promote ‘An Economy That Serves All Americans’, 19. August 2019.

### „Modern Macroeconomics is on the Wrong Track

What do the above considerations imply for the future of macroeconomics? The simplifying assumptions of the New Classical and New Keynesian models (Homo oeconomicus Annahme, die auch den DSGE-Modellen zugrunde liegt, Anmerk. KR) do not make them obvious candidates for near-term guidance on how best to conduct macroeconomic policies. We are left then with the Keynesian framework, with all the likely fuzziness and uncertainties implicit in the principal functional forms being subject to “animal spirits.”

William White, Modern Macroeconomics is on the Wrong Track, Finance and Development (IMF), December 2009, S. 17

White was Economic Advisor and Head of the Monetary and Economic Department at the Bank for International Settlements from 1995 to 2008

„Die globale Finanzkrise erschütterte das Vertrauen in den Marktmechanismus als stabiles, selbst-regulierendes System. Unter Ökonomen entbrannte ein vehementer Streit nicht nur um die angemessene Politikreaktion, sondern auch über das konkrete Paradigma zur Diagnose der Finanzkrise. So griff Paul Krugman in einem Beitrag für die New York Times „How Did Economics Get It So Wrong“ (2009) massiv die Vertreter der modernen Makroökonomie an und bezeichnete die Forschung der letzten 60 Jahre als nutzlose, ja gefährliche Fehlentwicklung.“

Gerhard Illing, Die globale Finanzkrise und ihre Lehren für die Weiterentwicklung der Ökonomik, in: Martin Held, Gisela Kubon-Gilke, Richard Sturn (Hrsg.), Ökonomik in der Krise, Normative und institutionell Grundfragen der Ökonomik, Jahrbuch 10, Marburg 2011 S. 39

Mehr als zehn Jahre später machte Paul Krugman in einem Interview mit dem Handelsblatt aber auch noch auf einen weiteren Punkt, eine weitere gravierende Folgewirkung dieses Vertrauensverlustes aufmerksam:

„Die Finanzkrise hat das Vertrauen in die technokratische Elite zerstört. Polen zum Beispiel war nie Teil des Euros und kam relativ schnell durch die Krise. Trotzdem wollten sich die Bürger von den Eliten in Brüssel keine Vorträge mehr darüber anhören, wie eine gute Gesellschaft aussieht. Hier in den USA war es ähnlich. Unsere Tea-Party war keine direkte Antwort auf die Finanzkrise, aber sie profitierte von der anti-elitären Stimmung: der Glaube, dass die da oben keine Ahnung haben von dem, was sie tun. Und der Glaube, dass Fox News das richtige Weltbild liefert.“

Paul Krugman, Europa sieht aus wie Japan vor 20 Jahren, Interview mit dem Handelsblatt vom 2.1.2020, S. 7

Die Position der EZB, die Asmussen 2013 beim Bundesverfassungsgericht vertrat, beruhte auf der (mittlerweile) unter Notenbank gängigen, auf der Grundlage der Einsichten der Behavioral Economics fußenden Argumentation zum Verständnis des Entstehens

systemrelevanter Risiken auf den Finanzmärkten (siehe im Einzelnen hierzu den nachfolgenden Abschnitt „Zum Entstehen von Vermögensmarktblasen“).

„Some critics have argued that because of our determined policy action, the shoring up of bank capital and the consolidation of fiscal positions have been delayed. My answer is simple. Our measures gave breathing space from markets driven by panic, which were forcing the economy into a position where inappropriately high interest rates would make default a self-fulfilling prophecy. Adjustment would have been impossible. Instead of better capitalised banks and stronger fiscal positions we would have been left with financial and economic meltdown.“

Mario Draghi (ehemaliger Präsident der Europäischen Zentralbank), Building stability and sustained prosperity in Europe, Speech given at the event entitled “The Future of Europe in the Global Economy” hosted by the City of London Corporation, London, 23 May 2013.

Diese Erkenntnis hat auch – zumindest ansatzweise - Niederschlag in weltweit verbreiteten volkswirtschaftlichen Lehrbüchern gefunden.<sup>10</sup>

„Much of the above reasoning (that markets work efficiently, KR), however, is based on the principle of rational behavior as opposed to a herd mentality or mass psychology ... The existence of speculative bubbles suggests that markets react to what Alan Greenspan called „irrational exuberance“ and what Keynes referred to as „animal spirits“. ... Such views could lead to irrational waves of optimism and pessimism. ... Faith in markets is fundamental to economic growth in most of the world and the financial crisis has shaken this faith to the core.“

N. Gregory Mankiw, Mark P. Taylor, Economics, Special Edition with the coverage of the world financial crisis (ergänzte 1. Auflage), Andover (UK) 2010, S. 822, 828

„The Second Edition brings you some new, and not so new, thinking to help you understand the debates and dilemmas facing economists and policy makers in making sense of the world. The financial crises which began to gather pace in 2007 and the subsequent recession have led to a major rethink about some fundamental assumptions in economic theory. ... The growing influence of behavioral economics is acknowledged throughout the book ...”

N. Gregory Mankiw, Mark P. Taylor, Economics, 2. Auflage, Andover (UK) 2011, S. xix

"Research has suggested that this (die Annahmen des Standard Economic Model in der Neoklassik, Anmerk. KR) is far from the case. Humans make systematic and consistent mistakes in decision making.“

N. Gregory Mankiw, Mark P. Taylor, Economics, 3. Auflage 2014, S. 126; 4. Auflage, 2017, S. 104.

---

<sup>10</sup> Vgl. im Einzelnen hierzu auch: Karlheinz Ruckriegel, Abschied von der Neoklassik (Standard Economics Model), Sonderdrucke der TH Nürnberg, Nr. 59, Nürnberg 2015



"The field of behavioral economics is devoted to studying how consumer`s actually (Deutsch: eigentlich wirklich, tatsächlich, Anmerk. KR) make choices. It uses some of the insights from psychology to develop predictions about choices people will make and many of these predictions are at odds (Deutsch: stimmen nicht überein mit, stehen im Konflikt mit, Anmerk. KR) with the conventional economic model of "rational" consumers."

Hal R. Varian, Intermediate Microeconomics, 9. Auflage, New York 2014, S. 586

Die OECD schreibt dazu:

"... there is now a substantial set of confirmed evidence on what people`s main biases are and how their behavior is influenced, and second, **recent economic events (for example the subprime mortgage crisis, or pension mis-selling) can neither be explained nor understood without psychological insights which go beyond established notions of "rationality"**. On this basis, there is growing recognition that the findings of behavioural economics can help to identify areas where government intervention can be more effective than was the case with traditional economic models. Behavioural economics can provide a more realistic and thoughtful basis for making economic policy. This has to be combined with a series of contextual elements which explain why behavioural economics increasingly influences the focus and shape of public policy initiatives"

OECD, Behavioural economics and financial consumer protection, Paris 2017, S. 6

## 2. Zum Entstehen von Vermögensmarktblasen

„Die Vorstellung, dass Wirtschaftskrisen in erster Linie von einem Wandel der Denkmuster verursacht werden, ist dem gängigen ökonomischen Denken eher fremd. ... Denn tatsächlich wurden die Krisen durch nicht greifbare Veränderungen in den Köpfen der Menschen ausgelöst.“

George A. Akerlof / Robert J. Shiller, Animal Spirits – Wie Wirtschaft wirklich funktioniert, Frankfurt u.a. 2009, S. 21f.

Richard H. Thaler und Cass R. Sunstein führen dazu weiter aus:

„Soziale Einflüsse können auch signifikante Auswirkungen auf den gesamten Markt haben. Tatsächlich haben Sie eine Schlüsselrolle dabei gespielt, die jüngste Spekulationsblase und die daraus resultierende Finanzkrise von 2008 auszulösen.“

Die beste Beschreibung liefert Robert Shiller, der die Rolle von psychologischen Faktoren und Herdenverhalten in volatilen Märkten herausgearbeitet hat.

Shiller argumentiert, dass, „das wichtigste singuläre Element für das Verständnis dieser (der letzten Finanzkrise, Anmerk. KR) oder jeder anderen Spekulationsblase die soziale

Ansteckungskraft des Boomdenkens ist, herbeigeführt durch die gemeinsame Beobachtung rasch steigender Preise“.<sup>11</sup>

Die Mehrheit der Menschen beginnt zu glauben, dass die optimistische Sicht der Dinge die richtige ist, einfach, weil offenbar auch alle anderen dieser Meinung sind. Weil die Medien diese Einschätzung unterstützen, glauben die Leute schließlich, dass wir in einer „neuen Ära“ leben, und Rückkopplungseffekte lassen die Preise immer weiter steigen. Schließlich aber muss die Blase platzen, weil sie auf sozialen Einschätzungen beruht, die sich nicht lange aufrechterhalten lassen. ...

Gegenseitige Einflussnahme kann dramatische Marktbewegungen nach oben (und unten, Anmerk. KR) auslösen und gravierende Risiken für Investoren und die gesamte Wirtschaft mit sich bringen.“

Richard H. Thaler, Cass R. Sunstein, Nudge – Wie man kluge Entscheidungen anstößt, München 2008, S. 96f.<sup>12</sup>

„Die Euphorie der Kreditnehmer\_innen ist eine Gefahr für die Volkswirtschaft. Aber risikoscheue Kreditnehmer\_innen - Kreditnehmer\_innen, die Angst vor der Zukunft haben und sich kein Geld leihen wollen – sind ebenfalls eine große Gefahr.“

Ann Pettifor, Die Produktion des Geldes – Ein Plädoyer wider die Macht der Banken, Hamburg 2018, S.63

Niall Ferguson spricht in seinem Buch, Der Aufstieg des Geldes – die Währung in der Geschichte (Berlin 2009, S. 110), im Kapitel „Blasen machen“ von den Phasen

- Verschiebung (im Sinne des Auftretens von neuen Möglichkeiten),

---

<sup>11</sup> Vgl. vertiefend hierzu Robert J. Shiller, Narrative Economics: How Stories Go Viral and Drive Major Economic Events, Princeton 2018. Für seine Arbeiten auf dem Gebiet der Behavioral Economics hat Robert Shiller von der Yale University 2013 den Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften verliehen bekommen.

<sup>12</sup> Richard H. Thaler von der University of Chicago hat für seine Arbeiten auf dem Gebiet der Behavioral Economics 2017 den Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften erhalten. Die Arbeiten von Thaler und Shiller fußen auf den grundlegenden Arbeiten des Kognitions-Psychologen Daniel Kahnemann von der Princeton University zur Behavioral Economics, insbesondere zum Dualen Handlungssystem. Kahneman wurde 2002 dafür der Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften verliehen. Grundlegend hierzu: Daniel Kahneman, Schneller Denken, langsames Denken, München 2012, einführend auch Karlheinz Ruckriegel, Glücksforschung und Behavioral Economics – Zum „Neuen Denken“ in den Wirtschaftswissenschaften, Nürnberg, erscheint 2020 sowie Karlheinz Ruckriegel, Der Paradigmenwechsel in der Volkswirtschaftslehre im Lichte der Anleiheankaufprogramme der EZB - eine Abkehr vom Glauben an „Effiziente (Finanz-)Märkte“ bzw. von der Neoklassik (neoklassischen Theorie), erscheint 2020. Das Duale Handlungssystem hat schon seit einiger Zeit Eingang in das Marketing (Stichwort „Neuromarketing“) und in die Politikberatung (Stichwörter „Nudging“ und „Herdentrieb“) und in die Führungs- und Managementlehre, gefunden. Das führende Business-School-Lehrbuch zur praktischen Entscheidungsfindung/-beratung „Judgement in Managerial Decision Making“ von Max H. Bazerman und Don A. Moore (8. Auflage, 2013) fußt auf den Erkenntnissen des Dualen Handlungssystems. Vgl. hierzu etwa auch Harvard Business Review On Point, Leadership: The Art of Decision Making, Winter 2015 und Harvard Business manager, Einfacher Entscheiden – so treffen Sie die richtige Wahl, Edition 3/2016. 2010 wurde im Vereinigten Königreich das „Behavioral Insights Team“ („BIT“ oder auch kurz „Nudge Unit“ gegründet, die mittlerweile weltweit Regierungen berät. Vgl. hierzu David Halpern, Deutschland hinkt hinterher, Interview mit dem Handelsblatt vom 4.-6.5.2018 sowie David Halpern, Inside the Nudge Unit - how small changes can make big differences, London 2015.

- Euphorie (Rückkopplungsprozess setzt ein, in dem zunehmende Gewinnerwartungen einen raschen Anstieg der Marktkurse nach sich ziehen),
- Manie oder Blase (Aussicht auf leicht zu erzielende hohe Kapitalrenditen zieht Erstanleger an),
- Besorgnis (Insider befürchten, dass die inzwischen exorbitanten Marktkurse nicht durch Gewinne gerechtfertigt sind, und beginnen Gewinne mitzunehmen) und schließlich
- Entsetzen (während die Marktkurse fallen, wollen auch aller Außenstehende verkaufen und bringen dadurch die Blase vollends zu Platzen).

"... Auf der anderen Seite neigen kapitalistische Volkswirtschaften, die sich selbst überlassen bleiben, zu Exzessen. Das können wir heute mit unseren eigenen Augen sehen. Es kommt zu Manien. Die Manien wiederum münden in Ausbrüche von Panik. Es entsteht Arbeitslosigkeit. ... Bislang hat noch niemand eine schlüssige Erklärung für die massiven Schwankungen der Kurse an den Finanzmärkten, etwa der Aktienkurse anzubieten vermocht. Diese Schwankungen sind so alt wie die Finanzmärkte selbst."

George A. Akerlof, Robert J. Shiller, *Animal Spirits – Wie Wirtschaft wirklich funktioniert*, Frankfurt 2009, S. 10 und S. 188.

Diese Erkenntnis wird mittlerweile auch offiziell von den Zentralbanken geteilt:<sup>13</sup>

„Ausschlaggebend für Entwicklungen im Finanzsystem, die letztlich die Realwirtschaft in Mitleidenschaft ziehen können, ist häufig ein Wechselspiel zwischen steigenden Vermögenspreisen, wachsender Kreditvergabe – und damit höhere Verschuldung des Privatsektors – und einer Lockerung der Kreditvergabestandards.

Damit ein solches Wechselspiel beginnt, braucht es oftmals „exogene“ Auslöser. Das waren in der Vergangenheit einzeln oder gemeinsam etwa Änderungen der Geldpolitik, technologische Innovationen, demographischer Wandel, oder auch laxere Regulierungen und politische Anreize, sich höher zu verschulden.

Entstehen zu optimistische Erwartungen über die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung kann dies eine verstärkte Kreditaufnahme bzw. – vergabe begünstigen. Starke Preissteigerungen von Vermögenswerten wie Immobilien können dazu führen, Risiken der Kreditvergabe zu unterschätzen und die Vergabestandards zu lockern. Lockere Vergabestandards erleichtern wiederum die Kreditaufnahme und setzen zusätzliche Anreize für die Kreditfinanzierung – möglicherweise auch durch Kreditnehmer, deren Schuldentragfähigkeit langfristig nicht gesichert ist.

Solange die Erwartungen optimistisch bleiben, setzt sich dieses Wechselspiel fort: Sind Vermögenswerte hoch bewertet, steigt auch die Werthaltigkeit der Kreditsicherheiten,

---

<sup>13</sup> Vgl. hierzu auch Ausschuss für Finanzstabilität, Empfehlungen zu neuen Instrumenten für die Regulierung der Darlehensvergabe zum Bau und Erwerb von Wohnimmobilien, AFS/2015/1, Juni 2015, S. 6-8; Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2019, November 2019, S. 59f.

Investitionen erscheinen weiterhin lohnend, die Kreditvergabe nimmt weiter zu (Minsky 1986)

Das geht nur solange „gut“ bis die Stimmung irgendwann kippt. Abrupt und unerwartet steigende Zinsen können Finanzierungen verteuern, eine wirtschaftliche Krise mit höherer Arbeitslosigkeit die Schuldentragfähigkeit der privaten Haushalte verringern. Es entstehen Verluste. Banken müssen einen Teil ihrer Kredite abschreiben, das wiederum senkt das Eigenkapital. Notverkäufe und weitere Abschreibungsrunden können die Folge sein. Vergeben die Banken infolgedessen weniger Kredite, verschlimmert sich die Situation weiter, weil Unternehmen und private Haushalte weniger Investitionen tätigen.

Zu optimistische Erwartungen, eine zunehmende Verschuldung des privaten und öffentlichen Sektors, und eine zu laxen Regulierung der Banken sind also oft der Nährboden, auf dem Finanzkrisen entstehen. Die Auslöser und der genaue Ablauf von Krisen können sich von Land zu Land unterscheiden. Aber letztlich sind es stets dieselben Zutaten, die eine Rolle spielen.“

Claudia Buch, Finanzmärkte und gesellschaftlicher Wohlstand: Lehren aus der Finanzkrise, Festrede anlässlich der Verleihung des Cusanus-Preises für besonderes gesellschaftliches Engagement, Frankfurt am Main 22.11.2019

Claudia Buch ist Vizepräsidentin der Deutschen Bundesbank und dort auch zuständig für Finanzmarktstabilität.

Bereits anfangs der 10er Jahre schrieben die Europäische Zentralbank bzw. die Deutsche Bundesbank dazu:

„Im Hinblick auf das Herdenverhalten – wenn sich Investoren also von den Entscheidungen anderer Marktteilnehmer leiten lassen – gilt: Je deutlicher Märkte einem gegebenen Trend folgen, desto wahrscheinlicher ist es, dass die Investoren zu einer Blasenbildung beitragen.“

EZB, Vermögensblasen und Geldpolitik, in: Monatsbericht November 2010, S. 78

„Aus Sicht der Finanzstabilität gibt der Gleichlauf, der gerade in Stressphasen besonders ausgeprägt auftritt, Anlass zur Sorge. Zwar können Investoren mit entsprechend diversifizierten Portfolios über Wertzuwächse ihrer Anlagen in sicheren Häfen die Verluste in anderen Anlageklassen teilweise kompensieren. Endogene Prozesse wie ein ausgeprägtes „Herdenverhalten“ führen jedoch insgesamt dazu, dass das Finanzsystem exogene Schocks eher verstärkt anstatt sie zu dämpfen.“

Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2011, S. 34

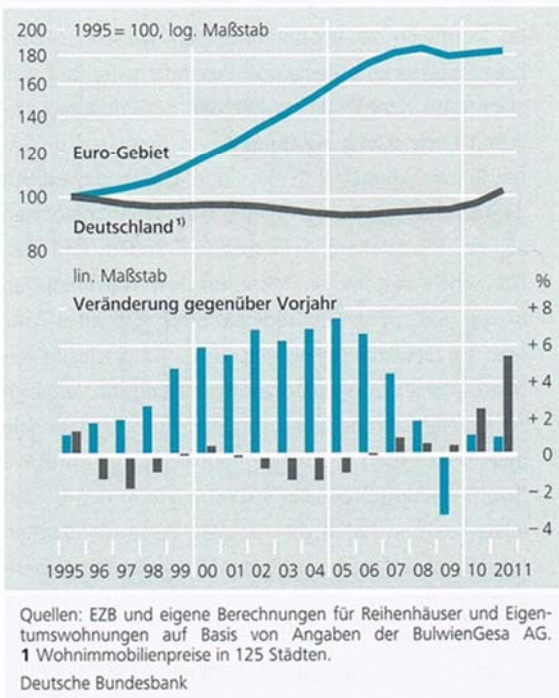
„Die Entwicklung von Krediten und Verschuldung könnte sich daher als ein Indiz für Preisübertreibungen erweisen. Sorge bereitet insbesondere ein möglicher selbstverstärkender Prozess, bei dem sich steigende Preise und wachsende Verschuldung gegenseitig befördern. So kann die Erwartung steigender Preise die Bereitschaft zur Verschuldung erhöhen. Zu optimistische Erwartungen über die weitere Preisentwicklung haben bei den Übertreibungen am amerikanischen Immobilienmarkt eine erhebliche Rolle gespielt. Offenbar tendieren Immobilienkäufer dazu, die Preisentwicklung der letzten Jahre fortzuschreiben und damit einen Aufwärtstrend durch ihre Kaufentscheidungen zu verstärken. Dies kann eine selbstverstärkende Dynamik auslösen und wirkt daher potenziell destabilisierend. Eine hohe

Verschuldung der Haushalte führt im Falle von Preiskorrekturen am Immobilienmarkt erfahrungsgemäß zu höheren Abschreibungen im Kreditgeschäft der Banken und mündet oftmals in eine hartnäckige wirtschaftliche Schwächephase.“

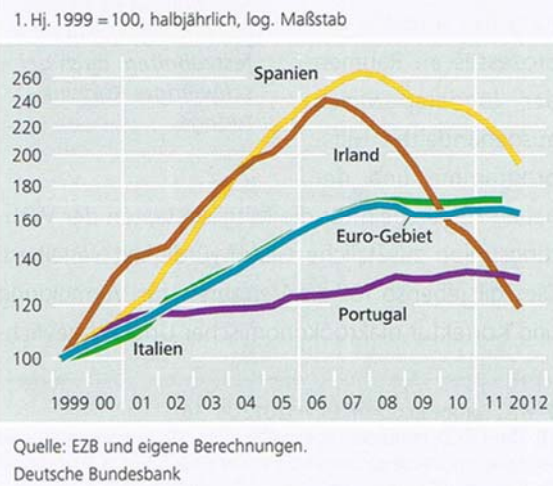
Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2012, S. 56f

Entwicklung der Preise für Wohnimmobilien in Deutschland und im Euro-Gebiet 1995-2011

Preise für Wohnimmobilien in Deutschland und im Euro-Gebiet Schaubild 5.1

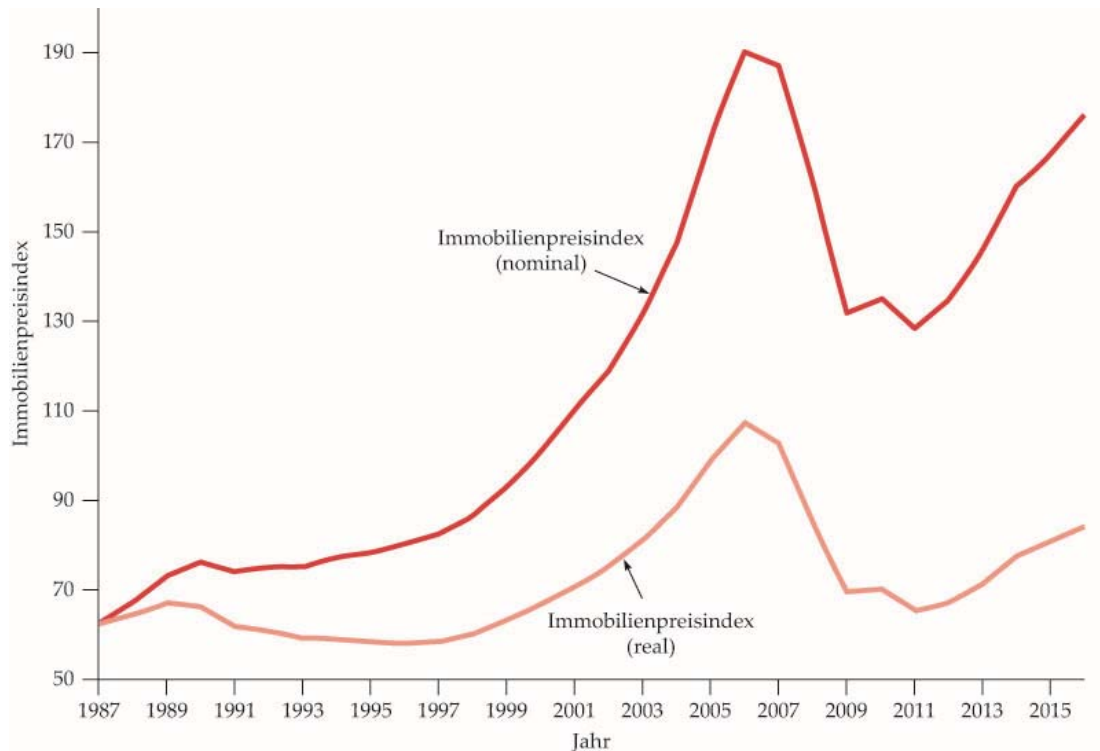


Wohnimmobilienpreise Schaubild 2.8



Quelle: Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2012, November 2012, S. 56 und S. 24.

Entwicklung der Preise für Wohnimmobilien in den USA von 1987 – 2016



Quelle: Robert S. Pindyck, Daniel L. Rubinfeld, Mikroökonomie, 9. Auflage, München 2018, S. 822 und S. 824 (Kapitel 19: Verhaltensökonomie)

Nicht nur in den USA, sondern auch im Vereinigten Königreich sowie in Spanien und Irland kam es zu Immobilienblasen.

Das Platzen der Immobilienblasen führte bei den Banken zu hohen Abschreibungsverlusten und bei den privaten Haushalten und Unternehmen zu einem Einbruch bei der Konsum- und Investitionsnachfrage und damit einhergehend zu steigender Arbeitslosigkeit. Um ein Abgleiten in eine Große Depression wie in den 30er Jahren zu verhindern, kam es zu einem massiven Eingreifen der Staaten (Bankenrettungen, staatliche Konjunkturprogramme) und damit natürlich auch zu einem weiteren Anstieg der Staatsverschuldung. Ab 2010 gerieten dann insbesondere die Staaten in Schwierigkeiten, die schon vor Ausbruch der Krise eine relativ hohe Staatsverschuldung hatten (Griechenland, Italien) bzw. die von der Krise wirtschaftliche sehr stark getroffen wurden (Spanien, Irland, Portugal, Zypern).<sup>14</sup>

### **3. Zum Kredit- und Geldschöpfungsprozess der Banken**

Um die Rolle der Banken bei der Kredit- und Geldschöpfung zu verstehen, ist es notwendig, das Zusammenspiel von Banken, Nichtbanken und der Zentralbank im Kredit- und Geldschöpfungsprozess näher zu betrachten.

Um hier einen in der Lehrbuch- und Forschungsliteratur seit Jahrzehnten "weitverbreiteten Irrtum" zu widerlegen, sah sich die Deutsche Bundesbank veranlasst, einen Artikel (vielleicht besser eine Klarstellung, und zwar in der Form einer einfachen lehrbuchmäßigen Darstellung) im Monatsbericht April 2017 zu veröffentlichen.

Die Bundesbank schreibt:

"Das stilisierte Beispiel zur Geldschöpfung zeigt im Besonderen, dass die Kreditvergabe grundsätzlich ohne vorherige Zuflüsse von Kundeneinlagen stattfinden kann. Die Buchgeldschöpfung ist das Ergebnis eines Buchungsvorgangs: Wenn eine Bank einen Kredit vergibt, verbucht sie die damit verbundene Gutschrift für den Kunden als dessen Sichteinlage und somit als eine Verbindlichkeit auf der Passivseite ihrer Bilanz. Dies widerlegt einen weitverbreiteten Irrtum, wonach die Bank im Augenblick der Kreditvergabe nur als Intermediär auftritt, also Kredite lediglich mit Mitteln vergeben kann, die sie zuvor als Einlage von anderen Kunden erhalten hat."

---

<sup>14</sup> Zur Entwicklung auf den Geld- und Kapitalmärkten von 2008 – 2013 siehe Egon Görgens, Karlheinz Ruckriegel, Franz Seitz, Europäische Geldpolitik, Konstanz 2014, S. 61-75.



Banken schaffen Kredit und Geld somit eigenständig und gleichzeitig - sozusagen aus dem „Nichts“. Sie sind also gerade keine bloßen Vermittler (Intermediäre).

„Die entscheidende Überlegung für private Banker\_innen, die in einem Geldsystem agieren, ist nicht, ob ausreichend Ersparnisse zur Verfügung stehen, sondern wie zuverlässig eine Kreditnehmerin ist und wie aussichtsreich ihr Projekt, welche Sicherheiten sie hat und ob ihr Vorhaben genügend abwerfen wird, damit sie ihren Kredit/ihre Schulden zurückzahlen kann. ... (Es verhält sich so) „wie Ben Bernanke erklärt hat: Private Geschäftsbanken – sowohl im regulären Bankensystem wie auch im Bereich der „Schattenbanken“, dem neuen Finanzsektor, in dem die Kreditvergabe keiner regulatorischen Aufsicht unterliegt – schaffen die Kredite, die als Geld eingesetzt werden (als Gegenbuchung in den Bankbilanz, Anmerk. KR). Sie tun das „aus dem Nichts“, indem sie Zahlen in einen Computer eintippen und jemand ihnen verspricht, das Geld zu einem bestimmten Termin und mit einer bestimmten Verzinsung zurückzuzahlen.“

Ann Pettifor, Die Produktion des Geldes – Ein Plädoyer wider die Macht der Banken,  
Hamburg 2018, S.51f.

Der unter Ökonomen weitverbreitet Irrtum (Deutsche Bundesbank) geht darauf zurück, dass sie – Paul Samuelson folgend – Geld nur als Schleier betrachten und deshalb das Geld- und Bankenwesen außer Acht lassen.<sup>16</sup>

„Die meisten Ökonom\_innen (sowohl die „klassischen wie die „neoklassischen und viele vermeintliche „Keynesianer\_innen) behandeln das Geld als „neutral“ oder einfach als „Schleier“, der wirtschaftlichen Transaktionen umgibt. Banken sind in ihren Augen lediglich Vermittlungsinstanzen zwischen Sparer\_innen und Kreditnehmer\_innen, und der Zinssatz ergibt sich „natürlich“ aus der Nachfrage nach dem Geld und dem Angebot an Geld. Angesichts der Ignoranz gegenüber Geld- und Bankwesen darf es nicht überraschen, dass die meisten Mainstream-Ökonom\_innen die große Finanzkrise der Jahre 2007 bis 2009 weder vorausgesehen noch korrekt analysiert haben.“

Ann Pettifor, Die Produktion des Geldes – Ein Plädoyer wider die Macht der Banken,  
Hamburg 2018, S.24f.

---

<sup>15</sup> Siehe hierzu auch die Darstellungen des Geldschöpfungsprozesses durch AutorInnen der Bank of England bzw. des IWF: M. McLeay, A. Radia, R. Thomas, Money creation in the modern economy, Bank of England Quarterly Bulletin 2014 Q1, S. 14–27; Z. Jakab, M. Kumhof, Banks are not intermediaries of loanable funds – and why this matters, Bank of England Working Paper No. 529, London 2015. Vgl hierzu auch Josh Ryan-Collins et al., Where Does Money Come From?: A Guide to the UK Monetary & Banking System, 2. Auflage, London 2014, Egon Görgens, Karlheinz Ruckriegel, Makroökonomik, 10. Auflage, Stuttgart 2007, S. 103-108 und Egon Görgens, Karlheinz Ruckriegel, Franz Seitz, Europäische Geldpolitik, 6. Auflage, Konstanz/ München 2014, S. 245-248.

<sup>16</sup> Vgl. Ann Pettifor, Die Produktion des Geldes – Ein Plädoyer wider die Macht der Banken, Hamburg 2018, S.114.

Die Sichtweise der Banken als bloße Intermediäre liegt der „Loanable Funds Theory“, die in der Lehrbuch- und Forschungsliteratur stark verbreitet ist, zugrunde.

Zur Loanable Funds Theory führt Norbert Häring im Handelsblatt aus:

"Sie geht davon aus, dass die Banken als Intermediäre, also Vermittler, die gesamtwirtschaftliche Ersparnis in Kredite, insbesondere an Unternehmen, und damit letztlich in Investitionen transformieren. Diese Theorie hatte auch die Bank von England für falsch erklärt, ebenso wie vorher schon der Verantwortliche für die geldpolitischen Geschäfte der EZB mit den Banken, Ulrich Bindseil. Die Gegenthese lautet, dass die Banken das Geld für Kredite einfach selbst durch Konteneinträge schaffen. Das Ersparte wird dann später aus den dadurch entstehenden zusätzlichen Bankguthaben gebildet."<sup>17</sup>

Die Argumentation bei Mankiw/Taylor zur Erklärung der Finanzkrise fußt (bis heute) auf der Loanable Funds Theory:

“There are different ways in which financial institutions can operate. One way is to take in deposits, re-lend and hedge against the risk involved, specifically the risk of default. This might be viewed as „traditional banking”

N. Gregory Mankiw, Mark P. Taylor, Economics, 4. Auflage, Andover 2017, Chapter 26: Issues in Financial Markets, S. 548<sup>18</sup>

Die Loanable Funds Theory ignoriert die Kredit- und Geldschöpfung der Banken. Sie betrachtet nur die Vergabe von Krediten, die aus dem (Geld-) Vermögensbestand der Nichtbanken (private Haushalte, Staat, Unternehmen) stammen. Während erstere sozusagen aus dem Nichts heraus entsteht (von den Banken geschaffen werden), setzt letztere bereits bestehende Vermögenswerte voraus, die dann verliehen werden können.<sup>19</sup> Die Loanable Funds Theory übersieht also das „Wesen“ der Kredit- und Geldschöpfung des Bankensystems zur Gänze.

Aufschlussreich ist, dass sich um den Aufsatz der Deutschen Bundesbank und den darin dargestellten - eindeutigen - Sachverhalt im Nachgang noch eine "erregte" Diskussion unter Ökonomen in Deutschland "entzündet" hat.<sup>20</sup> Dies ist geradezu ein Beleg dafür, wie „weitverbreitet“ der Irrtum unter Ökonomen (so die Deutsche Bundesbank) ist.

---

<sup>17</sup> Norbert Häring, Streit über die Theorie zur Geldschöpfung: Die Erfindung des Geldes, Rubrik Wirtschaftswissenschaften, Handelsblatt vom 31.7.2017, S. 10.

<sup>18</sup> Zu einer lehrbuchmäßigen Darstellung der Loanable Funds Theory siehe ebenda, Chapter 24: Saving, Investment and the Financial System.

<sup>19</sup> Vgl. hierzu Egon Görgens, Karlheinz Ruckriegel, Franz Seitz, Europäische Geldpolitik, 6. Auflage, Konstanz 2013, Box III.4.3: Woher kommen Kredite?, S. 247f.

<sup>20</sup> Vgl. hierzu Norbert Häring, Streit über die Theorie zur Geldschöpfung: Die Erfindung des Geldes, Rubrik Wirtschaftswissenschaften, Handelsblatt vom 31.7.2017, S. 10. Zur Diskussion im Einzelnen siehe insbesondere die Beiträge von Dirk Ehnts und Georg Quaas auf dem Portal "Ökonomenstimme".

Diese Diskussion hat Nobert Häring in seinem Artikel im Handelsblatt vom 31.7.2017, der mit „Streit über die Theorie zur Geldschöpfung: Die Erfindung des Geldes“ überschrieben ist, aufgegriffen:

"Welche der beiden konkurrierenden Sichtweisen (Bundesbank vs. Loanable Funds Theory) stimmt, hat beträchtliche Bedeutung. So haben Zoltan Jakab vom Internationalen Währungsfonds (IWF) und Michael Kumhof, Research-Chef der Bank von England, in einem Aufsatz deutlich gemacht, dass es bei freier Bankengeldschöpfung deutlich größere Schwankungen der Kreditvergabe und der Konjunktur gibt, als wenn man die Loanable-Funds-Theorie zugrunde legt. Die Unfähigkeit der meisten Ökonomen, die Vorboten der Finanzkrise zu erkennen, lag für sie auch an einem falschen Verständnis des Geldwesens."

Legt man die Sichtweise der Loanable Funds Theorie zugrunde, so versteht man auch, weshalb das Gros der (Mainstream-) Ökonomen die Immobilien- und Bankenkrise in den 00er Jahren nicht vorhersehen konnten. Wenn man denkt (oder glaubt), dass Banken nur Mittel als Kredite vergeben können, die ihnen vorher als Ersparnisse zugeflossen sind, bleibt von vornherein das Verständnis einer sozusagen aus dem aus dem "Nichts" entstehenden Blase versperrt. Da jedem Kredit, aus dem sich eine zusätzliche Nachfrage speist, dann ein Sparen, d.h. ein gleichgroßer Konsumverzicht gegenübersteht, kann es kaum zu einer "Über-Nachfrage" kommen.<sup>21</sup> Es bleibt die Einsicht versperrt, dass Banken durch eine eigenständige Geld- und Kreditschöpfung einen Immobilien-Boom/ eine Blase selbst maßgeblich mit verursachen können.

"... die Geldschöpfung des Bankensystems durch Kreditvergabe (wird) mitunter als eine Ursache für Kreditbooms und darauffolgende Finanzkrisen gesehen“.

Deutsche Bundesbank, Die Rolle von Banken, Nichtbanken und Zentralbank im Geldschöpfungsprozess, Monatsbericht April 2017, S. 26

Island hat die Ursachen der Bankenkrise Ende der 00er Jahre gründlich untersucht. Gemessen an der Bilanzsumme relativ zum BIP hat es Island weltweit am stärksten getroffen. Die Bilanzsumme der drei Banken, die Pleite gingen, lag beim Neunfachen des BIP. Während die Schweiz 200 Jahre brauchte um ein Bankensektor zu entwickeln, dessen Bilanzsumme das Achtfache des BIP ausmachte, gelang in Island der Sprung zu einem internationalen Finanzzentrum innerhalb von nur 5 Jahren.

---

<sup>21</sup> Zur einer lehrbuchmäßigen Darstellung dieses Zusammenhangs hierzu siehe etwa Egon Görgens, Karlheinz Ruckriegel, Makroökonomik, 10. Auflage, Stuttgart 2007, Anpassungsprozesse auf Nachfrageänderungen in der klassischen Theorie, S. 98-100.

In seinem Artikel, der sich mit der Bankenpleite in Island beschäftigt und der auf den Ergebnissen des isländischen Untersuchungsberichts beruht, schreibt Norbert Häring im Handelsblatt:

„Man sollte sich nicht zu sehr auf hohe Eigenkapitalquoten der Banken verlassen. Denn, um es zugespitzt auszudrücken: Wer Geld drucken kann, kann auch Eigenkapital drucken. Was dieses so geschaffene Eigenkapital im Krisenfall wert ist, steht infrage. Wenn eine Bank Kredit gibt, schafft sie Einlagen, mit denen man sich zum Beispiel Bankaktien kaufen kann. Diese erhöhen, wenn es neue Aktien sind, das Eigenkapital der Bank. Das ist in Island in großem Maßstab passiert, wie der Bericht nachweist. Bei der verhängnisvollen Privatisierung der einstigen isländischen Staatsbanken, mit der alles anfing, gaben die drei großen Banken über Kreuz Kredite an die Käufer der Aktien der jeweils anderen Banken. Als Sicherheit für die Kredite dienten die gekauften Bankaktien. Zum Teil gaben die Banken sogar den Käufern der eigenen Aktien Kredit. ... Die Eigentümer der drei Banken waren, überwiegend verdeckt, eng miteinander vernetzt. "Es stellte sich heraus, dass das Eigenkapital der Banken zu einem großen Teil von ihnen selbst finanziert und damit Fiktion war", schreiben die Autoren.“<sup>22</sup>

Die Banken haben also mit aus dem Nichts geschaffenen Krediten bzw. Bankguthaben letztlich ihre eigenen Aktien gekauft und somit das Eigenkapital künstlich „aufgebläht“.

Es ergeben sich aber noch weitere Einsichten: Erst die Kreditaufnahmen von Private Equity Fonds, Hedgefonds etc. und die damit verbundene Geldschöpfung bei Banken haben größere Firmenkäufe und andere Strategien ermöglicht, die die entsprechende „Preise“ explodieren ließen. Oder anders: Mit der Kredit- und Geldschöpfung „aus dem Nichts“ – sozusagen als bloßes Ergebnis eines „Buchungsvorgangs“ (Deutsche Bundesbank) - war es für den Finanzsektor in den letzten Jahrzehnten ziemlich einfach, die Realwirtschaft zu dominieren. Welche „realen“ Werte die mit diesem „Geld“ finanzierten Transaktionen haben, wie „real“ die damit einhergehenden „Marktbewertungen“ tatsächlich sind, ist daher eine interessante Frage.

---

<sup>22</sup> Norbert Häring, Bankpleite: Eine lehrreiche Katastrophe, Handelsblatt vom 15.1.2018, S. 12.

#### 4. Zur makroprudenziellen Regulierung

„Während die Mehrheit der Ökonomen der Gefahr von kreditgetriebenen Boom-Bust-Zyklen durch makroprudenzielle Regulierung begegnen will, wurden bereits im Zusammenhang mit der Großen Depression in den 1930er Jahren auch Vorschläge diskutiert, die darauf abzielen, die Fähigkeit des Bankensystems zur Geldschöpfung zu eliminieren.“

Deutsche Bundesbank, Die Rolle von Banken, Nichtbanken und Zentralbank im Geldschöpfungsprozess, Monatsbericht April 2017, S. 26

Im Nachgang zur Krise in der zweiten Hälfte der 00er Jahre, die erst durch die vorangegangene Deregulierung ermöglicht wurde, haben sich die für Bankenaufsicht bzw. Geldpolitik zuständigen Stellen Gedanken darüber gemacht, was schiefgelaufen ist. Daraus sind Vorschläge zur makroprudenziellen Regulierung entstanden.

Der in Deutschland dafür zuständige Ausschuss für Finanzstabilität (AFS) wurde 2013 eingerichtet. Ihm gehören VertreterInnen der Deutschen Bundesbank, des Bundesministeriums der Finanzen und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) an.

„Zentrale Aufgabe des Ausschusses für Finanzstabilität (AFS) ist es, die für die Finanzstabilität maßgeblichen Sachverhalte regelmäßig zu erörtern und bei identifizierten Gefahren vor diesen zu warnen und Empfehlungen zu ihrer Abwehr abzugeben. Als Grundlage hierfür dienen die Analysen der Deutschen Bundesbank. Der Ausschuss berät zudem über den Umgang mit Warnungen und Empfehlungen des ESRB. Er wurde außerdem mit dem Ziel eingerichtet, die Zusammenarbeit der in ihm vertretenen Institutionen im Fall einer Finanzkrise zu stärken.“

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen, Ausschuss für Finanzstabilität

2015 hat der Ausschuss Empfehlungen an die Bundesregierung ausgesprochen. Er empfahl neue Instrumente für die Regulierung der Darlehensvergabe zum Bau oder Erwerb von Wohnimmobilien zu schaffen.

„Insgesamt reichen die in Deutschland derzeit verfügbaren regulatorischen Instrumente nicht aus, um etwaige künftig vom Wohnimmobilienmarkt ausgehende systemische Risiken bei Bedarf rasch einzugrenzen oder zurückzuführen. Der Ausschuss empfiehlt deshalb, zusätzliche Instrumente zu schaffen, die zum Zeitpunkt der Neukreditvergabe an der Schnittstelle zwischen Kreditnehmer und Kreditgeber ansetzen beziehungsweise auf die Ausgestaltung der Kreditvergabestandards und -bedingungen und somit unmittelbar auf Kreditangebot und -nachfrage einwirken.“

...

Im Einzelnen werden folgende Instrumente empfohlen:

1. Obergrenze für die Kreditvolumen-Immobilienwert-Relation („Loan-To-Value“: LTV);

2. Amortisationsanforderung;
3. Anforderungen an die Schuldendienstfähigkeit in Form einer Obergrenze für den Schuldendienst im Verhältnis zum Einkommen („Debt-Service-To-Income“: DSTI) beziehungsweise in Form einer Untergrenze für den Schuldendienstdeckungsgrad („Debt-Service-Coverage-Ratio“: DSCR),
4. Obergrenze für die Gesamtverschuldung-Einkommens-Relation („Debt-To-Income“: DTI).“

Ausschuss für Finanzstabilität, Empfehlungen zu neuen Instrumenten für die Regulierung der Darlehensvergabe zum Bau und Erwerb von Wohnimmobilien, AFS/2015/1, Juni 2015, S. 8 und S. 12

Im Referentenentwurf des Bundesministeriums der Finanzen zum Gesetz zur Ergänzung des Finanzdienstleistungsaufsichtsrechts im Bereich der Darlehensvergabe zum Bau oder zum Erwerb von Wohnimmobilien zur Stärkung der Finanzstabilität finden sich unter § 48 u noch alle vier Instrumente. Im Gesetzgebungsverfahren sind die letzten beiden Instrumente (3. und 4.) gestrichen worden.

Und dies obwohl die Deutsche Bundesbank auch in ihrem Finanzstabilitätsbericht 2019 ausdrücklich darauf hingewiesen hat, dass auch diese Instrumente (3. und 4.) benötigt werden, um gegebenenfalls rechtzeitig eingreifen und so dem Entstehen von Blasen auf dem (Wohn-) Immobilienmarkt wirksam entgegenwirken zu können.

„Außerdem sollten, wie vom AFS bereits im Jahre 2015 empfohlen, zusätzlich ... zwei einkommensbezogene Instrumente für den Wohnimmobilienmarkt geschaffen werden.“

Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2019, November 2019, S. 15

Zu den Gründen für diesen Wegfall finden sich in den Parlamentsnachrichten des Deutschen Bundestags folgende Hinweise:

„Mit insgesamt fünf Anträgen änderten die Koalitionsfraktionen den Entwurf aber in wichtigen Punkten ab. So wurden von ursprünglich vier geplanten Instrumenten zur Vorbeugung gegen eine Immobilienpreisblase zwei realisiert. ...

Ein Sprecher der CDU/CSU-Fraktion ergänzte in der Sitzung ... Außerdem habe man Änderungen an der Umsetzung der Wohnimmobilienkreditrichtlinie vorgenommen, um Hürden für die Kreditvergabe an junge Familien und an Senioren zu beseitigen.“

Deutscher Bundestag, Parlamentsnachrichten, Maßnahmen gegen Immobilienkrise, Wirtschaft und Energie/Ausschuss - 29.03.2017 (hib 214/2017)

Wichtig wäre es, den Gründen für diese Änderung, die dazu führten, dass nur ein Teil der vom Ausschuss für Finanzstabilität erbetenen Instrumente geschaffen wurden, im Einzelnen nachzugehen.

Kann es sein, dass im Gesetzgebungsverfahren die hinter diesen Empfehlungen stehenden grundlegenden Einsichten über den Zusammenhang zwischen Kredit- und Geldschöpfung in modernen Finanzsystemen als Voraussetzung für Vermögensmarktblasen einfach nicht gesehen bzw. verstanden wurden?

Zur Wiederholung:

Im Artikel „Falsche Lehren aus dem Crash“, der am 14.5.2018 in Handelsblatt erschienen ist, bringt Norbert Häring den entscheidenden Zusammenhang, auf dem die Empfehlungen des AFS beruhen, klar auf den Punkt:

„Wenn man Kredit mit Vermögenspreisen kombiniert, kommt man zu recht verlässlichen Frühwarnindikatoren für Finanzkrisen“, schreiben die drei Ökonomen. Dahinter steht die Überlegung, dass eine sich selbst verstärkende Kreditblase nur dann entsteht, wenn verstärkte Kreditvergabe für Käufe von Immobilien oder Aktien deren Preise nach oben treibt und die Haushalte ihre dadurch aufgewerteten Vermögen als Sicherheiten für noch mehr Kreditaufnahme nutzen. Hinzu kommt in einer Blase, dass die Beobachtung steigender Preise viele dazu motiviert, aus spekulativen Gründen auf Kredit Häuser oder Aktien zu kaufen. In diesem Szenario steigen gleichzeitig Kreditvergabe und Vermögenspreise mit hohen Raten. Fließen die Kredite nicht in Käufe existierender Vermögenswerte, sondern in Konsum, dann steigt die Inflation und es gibt keine Selbstverstärkung. Fließen sie vor allem in Investitionen zur Ausweitung der Produktionskapazitäten, ist die Krisengefahr ebenfalls gering. Steigen die Vermögenswerte ohne Kreditausweitung, sollte ebenfalls kein großes Problem entstehen.“

## **Literaturverzeichnis**

George A. Akerlof / Robert J. Shiller, *Animal Spirits – Wie Wirtschaft wirklich funktioniert*, Frankfurt u.a. 2009

Jörg Asmussen, *Soziale und ökologische Marktwirtschaft neu denken*, Vortrag auf der Handelsblatt Tagung „Ökonomie neu denken“ in Frankfurt vom 26.2.2014 (Bericht im Handelsblatt vom 27.2.2015)

Dan Ariely, *Fühlen nützt nichts, hilft aber – Warum wir uns immer wieder unvernünftig verhalten*, München 2010

Ausschuss für Finanzstabilität, *Empfehlungen zu neuen Instrumenten für die Regulierung der Darlehensvergabe zum Bau und Erwerb von Wohnimmobilien*, AFS/2015/1, Juni 2015

Max H. Bazerman, Don A. Moore, *Judgement in Managerial Decision Making*, 8. Auflage, Hoboken (USA) 2013

Claudia Buch, *Finanzmärkte und gesellschaftlicher Wohlstand: Lehren aus der Finanzkrise*, Festrede anlässlich der Verleihung des Cusanus-Preises für besonderes gesellschaftliches Engagement, Frankfurt am Main 22.11.2019

Business Roundtable, Business Roundtable Redefines the Purpose of a Corporation to Promote ‘An Economy That Serves All Americans’, 19. August 2019.

Deutsche Bundesbank, Anlegerverhalten in Theorie und Praxis, Monatsbericht Januar 2011, S. 45-58

Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2011

Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2012

Deutsche Bundesbank, Die Rolle von Banken, Nichtbanken und Zentralbank im Geldschöpfungsprozess, Monatsbericht April 2017, S. 15-36

Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2019

Deutscher Bundestag, Parlamentsnachrichten, Maßnahmen gegen Immobilienkrise, Wirtschaft und Energie/Ausschuss - 29.03.2017

Mario Draghi, Building stability and sustained prosperity in Europe, Speech given at the event entitled “The Future of Europe in the Global Economy” hosted by the City of London Corporation, London, 23 May 2013

Europäische Zentralbank, Vermögensblasen und Geldpolitik, in: Monatsbericht November 2010, S. 75-90

Neill Ferguson, Der Aufstieg des Geldes, Berlin 2009

Financial Times Deutschland, Praktiker verzweifeln an deutschen Ökonomen, vom 30.3.2012

Allen Frances, Amerika auf der Couch – ein Psychiater analysiert das Trump-Zeitalter, Köln 2018

Thomas Fricke, Die kommenden Zwanzigerjahre: Ein Jahrzehnt für Neudenker - oder die Katastrophe, Spiegel online vom 3.1.2020.

Egon Görgens, Karlheinz Ruckriegel, Makroökonomik, 10. Auflage, Stuttgart 2007

Egon Görgens, Karlheinz Ruckriegel, Franz Seitz, Europäische Geldpolitik, 6. Auflage, Konstanz/ München 2014

Norbert Häring, Streit über die Theorie zur Geldschöpfung: Die Erfindung des Geldes, Rubrik Wirtschaftswissenschaften, Handelsblatt vom 31.7.2017

Norbert Häring, Bankpleite: Eine lehrreiche Katastrophe, Rubrik Wirtschaftswissenschaften Handelsblatt vom 15.1.2018

Norbert Häring, Falsche Lehren aus dem Crash, Rubrik Wirtschaftswissenschaften, Handelsblatt vom 14.5.2018

David Halpern, Inside the Nudge Unit - how small changes can make big differences, London 2015

David Halpern, Deutschland hinkt hinterher, Interview mit dem Handelsblatt vom 4.-6.5.2018

Harvard Business manager, Einfacher Entscheiden – so treffen Sie die richtige Wahl, Edition 3/2016

Harvard Business Review On Point, Leadership: The Art of Decision Making, Winter 2015

Gerhard Illing, Die globale Finanzkrise und ihre Lehren für die Weiterentwicklung der Ökonomik, in: Martin Held, Gisela Kubon-Gilke, Richard Storn (Hrsg.), Ökonomik in der Krise, Normative und institutionell Grundfragen der Ökonomik, Jahrbuch 10, Marburg 2011, S. 31-50



- Z. Jakab, M. Kumhof, Banks are not intermediaries of loanable funds – and why this matters, Bank of England Working Paper No. 529, London 2015
- Daniel Kahneman, Maps of bounded rationality: A perspective on intuitive judgment and choice, Nobel price lecture, 2. December 2002, S.
- Daniel Kahneman, Psychological Perspective on Economics, in: American Economic Review, Vol 93 (2003), Nr. 2, S. 162-168
- Daniel Kahneman, Schneller Denken, langsames Denken, München 2012
- Marc Keuschnigg, Tobias Wolbring, Wirtschaftssoziologie: Städte, Märkte, Netzwerke, Paderborn 2019
- John Maynard Keynes, Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes, 11. Auflage, Berlin 2009
- Stefan Kolev, Nicht wie viel Staat, sondern welcher Staat, in: Orientierungen zur Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik, hrsg. von der Ludwig-Erhard-Stiftung, Nr. 131 (März 2012), S. 48-52
- Paul Krugman, Europa sieht aus wie Japan vor 20 Jahren, Interview mit dem Handelsblatt vom 2.1.2020
- N. Gregory Mankiw, Mark P. Taylor, Economics, Special Edition with the coverage of the world financial crisis (ergänzte 1. Auflage), Andover (UK) 2010
- N. Gregory Mankiw, Mark P. Taylor, Economics, 2. Auflage, Andover (UK) 2011
- N. Gregory Mankiw, Mark P. Taylor, Economics, 3. Auflage, Andover (UK) 2014
- N. Gregory Mankiw, Mark P. Taylor, Economics, 4. Auflage, Andover (UK) 2017
- M. McLeay, A. Radia, R. Thomas, Money creation in the modern economy, Bank of England Quarterly Bulletin 2014 Q1, S. 14–27
- Angela Merkel, Rede von Bundeskanzlerin Angela Merkel zur Eröffnung des 5. Treffens der Nobelpreisträger für Wirtschaftswissenschaften am 20.8.2014 in Lindau
- OECD, Behavioural economics and financial consumer protection, Paris 2017
- Nenad Pantelic, Varianten des Neoliberalismus, Alternativradikalismus und Demokratie, in: Katharina Hirschbaum, Gisela Kubon-Gilke, Richard Sturn (Hrsg.), Kapitalismus, Globalisierung, Demokratie, Normative und institutionell Grundfragen der Ökonomik, Jahrbuch 16, Marburg 2017, S. 273-300
- Ann Pettifor, Die Produktion des Geldes – Ein Plädoyer wider die Macht der Banken, Hamburg 2018
- Robert S. Pindyck, Daniel L. Rubinfeld, Mikroökonomie, 9. Auflage, München 2018
- Karlheinz Ruckriegel, Bundesverfassungsgericht versus EZB/Eurosystem – zur Frage der Effizienz von Finanzmärkten, Sonderdrucke der TH Nürnberg, Nr. 56, Nürnberg 2014
- Karlheinz Ruckriegel, Abschied von der Neoklassik (Standard Economics Model), Sonderdrucke der TH Nürnberg, Nr. 59, Nürnberg 2015
- Karlheinz Ruckriegel, Der Paradigmenwechsel in der Volkswirtschaftslehre im Lichte der Anleiheankaufprogramme der EZB - eine Abkehr vom Glauben an „Effiziente (Finanz-)Märkte“ bzw. von der Neoklassik (neoklassischen Theorie), erscheint 2020.

Karlheinz Ruckriegel, Glücksforschung und Behavioral Economics – Zum „Neuen Denken“ in den Wirtschaftswissenschaften, erscheint 2020

Josh Ryan-Collins et al., Where Does Money Come From?: A Guide to the UK Monetary & Banking System, 2. Auflage, London 2014

Yves S. Schüler, Paul P. Hiebert, Tuomas A. Peltonen, Coherent financial cycles for G-7 countries: Why extending credit can be an asset, European Systemic Risk Board, Working Paper Series No 43 / May 2017

Robert J. Shiller, Narrative Economics: How Stories Go Viral and Drive Major Economic Events, Princeton 2018

Richard H. Thaler, Cass R. Sunstein, Nudge – Wie man kluge Entscheidungen anstößt, München 2008

Hal R. Varian, Intermediate Microeconomics, 9. Auflage, New York 2014

William White, Modern Macroeconomics is on the Wrong Track, Finance and Development (IMF), December 2009, Vol 46, Number 4