



## **Walter-Adolf-Jöhr-Vorlesung 2010**

Prof. Dr. Silvio Borner

**Die Finanzkrise von 2008/09 im  
Lichte der *Konjunkturschwankungen*  
von Walter Adolf Jöhr von 1952**

Forschungsgemeinschaft für Nationalökonomie (Hrsg.)

## **Walter-Adolf-Jöhr-Vorlesung 2010**

an der Universität St. Gallen

Professor Dr. Silvio Borner

### **Die Finanzkrise von 2008/09 im Lichte der *Konjunkturschwankungen* von Walter Adolf Jöhr von 1952**

St. Gallen, Juni 2010

Herausgeberin: Forschungsgemeinschaft für Nationalökonomie  
Universität St. Gallen  
Bodanstrasse 1  
9000 St. Gallen, Switzerland  
Internet [www.fgn.unisg.ch](http://www.fgn.unisg.ch)  
Telefon 0041 71 224 23 11  
Fax 0041 71 224 28 74

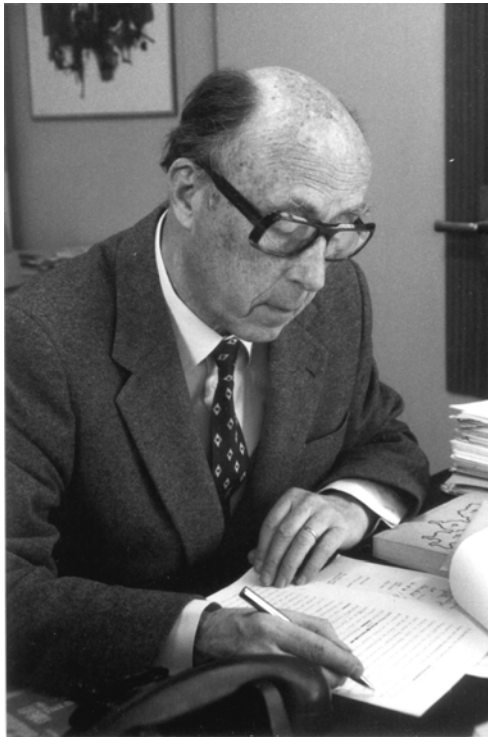
Bezug: Nicht im Buchhandel erhältlich  
Bezug über Herausgeberin

Auflage: 1'300

Copyright: Forschungsgemeinschaft für Nationalökonomie,  
Juni 2010

Druck: Difo-Druck OHG  
Laubanger 15, DE-96052 Bamberg

## Walter-Adolf-Jöhr-Vorlesung an der Universität St. Gallen



*Walter Adolf Jöhr*

Die Walter-Adolf-Jöhr-Vorlesungen finden seit 1988 in jährlichem Abstand an der Universität St. Gallen statt. Ins Leben gerufen wurde diese Vortragsreihe zu Ehren von Professor Dr. Walter Adolf Jöhr (1910 - 1987), der von 1937 an fünfzig Jahre lang an der Universität St. Gallen wirkte. Als Rektor nahm Professor Jöhr in den Jahren 1957 bis 1963 entscheidenden Einfluss auf die Entwicklung der Universität. Die Forschungsgemeinschaft für Nationalökonomie an der HSG wurde von Professor Jöhr gegründet und massgeblich geprägt. Dem Wissenschaftler Walter Adolf Jöhr haben wir verschiedene bahnbrechende Publikationen aus dem Bereich der Volkswirtschaftslehre zu verdanken.



***Prof. Dr. Silvio Borner***

# **Die Finanzkrise von 2008/09 im Lichte der *Konjunkturschwankungen* von Walter Adolf Jöhr von 1952**

## **1. Persönliches und Anekdotisches**

Dieser Einstieg ist unumgänglich: zum einen, weil ich kürzlich als letzter Jöhr-Habibant in die Emeritierung befördert worden bin, zum andern weil das dieser Lecture zugrunde liegende Buch ganz am Anfang meiner akademischen Laufbahn stand. Die „Konjunkturschwankungen“ von WAJ (Jöhr 1952) haben sämtliche Zügel- und Aufräumaktionen überstanden, weil, wie man dem Stempel entnehmen kann, sie vom damals Fünfstsemestrigen für den stolzen Preis von CHF 45.20 käuflich erworben worden waren. Und dabei hatte ich noch Glück, weil neben dem Preis der Vermerk „Letztes Exemplar“ zu finden ist. Doch alles der Reihe nach. Wieder einmal kam ich ziemlich spät in die in der Universitätsleitung wohlbekannte Studentenbude Spisergasse 32 zurück, als mich das schlechte Gewissen übermannte. Morgen war ja bei Prof. Jöhr eine Übung angesagt, für die er Hausaufgaben – heute Assignments genannt – vergeben hatte. Es ging darum, auf einer komplizierten Zeitreihengrafik von Konjunkturdaten Fehler zu finden. Bis zum Morgengrauen fand ich ein gutes Dutzend. WAJ gab eine Woche später ziemlich verduzt das Resultat dieses Wettbewerbs bekannt. Einige hätten einen Fehler bemerkt, eine Handvoll deren zwei und ein paar ganz wenige drei. Und ein einziger über ein Dutzend, wovon die meisten natürlich spitzfindig bis an den Haaren herbeigezogen. Aber für einen Namenseintrag mit bebrillter Skizze ins berühmt-berüchtigte schwarze Notizbuch von WAJ reichte es allemal. Danach hatte ich in weiteren Lehrveranstaltungen meinen so erworbenen guten Ruf zu verteidigen, was die Jöhrsche Aufmerksamkeit an meiner Person noch verstärkte. Und das wiederum verstärkte meine Motivation - ein kleiner „Kernprozess“ eben. An der mündlichen Lizentiatsprüfung wollte die Fragerei einfach nicht enden. Das Solow-Modell musste nicht nur reproduziert werden, nein auch seine Verwandtschaft mit Harrod-Domar und dem goldenen Wachstumspfad musste aufgezeigt werden. Dies auch anhand von Gleichungen und Zeichnungen, wofür

Papier und Schreibzeug vorsorglich auf dem Tisch bereit lagen – übrigens eine von mehreren Angewohnheiten, die ich von WAJ für den Rest meines Professorenlebens übernommen habe. Eine andere ist, böse Briefe wohl zu schreiben in der Regel aber nicht oder zumindest nicht am selben Tag abzusenden. Eine dritte Angewohnheit oder eher schon Marotte ist, die Unordnung auf dem Tisch so zu bekämpfen, dass Halb-Erledigtes in kleinen Häufchen auf dem Fussboden zwischengelagert wird. Am Ende des nicht enden wollenden Examens offerierte WAJ mir völlig überraschend eine der absolut raren Stellen als wissenschaftlicher Mitarbeiter. Die lange „Grilldauer“ erklärte er offenherzig damit, dass er bei mir nie so ganz sicher gewesen sei, wie fundiert mein ökonomisches Wissen wäre. Diese (berechtigten) Zweifel sind mir bis heute selber erhalten geblieben und haben mich wohl vor den schlimmsten Irrtümern bewahrt. In kritischen Situationen habe ich mir immer überlegt, was wohl WAJ jetzt getan oder gesagt oder eben nicht getan oder gesagt hätte. Ich liess ihn mir oft symbolisch über die Schultern auf meinen Schreibtisch blicken.

Das grosse Werk kann sein beachtliches Alter in mancherlei Beziehungen nicht verbergen. WAJ schrieb es ohne die neo-klassisch-postkeynesianische Synthese rezipiert zu haben (Tobin und Friedman fehlen im Literaturverzeichnis). Auch die Public Choice Schule konnte ihm noch nicht geläufig sein, und die moderne Finanztheorie war ebenfalls noch nicht geboren. Aber sehr wahrscheinlich hätte er diesen drei folgenschweren Richtungen zumindest nicht kritiklos Folge geleistet. Mit Keynes und dem Keynesianismus hat er sich ein Leben lang schwer getan, was für mich besonders heikel wurde, weil ich mit James Tobin einen Lehrmeister und später mit Gottfried Bombach einen Kollegen erhielt, die mir den Keynes wirklich näher bringen konnten. Mochte die Jöhrsche Kritik an Keynes von Anbeginn verfehlt gewesen sein, weil er sich mit der saldenmechanischen Periodenbetrachtung à la Robertson auf eine falsche Fährte des Spar- und Investitionsprozesses begab, so war sein „Kernprozess“ eben nicht hydraulisch-mechanistisch-keynesianisch, sondern echt radikal-keynesianisch. WAJ berief sich auf die „Animal Spirits“ und war hier klar avantgardistisch im Vergleich zu späteren Koryphäen wie Kindleberger oder Hyman Minsky, die ähnliche Boom- und Bust-Szenarien entwickelten und als systembedingt ansahen. Dazu mehr später in dieser Vorlesung.

Im Rahmen dieser Einleitung soll zum Schluss hervorgehoben werden, wo Jöhr auch heute noch so aktuell wie eh und je geblieben ist. Und das findet man – für WAJ nicht untypisch – gleich auf der ersten Seite:

Die Wirtschaftstheorie ist gemäss Jöhr dazu da, die grossen Probleme oder „Nöte“ der Wirtschaft zu lösen oder doch zumindest zu mildern. „Eine der schwersten dieser Nöte – schreibt WAJ – sind die konjunkturellen Depressionen, die in gewissen zeitlichen Abständen auftreten und schwere Schäden anrichten“ (Jöhr 1952: 1). Und nun kommt die Kernfrage, die in genau gleicher Form auch die Meinige in der Analyse der aktuellen Krise geblieben ist. Im Originalton tönt das so:

„Angesichts der tragischen Folgen der konjunkturellen Depression stellt sich die Frage mit besonderer Eindringlichkeit, ob die konjunkturellen Schwankungen sich aus dem freien Spiel der Kräfte ergeben. Oder ob sie die Folge einer verfehlten Wirtschaftspolitik oder die Folge einer wirtschaftswidrigen Politik im Allgemeinen seien.“ (Jöhr 1952: 1)

Der Untertitel des von Frank Bodmer und mir verfassten Buches CRASH (Borner/Bodmer 2010) lautet ganz im Sinn und Geiste von WAJ „Marktversagen und Staatsversagen“. Für Jöhr jedoch stand das Marktversagen klar im Vordergrund, wie seine ausführliche und umfassende „Kritik am Modell der vollkommenen Konkurrenz“ (heute würde man sagen am allgemeinen Gleichgewicht) eindrücklich belegt. Trotzdem geht WAJ vorurteilslos an die Sache heran, weil er die Frage, ob die sich selbst überlassene Marktwirtschaft aus sich heraus konjunkturelle Schwankungen zu erzeugen vermöge bisher noch offen lässt. Auch aus der Erfahrung – heute würde man sagen aus der empirischen Forschung – liessen sich in dieser Hinsicht keine Schlüsse ziehen, weil es in allen konjunkturellen Krisen zu staatlichen Eingriffen gekommen sei, welche die Schwankungen allenfalls ausgelöst oder verstärkt haben könnten. In welchem Ausmass dies jedoch der Fall sein kann und effektiv der Fall war, klammert WAJ bewusst aus und sagt dazu: „Wir müssen uns darauf beschränken, die Frage der Konjunkturerzeugung in der staatlich unbeeinflussten – wenn natürlich durch eine staatliche Rahmenpolitik sichergestellten – Marktwirtschaft zu beantworten.“ (Jöhr 1952: 3) Diese Aussage ist für mich deshalb so entscheidend, weil diese die Abzweigung meines eigenen Forschungswegs unmissverständlich markiert. Jöhr sah also zwei mögliche Ursachenkomplexe für Fehlentwicklungen: die Marktkräfte einerseits und die diskretionären Staateingriffe andererseits. Dazwischen erwähnte er die von ihm als neutral angesehene „staatliche Rahmenpolitik“. Diese thematisiert er nirgendwo weiter: Sie war für ihn selbstverständlich und unproblematisch. Als politischer Ökonom mit Affinitäten zu Public Choice und Institutional Economics sehe ich aber gerade hier den Kern des Problems. Denn der staatliche Ordnungs- und Regulierungsrahmen



legt die Anreize sowohl für die Akteure am Markt wie auch die Politiker und Bürokraten fest. Und für die Finanzmärkte gilt dies a fortiori. Das Politik- und Staatsversagen besteht somit aus meiner Sicht nicht primär in ad hoc Fehlentscheidungen der diskretionären Eingriffe, sondern in systematischen Fehlanreizen für die Marktteilnehmer und Regulatoren oder Aufsichtsbehörden. Finanzinnovationen werden – wie es Robert Merton so treffend formuliert – durch Regulierung und Steuern getrieben.

Ich denke, dass sich WAJ nur deshalb auf das Marktversagen beschränkte, weil er noch über kein methodisch vergleichbares Instrumentarium zur Analyse von Politikversagen verfügte. Und seine Diagnose von Marktversagen war eindeutig, wenngleich er in schier masochistischer Manier eigentlich alle gängigen markt-fremden Ursachen überprüft, aber letztlich verwirft. Dem stellt er mit seinem Kernprozess eine Pionierleistung in „Behavioral Economics“ gegenüber, die als deutschsprachiger Beitrag der Nichtbeachtung anheim fiel und kaum mehr zitiert wird. Dabei hat WAJ meines Erachtens mit seiner Integration psychologischer Erkenntnisse in die Ökonomie einen grösseren Beitrag geleistet als die nobelpreisgekrönten Experimentalisten in einer reichlich künstlichen Laborwelt eine oder zwei Generationen später.

## **2. WAJ und das Phänomen der Krise in Theorie und Empirie**

Gewissenhaft beginnt WAJ mit dem Phänomen der konjunkturellen Schwankungen – und sieht hier eigentlich alles richtig: Irgendwelche regelmässigen Zyklen und immer gleich wiederkehrende Phasenverläufe lehnt er klar ab, weil sie so nicht beobachtbar sind. Auf der anderen Seite gibt es viele Gemeinsamkeiten in den verschiedenen Episoden von Aufschwung und Krise. Geradezu visionär ist aber seine Einsicht, dass Auf- und Abschwung zusammen gehören und somit eine einheitliche Erklärung erfordern. Dazu schreibt er:

„Mit dieser Beschränkung auf zwei Phasen, welche natürlich implizit auch die Existenz eines oberen und unteren Wendepunkts anerkennt, wurde der Tatsache Rechnung getragen, dass nicht jede Kontraktion durch eine Krise im Sinne eines panikartigen Zusammenbruchs eingeleitet und nicht jede Expansion durch eine Hochkonjunktur mit Vollbeschäftigung abgeschlossen wird.“ (Jöhr 1952: 78)

Im zweiten Teil, also den Kapiteln 4, 5 und 6 macht sich WAJ auf die Suche nach exogenen Faktoren und Impulsen einerseits und strukturellen Faktoren

andererseits, wobei hier alles damals Bekannte fein säuberlich zusammengetragen wird. Jöhr stellt mit Verwunderung fest, wie vielfältig die theoretischen Erklärungsmuster in der relevanten Literatur seien. Und obwohl sie alle ein Körnchen Wahrheit enthielten, scheitern sie gerade daran, „ein Verlaufsbild zu erzeugen, das sich doch durch erhebliche Regelmässigkeit auszeichnet“. Die Impulse erklären bei ihm die Verschiedenartigkeit der auslösenden Kräfte, während die „strukturellen Faktoren“ durch ihre blosse Existenz eine Prädisposition für ganz bestimmt geartete Schwankungen erzeugen.“ Das ist auch heute noch eine sehr fruchtbare Sichtweise, weil sie zulässt, dass z.B. kleine (relativ) Schocks wie das Platzen der Immobilienblase in den USA schwere Krisen auslösen können ebenso wie das Gegenteil möglich ist (z.B. das Platzen der Immobilienblase in der Schweiz von Anfang der 90er Jahre). Diese hatte wohl keine konjunkturelle Krise in der Schweiz zur Folge, aber eine hartnäckige Wachstumsschwäche.

Das Kapitel 6 überschrieben mit “Kreislauftheoretischen Grundlagen“ ist leider eine gescheiterte Rezeption von Keynes und dessen makroökonomischem Ungleichgewicht. Der gute alte Freund Hans Gottlieb Bieri, dessen Publikationsverzeichnis auf einer Seite Platz findet, war hier 1948 klar weiter als WAJ, dem die Publikationen von Harrod und Hicks sehr wohl bekannt aber m. E. nicht richtig eingeschätzt worden waren. Das wurde mir wie gesagt erst bewusst, als ich nach dem Doktorat (mit einer unbrauchbaren auto-didaktischen Dissertation) bei Tobin erstmals das Hicksche Diagramm wirklich begriffen und die grosse Bedeutung der Finanzmärkte kennen gelernt hatte.

Und so entwickelt WAJ im 7. Kapitel sein „Modell der vollkommenen Konkurrenz“ als Ausgangsbasis wie er selber schreibt (Jöhr 1952: 268). Was er in Tat und Wahrheit macht, ist eine verbale Darstellung eines allgemeinen Gleichgewichtsmodells, in dem „durchwegs Gleichgewicht und Vollbeschäftigung herrscht.“ Und so hat sich WAJ seine konjunkturlose Benchmark geschaffen, allerdings ohne die Möglichkeit eines rein makroökonomischen Koordinationsversagens im Sinne von Keynes zu integrieren. Ohne sich darüber wohl im Klaren zu sein, ist er wieder im perfekten allgemeinen Gleichgewicht gelandet, das er aber in der Folge akribisch zerzausen wird. Diese Kapitel sind ziemlich heterogen und untereinander wenig integriert. Die Hervorhebung der Zeitdimension der Anpassung und der Bedeutung monopolistischer Verhältnisse sind mikroökonomisch innovativ, während wiederum das makroökonomische Kapitel 11 „Induzierbarkeit der Geldstromveränderungen“ die früher schon erwähnten Defizite bezüglich Keynes und der Finanzmärkte nochmals offenbart. Genial ist aber

das zwischengeschaltete Kapitel 11, das mit „Einführung bestimmter psychologischer Eigentümlichkeiten der Wirtschaftssubjekte“ überschrieben ist. Allein schon die Untertitel sind jeder für sich eine Erleuchtung:

- Beschränkte Transparenz
- Ungewisse Erwartungen als Problem der Theorie
- Die konjunkturelle Bedeutung der Ungewissheit
- Die Stimmung
- Die Antizipation

Weil WAJ sich aber ausschliesslich auf die sog. „reale Wirtschaft der produzierenden Unternehmen beschränkt, kann er das Phänomen der Bankenrisen und der zufrierenden Interbankmärkte nicht erkennen. Aber da forschte er im falschen historischen Zeitfenster, denn die Grosse Depression der dreissiger Jahre und die angekündigte langfristige Stagnation von Alvin Hansen schienen durch den Nachkriegsaufschwung endgültig überwunden. Finanzkrisen waren in der Nachkriegszeit bis zum Zusammenbruch von Bretton Woods im Jahre 1971 im historischen Vergleich sowohl gegenüber der Zeit vor dem 1. Weltkrieg wie der Zwischenkriegszeit zu Raritäten. Das hat sich erst ab den 90er Jahren gründlich geändert.

Das abschliessende Kapitel 12 ist die Überleitung zum eigentlichen Schlüsselkonzept: dem Kernprozess. Hier werden vorerst dessen mechanistische makroökonomischen Varianten untersucht und unisono verworfen. Seine Abrechnung mit Tinbergen, dessen Modell er wegen seiner Komplexität (wegen lächerlichen 48 Gleichungen!) aber vor allem wegen der Unmöglichkeit einen epidemischen Kernprozess abzubilden rundweg ablehnt, ist für Jöhrschen Verhältnisse harsch. Da war er klar mehr als weitsichtig, denn die Modellbauer wie Larry Klein oder eben Jan Tinbergen erhielten wohl später Nobelpreise, aber verirrten sich in falschen Konjunkturprognosen und einer gescheiterten indikativen Makro-Planung. In denselben frühen 50er Jahren rückten mit den Lehrbüchern von Paul Samuelson genau solche kurz- und langfristigen Multiplikator-Akzelerator Modelle in den Mittelpunkt. Noch ein Jahrzehnt später war das Vertrauen in die makroökonomische Feinsteuerbarkeit der Wirtschaft fast vollkommen geworden. Der Buchtitel von Walter Heller „Das Zeitalter des Ökonomen“ trifft die damalige Stimmung trefflich. Doch dann kamen die mühsamen 70er Jahre mit Stagflation, dann die 80er mit Wachstumsschwäche, bis dann so ab 1990 ein neues goldenes Wachstumszeitalter anzubrechen schien, das allerdings durch eine ganze Serie lokal begrenzter Finanzkrisen getrübt wurde. Ich kann mich

gut daran erinnern, dass es gerade WAJ war, der gegen Ende seines Wirkens die Gefahr einer grossen Krise nicht ausschliessen wollte oder konnte und sich z. B. ernste Gedanken über hohe und steigende Arbeitslosigkeit machte. Seine kritische Einschätzung von makroökonomischen Modellen mit starren Strukturparametern von 1952 ist zu Unrecht vergessen oder verdrängt worden. Es lohnt sich, ihn noch einmal im Originalton anzuhören (obwohl stilistisch nicht sehr elegant):

„Ein noch so weit getriebener Ausbau dieser Modelle vermag den Haupteinwand nicht zu entkräften, dass eine solche mechanistische Konjunkturtheorie der in der Wirklichkeit festgestellten „epidemischen“ Ausbreitung des Konjunkturprozesses, der sich an keine vorgezeichneten Bahnen hält und durch wechselnden Einwirkungsgrad gekennzeichnet ist, nicht gerecht zu werden vermag.“ (Jöhr 1952: 587)

### **3. Im Kapitel 13 schlägts 13**

Gemäss Jöhr ist sein Kernprozess eine „sozialpsychologisch bedingte, sich selbst steigernde Bewegung“. Die Triebkraft ist die Gleichrichtung des menschlichen Handelns, das im Gegensatz zu Befehl, Vereinbarung, Einschüchterung, Überzeugung oder Sitte durch „Ansteckung“ zustande kommt. Die Extreme sind „Panik“ im Niedergang oder „Massenrausch“ im Boom. Für die „Ansteckung“ spielt die Anonymität eine zentrale Rolle. Jöhr erkennt klar, dass auch ein allgemeines Gleichgewicht durch Anonymität charakterisiert ist, allerdings in dem (für ihn falschen) Sinne, dass die Handlungen der einzelnen keine spürbaren Auswirkungen auf die Anderen – z. B. durch Preisveränderungen – haben. Und hier vollzieht WAJ den Bruch mit der Orthodoxie. Denn gerade diese Anonymität macht das System nicht stabil, sondern anfällig für „Ansteckung“ des Einen durch den Anderen, wobei ein erratic unvorhersehbarer kumulativer Prozess in der Panik oder im Rausch enden kann - aber nicht muss. Damit stellt er sich quer zu absolut wesentlichen Grundannahmen der Neo-Klassik. Die Märkte sind sicher nicht „effizient“ (oder nicht immer), indem die Preise der Vermögenswerte in die eine oder andere Richtung „abhauen“ können. Rationale Erwartungen sind eigentlich mit dem Jöhr'schen Kernprozess auch nicht kompatibel, weil die Akteure ja gerade die Ansteckung als solche nicht wahrnehmen und konterkarieren. Statt dass eigentlich wie im Allgemeinen Gleichgewicht alle wissen, wie das System funktioniert, weiss es niemand. WAJ beruft sich hierbei auf Keynes, der die Möglichkeit, „auf wirklich langfristiger Erwartung beruhende

Kapitalanlage“ zu setzen, ausschliesst und deshalb empfiehlt, „besser als die Masse zu raten, wie sich die Masse verhalten wird.“ (Jöhr 1952: 609)

„Spekulative Blasen“ nennt man das heute. Und auf S. 611 (Jöhr 1952) illustriert WAJ diese mit Kaufs- und Verkaufswellen. Dabei sind seiner Einschätzung nach die „panikartigen Kurs- und Preiszusammenbrüche als alles andere als eine „Oberflächenerscheinung“. Die Erkenntnisse von Jöhr gemahnen zur Bescheidenheit – sowohl wissenschaftlich wie wirtschaftspolitisch. Ich selber bin wohl ein grosses Stück weit weniger unorthodox und neige daher eher dazu, die heterodoxen Verhaltenselemente in die traditionellen Modelle einzubauen und diese damit weniger deterministisch und dogmatisch werden zu lassen. In unserem Buch zum Crash versuchen wir aufzuzeigen, dass man die Krise ziemlich gut erklären kann, wenn man die zusätzlichen Theoriebausteine rund um „Moral Hazard“ und „Public Choice“ angemessen berücksichtigt.

#### **4. Lehren für die ökonomische Wissenschaft**

Wenn wir zwischen dem Wissensstand von WAJ und dem heutigen einen Brücke zu bauen versuchen, die auch die schlimmen Erfahrungen der letzten Krise mit einbeziehen soll, dann erkennen wir Positives und Negatives. Lassen sie mich aus Zeitgründen nur drei Bereiche kurz streifen.

1. Die Theorie der Finanzmärkte hat ohne Zweifel einen rasanten Aufschwung erlebt und ist zum Zentrum der ökonomischen Theorie avanciert. Zahlreiche Nobelpreise wurden hier vergeben und zwar an Miller, Sharpe und Markowitz im Jahre 1990 sowie an Merton und Scholes im Jahre 1997. Und das Fach konnte sich auch über eine mangelnde (wenngleich naive) Umsetzung in die Praxis sicher nicht beschweren. Neue Institutionen wie Hedge Funds, Private Equity-Firmen und Investment Banking eroberten die Finanzmärkte und lancierten eine nicht abreissende Serie von Produktinnovationen. Entgegen der theoretischen Erwartungen machten all diese Neuerungen das globale Finanzsystem letztlich nicht stabiler, sondern instabiler. Wohl wurden die Risiken besser und feiner verteilt, aber es wurden insgesamt mehr Risiken bei steigender Verschuldung Intransparenz genommen. Jöhr wäre durch all den Glamour, die hohe Mathematik und die sophistische Statistik wohl kaum geblendet worden. Ihn hätte zum vornherein die Annahme effizienter Märkte gestört. Aber wohl noch mehr die partialanalytische Gleichgewichtsanalyse, welche die Interdependenzen zwischen den Akteuren ausblendet und Risikoverteilungen bzw. Korrelationen zugrunde legt, die eben bei einer pandemischen Ansteckung völlig zu-

sammenbrechen, so dass plötzlich überall Illiquidität oder gar Insolvenz droht. Wenn die Bank A ein riskantes Derivat der Bank B in den Büchern hat, kann sie natürlich das Ausfallrisiko bei der AIG versichern und das Ding so wieder „triple A“ reinwaschen. Werden aber plötzlich fast alle „Sub-Prime Hypos“ notleidend, springt dieser Funke sofort von einer Bank auf die andere über. Die langen Ketten von Derivaten mit allgegenwärtigen Ausfallrisiken lösen sich rückwärts in Nichts auf und entwerten die CDOs. Wegen der überall drohenden Insolvenz frieren die Interbankenmärkte sozusagen über Nacht völlig zu. Das wesentliche an der Sub-Prime Krise war eben gerade nicht die Höhe oder Schwere des ursprünglichen Wertverlustes bei amerikanischen Immobilien, sondern die systemische Ebene der globalen Ausbreitung und Verstärkung: Um es mit WAJ zu sagen. Ein an sich durchaus verkräftbarer Schock oder negativer Impuls von einigen 100 Milliarden Abschreibern auf Liegenschaften bzw. Hypotheken ist auf einen aufgeblähten, „geleveragten“ und intransparenten Finanzsektor gestossen, der für Ansteckung viel anfälliger geworden war und einen weltweiten Kernprozess einleitete, der schneller pandemisch wurde und das Virus noch bösartiger werden liess.

2. Ein grosser Teil der Schuld für diesen schlechten Nährboden fällt sicher auch dem Staat zu, der zu langer mit der Politik des billigen Geldes nicht nur die Verschuldung förderte, sondern auch die Illusion nährte, dass eigentlich gar keine Risiken mehr da seien. Beim kleinsten „Rumpler“ in den Märkten würde der Staat diese mit Liquidität so schnell fluten, dass gar keine Krisen mehr entstehen. Das ging nur so lange gut als eben keine grosse Krise anrollte. Man hat so von Seiten der Politik viele kleine Krisen vermieden, aber gerade damit den mit „Moral Hazard“ gedüngten Nährboden für eine grosse geschaffen. Die makroökonomische Feinsteuerung und sektorielle indikative Planung waren von Jöhr eigentlich schon abgeschrieben worden, bevor sie in die Tat umgesetzt wurden. Er plädierte für eine vorsichtige Glättung des Gesamteinkommens über die Zeit, hätte sicher die automatischen Stabilisatoren, die inzwischen im Transfer- und Sozialversicherungsbereich so eminent geworden sind, begrüsst. Seine Begründung zur Zurückhaltung wäre jedoch eine rein ökonomische geblieben.
3. Was wir seither sicher dazu lernen mussten, ist dass gerade die Konjunkturpolitik oder die staatliche Regulierung der Finanzmärkte eben nicht von einem weisen Philosophenkönig inszeniert wird, sondern stark von Sonderinteressen getrieben wird. Für viele Subventionsjäger, Investoren im öf-

fentlichen Sektor oder andere Profiteure von Staatsausgaben sind Rezessionen geradezu ein „gefundenes Fressen“, um ihre bisher verschmähten Lieblingsprojekte durch zu drücken. Das führt zu einer zweifachen Asymmetrie. Diese Kräfte sind wesentlich (lautstärker) beim Ankurbeln als beim Bremsen. Aber schwerer wiegt das zweite. Die Akteure der Wirtschaft nehmen mehr Risiken, erhöhen die Leverage und strapazieren ihre Bilanzen, weil sie damit rechnen (können), dass bei der geringsten Krisensymptomen die Liquidität erhöht, die Zinsen gesenkt und die Gesamtnachfrage staatlich gestützt wird. Oder um es mit Jöhr zu sagen: schwächere Kernprozesse in Richtung Krise werden politisch gestoppt, bis sich eines nicht so schönen Tages eine grosse Flutwelle zusammen braut, welche die zu kleinen schützenden Dämme unter- und überspült. Sobald dies eintritt, wird die Gleichrichtung des Denkens und Handelns erst recht bösartig. Der Staat muss nun aufpassen, dass selbst gut gemeinte Versuche zum Gegensteuern nicht die negative Erwartungsspirale verstärken. Diese Gefahr besteht eben primär im Bankensektor, weshalb Banken Krisen eh wie je besonders gefährlich sind. Ruhe tritt erst dann ein, wenn die systemrelevanten Institute de jure oder de-facto verstaatlicht werden, weil sie TBTF sind. Das wiederum intensiviert den Moral Hazard der Banker, zu viel Risiko zu laufen. Noch schlimmer sind aber Krisen der staatlichen Finanzmärkte. Griechenland mit seinem lächerlichen Anteil von 2 % am EU-BIP ist nun plötzlich TPTF. Ein griechischer „orderly default“, wäre m. E. klar das kleinere Übel als eine schleichende Zerstörung der gesamten Eurozone.

Für die Wirtschaftspolitik ziehe ich daraus drei Schlussfolgerungen, die auch WAJ vor fast 60 Jahren schon gezogen hat.

1. Krisen sind nicht wirklich vermeidbar, aber sie können durch den Versuch der graduellen Einkommensstabilisierung gemildert werden. Eine direkte Beeinflussung der sozialpsychologischen Treiber des Kernprozesses ist schlicht unmöglich oder kontraproduktiv.
2. Staatliche Planwirtschaft schliesst wohl Konjunkturschwankungen im Sinne des Kernprozesses aus, ist aber statisch und dynamisch ineffizient und führt langfristig zu viel grösseren Wachstumsverlusten und Wohlstandeinbussen.
3. Eine moderate keynesianische Gegensteuerung ist sinnvoll und machbar, vor allem bei schweren Einbrüchen. Eine aktivistische Makropolitik führt je-

doch ökonomisch gesehen zu Fehlern und polit-ökonomisch betrachtet zu Katastrophen.

## 5. Ein paar Gedankensplitter zur aktuellen Politik

So wie jeder Krieg die Kriegswissenschaft durcheinanderschüttelt, genau so erschüttern auch Wirtschaftskrisen die Wirtschaftswissenschaften. Die hehre Absicht, den nächsten Krieg zu gewinnen oder wie in unserem Fall – die nächste Krise zu vermeiden – kann jedoch zu neuen Fehlern führen. Die Gefahr ist gross, aus dem Heute die falschen Lehren für das Morgen zu ziehen, indem wir intellektuelle Maginot-Linien in die Welt setzen. Lassen sie mich einleitend drei aktuelle Frontabschnitte schlaglichtartig beleuchten:

1. Jetzt wo die spekulative Blase geplatzt ist, die Konjunktur lahmt und die Kredite der Banken an die übrige Wirtschaft stocken, wird das Risikoverhalten extrem konservativ. Aus Angst vor Werteverfall der Sicherheiten oder Gegenparteeisiken werden Kreditgeber eher zu risikoavers, so dass striktere Regulierungen für den Moment überflüssig sind. Doch genau in Krisenzeiten treibt die Regulierung am falschen Ort ihre schönsten Blüten (Depositenversicherung, Boni-Besteuerung, Transaktionssteuern, Sicherungsfonds). Eines schönen Tages wird jedoch die Angst wieder der Euphorie weichen und neue Übertreibungen inszenieren. Im schweizerischen Immobilienbereich hat dies bereits begonnen. Aber jetzt dagegen etwas zu tun, wäre politischer Selbstmord. „Blasen“ können eben gerade nicht auf Vorrat weg-reguliert werden, weil sie nicht eindeutig voraussehbar und populär sind. Und wenn sie sichtbar werden, ändert sich das Risikoverhalten via „Ansteckung“ so dramatisch, dass die Finanzakteure wie eindringendes Wasser trotz angeblich wasserdichter Regulierung wieder neue Ritzen finden. Jede Regulierung hat unvorhersehbare und nicht beabsichtigte Konsequenzen. Wer damit nicht leben kann, muss politisch alles so zumauern, dass Innovationen darunter ein- für allemal erstickt werden. Mit verheerenden Konsequenzen für unseren Wohlstand, der ohne die Entwicklung hoch komplexer und innovativer, aber leider auch hoch volatiler Finanzmärkte unvorstellbar wäre. Finanzkrisen kommen und gehen und richten kurzfristig mehr oder weniger grosse Schäden an. Ihre politische Vermeidung um jeden Preis wird jedoch schnell kostspieliger. Wirklich existenziell gefährlich sind rückwärts gerichtete politische Überreaktionen, die Finanzinnovationen und Finanzaktivitäten langfristig in falsche Bahnen lenken oder lahm legen.



2. Bei Illiquidität im Finanzsektor muss der Staat schnell und konsequent intervenieren, um einen Zusammenbruch des Zahlungs- und Kreditsystems zu verhindern. Grosse Banken sind „too big to fail“ und müssen gerettet werden, was relativ unpopulär ist, vor allem wenn Strategiefehler oder Fehlverhalten im Management im Spiel waren. Hier haben wir in der Schweiz erstaunlich schnell und gut reagiert: Die Märkte wurden mit Liquidität überschwemmt und die UBS gerettet. So weit so gut. Doch auch hier lauern längerfristige Gefahren politischer Natur. Zum einen ist die Unabhängigkeit der SNB angekratzt worden, weil sie von einer Firma kranke Aktiven in Pflege genommen hat. Wenn schon, hätten hier Regierung und Parlament eine Teil- oder Ganzverstaatlichung anvisieren müssen. Unter keinen Umständen sollte die ausschliesslich für die makroökonomische Preisstabilität zuständige und daher unabhängige Notenbank dazu instrumentalisiert werden. Die unsägliche Idee einer Solidaritätsstiftung hat bereits früher die Schleusen für politisch motivierte Goldverkäufe und Gewinn-Ausschüttungen geöffnet. Die UBS-Krankenstation könnte leider ein ähnliches Präjudiz schaffen zugunsten anderer Grossunternehmen selbst im Nicht-Finanzsektor. Die SNB hat so ihre politische Unschuld gleich zweimal aufs Spiel gesetzt – was zweimal zu viel ist. Zum Zweiten schlägt die Stunde der Wahrheit will heissen der Inflation dann, wenn es wieder flott aufwärts geht und die gewaltigen Liquiditätsreserven schnell und radikal abzutragen wären. Dies lässt die Zinsen ansteigen und dämpft den lang ersehnten Aufschwung. Dies wiederum erzeugt einen ungeheuren Druck, jetzt die Champagnerflaschen nicht gleich abzuräumen, wo doch die Party erst so richtig in Schwung gekommen ist. Jetzt ein „bisschen schwanger“ mit der Inflation zu werden, erscheint vorerst als das kleinere Übel. Je länger man mit der Korrektur zuwartet, desto länger der Bremsweg und desto tiefer die Bremsspuren. Auch hier liegt das Problem nicht im fehlenden Wissen, sondern im Willen zum politischen Handeln. Das Diktum Milton Friedmans: „Die Inflation ist immer und überall ein monetäres Phänomen“ ist somit nicht falsch. Aber polit-ökonomisch betrachtet, greift es eindeutig zu kurz. Ob es zur inflatorischen Fehlentwicklung kommt oder nicht, ist immer und überall eine Frage der politischen Entscheidung.
3. Wir sind offenbar wieder einmal alle „Keynesianer“ geworden. Krugman dirigiert den starken Chor all derer, die in die Welt hinaus posaunen, mit der Krise von 2009 seien wir wieder in einem keynesianischen Ungleichgewicht gelandet, in dem ein „Free Lunch“ volkswirtschaftlich möglich sei. Weil die

private Nachfrage fehle und Kapazitäten ungenutzt blieben, könne der Staat ohne volkswirtschaftliche Kosten seine Ausgaben entsprechend ausdehnen. Keynes stellte die staatlichen Ankurbelungsprogramme bildlich so dar, dass eine Gruppe von Arbeitern Löcher gräbt, die von einer anderen Gruppe wieder zugeschaufelt werden. Selbst wenn dies direkt unproduktiv ist, wird diese Politik über den Einkommens-Multiplikator indirekt „produktiv“. Ein positiver Kapazitäts- oder Angebotseffekt ist in dieser Situation der Unterbeschäftigung und Unterauslastung nicht gefragt. Genauso wie Friedmann bei der Inflation übersehen Keynes und seine Nachbeter von heute die polit-ökonomische Dimension. Um im Bild zu bleiben: die wieder aufgefüllten Löcher von Keynes müssen am Ende des Tages nochmals saniert werden, weil sie durch interessenpolitischen Giftmüll verseucht worden sind. Dieser besteht in falschen Strukturen und Technologien, die in der Krise ohne Rücksicht auf Verluste an zukünftiger Produktivität politisch „deponiert“ worden sind. Für alle, die permanent für mehr Staatsausgaben „weibeln“, ist die Krise die grosse Chance, um alles Mögliche und vor allem Unmögliches zu subventionieren oder zu finanzieren. Diese interessengetriebene Ausgabenflut hat langfristig negative Folgen für die Erholung und das Wachstum, weil die Folgekosten der Schulden wie der Fehlinvestitionen die Zukunft belasten. Der Kapazitätseffekt ist nicht mehr wie bei Keynes gleich Null sondern negativ! Auch das ist eine Erkenntnis der Politischen Ökonomie, die vom traditionellen Keynesianismus ausgeblendet wird.

### **Zum Schluss:**

Wir haben in der Schweiz in dieser Krise fast alles richtig gemacht:

- Die UBS vor dem Untergang bewahrt, was absolut notwendig war.
- Die Konjunkturstimulierung auf das politisch notwendige Minimum beschränkt.
- Die Schuldenbremse nicht ausser Kraft gesetzt.

Ein sehr grosses Problem harret noch der Lösung. Das TBTF der Grossbanken. Dies ist eine fundamentale Lücke im marktwirtschaftlichen Ordnungsrahmen. Dieser ordnungspolitische Konflikt ist lösbar, wenn man sich ganz darauf konzentriert und sich nicht auf emotional und politisch aufgeheizte Nebenschauplätze verirrt. Doch das wäre ein Thema für einen anderen Vortrag.

## Literatur

- Borner S., Bodmer F., (2010). "CRASH: Marktversagen, Staatsversagen". *Rüegger Verlag, Zürich/Chur*
- Jöhr, W.A., (1952). "Die Konjunkturschwankungen. Theoretische Grundlagen der Wirtschaftspolitik. Band II" *Polygraphischer Verlag AG, Zürich*

## Walter Adolf Jöhr Vorlesungen

- 1988 Prof. Dr. Dr. h.c. mult. **Wilhelm Krelle**, Bonn  
*Lange Wellen der wirtschaftlichen Entwicklung*
- 1989 Prof. Dr. Dr. h.c. mult. **Ota Šik**, St. Gallen  
*Der Weg 3a und 3b. Neue Aussichten für eine Konvergenz der Systeme*
- 1990 Prof. Dr. Dr. h.c. mult. **Kurt W. Rothschild**, Wien  
*Deregulierung - Anatomie eines Schlagwortes*
- 1991 Prof. Dr. Dr. h.c. **Gottfried Bombach**, Basel  
*Zur Arbeitslosigkeit der Gegenwart*
- 1992 Prof. Dr. **Ernst Heuss**, Erlangen-Nürnberg  
*Evolutorik und Marktwirtschaft*
- 1993 Prof. Dr. **Erich Streissler**, Wien  
*Unmöglichkeit und Notwendigkeit der Wirtschaftspolitik als bleibendes Dilemma*
- 1994 Prof. Dr. **Wolfgang Stolper**, Ann Arbor, USA  
*Geschichte und Theorie in der Analyse des kapitalistischen Prozesses - ein Schumpeterscher Ansatz*
- 1995 Prof. Dr. Dr. h.c. mult. **Hans Albert**, Heidelberg  
*Die Idee rationaler Praxis und die ökonomische Tradition*
- 1996 Prof. Dr. Dr. h.c. mult. **Norbert Klotten**, Tübingen  
*Im Sog der Währungsunion. Reflektionen über die Europäische Union und die Schweiz*
- 1997 Prof. Dr. **Hans Christoph Binswanger**, St. Gallen  
*Chinesische Ökonomik. Fünf ordnungspolitische Denkrichtungen in der Chinesischen Ökonomik und ihre europäischen Parallelen*

- 1998 Prof. Dr. Dr. h.c. **Heinz König**, Mannheim  
*Gründungsdynamik, Innovation und Beschäftigung*
- 1999 Prof. Dr. Dr. h.c. mult. **Herbert Giersch**, Kiel  
*Marktökonomik für die offene Gesellschaft*
- 2000 Prof. Dr. Dr. h.c. **Peter Bernholz**, Basel  
*Globalisierung und Umstrukturierung: Sind sie neu?*
- 2001 Prof. Dr. Dr. h.c. mult. **Bruno S. Frey**, Zürich  
*Glück und Nationalökonomie*
- 2002 Prof. Dr. **Ulrich Witt**, Jena  
*Wirtschaftswachstum - was geschieht auf der Nachfrageseite?*
- 2003 Prof. Dr. Dr. h.c. **Horst Siebert**, Kiel  
*Müssen Arbeitslose sein? Zur Reform von Arbeitsmarkt und Sozialstaat in Deutschland*
- 2004 Prof. Dr. Dr. h.c. **Hans-Werner Sinn**, München  
*Das Dilemma der Globalisierung*
- 2005 Prof. Dr. **Ernst Baltensperger**, Bern  
*Vom Sinn und Unsinn des Schuldenmachens  
Privatschulden, Staatsschulden, Aussenschulden -  
Plädoyer für langfristige Konsistenz*
- 2006 Prof. Dr. Dr. h.c. **Ernst Fehr**, Zürich  
*Neuroökonomik - Die Erforschung der biologischen  
Grundlagen des menschlichen Sozialverhaltens*
- 2007 Prof. Dr. h.c. mult. **Martin Hellwig**, Ph.D., Bonn  
*Wirtschaftspolitik als Rechtsanwendung  
Zum Verhältnis von Jurisprudenz und Ökonomie in der  
Wettbewerbspolitik*
- 2008 Prof. Dr. Dr. h.c. mult. **Wolfgang Franz**, Mannheim  
*Wirtschaftspolitische Beratung und Wirtschaftspolitik in  
Deutschland: Eine spannungsreiche Beziehung*

- 2009 Prof. **Charles Wyplosz**, Ph.D., Geneva  
*Macroeconomics After the Crisis: Dealing with the Tobin Curse*
- 2010 Prof. Dr. **Silvio Borner**, Basel  
*Die Finanzkrise von 2008/09 im Lichte der  
"Konjunkturschwankungen" von Walter Adolf Jöhr von 1952*

# **Volkswirtschaftliche Beiträge der Forschungsgemeinschaft für Nationalökonomie**

1. **Ernst Baltensperger**  
*Vom Sinn und Unsinn des Schuldenmachens, Privatschulden, Staats-  
schulden, Aussenschulden - Plädoyer für langfristige Konsistenz.*  
Walter-Adolf-Jöhr-Vorlesung 2005.
2. **Frode Brevik**  
*Asset Pricing and Macroeconomic Risk, 2005.*
3. **Ernst Fehr**  
*Neuroökonomik - Die Erforschung der biologischen Grundlagen des  
menschlichen Sozialverhaltens.*  
Walter-Adolf-Jöhr-Vorlesung 2006.
4. **Philipp Harms und Matthias Lutz**  
*Aid, Governance and Private Foreign Investment. Some Puzzling  
Findings for the 1990s.*  
Sonderdruck aus: *The Economic Journal* 116, July 2006.
5. **Christian J. Busch**  
*Democracy and Economic Development  
How the Interaction of Political Institutions and the Structure  
of Production Influences Policies and Growth. 2007.*
6. **Martin Hellwig**  
*Wirtschaftspolitik als Rechtsanwendung - Zum Verhältnis von  
Jurisprudenz und Ökonomie in der Wettbewerbspolitik.*  
Walter-Adolf-Jöhr-Vorlesung 2007.
7. **Frode Brevik und Manfred Gärtner**  
*Teaching Real Business Cycles to Undergraduates.*  
Sonderdruck aus: *Journal of Economic Education* 38, Spring 2007.
8. **Wolfgang Franz**  
*Wirtschaftspolitische Beratung und Wirtschaftspolitik in Deutschland:  
Eine spannungsreiche Beziehung.*  
Walter-Adolf-Jöhr-Vorlesung 2008.

9. **Frode Brevik und Manfred Gärtner**  
*Can Tax Evasion Tame Leviathan Governments?*  
Sonderdruck aus: *Public Choice* 136 (July 2008), S. 103 - 122.
  
10. **Charles Wyplosz**  
*Macroeconomics After the Crisis: Dealing with the Tobin Curse*  
Walter Adolf Jöhr Lecture 2009.
  
11. **Silvio Borner**  
Die Finanzkrise von 2008/09 im Lichte der  
"Konjunkturschwankungen" von Walter Adolf Jöhr von 1952  
Walter-Adolf-Jöhr-Vorlesung 2010