

Crisis? What Crisis? Zur Logik der Spekulation oder Warum die Hypotheken-Krise lehrt, dass die nächste Krise kommt¹

Axel T. Paul

Crisis? What Crisis? lautete der Titel eines Albums der britischen Band *Supertramp* aus dem Jahre 1975. Zu sehen war auf dem LP-Cover ein Mann in Badehose, der auf einem bunten Liegestuhl inmitten einer trist-grauen Industrielandschaft ein Sonnenbad nimmt. England steckte seinerzeit in einer schweren Wirtschaftskrise: Das Bruttoinlandsprodukt schrumpfte, die Arbeitslosigkeit nahm rapide zu, der Außenwert des Pfunds brach ein, die Inflationsrate lag über 20 Prozent. Offenbar wollte die Band mit ihrem Album (wie überhaupt mit ihrer Musik) gute Laune verbreiten, Mut machen, dem Leben auch dann seine guten Seiten abzugewinnen, wenn die Aussichten trüb sind. Aus dem Vernehmen nach ähnlichen Gründen hat es ein Poster des Albumcovers in den letzten Wochen in den Eurotower der europäischen Zentralbank in Frankfurt geschafft: um durchzuhalten in wirtschaftlich und insbesondere geldpolitisch außerordentlichen turbulenten Zeiten.²

Tatsächlich (re-)agieren Notenbanker und Finanzpolitiker seit der Lehman-Pleite vom 14. September 2008 unter Dauerstress, um einen Kollaps des Weltfinanzsystems und eine auf einen solchen unweigerlich folgende globale Rezession abzuwenden. Ob es ihnen gelingt – und sei es bis zum Erscheinen dieses Bandes »bloß« ein weiteres Mal –, steht in den Sternen. Tatsächlich hat sich »die Krise« seit dem Platzen der US-amerikanischen Hypothekenblase im Sommer 2007 verstetigt. *Crisis? What crisis?* Auch wenn es aktuell nicht mehr (nur) um faule US-Immobilienkredite und ihre globale Zweitverwertung geht, sondern um die Rettung Griechenlands, des Euro oder eben der Weltwirtschaft, handelte es sich – wie ich in diesem Beitrag zeigen möchte – schon und auch bei der Hypothekenkrise um ein in seinen Ausmaßen zwar einzigartiges, im Kern jedoch systemisches Geschehen oder wenigstens eine der Logik der Spekulation geschuldete Möglichkeit der modernen Geldwirtschaft als solcher. So gewiss persönliches Fehlverhalten, po-

¹ Der Text ist ein Auszug aus der Einleitung zur Neuauflage meines Buches »Die Gesellschaft des Geldes« (Paul 2012).

² So zu lesen im Beitrag »In der Kampfzone« des Magazins Stern v. 27.10.2011.

litische Nachsicht, ideologische Hegemonie und institutionelle Verschiebungen zum Ausbruch und zur Schwere der Krise beigetragen haben, so sehr sind – wie gezeigt werden soll – einer spekulativen »Dialektik von Diversifikation und Mimesis« geschuldete finanzielle Krisen ein ständiger Begleiter der Geldwirtschaft. *Cum grano salis* heißt darum, die Hypothekenkrise zu verstehen, die Krisen der Geldwirtschaft immer schon verstanden zu haben, heißt, aus ihr zu lernen, dass die nächste Krise kommt, selbst wenn es im Eurotower und anderswo gelingen sollte, das *unausweichlich vagabundierende* Kapital – diesen *supertramp* im übertragenen Sinne des Worte – vorerst an die Kandare zu nehmen.

Standardlehrbüchern zufolge dienen Finanzmärkte der Finanzierung von Handel und Produktion, das heißt der Versorgung der Realwirtschaft mit Geld bzw. Kredit (siehe Hellwig 2000). Große, transparente und liquide Finanzmärkte gelten dabei, weil angeblich über den Konkurrenzmechanismus koordiniert, individualisierten, tendenziell asymmetrischen und dementsprechend vermachteten oder von sonstigen außerökonomischen Gesichtspunkten durchtränkten Gläubiger-Schuldner-Beziehungen vornehmlich zwischen Banken und Unternehmen als überlegen. Auf weitgehend freien Finanzmärkten würde das Kapital dahin fließen, wo es die meisten Profite abwirft, die wiederum anzeigen, was »die Menschen« zurzeit am meisten begehren. Effiziente Finanzmärkte wären demnach, wie Märkte überhaupt, Wohlstandsmaschinen. Dass zumindest die Finanzmarktakteure selbst große Gewinne einführen und -fahren, steht außer Frage (siehe Crotty 2007). Auch daran, dass das Wachstum der Finanzmärkte überproportional zum Wachstum des westlichen Bruttosozialprodukts beigetragen hat, kann kein Zweifel bestehen.³ Von den Zahlen nicht gedeckt wird indes die Behauptung einer realwirtschaftlich insgesamt stimulierenden Wirkung wachsender Finanzmärkte.⁴ Ebenfalls unvollständig ist die herkömmliche Funktionsbestimmung der Finanzmärkte. Denn auf diesen wird – zunächst einmal

3 »For most of the first eight decades of the 20th century, financial assets grew at about the same pace as GDP. The exceptions were times of war, when government debt rose much more rapidly. But after 1980, financial asset growth raced ahead. In the United States, for example, the total value of financial assets as a percentage of GDP has grown more than twice as much since 1980 as it had in the previous 80 years [...]. Worldwide, equities and private debt accounted for most of the increase in financial assets since 1980, as companies and financial institutions turned increasingly to capital markets for financing. By 2007, the total value of global financial assets reached a peak of \$ 194 trillion equal to 343 percent of GDP.« http://www.mckinsey.com/mgi/reports/pdfs/gcm_sixth_annual_report/gcm_sixth_annual_report_full_report.pdf: 9, 22.08.2011.

4 Siehe <http://www.imf.org/external/datamapper/index.php>, 22.08.2011.

ganz unabhängig von positiven oder negativen Wachstumseffekten – Kapital nicht nur eingesammelt und »umverteilt«, sondern Geld geschaffen.

Geld wird hier im Anschluss an Keynes verstanden als kreditär geschaffenes, auf einen Wertstandard bezogenes, aufgrund der »Bonität«, das heißt nicht bloß dem materiellen Reichtum, sondern ebenso und vor allem der Autorität und Legitimität des Gläubigers von Dritten akzeptiertes Zahlungsbzw. Schuldentilgungsmittel (Paul 2012; ebenso argumentiert Ingham 2004). Diese Bestimmung impliziert bereits, dass Geld Wert(e) »durch die Zeit« transportiert und als Rechenmittel fungiert. Das schließt zwar nicht aus, dass auch Waren, das heißt irgendwie wertvolle, weil weithin geschätzte Gegenstände zu Geld werden bzw. als solches fungieren können, nur wird eben nicht vorausgesetzt, dass Geld aus dem (Waren-)Tausch entsteht.⁵ Heutzutage sind es die Zentralbanken, welche »eigentliches« Geld, das heißt diejenigen Schuldentilgungsmittel emittieren, welche innerhalb eines mehr oder weniger bestimmten, nicht notwendigerweise mit dem Territorium eines Landes deckungsgleichen Währungsraumes Kauf- und Verkaufsakte definitiv abschließen. Kreditnehmer oder Schuldner der Zentralbanken sind die größtenteils privaten Geschäftsbanken, welche über das bloße Einlagengeschäft hinaus als sekundäre Geldemittenten fungieren. Denn anders als der Laie meint, reichen die Geschäftsbanken nicht etwa nur das von Sparern gegen Zins eingeworbene Geld gegen einen höheren Zins an private Kreditnehmer weiter, sondern sie erzeugen durch die Gewährung bestenfalls anteilig durch eigene Reserven gedeckter Kredite neues Geld oder, genauer gesagt, Geldsurrogate, die von ihren Kunden im Normalfall indes wie Geld verwendet werden können.⁶ Ein Bankschuldner erhält von seiner Bank nicht etwa Bargeld (also Reserven bzw. die Einlagen der Sparer), sondern eine Gutschrift auf seinem Konto. Diese Gutschrift kann der Schuldner indes verwenden, als wäre sie Geld, insofern seine Tausch- bzw. Geschäftspartner ihrerseits eine bloße Überweisung als Geldsurrogat zu akzeptieren bereit sind. Die kreditgewährende Bank ist gesetzlich nur zur Vorhaltung eines Bruchteils des von ihr geschaffenen Buchgelds gezwungen (der Mindestreserve), kann sich durch die Hinterlegung von Sicherheiten bei der Zentralbank praktisch jedoch stets refinanzieren. Diese Sicherheiten – und das ist die ei-

5 Zur zahlungs- und nicht tauschmitteltheoretischen Entstehung des Geldes siehe Seaford (2004: 21–172) und Randall Wray (2004).

6 Das gegenwärtige Geldsystem stellt mithin eine Mischform dar, in welcher exogene Geldschöpfung durch die Zentralbanken mit einer endogenen Geldschöpfung durch Banken bzw. Finanzmärkte einhergeht. Eine ausgezeichnete Darstellung der aktuellen Geldordnung findet sich bei Huber (2010: 11–72).

gentliche Pointe des gesamten Prozesses – sind nun aber ihrerseits häufig nichts anderes als Schuldverschreibungen Dritter – sei es der Geschäftskunden der Banken, sei es der Banken untereinander. Verkauft zum Beispiel die Bank A der Bank B eine Schuldverschreibung, das heißt gewährt die Bank B der Bank A einen Kredit, so werden in eins mit dem kreditierten, der Bank A zugeflossenen Geld zugleich die Sicherheiten der Bank B geschaffen, welche ihr die Refinanzierung bei der Zentralbank gestattet. Die Bank A wiederum könnte mit dem von der Bank B aufgenommenen Geld eine Schuldverschreibung der Bank C erwerben, welche ihr, der Bank A, die Mobilisierung weiterer Zentralbankreserven erlaubte. Mit anderen Worten: Es sind *de facto* die Geschäftsbanken selbst, die durch den Tausch ihrer Schulden untereinander über das Ausmaß der Geldschöpfung bestimmen.

Finanzmärkte funktionieren in dieser Hinsicht nicht anders als Banken. Auch auf ihnen wird Geld nicht nur seiner profitabelsten Verwendung zugeführt, sondern kreditär geschaffen. Die Beispiele dafür sind Legion (siehe Swary/Topf 1992: 339–362). Auch die Erfindung immer neuer Geldformen und Paragelder vom Handy als *e-wallet* bis zum Bahnbonuspunkt ist Ausdruck bzw. Motor derselben Entwicklung. Der für den Ausbruch und das Verständnis der Finanzmarktkrise von 2007/08 (der mittlerweile »nur noch« vorletzten Krise) entscheidende Mechanismus ist indes der der Verbriefung zweitklassiger US-amerikanischer Hypotheken (*subprime mortgages*).⁷ Im Kern besteht das Geschäft der Verbriefung (*securitization*) darin, Kredite bzw. Zahlungsansprüche jedweder Art zu bündeln, neu zu tranchieren und als zinstragendes Wertpapier an Dritte weiterzuverkaufen. Internationale Investoren (wie zum Beispiel die *HRE* und ihre Zweckgesellschaften) wurden über diesen Mechanismus zu den Hauptkapitalgebern amerikanischer Hauskäufer.

Sowohl die Nachfrage nach als auch das Angebot von Hypothekenkrediten schnellten nach der Jahrtausendwende (nicht nur) in den USA in die Höhe. Hauskäufer waren begierig darauf, ihre Immobilien auf Pump zu finanzieren, da die kontinuierlich steigenden Preise für Eigenheime, das heißt der erwartete Wertzuwachs der Häuser, die finanzielle Belastung durch die Aufnahme einer Hypothek selbst für Geringverdiener als kalkulierbar erscheinen ließ. Bedient wurde diese Nachfrage durch Hypothekenfinanzierer, die das Kreditausfallrisiko einerseits aus demselben Grund für vertretbar

⁷ Eine der besten, gleichermaßen lesbaren wie theoretischen informierten Darstellungen der Krise ist Cassidy (2009); ausgezeichnet auch Orléan (2009). Zur Hypothekenverbriefung siehe Langley (2006) und Cassidy (2009: 251–267).

hielten wie ihre Kunden, andererseits und vor allem aber aufgrund der *securitization* ohnehin nicht gewärtigen zu müssen meinten: Diverse, geographisch möglichst buntgemischte, da in ihrer Wertentwicklung vermeintlich unkorrelierte Hypotheken wurden in großen Töpfen zusammengefasst; berechnet wurde dann die durchschnittliche bisherige Kreditausfallwahrscheinlichkeit; und fertig war ein Fonds, der direkt oder über Zwischenhändler in Form von standardisierten, wenn auch nach Risikoklassen gestaffelten Rentenpapieren an Investoren veräußert werden konnte. *Originate and distribute* lautete das Prinzip.

Den originären Kreditgebern erschien das Geschäft sicher, weil sie ihre Außenstände gewinnbringend verkaufen konnten, und selbst aus Warte des Systems sah es so aus, als könne nichts schief gehen, da tatsächliche Kreditausfälle offenbar sehr viel weiter gestreut werden konnten, als es einzelnen Banken jemals möglich wäre. Aus *subprime mortgages* wurden auf diese Weise anteilig gar erstklassige, von den Ratingagenturen als *triple A* eingestufte Papiere, die zu erwerben auch für im Vergleich zu hochspekulativ agierenden Hedgefonds konservative Investoren wie etwa Lebensversicherungen interessant war – mehr noch: nicht nur interessant, sondern nachgerade notwendig. Denn die institutionellen Anleger jedweden Typs waren und sind im Kampf um Kunden und Renditen darauf angewiesen, stets neue Felder und Quellen zu erschließen, die Erträge abwerfen und abgeschöpft werden können (siehe Leyshon/Thrift 2007; Weber 2009; Hereis/Nölke 2011). Wollten also die amerikanischen Hauskäufer angesichts niedriger Zinsen sowie der durch ihre eigene Nachfrage nach oben getriebenen Immobilienpreise von den »historisch einmaligen« Finanzierungsbedingungen eines Eigenheims profitieren, so war für die internationalen bzw. institutionellen Investoren weniger die Immobilienhausse als solche als vielmehr die Finanzierung des Booms durch vorgeblich sichere Titel die eigentliche Attraktion.

Es blieb indes nicht dabei, dass internationales Kapital über diverse Zwischenglieder an amerikanische Hauskäufer weitergeleitet wurde. Vielmehr entwickelte das Verbriefungsgeschäft eine Eigendynamik, die weit über den Bedarf an Kredit hinausging. So wurden Dachfonds kreiert, *mortgage backed securities* (MBSs) verschiedener Emittenten, unter Umständen angereichert mit Forderungen anderer Art wie zum Beispiel Konsumentenkrediten oder Kreditkartenschulden, zu sogenannten *collateralized debt obligations* (CDOs) zusammengefasst. Zwar konnten die jeweiligen Emittenten »ihre« Papiere nicht als Sicherheit (*collateral*) verbuchen, wohl aber deren Käufer, was diese wiederum in die Lage versetzte, neue, als Kredite getarnte Titel in den Markt

zu drücken, die schon deshalb Abnahme fanden, weil die zuvor auf dem Finanzmarkt erzielten Gewinne irgendwie reinvestiert werden mussten. Das Kreditvolumen respektive die Summe der Geldsurrogate wuchs und wuchs. Aufgebaut wurde eine gigantische Kreditblase, die einerseits massiven Druck auf die Realökonomie und dort insbesondere auf den Faktor Arbeit ausübte (vgl. Bryan u.a. 2010) und andererseits doch nur durch das kontinuierliche Wachstum der Finanzmärkte selbst aufgefangen werden konnte – bis zum Spätsommer 2008, als der plötzliche Wertverfall der CDOs in einer deflationären Kettenreaktion zuerst die großen amerikanischen Banken und schließlich das globale Finanzsystem in schwere Bedrängnis brachte.⁸

So wie die moderne, funktional differenzierte Gesellschaft weniger aufgrund eines transhistorischen Primats »des Wirtschaftlichen« als vielmehr aufgrund der Spezifika des »Mediums« Geld allen Relativierungen der orthodoxen Systemtheorie zum Trotz ökonomisch imprägniert und der Kapitalismus darum sehr wohl eine Gesellschaftsform statt nur Wirtschaftsweise ist (vgl. Schimank 2009; Deutschmann 2009), muss die häufig als bloße Marktwirtschaft missverständene kapitalistische Ökonomie selbst ausgehend von Geld und Kredit und nicht vom Tausch her modelliert und verstanden werden. »Immer schon«, das heißt spätestens seitdem Handel und Produktion im neuzeitlichen Europa im 17./18. Jahrhundert von öffentlichen und privaten Krediten abhängig geworden waren, war es der Geldmarkt, welcher der Realwirtschaft den Takt vorgab.⁹ Dass die Wachstumsdynamik und Instabilität der Finanzmärkte regelmäßig auf die Gesamtökonomie durchschlagen, ist darum kein prinzipiell überraschender Befund (siehe Kindleberger 1984; Ferguson 2008), der von der jüngsten Krise »lediglich« ein weiteres Mal bestätigt wird.

Allerdings gibt es auch von der modernen Finanzmarkttheorie selbst gelieferte Gründe dafür, warum der Finanzmarkt sich in den letzten Jahrzehnten nicht bloß in quantitativer Hinsicht von einem relativ randständigen Gebiet zum *center court* der Ökonomie entwickelt hat, sondern warum ihm heute prinzipiell der Vorrang gebührt, ja, warum das sagenhafte, von realwirtschaftlichen Raten entkoppelte Wachstum der Finanzmärkte¹⁰ keine potentiell gefährliche Entwicklung, keine bloße Blasenbildung, keine phantasmagorische Vermögenspreisinfation, sondern eine ganz im Gegenteil se-

⁸ Zur Logik der Krise siehe bereits Fisher (1933).

⁹ Übrigens nicht nur der Realwirtschaft, sondern auch dem funktional-relationalen Denken; siehe Bockelmann (2004). Zur »Selbstverwirklichung« des Kapitalismus als Kreditwirtschaft siehe Vogl (2010: 68–82).

¹⁰ Zur Entkopplung von Real- und Finanzwirtschaft siehe Albert u.a. (1999).

gensreiche Revolution darstellt (siehe zum Beispiel Merton 1998). Kurz gesagt pariert die avancierte Finanzmarkttheorie den Einwurf, dass es sich bei den Devisengeschäften, dem Derivatehandel oder der Verbriefung von Forderungen im Kern nur um spekulative Luftbuchungen handle, mit der Antwort, dass man die Spekulation verwissenschaftlicht, das heißt ihre Gefahren gebannt und ihren Nutzen gewahrt und vermehrt habe.

Schon als grobschlächtig-unaufgeklärte erfüllt die Spekulation aus der Warte der orthodoxen Finanzmarkttheorie die wichtige und gerade angesichts der Komplexität und Kontingenz des Marktgeschehens dringend notwendige Funktion, risikoaversen Akteuren kalkulierbares Handeln zu ermöglichen (vgl. Weber 1988 [1894]; Eposito 2010: 109–128). Wer auf steigende Kurse wettet und vermeintlich unterbewertete Titel kauft, kann das nur, wenn er Verkäufer findet, für welche die Realisierung des aktuellen Kurswertes das aus welchen Gründen auch immer bessere Geschäft ist. Noch eindeutiger ist das unvermeidliche Neben- und Miteinander von Spekulanten und »Versicherungsnehmern« auf Terminbörsen, auf denen letztere heute schon sicherstellen können, zu einem in der Zukunft liegenden Zeitpunkt zu einem vorab festgelegten Preis kaufen oder verkaufen zu können. Selbstverständlich bedarf es dafür derjenigen (eben der Spekulanten), die gegen die in der Preisfestlegung antizipierte Preisentwicklung zu wetten bereit sind, die mit andern Worten in der Zukunft zu heute fixierten Preisen zu kaufen oder verkaufen bereit sind, aber davon ausgehen, sich angesichts der tatsächlichen Preisentwicklung mehr als schadlos halten zu können.

Auch die Verbriefung gehorcht dieser Logik: Es geht, systemisch betrachtet, darum, individuelle Kreditausfallrisiken durch die Bündelung und Mischung vieler individueller Kredite buchstäblich zu verwässern und damit die Gläubiger zum einen zu versichern und zum anderen in die Lage zu versetzen, mehr Kapital bereitzustellen, als sie es könnten, stünden sie individuellen Schuldnern gegenüber. Börsen sind darum nicht unproduktiv, vielmehr gewähren bzw. »produzieren« sie transaktionsspezifische (Kalkulations-)Sicherheit. Gehandelt wird nicht mit materiellen Gütern, auch nicht einfach mit Geld, sondern mit den immateriellen, wenn auch warenförmigen, wertvollen oder »kostbaren« Preisen der Güter und Gelder von morgen. Finanzmärkte sind Risiko- oder Zukunftsmärkte, welche die an sich ungewisse, also riskante Zukunft zwar nicht vorhersehen können, wohl aber kalkulierbar und damit handhabbar machen sollen. All das ist freilich nicht neu, sondern ein mindestens seit dem 19. Jahrhundert immer wieder vor allem gegen die Kritiker der Börsenspekulation vorgebrachtes Argument (sie-

he Stäheli 2007: 61–72). Neu ist also nicht die Kommodifizierung von Risiken als solche. Neu ist jedoch die vermeintliche Objektivierung des Risikos bzw. die scheinbare Verwissenschaftlichung der Spekulation – mit dem paradoxen Resultat, dass aus Warte der modernen Finanzmarkttheorie ein Hasardeur ist, wer nicht spekuliert.

Das grundlegende Problem eines jeden, auch des »nicht-wissenschaftlichen« Spekulanten besteht darin, einerseits den »korrekten«, »inneren« Wert eines Wertpapiers zu bestimmen – ganz gleich, ob es sich dabei um eine Aktie, einen Rentencoupon, eine Option oder was auch immer handelt – und andererseits aus der Differenz dieses »wahren« Werts zum aktuellen Preis auf den wahrscheinlichen zukünftigen Preis zu schließen. Diesseits der wissenschaftlichen, das heißt komplexer mathematischer Modelle, den wahren Wert eines Investments abzuschätzen, gibt es im Wesentlichen zwei Schulen oder Praktiken der Marktbeobachtung: zum einen die sogenannte Fundamental- und zum anderen die technische oder Chartanalyse (vgl. Orléan 1999: 15–55). Die Fundamentalanalyse versucht, mit Hilfe von realwirtschaftlichen Kennziffern (wie zum Beispiel Umsatzzahlen, dem Kurs-Gewinn-Verhältnis oder der Eigenkapitalquote), der Lektüre von Geschäftsberichten und Bilanzen, eigenständigen Marktanalysen usw. den wahrscheinlichen realwirtschaftlichen Erfolg eines Unternehmens oder Wertpapieremittenten vorherzusagen und daraus den Kursverlauf abzuleiten. »Real unterbewertete« Titel werden »vernünftigerweise« gekauft, überbewertete verkauft. Die technische Analyse muss einem soziologisch aufgeklärten Zeitgenossen demgegenüber als wissenschaftlich verbrämte, unvernünftige Form der Kaffeesatzleserei erscheinen: Aus bestimmten Kursmustern und -verläufen, ihrer phasenweise gleichmäßigen Steigung und plötzlichen Brechung, der bloßen Behauptung von Korrelationen und der Unterstellung von Schwellenwerten – »Die psychologisch wichtige Marke von 7.000 Punkten wurde heute überschritten.« – wird in einer Art Kurvendiskussion auf die Fortsetzung oder Neufiguration der Charts geschlossen. Das ist natürlich Nonsense. Insofern jedoch eine erkleckliche Anzahl von Marktteilnehmern von der Triftigkeit der Chartanalyse respektive einer bestimmten Interpretation der Kurvenverläufe ausgeht, hat sie, wie Soziologen wissen (vgl. Thomas/Thomas 1928: 572), reale Folgen (zum Beispiel dass die Marke von 7.000 Punkten nicht überschritten wird). Hinzu kommt, dass die Fundamental- und Chartanalyse sich theoretisch zwar ausschließen, nicht nur von Analysten praktisch indes durchaus miteinander kombiniert werden können. Ein guter Börsenkommentator weiß ebenso plausibel

zu begründen, dass, »immer wenn der Ölpreis steigt, der Dollar fällt«, wie »in diesem Fall« das Gegenteil einsichtig zu machen. Beiden Bricolage-Verfahren macht indes die moderne, wissenschaftliche Finanzmarkttheorie – scheinbar – ein Ende.¹¹

Unterstellt werden von dieser, genauer, von der Effizienzmarkthypothese (*efficient market hypothesis*, EFH), wie in der neoklassischen Ökonomie überhaupt, rationale Akteure mit rationalen, das heißt sich bei Präferenzstabilität an verändernde Umweltbedingungen anpassenden, Erwartungen. Ziel der Anleger ist die Steigerung ihres Ertrags. Alle Informationen, die den Wert(verlauf) eines Titels beeinflussen könnten, werden dementsprechend umgehend »eingepreist«. Es spielt dabei keine Rolle, ob diese Informationen allen (gleichzeitig) zugänglich sind oder nicht. Die Tatsache, dass ein Akteur bestimmte Informationen – nach Bateson »differences that make a difference« (1979: 99) – für kursrelevant hält und sein finanzielles Engagement entsprechend herauf- oder herunterfährt, macht schließlich für alle sichtbar, dass es Informationen gibt, die, aus welchen Gründen auch immer, kursrelevant sind. Spiegeln nun aber die Finanzmärkte alle verfügbaren Informationen über die weitere Preisentwicklung wider, kann es keine von den je aktuellen Marktpreisen abweichenden wahren Preise geben. Aus demselben Grunde sind keine kollektiven Über- oder Untertreibungen möglich.¹² Mit einem Wort: Der Markt hat immer recht. Oder anders gesagt: Er ist nicht zu schlagen. Für Anleger eine, je nach Standpunkt, trostlose oder aber tröstliche Nachricht.

Die Investmentberater sind gleichwohl nicht arbeitslos geworden. Denn die entscheidende Frage lautete nach wie vor, in welche, wenn nicht – was den allermeisten Investoren unmöglich ist – in alle der auf dem Markt gehandelten Titel investiert werden sollte. Eine Antwort auf diese Fragen war die Bildung von Investmentfonds – im Grunde handelte es sich dabei um die gleiche Strategie, die später auch im Hinblick auf (Hypotheken-)Kredite in Anschlag gebracht werden sollte. Wenn ein Investor nicht in den gesamten Markt investieren kann – ein milliardenschwerer Fonds, der Wertpapiere zweiten Grades emittiert, kann es. Doch das ist noch nicht alles. Falls die EFH gezeigt hat, dass die künftige Preisentwicklung von Wertpapieren zwar

11 Eine gut lesbare Darstellung gibt Bernstein (2007); die aus soziologischer Perspektive, zugleich historisch wie finanzmarkttheoretisch erhellendste Publikation der letzten Jahre ist MacKenzie (2006).

12 So behauptet Eugene Fama, der eigentliche Vater der EFH, auch noch »nach« der letzten Krise: »I don't know what a credit bubble means. I don't even know what a bubble means.« Zit. nach Cassidy (2010).

nicht prognostizierbar ist, so lässt sich im historischen Rückblick sehr wohl die marktrelative Volatilität oder Preisschwankungswahrscheinlichkeit eines bestimmten Titels errechnen. Unter der Voraussetzung, dass die historische Volatilität selbst keinen abrupten Schwankungen unterliegt, gilt daher, dass das Gewinn- bzw. Verlustpotential dieses Titels desto höher ist, je stärker er von der durchschnittlichen Marktvolatilität abweicht. Auf ein »Pferd« zu wetten, wäre freilich allzu riskant, weshalb es nahe lag, Titel derselben »impliziten Volatilität« zu Fonds einer bestimmten Risikoklasse zusammenzufassen. Auf Basis des sogenannten *capital asset pricing model* (CAPM) wurde es mithin möglich, an die Risikobereitschaft respektive die Begehrlichkeit einzelner Investoren angepasste Anlagestrategien zu eruieren.

Der »Pferdefuß« nicht bloß dieser Investmenttechnologie besteht allerdings darin, dass die ökonomisch sinnvolle Standardisierung diversifizierter Portfolios den eigentlichen Zweck, nämlich die Diversifizierung des Risikos, dadurch aufhebt oder wenigstens konterkariert, dass ehemals, einzeln betrachtet, unkorrelierte Titel fürderhin korreliert, weil in relevanten Größenordnungen zu Fonds gebündelt werden. Unvermeidliche Folgen sind die Rückkehr der aktiven Vermögensverwaltung, die Erweiterung der Portfolios, die Erfindung neuer Fonds, die, sofern (ein Weilchen) erfolgreich, freilich kopiert und damit erneut standardisiert werden. Was für die Finanzbranche insgesamt ein einträgliches Geschäft ist und ihren Erfindungsreichtum erklärt – und als Dialektik von Diversifizierung und Mimesis beschrieben werden kann –, hat »an sich« jedoch den potentiell verheerenden, weil Marktschwankungen potenzierenden Effekt, »fundamental« nicht miteinander in Wechselbeziehung stehende Vermögenstitel miteinander in Wechselbeziehung zu setzen. Insofern jedoch die Differenz der Meinungen im Hinblick auf künftige Preise die Bedingung des Gewinns selber ist (vgl. Knight 1921), führt die systematische Arbitrage im Welt-Super-Markt der Finanzen zur Minimierung »echter« Gewinnchancen, zur Beschleunigung des Handels, zur Homogenisierung des Verhaltens der Markakteure und schließlich zur Korrelation »an sich« unkorrelierter Kursverläufe. »Regiert« wird der Markt dann von als mathematischen Evidenzen verkleideten Konventionen, von Stimmungen, die jederzeit ins Gegenteil kippen können. Das war 1998 der Fall, als unerwartete Zahlungsschwierigkeiten Russlands den damaligen, von Nobelpreisträgern ausgeklügelten Hedgefonds LTCM platzen und mit ihm das Weltfinanzsystem um Haaresbreite vor die Wand fahren ließen (siehe Dunbar 2000; MacKenzie 2006: 211–242); und dasselbe wiederholte sich 2007ff.

Verschärft wird dieses Problem der durch investorenübergreifende »Superportfolios« bzw. marktweite Investitionsmuster und -strategien bedingten oder wenigstens ermöglichten Gegenperformativität durch den Boom des Derivatehandels. Auch und gerade Derivate versorgen den Markt oder vielmehr die Investoren wie das CAPM (wie im Grunde schon das Geld selbst) mit »kalkulierbarer Kontingenzen«. Derivate – das sind im Wesentlichen erstens zukünftige Liefer- und Abnahmeversprechen, Terminkontrakte oder *futures*, zweitens befristete Kauf- und Verkaufsoptionen und drittens gleichfalls befristete oder an bestimmte Ereignisse gekoppelte Tauscharrangements spezifischer Zahlungsströme oder *swaps* – erlauben es, gegen ein geringes Entgelt, Zukunft zu binden.¹³ Sie sind billig, weil sie sich zum einen »nur« auf künftige, in ihren Nominalwerten weitaus umfänglichere Transaktionen beziehen, ohne diese selbst zu sein, zum anderen weil (und seitdem) es mit dem Optionspreismodell von Fisher, Scholes und Merton eine saubere und vor allem technisierbare Methode gibt, ihren »objektiven« Wert zu ermitteln (siehe MacKenzie 2006: 119–142).

Durch eine Option – deren Prinzip zu erläutern hier *pars pro toto* genüge – erwirbt man ein befristetes Recht, zum Beispiel ein Wertpapier zu einem vorab festgelegten Preis kaufen oder verkaufen zu können, ohne sich vorab festzulegen. Ausgeübt wird die Option nur, wenn der vereinbarte Preis sich in Relation zum aktuellen Marktpreis des Wertpapiers als günstiger erweist, das heißt, wenn sich der Titel mittels der Option billiger beziehen als auf dem Markt kaufen lässt bzw. umgekehrt, wenn ein veroptioniertes Papier teurer an die Gegenpartei als auf dem Markt verkauft werden kann. Durch den Erwerb von Optionen wird es damit möglich, einerseits den Gesamtwert eines Portfolios zu versichern; für die Gegenpartei, den Verkäufer der Optionen, gilt demgegenüber, dass die möglichen Gewinne bzw. Verluste im Verhältnis zum eingesetzten Kapital in den Himmel schießen oder ins Bodenlose fallen können. Letzteres etwa dann, wenn sie ein Wertpapier an der Börse teuer einkaufen muss, das sie *qua* Optionskontrakt viel billiger zu liefern versprochen hat. Auch hier gilt: Risikoabsicherung (*hedging*) und »bloße« Spekulation sind die zwei Seiten derselben Medaille.

Die entscheidende Voraussetzung dafür, dass *hedger* und Spekulanten massenhaft miteinander ins Geschäft kommen, besteht indes darin, dass der »richtige«, den Risiken und Gewinnaussichten einer Option angemessene

¹³ Bryan/Rafferty (2006) betonen jedoch – das ist die These ihres aufregenden Buches –, dass die zeitbindende nur eine und, im Unterschied zur zweiten »komputativen«, nicht einmal spezifische Funktion von Derivaten darstellt.

Preis bestimmt werden kann. Und eben diese Zahl zu liefern verspricht das Optionspreismodell. Die kritische Variable ist erneut die implizite Volatilität eines Wertpapiers, das Ausmaß der aus historischen Börsendaten errechneten Kursschwankungswahrscheinlichkeit eines Titels. Je volatil, das heißt flatterhafter, dessen bisheriger Kursverlauf, desto teurer die Option. Einen besseren Prädiktor für Zukunftspreise scheint es nicht zu geben. Umgekehrt ist freilich nicht auszuschließen, dass der kollektive Glaube der Marktteilnehmer an die Wahrheit der Formel, die Akteure (eine Zeit lang) die Optionspreise zum Anhaltspunkt der »wahren«, »inneren« Werte der jeweiligen »Basis« hat nehmen lassen, so dass sich der Markt nach der Formel und nicht die Formel nach dem Markt richtete. Eben dies scheint in den Jahren bis zum Krach von 1987 der Fall gewesen zu sein.

Dem Spiel von Performativität und Gegenperformativität vorgelagert ist indes eine grundlegende epistemologische Schwierigkeit, welche das Modell verschweigt bzw. einfach umgeht: Denn es ist prinzipiell unmöglich, zukünftige Ereignisse aus vergangenen Daten zu extrapolieren, auch wenn »die Zukunft« sich über gewisse Zeiträume hinweg erstaunlich präzise an »ihre Vergangenheit« hält (siehe Eposito 2010: 30–56; Taleb 2007). Diese Einsicht ist im Grunde bekannt, und doch ist sie der Stachel, den zu brechen die Theorie der Wahrscheinlichkeit immer schon und mit ihr die Finanzmarktmathematik bis heute antreibt. Seit dem Atomunglück von Fukushima – das heißt solange die Erinnerung an diese Katastrophe einigermaßen wach bleibt – dürfte indes auch erkenntnistheoretisch eher desinteressierten Zeitgenossen die begriffliche und praktisch gegebenenfalls folgenreiche, von der Finanzmarkttheorie leider nur immer wieder verwischte und banalisierte Differenz von probabilistisch-kalkulierbarem Risiko und existentiell-unkalkulierbarer Ungewissheit einleuchten. Über Donald Rumsfelds Semantik im Allgemeinen und seine Unterscheidung von »known and unknown unknowns«¹⁴ ist reichlich Häme vergossen worden. Nur: Gerade in diesem Fall hat er Recht. Die Wahrscheinlichkeit, beim Lotto sechs Richtige anzukreuzen, ist gering, mathematisch jedoch präzise bestimmbar. *A priori* unbestimmbar hingegen ist soziales Handeln. Auch und gerade der Finanzmarkt ist über die Metapher Donald MacKenzies hinaus nicht nur keine die wirtschaftlichen Realitäten abbildende *Kamera*, sondern ebenfalls keine Neues produzierende *Maschine* (die funktioniert oder nicht), sondern eine aus dem Spiegelspiel wechselseitiger, immer kon-

¹⁴ Siehe <http://www.defense.gov/transcripts/transcript.aspx?transcriptid=2636>, 18.07. 2011.

tingenter Beobachtungen von Beobachtungen hervorgehende und darum labile Struktur (vgl. Baecker 1988).

Kontingente sind darum auch die Anlässe oder Auslöser von Krisen. Gleichwohl gibt es Varianten des Kapitalismus, institutionelle Settings wie das gegenwärtige, welche das Wachstum der Finanzmärkte auf Kosten realwirtschaftlicher wie gesamtgesellschaftlicher Faktoren forcieren und damit Krisen wahrscheinlicher machen (siehe Windolf 2005). Makroökonomisch liegt Finanzkrisen zwar nicht regelmäßig, aber doch häufig ein Kapitalüberschuss zugrunde (vgl. Krüger 2008). Akut problematisch oder besser krisenschwanger wird die Situation immer dann, wenn realwirtschaftliche Investitionsmöglichkeiten rar werden, eine neue gesellschaftliche Leittechnologie fehlt bzw. in ihrer Profitabilität überschätzt wird und das überschüssige, anlagesuchende Kapital den Finanzmarkt selbst als eigentliche Wachstums- und Innovationsbranche zu entdecken beginnt.¹⁵

Insofern durch den kontinuierlichen Zustrom von Kapital respektive die bereitwillige Gewährung von »Investitions«Krediten ausgelöste Preissteigerungen auf dem Kapitalmarkt nicht als Vermögenspreisinflation, sondern vielmehr als realer Zugewinn interpretiert werden (können), sind Finanzmärkte imstande, auf *a priori* unbestimmte, wenn auch unweigerlich endliche Zeit enorme Summen an Kapital zu absorbieren. Anziehende Aktivapreise werden mit positiven Renditen verwechselt, die wiederum weiteres Kapital anlocken, welches aufs Neue die Preise befeuert. Wem Kapital fehlt, dem wird es geliehen, weil sowohl für die Schuldner als auch die Gläubiger die bisher und offenkundig stetig steigenden Kurse im doppelten Sinne als Sicherheit zählen. Während auf der einen Seite Buch- oder Notationsgewinne, steigende Kurse also, die Kreditwürdigkeit der Schuldner sowie die spekulativ motivierte Kreditnachfrage erhöhen, minimieren bereits gewährte und erst recht weiterverkaufte (das heißt verbrieft) Kredite nicht etwa die Kapitalbasis bzw. Vermögensposition der Gläubiger, sondern verbessern sie vielmehr. Solange die Gewinnaussichten auf dem Finanzmarkt die Refinanzierungskonditionen »toppen«, werden Anlegern vom privaten Häuslebauer bis hin zum institutionellen Spekulanten auf schmaler bis hin zur nicht vorhandenen Eigenkapitalbasis großzügig Kredite gewährt, die wiederum das Wachstum der Branche stimulieren und der Erfindung »neuer Produkte« wie zum Beispiel der CDOs und derivativer Kreditausfallversicherungen (*credit default swaps*, CDS) Vorschub leisten (vgl. Portnoy/Skeel 2007). Und da Derivate weitaus größere Wertsummen zu »kommandieren« vermögen als sie

¹⁵ Zur Krisendynamik siehe Minsky (2011).

selber kosten, verheißen sie unermessliche Gewinne, erlauben aber auch die Errichtung riesiger virtueller Schuldentürme. Spezifisch für die heutige, andauernd kritische Lage ist mithin weniger der Umstand als solcher, dass der Finanzmarkt überschüssiges Kapital absorbiert, sondern zum einen das Ausmaß der umgesetzten Beträge sowie zum anderen die durch die Finanzmarkttheorie und -instrumente gehegte Sicherheitsillusion, Ausfallrisiken beherrschen zu können.

Um eine Illusion handelt es sich erstens aufgrund der besagten epistemologischen Nicht-Unterscheidung von Risiko und Ungewissheit und zweitens der Selbstreferentialität der Finanzmarktpreise, das heißt der tatsächlichen Ununterscheidbarkeit von Signifikat und Signifikant.¹⁶ Für die Finanzmarktakteure nämlich zählt nur und kann nur zählen, und zwar auch dann, wenn es sich um »bekennende Fundamentalisten« handelt, was auf den Märkten selbst geschieht. Um Verluste zu vermeiden und Gewinne mitzunehmen, müssen sie sich danach richten, was der Markt, ausgedrückt in effektiv gezahlten Preisen, vom Wert eines bestimmten Titels hält. Auch wer daran zweifelt, dass der Markt immer recht hat, kann gegen den Markt nicht recht behalten. So kann zum Beispiel ein Anleger, ganz gleich ob Unternehmer oder Spekulant, den Euro für überbewertet halten. Solange der Euro stark bleibt, kann er nicht so tun, als wäre er bereits schwach. Der Euro kann selbst dann stark bleiben, wenn die gesamte Fachwelt ihn für überbewertet hält. Sein Kurs setzt sich nicht aus Einzelmeinungen bzw. vielen einzelnen Meinungen zusammen, dass er überbewertet sei, sondern er bringt vielmehr zum Ausdruck, welche Meinung der Marktteilnehmer sich in Bezug auf die Bewertung des Euro durchsetzt. Auf Finanzmärkten – genau genommen nicht nur dort, aber dort unausweichlich – werden nicht individuelle Bewertungen einer finanzmarktexternen, »fundamentalen« Realität in die preisförmige Sprache des Marktes übersetzt, sondern es wird beobachtet und kann unter Maßgabe der Gewinnorientierung nur beobachtet werden, wie andere Beobachter durch den Kauf oder Verkauf eines Titels auf die Preisschwankung desselben reagieren.

Ein nur auf den ersten Blick abseitiges Beispiel mag klären, welcher besonderen, mitunter zwingenden, wenn auch nicht einzigartigen Logik Finanzmärkte folgen: Wäre ich im Vorfeld des *European Song Contest 2011* gefragt worden, ob die deutsche Vorjahressiegerin des Wettbewerbs Lena

¹⁶ Langenohl (2007) zeigt, wie diese prinzipielle Ununterscheidbarkeit von den Finanzmarktakteuren durch den wechselseitigen Verweis auf kurz- und langfristige Marktentwicklungen aufgelöst oder vielmehr unsichtbar gemacht wird.

Meyer-Landrut es mit ihrem neuen Beitrag *Taken by a Stranger* auf einen vorderen der kommerziellen Hitparadenplätze schaffen würde, wäre es nicht darauf angekommen, ob ich Lena Meyer-Landrut für eine begabte Künstlerin halte, die einen vorderen Hitparadenplatz verdient, sondern ob ich davon ausgehe, dass andere, die ihrerseits wissen, dass nicht ihre persönliche, sondern die Durchschnittsmeinung abgefragt wird, davon ausgehen, dass Lena es »nach oben schafft«. Eben so wurde möglich, dass der besagte Song tatsächlich auf die oberen Listenplätze gelangte, obwohl nur wenige das Lied wirklich mochten.¹⁷ Mehr noch: Viele lernten das Stück lieben, weil es andauernd auf allen Kanälen zu hören war.

Kapitalmärkte als Beobachtungsarenen zweiter (wenn nicht dritter oder x-ter) Ordnung folgen aller Finanzmarktmathematik zum Trotz genau dieser Hitparadenlogik. Und darum können steigende oder fallende Kurse das Gegenteil dessen bewirken, was die neoklassische Marktorthodoxie uns glauben machen will: Im Wert steigende Titel werden gekauft, fallende Werte werden fallen gelassen; die Hausse nährt die Hausse, und die Baisse nährt die Baisse.

Selbstverständlich gibt es Informationen oder Ereignisse, die zu einem Richtungswechsel der Kursverläufe führen können; ebenso mag es Schwellenwerte geben, die nicht leicht zu überschreiten sind. Nur lässt sich nicht vorhersagen, welche Information, welches Ereignis, welcher Schwellenwert den Kursverlauf beeinflusst und was nicht; so ist es beispielsweise keine Ausnahme, dass ein Unternehmen hervorragende Quartalszahlen vorlegt und die Aktie trotzdem einbricht. In der Finanzmarktkrise waren es zunächst die Ankündigung der französischen Bank *BNP Paribas* vom 9. August 2007, drei Investmentfonds vorläufig einzufrieren (das heißt Anlegern zu verwehren, sich auszahlen zu lassen) und dann und vor allem die Lehman-Pleite vom 14. September 2008, welche die Katastrophe auslösten, wenn auch keineswegs verursachten. Genauso, wie der amerikanische *Subprime*-Markt bei aller relativen Größe »fundamental« zu unbedeutend war, um die Welt zu erschüttern, war Lehman (wie auch das amerikanische Aufsichtspersonal am Vorabend der Insolvenz meinte) »im Grunde« zu klein, um den finanziellen Super-GAU auszulösen (siehe Cassidy 2009: 301–304, 324–327; Langenohl 2011: 86–95).

¹⁷ Vgl. die n-tv-Meldung v. 01.03.2011 »Lena dominiert die Charts«. Dort heißt es: »Ja, es gibt manch einen, der findet, dass zu viel über Lena berichtet wird. Aber was soll man machen, wenn das Mädels schon wieder einen Rekord bricht?«, <http://www.n-tv.de/leute/grandprix/Lena-dominiert-die-Charts-article2736601.html>, 18.07.2011.

Diese Logik gilt freilich nicht erst für den Finanzmarktkapitalismus der letzten Jahrzehnte; sie ist Finanzmärkten grundsätzlich eigen. Auch die neuesten und avanciertesten Investmentmodelle haben daran nichts geändert; im Gegenteil: Die Modelle selbst unterliegen Moden, die mitzumachen erfolgreiche Anleger gezwungen sind, auch wenn man darum weiß oder zumindest wissen könnte, dass das Spiel auf die Dauer nicht gut geht. Die Kunst der großen Spekulanten besteht darin, ähnlich wie »Chicken« spielende amerikanische Jugendliche, die mit Autos aufeinander zurasen, gerade noch rechtzeitig auszuscheren, bevor die Dialektik von Diversifikation und Mimesis, die eben nicht bloß finanztechnische Innovationszyklen, sondern das grundlegende »spekulative Dilemma« beschreibt, sie zu Getriebenen bzw. Opfern ihrer eigenen Anlagestrategie macht. Nicht das Marktgleichgewicht, sondern mehr oder weniger exzessive *boom and bust*-Phasen sind der Normalzustand oder wenigstens der Fluchtpunkt des Geschehens. Finanzmärkte sind inhärent instabil. Und wie in den Jahren 2007–2009 nicht zum letzten Male gesehen, führen ihre systemischen Exzesse unter Umständen bis zur Selbstparalyse.

So ließen durch einen moderaten Wiederanstieg der amerikanischen und europäischen Leitzinsen seit 2004 US-Hypothekenkreditausfälle ab Anfang 2007 die (Markt-)Preise der CDOs fallen. Im Sommer lösten sich mehr oder weniger plötzlich die bisherigen, konventionellen Bewertungsstandards auf. Es wurde unklar, was *Subprime*-Kredite und die an diesen hängenden Derivate (noch) wert sind, weniger weil die Investmentbanken sich schlicht verrechnet, die Ratingagenturen gemauschelt oder die Aufsichtsbehörden versagt hätten, sondern weil aufgrund der buchstäblichen Globalität des Marktes niemand überblicken konnte, welches »Produkt« von welchen »Produkten« abhängig war. Eben weil ein prinzipiell entreferentialisierter Markt zwischen Wert und Preis nur begrifflich, nicht aber praktisch zu unterscheiden weiß und die Qualität der ineinander verschachtelten und miteinander verflochtenen Vermögenstitel nur relativ zu bestimmen ist, sprang die Ungewissheit auch auf durch die Hypothekenkrise eigentlich nicht betroffene Papiere über. Sobald aber aus Misstrauen getätigte Verkäufe den Wert eines bestimmten Produkts oder einer bestimmten Produktklasse drückten, wurde das Misstrauen als begründet bestätigt. Es weitete sich aus und griff schließlich auf die Banken selbst über, die nun alle gleichzeitig ihren »Giftmüll« loszuwerden versuchten. Die Stressverkäufe trieben die Kurse in den Keller und führten auf dem Wege der Bilanzverkürzung, das heißt der Rekalibrierung der Eigenkapitalquote, zu Stressverkäufen »gesunder« Aktiva. In der

Folge kollabierten weltweit die Börsen. Unternehmen, deren Aktienwert ihnen zuvor nahezu unbegrenzten Kredit versprach, verwandelten sich gewissermaßen über Nacht in prekäre Schuldner. Die Finanzkrise sprang über auf die Realökonomie. In einem Wort: Die totale Mobilmachung des Kapitals schlug um in den verzweifelten Aufschrei nach Geld.

Neuartig waren wohlgemerkt »nur« das Ausmaß der Krise und die Geschwindigkeit, mit der sich Zahlungsschwierigkeiten in einem Teilsegment des US-Finanzmarktes zu einer Weltfinanz-, Weltwirtschafts- und jetzt Währungskrise ausweiten konnten. Möglichkeitsbedingung für diesen Flächenbrand war und ist die weltweite Verflechtung bzw. Integration ehemals getrennter Märkte. Die globale Krise ist mithin der Preis der globalen Liquidität. Diese jedoch ist ihrerseits nicht allein das Gegenteil fehlender Kapitalverkehrskontrollen, sondern selbst Produkt eines Finanzmarkts, der in Zahlen und Ertragsströme verwandelt, egal was auf seinen Schirmen erscheint, ja, einer Geldordnung, die sich nicht nur einer wie immer fiktiven Bindung des Geldes an materielle Güter entsagt, sondern in Form vor allem der Derivate eine Art Weltgeld zugelegt hat, das die Ökonomie global einem Maßstab sowie einer Mindestrendite unterwirft. *One world, one crisis.*

Literatur

- Albert, Mathias u.a. (1999), *Die neue Weltwirtschaft. Entstofflichung und Entgrenzung der Ökonomie*, Frankfurt/M.
- Baecker, Dirk (1988), *Information und Risiko in der Marktwirtschaft*, Frankfurt/M.
- Bateson, Gregory (1979), *Mind and Nature: A Necessary Unity*, New York.
- Bernstein, Peter L. (2007), *Capital Ideas Evolving*, Hoboken, N.J.
- Bockelmann, Eske (2004), *Im Takt des Geldes. Zur Genese des modernen Denkens*, Springe.
- Bryan, Dick/Rafferty, Michael (2006), *Capitalism with Derivatives. A Political Economy of Financial Derivatives, Capital and Class*, Houndsmills.
- Bryan, Dick/Rafferty, Michael/MacWilliam, Scott (2010), The Global Financial Crisis: Foreclosing or Leveraging Labor's Future?, in: Martijn Konings (Hg.), *The Great Credit Crunch*, London, S. 353–369.
- Cassidy, John (2009), *How Markets Fail. The Logic of Economic Calamities*, New York.
- Cassidy, John (2010), Rational Irrationality. Interview With Eugene Fama, *The New Yorker*, 13.01.2010.

- Crotty, James (2007), *If Financial Market Competition is so Intense, Why are Financial Firm Profits so High? Reflections on the Current 'Golden Age' of Finance*, PERI Working Paper Nr. 134.
- Deutschmann, Christoph (2009), Geld als universales Inklusionsmedium moderner Gesellschaften, in: Rudolf Stichweh/Paul Windolf (Hg.), *Inklusion und Exklusion. Analysen zur Sozialstruktur und sozialen Ungleichheit*, Wiesbaden, S. 223–240.
- Dunbar, Nicholas (2000), *Inventing Money. The Story of Long-Term Capital Management and the Legends Behind it*, Chichester.
- Eposito, Elena (2010), *Die Zukunft der Futures. Die Zeit des Geldes in Finanzwelt und Gesellschaft*, Heidelberg.
- Ferguson, Niall (2008), *The Ascent of Money. A Financial History of the World*, London.
- Fisher, Irving (1933), The Debt-Deflation Theory of Great Depressions, *Econometrica*, Jg. 1, H. 4, S. 337–357.
- Hellwig, Martin (2000), Die volkswirtschaftliche Bedeutung des Finanzsystems, in: Jürgen von Hagen/Johann, Heinrich von Stein (Hg.), *Obst/Hintner. Geld-, Bank- und Börsenwesen. Handbuch des Finanzsystems*, 40. Aufl., Stuttgart, S. 3–37.
- Hereis, Marcel/Nölke, Andreas (2011), Finanzkrise und Finanzialisierung, in: Oliver Kessler (Hg.), *Die Internationale Politische Ökonomie der Weltfinanzkrise*, Wiesbaden, S. 37–52.
- Huber, Joseph (2010), *Monetäre Modernisierung. Zur Zukunft der Geldordnung*, Marburg.
- Ingham, Geoffrey (2004), *The Nature of Money*, Cambridge.
- Kindleberger, Charles P. (1984), *A Financial History of Western Europe*, London.
- Knight, Frank H. (1921), *Risk, Uncertainty and Profit*, London.
- Krüger, Stephan (2008), Finanzmarktkrise: Der Umschlag des Kredit- in das Monetarsystem. Einordnung in langfristige Entwicklungstendenzen der Kapitalakkumulation, in: Joachim Bischoff u.a.: *Finanzkrise, Überakkumulation und die Rückkehr des Staates*, Hamburg, S. 19–39.
- Langenohl, Andreas (2007), *Finanzmarkt und Temporalität. Imaginäre Zeit und die kulturelle Repräsentation der Gesellschaft*, Stuttgart.
- Langenohl, Andreas (2011), Die Ausweitung der Subprime-Krise: Finanzmärkte als Deutungsökonomien, in: Oliver Kessler (Hg.), *Die Internationale Politische Ökonomie der Weltfinanzkrise*, Wiesbaden, S. 75–98.
- Langley, Paul (2006), Securitising Suburbia: The Transformation of Anglo-American Mortgage Finance, *Competition & Change*, Jg. 10, H. 3, S. 283–299.
- Leyshon, Andrew/Thrift, Nigel (2007), The Capitalization of Almost Everything. The Future of Finance and Capitalism, *Theory, Culture & Society*, Jg. 24, H. 7–8, S. 97–115.
- MacKenzie, Donald (2006), *An Engine, Not a Camera. How Financial Models Shape Markets*, Cambridge, Mass.

- Merton, Robert C. (1998), Applications of Option-Pricing Theory: Twenty-Five Years Later, *American Economic Review*, Jg. 88, H. 3, S. 323–349.
- Minsky, Hyman (2011), *Instabilität und Kapitalismus*, Zürich.
- Orléan, André (1999), *Le Pouvoir de la finance*, Paris.
- Orléan, André (2009), *De l'Euphorie à la panique: Penser la crise financière*, Paris.
- Paul, Axel (2012), *Die Gesellschaft des Geldes. Entwurf einer monetären Theorie der Moderne*, 2. Aufl., Wiesbaden.
- Portnoy, Frank/Skeel, David A. (2007), The Promise and Perils of Credit Derivatives, *University of Cincinnati Law Review*, Jg. 75, H. 3, S. 1019–1052.
- Randall Wray, L. (Hg.) (2004), *Credit and State Theories of Money. The Contributions of A. Mitchell Innes*, Cheltenham.
- Schimank, Uwe (2009), Die Moderne: eine funktional differenzierte kapitalistische Gesellschaft, *Berliner Journal für Soziologie*, Jg. 19, H. 3, S. 327–351.
- Seaford, Richard (2004), *Money and the Early Greek Mind. Homer, Philosophy, Tragedy*, Cambridge.
- Stäheli, Urs (2007), *Spektakuläre Spekulation. Das Populäre der Ökonomie*, Frankfurt/M.
- Swary, Itzhak/Topf, Barry (1992), *Global Financial Deregulation. Commercial Banking at the Crossroads*, Cambridge, Mass.
- Taleb, Nassim Nicholas (2007), *The Black Swan. The Impact of the Highly Improbable*, New York.
- Thomas, William I./Thomas, Dorothy S. (1928), *The Child in America. Behavior Problems and Programs*, New York.
- Vogl, Joseph (2010), *Das Gespenst des Kapitals*, Zürich.
- Weber, Beat (2009), Krise der Finanzmärkte, Krise der Risikoindividualisierung, *Prokla*, Heft 154, (=Jg. 39, H. 1), S. 141–159.
- Weber, Max (1988 [1894]), Die Börse, in: Ders., *Gesammelte Aufsätze zur Soziologie und Sozialpolitik*, 2. Aufl., Tübingen, S. 256–322.
- Windolf, Paul (2005), Was ist Finanzmarktkapitalismus?, in: Ders. (Hg.), *Finanzmarkt-Kapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen*, Wiesbaden, S. 20–57.

Klaus Kraemer, Sebastian Nessel (Hg.)

Entfesselte Finanzmärkte

Soziologische Analysen des modernen Kapitalismus



HS- J. 1 243

Klaus Kraemer ist Universitätsprofessor für Angewandte Soziologie (Wirtschaft, Organisation und soziale Probleme) am Institut für Soziologie der Universität Graz. *Sebastian Nessel, M.A.*, ist Soziologe und Universitätsassistent am Institut für Soziologie der Universität Graz.

Campus Verlag
Frankfurt/New York

5834306

Inhalt

Einleitung <i>Klaus Kraemer/Sebastian Nessel</i>	9
I. Finanzmärkte: Soziologische Zugänge	
Ideen, Interessen und Institutionen: Welchen Beitrag kann die Soziologie zur Analyse moderner Finanzmärkte leisten? <i>Klaus Kraemer</i>	25
Die Entgrenzung von Nicht-Sinn: Zur Konzipierung entfesselter Finanzmärkte <i>Andreas Langenohl/Dietmar J. Wetzel</i>	63
Geldillusion und Krise <i>Heiner Ganßmann</i>	83
Von Menschen, Märkten und Moneten: Eine Kritik verhaltensökonomischer Deutungen der Finanzkrise <i>Sabine Frerichs</i>	103
II. Finanzmärkte und Realwirtschaft	
Krise des Shareholder Value? Kapitalmarktorientierte Steuerung als Wettkampfsystem <i>Klaus Dörre</i>	121



Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek:
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie.
Detaillierte bibliografische Daten sind im Internet unter <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.
ISBN 978-3-593-39606-4

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.
Copyright © 2012 Campus Verlag GmbH, Frankfurt am Main
Umschlaggestaltung: Guido Klütsch, Köln
Umschlagmotiv: © de.fotolia.com/Hans-Günter Sünbold
Satz: Campus Verlag, Frankfurt am Main
Druck und Bindung: Beltz Druckpartner, Hemsbach
Printed in Germany

Dieses Buch ist auch als E-Book erschienen.
www.campus.de

Finanzmarktkapitalismus und technologische Innovationen <i>Hartmut Hirsch-Kreinsen</i>	145
Vom Austrokorporatismus zum Austrokapitalismus: Das Beispiel der Entbettung österreichischer Banken <i>Lukas Hofstätter/Philipp Korom</i>	161
III. Finanzmarktkrisen, Ohnmacht und Regulierung	
Crisis? What Crisis? Zur Logik der Spekulation oder Warum die Hypotheken-Krise lehrt, dass die nächste Krise kommt <i>Axel T. Paul</i>	181
Die Eurokrise – Konsequenzen der defizitären Institutionalisierung der gemeinsamen Währung <i>Jenny Preunkert/Georg Vobruba</i>	201
Politischer Ritterschlag für Ratingagenturen: Regulatorisches Outsourcing und der Beitrag von Gesetzgebern zur Macht der Ratingagenturen <i>Natalia Besedovsky</i>	225
Kleinanleger auf dem Finanzmarkt: Praktiken der Hilflosigkeitabsorption <i>Uwe Schimank/Silke Stopper</i>	243
Vertrauen, Wissen, Nichtwissen – Bank-Kunden-Beziehungen in der Finanzkrise <i>Birger P. Priddat</i>	263
IV. Finanzmärkte und Entscheidungsrationaltäten	
Ethisches Investment, Islamic Finance und politische Fonds: Eine Analyse multipler Entscheidungsrationaltäten auf Finanzmärkten <i>Sebastian Nessel</i>	281

Rationalitätsfiktionen des Anlageverhaltens auf Finanzmärkten <i>Rolf von Lüde/Christian von Scheve</i>	309
Der Gefühlskapitalismus der Banken: Vom Ende der Gier als »ruhiger Leidenschaft« <i>Sighard Neckel</i>	327
Finanzkrisen und Stimmungslagen – eine gegenwartsanalytische Betrachtung <i>Manfred Prisching</i>	347
Der Markt als Lebewesen: Zugeschriebene Handlungsträgerschaft als Bearbeitung von Ungewissheit und Informationsarmut in Finanzmärkten <i>Stefan Laube</i>	367
V. Ausblick	
Globale Finanzmärkte: Fairness und Gerechtigkeit <i>Brigitte Young</i>	387
Autorinnen und Autoren	403