

Bundesverfassungsgericht versus EZB/Eurosystem - zur Frage der Effizienz von Finanzmärkten

Prof. Dr. Karlheinz Ruckriegel

Technische Hochschule Nürnberg Georg Simon
Ohm

Fakultät Betriebswirtschaft

www.ruckriegel.org

Abstract

Während die Mehrheit im Zweiten Senat des Bundesverfassungsgerichts und Hans-Werner Sinn der neoklassischen Effizienzmarkttheorie folgen, also effiziente Finanzmärkte unterstellen, beruht die Begründung der EZB auf den Erkenntnissen der Behavioral Economics. Mit ihrem Urteil sagen die Richter zweierlei: Finanzmärkte sind immer vernünftig, und Eingriffe von Zentralbanken sind deshalb nicht zu rechtfertigen.

Die EZB geht hingegen davon aus, dass die Märkte zu Über-Optimismus (Manie) und Panik, also zu Irrationalität neigen. Die Wirkungen des OMT-Programms beruhen dabei (nur) auf der Ankündigung von unbegrenzten Ankäufen von Staatsanleihen durch die EZB/ das Eurosystem und konnten eine Beruhigung der Finanzmärkte erreichen.

Vor dem Hintergrund der neueren Erkenntnisse in den Wirtschaftswissenschaften erscheint die Auffassung, die die Mehrheit des Zweiten Senats des Bundesverfassungsgerichtes vertritt, sehr problematisch.

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

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

Am 7.2.2014 machte der Zweite Senat des Bundesverfassungsgerichtes die schriftliche Fassung seines EZB-Urteils bekannt. Die Entscheidung war nicht einstimmig (zu den einzelnen Positionen im Zweiten Senat siehe etwa <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/eurokrise-verfassungsrichter-halten-ezb-programm-fuer-rechtswidrig-12789643.html>). Zwar sieht die Mehrheit des Zweiten Senats das EZB-Programm zum Ankauf von Staatsanleihen (das sog. OMT-Programm) als rechtswidrig an, er hat aber zunächst den Europäischen Gerichtshof (EuGH) um die Klärung von europarechtlichen Einwänden gebeten. Der EuGH hat nun zu klären, ob das OMT-Programm der EZB von ihrem Mandat gedeckt ist und ob es gegen das EU-vertragliche Verbot monetärer Haushaltsfinanzierung verstößt (zur Einordnung aus rechtlicher Sicht siehe etwa http://www.focus.de/finanzen/news/gastkolumnen/kube/eine-premiere-in-karlsruhe-rettungsschirm-ja-anleihe-ankauf-nein_id_3599787.html).

"**Zinsaufschläge** sind immer nur **Folge von Erwartungen der Marktteilnehmer** und **unabhängig** von ihrem **Rationalitätsgehalt** für die **marktwirtschaftliche Preisbildung maßgeblich**. Vermeintlich identifizierbare Einzelursachen herauszugreifen und neutralisieren zu wollen, käme einem **willkürlichen Eingriff in das Marktgeschehen** gleich. Letztlich ist die **Unterscheidung rational/irrational** in diesem Zusammenhang aus-sagelos und jedenfalls **nicht operationalisierbar**."

Bundesverfassungsgericht, Hauptsacheverfahren ESM/EZB: Urteilsverkündung sowie Vorlage an den Gerichtshof der Europäischen Union, Beschluss vom 14.1.2014, Rn 98, Anlage zur Pressemitteilung Nr. 9/2014 vom 7. Februar 2014 (http://www.bundesverfassungsgericht.de/entscheidungen/rs20140114_2bvr272813.html)

Noch am 7.2.2014 haben das Ifo-Institut und sein Präsident Hans-Werner Sinn eine Stellungnahme zu den (vier) entscheidenden Argumenten (der Mehrheit im Zweiten Senat), die gegen das OMT-Programm angeführt wurden, veröffentlicht (http://www.cesifo-group.de/de/ifoHome/presse/Pressemitteilungen/Pressemitteilungen-Archiv/2014/Q1/press_20140207-Stellungnahme-des-ifo-Instituts-und-von-Prof--Hans-Werner-Sinn-zur-heutigen-Erklärung-des-Bundesverfassungsgerichts-zum-OMT-Programm-der-EZB-.html).

Auszug:

"4. Die Absicht der EZB, die **Zinsaufschläge der Märkte** bei den Staatspapieren bedrängter Länder zu **neutralisieren**, spricht dafür, dass das OMT eine nach Artikel 123 AEUV verbotene monetäre Staatsfinanzierung ist.

Kommentar Prof. Sinn: Diese Position hatte das Gericht auch schon in seinem vorläufigen Urteil vom September 2012 vertreten. Dort sprach es von einem **Verbot einer Politik**, die darauf zielt, die **Finanzierung eines Staates vom Kapitalmarkt unabhängig** zu machen. In der neuen Stellungnahme wird das Gericht präziser, indem es sich generell **gegen eine Politik** wendet, die die **Zinsaufschläge verringert**. Diese **Position ist ökonomisch korrekt**, denn **Zinsaufschläge** sind das **zentrale Mittel zur Vermeidung von Schuldenexzessen** im Euroraum. Wenn sich Staaten überschulden, sinkt die Wahrscheinlichkeit, dass sie die Schulden zurückzahlen werden, und die Gläubiger verlangen höhere Zinsaufschläge. Das wiederum bremst die Verschuldungsneigung. ..."

Diese Position hat Sinn schon bei der mündlichen Verhandlung vor dem Bundesverfassungsgericht im Juni 2013 vertreten: „Bevor zu den Begründungen der EZB im Einzelnen Stellung genommen wird, ist es notwendig, sich die **fundamentale Bedeutung von Zinsspreizungen in der Marktwirtschaft** klar zu machen. Diese Spreizungen sind notwendig, um die **unterschiedlichen Risiken der Investitionen** adäquat im Zins abzubilden und die effektiven Zinsen im Sinne einer mathematischen Zinserwartung gleich zu machen. ... **Eingriffe in die freie Preisbildung** sind deshalb **grundsätzlich schädlich für die Effizienz wirtschaftlicher Prozesse**.“ (Sinn, 2013, 52, 55).

Die **Argumentation, die die EZB** bei der mündlichen Verhandlung im Juni 2013 (und bereits vorher und auch nachher - siehe weiter unten) zur **Rechtfertigung des OMT-Programms** vorgebracht hat, war - der **ökonomischen Sichtweise der EZB** gemäß - eine **vollkommen gegensätzliche**:

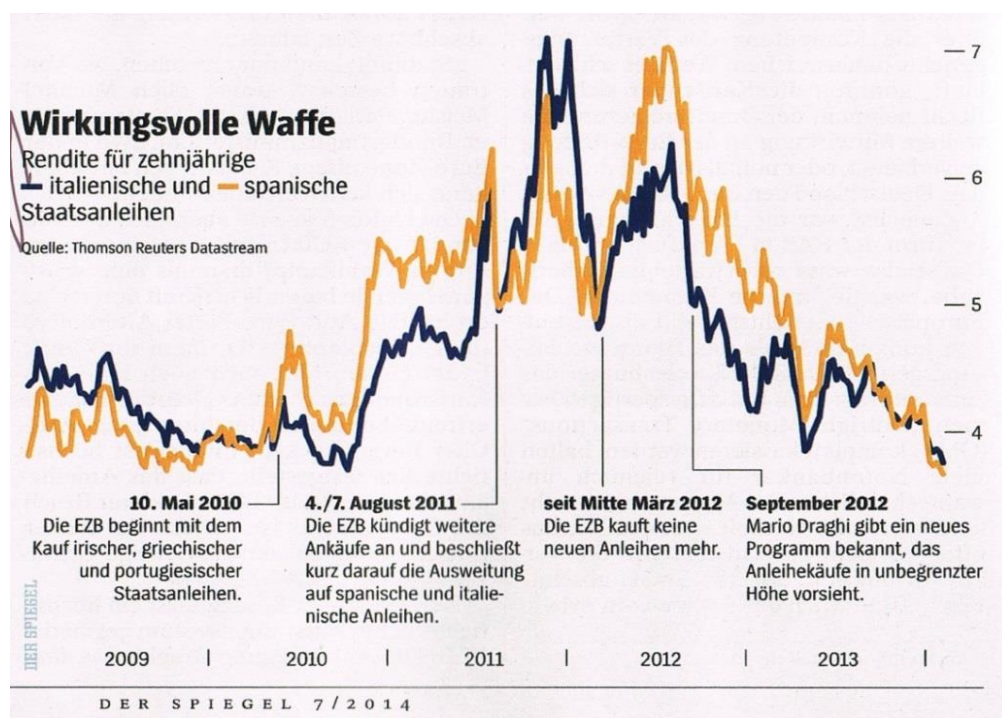
"Die EZB argumentiert hingegen, dass aus ökonomischer / wirtschaftspolitischer Sicht dem Eurosystem gar nichts anderes übrig geblieben sei, als am Markt zu intervenieren. „Some critics have argued that because of our determined policy action, the shoring up of bank capital and the consolidation of fiscal positions have been delayed. My answer is simple. Our measures gave breathing space from **markets driven by panic**, which were **forcing the economy into a position where inappropriately high interest rates would make default a self-fulfilling prophecy. Adjustment would have been impossible**. Instead of better capitalised banks and stronger fiscal positions we would have been left with **financial and economic meltdown**“, so Mario Draghi (Draghi, 2013a).

Der Vertreter der EZB bei der mündlichen Verhandlung beim Bundesverfassungsgericht, das (damalige, Anmerk. KR) Direktoriumsmitglied Jörg Asmussen, trug dazu im Einzelnen Folgendes vor (Asmussen, 2013): „Um die **Notwendigkeit unserer geldpolitischen Maßnahmen zu verstehen**, ist es wichtig, sich das **ökonomische Umfeld** im Sommer letzten Jahres (im Sommer 2012, Anmerk. KR) vor Augen zu führen: Die **Angst vor einem unfreiwilligen Auseinanderbrechen** der Währungsunion führte zu schweren Spannungen auf den Kapitalmärkten. Zentrum dieser Verwerfungen waren **Turbulenzen auf dem Markt für Staatsanleihen** – dem größten Kapitalmarkt im Eurogebiet. Zugleich ist der Markt für Staatsanleihen äußerst wichtig für die Preisbildung in anderen Kapitalmarktsegmenten, etwa für Bank- und Unternehmensanleihen. Die **Unterschiede zwischen den Renditen der Staatsanleihen** der Länder im Euro-Raum stiegen auf ein Maß, das in einigen Fällen **über das durch die Fundamentaldaten gerechtfertigte Niveau deutlich hinausging**. Ein Teil dieser Renditeaufschläge konnte durch die Sorge der Marktteilnehmer um die Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen erklärt werden. Fiskalische Gründe alleine reichten zur Erklärung allerdings nicht vollumfänglich, denn der **rapide Anstieg der Renditeaufschläge** im ersten Halbjahr 2012 ging **nicht mit einer äquivalenten Verschlechterung der Fundamentaldaten** dieser Länder einher. Gleichzeitig bestand akute **Ansteckungsgefahr** anderer Länder in der Eurozone, was auf systemische und nicht nur länderspezifische Risiken hindeutete. Ein wesentlicher, treibender Faktor war dabei die **Marktbefürchtung** über ein unfreiwilliges Auseinanderbrechen der gemeinsamen Währung – d. h. die **Angst vor der „Umkehrbarkeit des Euro“** und das damit verbundene implizite Wechselkursrisiko. Diese Einschätzung wurde auch in Modellrechnungen bestätigt, wonach der Renditeaufschlag, der nicht durch Fundamentaldaten erklärt werden konnte, im Juli 2012 für 2-jährige italienische und spanische Staatsanleihen bei bis zu 2 Prozentpunkten lag.““ (zitiert nach Görgens/ Ruckriegel/ Seitz, Europäische Geldpolitik, 6. Auflage, Konstanz und München 2014, S. 70).

Während die Mehrheit **im Zweiten Senat des Bundesverfassungsgerichts** und **Hans-Werner Sinn** der **neoklassischen Effizienzmarkttheorie** folgen, also **effiziente Finanzmärkte** unterstellen, beruht die Begründung der **EZB** auf den **Erkenntnissen der Behavioral Economics**.

Je nachdem, welcher Interpretation/Erklärung des Marktverhaltens man mehr zuneigt, der neoklassischen Effizienzmarkttheorie, die auf der homo oeconomicus-Annahme rationaler Marktakteure fußt, oder den Erklärungen der Behavioral Economics (präziser: welcher Ansatz die Realität besser erklärt bzw. abbildet), erscheint das OMT-Programm der EZB jeweils in einem ganz anderem Licht (eine einführende Darstellung zur Behavioral Economics findet sich bei Ruckriegel, 2011; vertiefend Akerlof/Shiller, 2009; Kahneman, 2012; Lux, 2013; Thaler/Sunstein, 2008; Wirtschaftsdienst 2013 sowie die Homepage des Behavioral Insights Team).

Zunächst ist festzustellen, dass das OMT-Programm der EZB in der Krise seinen Zweck ökonomisch voll erfüllte. Es war sehr erfolgreich dabei, die Finanzmärkte, Finanzmarktakteure zu beruhigen. Die Wirkungen des OMT-Programms beruhen dabei (nur) auf der Ankündigung von unbegrenzten Ankäufen von Staatsanleihen durch die EZB/ das Eurosystem. Bisher, d.h. seit Mario Draghi die Ankündigung "Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough" im Juli 2012 machte, kam es zu deutlichen Zinsrückgängen, ohne dass die EZB/ das Eurosystem intervenieren musste, d.h. die EZB / das Eurosystem musste keine Staatsanleihen ankaufen.



Quelle: Der Spiegel, Europa oder Demokratie?, Nr. 7/2014 vom 10.2.2014, S. 30

Karl-Heinz Paque (Universität Magdeburg) und Adalbert Winkler (Frankfurt School of Finance and Management) schreiben in ihrem Gastkommentar "Feuerwehr für die Märkte" im Handelsblatt vom 19.2.2014 (S. 15): Mit ihrem Urteil "sagen die Richter zweierlei: Finanzmärkte sind immer vernünftig, und Eingriffe von Zentralbanken sind deshalb nicht zu rechtfertigen. Das Gericht postuliert damit ein völlig neues Verständnis der Aufgabe von Zentralbanken, denn die Rolle als Gläubiger der letzten Instanz im Krisenfall ist eine der wesentlichen Gründe dafür, dass es überhaupt im 19. Jahrhundert zur Schaffung von Zentralbanken kam. Ihnen wurde der **Auftrag** erteilt, zwischen dem **Normalfall der Rationalität** und der seltenen **Ausnahme der Panik am Markt** zu unterscheiden. Genau dies haben die Zentralbanken seit 150 Jahren getan. ... Nach einem Ordnungsverständnis, das immer von effizienten Finanzmärkten ausgeht, gehören diese (Rettungsaktivitäten im Krisen- /Panikfall, Anmerk. KR) nicht zum legitimen Teil der Geldpolitik. Was für ein Ordnungsverständnis! Es unterscheidet nicht mehr zwischen Normal- und Krisenfall. Eine Beruhigung der Märkte durch die Existenz einer Feuerwehr wird untersagt. ... Es bleibt abzuwarten, ob der Europäische Gerichtshof der Mehrheit der Karlsruher Richter verdeutlichen kann, dass Ordnungspolitik und Feuerwehr im Krisenfall zusammengehören. Sonst hat die Währungsunion keine Zukunft."

Das Verhindern eines Umsichgreifens von Panik war der entscheidende Grund, der zur Gründung des Federal Reserve Systems (Fed) in den USA im Jahr 1913 führte:

"During the nineteenth century and the beginning of the twentieth century, **financial panics plagued the nation**, leading to **bank failures and business bankruptcies that severely disrupted the economy**. The failure of the nation's banking system to effectively provide funding to troubled depository institutions contributed significantly to the economy's vulnerability to **financial panics**. Short-term credit is an important source of liquidity when a bank experiences unexpected and widespread withdraw-as during **a financial panic**. A particularly severe crisis in 1907 prompted Congress to establish the National Monetary Commission, which put forth proposals to create an institution that would help prevent and contain financial disruptions of this kind. After considerable debate, Congress passed the Federal Reserve Act.", so die Fed (The Federal Reserve System, Purposes & Functions, 9. Auflage, Washington 2005, S. 1f. (http://www.federalreserve.gov/pf/pdf/pf_1.pdf#page=4).

Aus Sicht des wirtschaftswissenschaftlichen Erkenntnisfortschritts bedeutsam sind hier auch **die Begründungen für die Vergabe des Nobelpreises für Wirtschaftswissenschaften 2013** - präziser: des **1968 von der schwedischen Reichsbank in Erinnerung an Alfred Nobel gestifteten Preis für Wirtschaftswissenschaften**

ten. Für ihre Beiträge zur Frage der Vorhersehbarkeit der Preisentwicklung auf den Finanzmärkten erhielten u.a. Eugene Fama und Robert Shiller den Nobelpreis. **Robert Shiller** wurde für seine Arbeiten, die den **Einfluss der Psychologie auf die längerfristige Preisentwicklung** herausarbeiteten (**Bubbles / Blasen**), ausgezeichnet. Shiller hat also für seine Arbeiten auf dem Gebiet der (angewandten) **Behavioral Economics** zur Erklärung der Ursachen der Finanzmarktkrisen den Nobelpreis verliehen bekommen. Eugene Fama erhielt ihn für seine Arbeiten zur Unmöglichkeit der Vorhersage von kurzfristigen Preisentwicklungen. EZB-Präsident Mario Draghi argumentierte in einem Spiegel-Interview Ende 2013 (Der Spiegel, Nr. 1 vom 30.12.2013, S. 20-23) ebenso wie die EZB bei der mündlichen Verhandlung vor dem Bundesverfassungsgericht im Juni 2013 auf der Grundlage der Erkenntnisse der Behavioral Economics (Shiller). Dieses Spiegel-Interview von Mario Draghi wurde in Deutschland insbesondere wegen der Passage "Es gab diese **perverse Angst** (das Interview wurde auf Englisch geführt; Bedeutungen für "perverse" im Englischen sind: persistent in error/ different from what is reasonable, Duden Oxford Großwörterbuch Englisch, Mannheim 1990), dass sich die Dinge zum Schlechten entwickeln, aber das Gegenteil ist passiert." mitunter heftig kritisiert. Der Ausdruck "perverse Angst" steht - so die Übersetzung des Wortes "perverse" aus dem Englischen - für **irrationale Angst**.

Bundesbankpräsident Jens Weidmann griff diese Kritik an Draghi in einer Rede am 16.1.2014 in Berlin wieder auf und stimmte Draghi's Aussage ausdrücklich zu: "Mit meinem Kollegen Mario Draghi stimme ich vollkommen darin überein, dass es keinen Grund gibt, **irrationale Inflationsängste** zu pflegen." Im Zusammenhang mit einem möglicherweise noch länger andauernden niedrigen Zinsniveau macht Weidmann auf einige Gefahren aufmerksam: "Eine zunehmende Risikobereitschaft der Investoren könnte aber zu **gefährlichen Übertreibungen** auf einzelnen **Finanzmarktsegmenten** führen und quasi die Saat für die nächste Finanzkrise legen. ... Über lange Zeit niedrige Zinsen können auch **Übertreibungen auf dem Wohnimmobilienmarkt** Vorschub leisten. ... Eine wichtige Lehre der Krise ist, dass es an Instrumenten gefehlt hat, um sich abzeichnenden, insbesondere **nationalen Finanzmarktübertreibungen** rechtzeitig entgegenzuwirken. Diese Lücke wird durch die **makroprudenziellen Instrumente** geschlossen."

(http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Reden/2014/2014_01_16_weidmann.html).

Auch Weidmann teilt also Draghi's Position zur Irrationalität der Finanzmärkte.

Die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger und die Zentralbanken haben mittlerweile die Erkenntnisse der Behavioral Economics aufgegriffen – (siehe etwa Deutsche Bundesbank, 2011a; 2011b, 34; 2012, 56 f.; EZB, 2010 sowie Ruckriegel, 2012 und 2013) und mit der Einführung einer Strategie der makroprudenziellen Überwachung auch ihre Lehren aus der Krise gezogen und die Erkenntnisse der Behavioral Economics berücksichtigt (Deutsche Bundesbank, 2013, 101--108).

"Auf Beschluss der Staats- und Regierungschefs der wichtigsten Industrie- und Schwellenländer (G 20) vom April 2009 koordinieren der Finanzstabilitätsrat (Financial Stability Board, FSB) und der Internationale Währungsfonds die internationale Zusammenarbeit auf dem Gebiet der Überwachung des globalen Finanzsystems. Auf europäischer Ebene hat Anfang 2011 der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board, ESRB) die Aufgabe der makroprudenziellen Überwachung übernommen. Seine Aufgabe ist es insbesondere, die Expertise der europäischen Zentralbanken und der mikroprudenziellen Aufsichtsbehörden zu bündeln. Identifiziert der ESRB Risiken im europäischen Finanzsystem, kann er Warnungen aussprechen und Empfehlungen für das Ergreifen geeigneter Maßnahmen zur Sicherung der Finanzstabilität geben. Entscheidet sich der ESRB für eine Empfehlung, müssen die adressierten europäischen oder nationalen Behörden dieser Empfehlung nachkommen oder detailliert erklären, warum sie der Empfehlung nicht folgen (sog. „comply or explain“). So initiierte die im Dezember 2011 verabschiedete Empfehlung zu dem makroprudenziellen Mandat der nationalen Behörden die Einrichtung nationaler makroprudenzieller Institutionen mit gesetzlich klar geregelten Handlungsrahmen. Deutschland ist dieser Empfehlung nachgekommen und hat auf Basis des zum 1. Januar 2013 inkraftgetretenen Gesetzes zur Überwachung der Finanzstabilität (FinStabG) den Ausschuss für Finanzstabilität (AFS) errichtet. Dieser verzahnt die mikroprudenzielle Aufsicht mit der makroprudenziellen Überwachung. Dem AFS gehören jeweils drei Vertreter des Bundesministeriums der Finanzen, der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und der Deutschen Bundesbank, sowie ein nicht-stimmberechtigtes Mitglied der Finanzmarktstabilisierungsanstalt an." (Görgens/Ruckriegel/Seitz, 2014, S. 87f). Die neuen makroprudenziellen Instrumente stehen seit Anfang 2014 zur Verfügung. Zu diesen Instrumenten gehört etwa der antizyklische Kapitalpuffer."

Der antizyklische Kapitalmarktpuffer ist während der Aufschwungphase eines Kreditzyklus aufzubauen, sobald eine starke Kreditvergabe zu einem Zuwachs an systemischen Risiken führt. Das von den Kreditinstituten auf diese Weise angesammelte harte Kernkapital kann in einem Abschwung zur Verlustabsorption genutzt werden

und beugt somit möglichen Instabilitäten vor." (Deutsche Bundesbank, 2013, S. 104). Zu nennen ist hier auch die Möglichkeit, die Anforderungen für eine Kreditvergabe bei Immobilienkrediten zu verschärfen, um systematischen Risiken "aus einem **übermäßigen** und kreditgetriebenen Immobilienpreiswachstum zu begegnen. So hat die Subprime-Krise in den USA gezeigt, dass aus der Finanzierung von Immobilien erhebliche Belastungen für die Finanzstabilität erwachsen können. Solche Risiken resultieren insbesondere aus einer sich **wechselseitig verstärkenden Entwicklung der Immobilienpreise** einerseits und der **Kreditvergabe und ihrer Standards** andererseits." (Deutsche Bundesbank, 2013, S. 105). Hier besteht rechtlich seit Anfang 2014 die Möglichkeit, die Risikogewichte bei Krediten für Wohn- oder Gewerbeimmobilien zu erhöhen, um somit das bankseits vorzuhaltende Eigenkapital zu erhöhen und damit die Kreditgewährung zu verteuern/ zu erschweren. Auch ist denkbar, künftig dem Beispiel von zahlreichen Ländern außerhalb der EU zu folgen, die Beleihungs- und Verschuldungsobergrenzen bei Immobilienkrediten einsetzen, "um nachfrageseitig einem **unangemessenen Kreditwachstum** entgegenzuwirken." (Deutsche Bundesbank, 2013, S. 106).

Der Ansatz der makropudenziellen Überwachung setzt also voraus, zwischen "normalen" und "übertriebenen" bzw. - um die Begrifflichkeit des BVerfG aufzugreifen - zwischen "rationalen und irrationalen" Marktpreisentwicklungen unterscheiden zu können. Die Ansätze der makropudenziellen Überwachung resultieren aus den Einsichten, die die wirtschafts- / geldpolitischen Institutionen aus den Erkenntnissen der Behavioral Economics über die Ursachen der (letzten) Krisen gewonnen haben. Für seinen Beitrag zur Gewinnung dieser Erkenntnisse wurde 2013 Robert Shiller mit dem Nobelpreis gewürdigt.

Vor dem Hintergrund dieser neueren Erkenntnisse in den Wirtschaftswissenschaften erscheint die Auffassung, die die Mehrheit des Zweiten Senates des Bundesverfassungsgerichts vertritt (siehe Eingangszitat), sehr problematisch.

In seinem Artikel "Stimmt es, dass Karlsruhe noch an effiziente Finanzmärkte glaubt?", schreibt Norbert Häring am 12.2.2014 im Handelsblatt (S. 8): "Die Märkte haben zwar versagt und uns damit die Krise eingebracht. Trotzdem sollen sie unbeschränkt regieren und so für Disziplin sorgen - so will es das Bundesverfassungsgericht." Häring beschäftigt sich in seinem Betrag auch mit der Argumentation von Hans-Werner Sinn, wobei er explizit auf dessen Gastkommentar im Handelsblatt vom 11.2.2014 (Sinn, Und Karlsruhe entscheidet doch, S. 48) Bezug nimmt. Häring führt aus, dass man nicht einerseits argumentieren könne, dass die Finanzmärkte in den ersten Jahren der Europäischen Währungsunion die Risiken unterschätzten (vor 2008, Anmerk. KR), wie es also mit "fehlenden Zinsunterschieden" (Sinn) zu tun hatten ("Die Finanzmärkte - sprich die Banken und ihre Ableger - haben dabei versagt, das Risiko aus der immer höher werdenden Verschuldung von Staat oder Privatwirtschaft ... zu sehen und in höhere Zinsforderungen für den Kauf von Anleihen und für sonstige Kredite umzusetzen." so Häring), und andererseits gleichzeitig argumentieren könne, dass das Gericht richtig liege, "wenn es sich gegen eine Politik der Verminderung von internationalen Zinsunterschieden wende." (Sinn). Wieso sollen die Finanzmärkte nach 2008 auf einmal richtig gelegen haben, wenn dies vorher über Jahre nicht der Fall gewesen sei, so Häring.

"Ich habe den Druck von Märkten immer sehr begrüßt. Doch ich muss eingestehen, dass der Druck der Märkte in den ersten zehn Jahren des Euro total versagt hat. In der Zeit vor der Krise gab es überhaupt keinen Druck, und als die Krise ausbrach, war der Druck völlig übertrieben. Die Märkte haben sich gegenseitig Angst eingegagt, die Marktakteure haben sich wie eine Schafherde verhalten."
Christian Noyer, Präsident der Französischen Zentralbank, Financial Times Deutschland (Gespräch), 26. Juli 2011, S. 17

Eine Diskussion der Realitätsrelevanz der neoklassischen Effizienzmarkttheorie bzw. der Behavioral Economics vor dem Hintergrund der Immobilien-, Banken-, Wirtschafts- und Finanzkrisen der letzten Jahre findet sich in der 6. Auflage des Lehrbuch zur Europäischen Geldpolitik von Egon Görgens, Karlheinz Ruckriegel und Franz Seitz (Konstanz und München 2014, Kapitel I.3). Dieses Kapitel ist auch im Reader zu diesem Lehrbuch abgedruckt (siehe <http://europa-geldpolitik.de>).

"Das realitätsferne Modelldenken, der "Physikneid" (A. Hirschman) und die Prognosesucht der Neoklassik sind seit der großen Finanzkrise von 2008/09 gescheitert."

Hans-Ulrich Wehler, 2014, S. 1

„Kaum je hat eine wichtige Wissenschaft ein solches Debakel erlebt, wie die Ökonomie.“

Edward Fullbrook, Director of the World Economic Association (<http://www.worldeconomicsassociation.org/>)

Gastkommentar im Handelsblatt vom 10. April 2013

Literaturhinweise:

George Akerlof, Robert Shiller, *Animal Spirits* – Wie Wirtschaft wirklich funktioniert, Frankfurt u.a. 2009 (Erklärung der Wirtschaftskrise(n) auf der Basis der Behavioral Economics).

Behavioral Insights Team (<https://www.gov.uk/government/organisations/behavioural-insights-team>): Auf die Erkenntnisse der Behavioral Economics wird mittlerweile auch systematisch im Regierungshandeln im Vereinigten Königreich zurückgegriffen. So hat Premierminister David Cameron kurz nach seiner Wahl (Mai 2010) das Behavioral Insights Team im Cabinet Office eingerichtet. "The Behavioural Insights Team, often called the 'Nudge Unit', applies insights from academic research in behavioural economics and psychology to public policy and services. In addition to working with almost every government department, we work with local authorities, charities, NGOs, private sector partners and foreign government, developing proposals and testing them empirically across the full spectrum of government policy."

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

Deutsche Bundesbank (2011b), Finanzstabilitätsbericht 2011, November 2011.

Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2012, November 2012.

Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2013, November 2013.

Europäische Zentralbank, Vermögensblasen und Geldpolitik, Monatsbericht November 2010, S. 75-89.

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

Harvard Business Manager, "Klüger entscheiden - Denkfallen vermeiden ... - wie die Psychologie hilft, gute Urteile zu fällen", Schwerpunktthema Ausgabe Januar 2014, S. 24-61.

Daniel Kahneman, *Schnelles Denken, Langsames Denken*, München 2012 (liefert den aktuellen Kenntnisstand der Behavioral Economics auf Mikroebene).

Thomas Lux, Effizienz und Stabilität von Finanzmärkten, in: *Verdient der Markt noch unser Vertrauen?*, Wirtschaftsdienst Sonderheft 2013, S. 16-22 (<http://www.wirtschaftsdienst.eu/archiv/jahr/2013/13/>) (Lux setzt sich kritisch mit der Effizienzmarkthypothese auseinander).

Karlheinz Ruckriegel, Behavioral Economics – Erkenntnisse und Konsequenzen, in: *WISU*, 40 Jg. (Juni 2011), S. 832-842 (Einführung in die Behavioral Economics) (www.ruckriegel.org - Rubrik Aufsätze).

Karlheinz Ruckriegel, Das Verhalten der EZB während der Finanzkrisen(n) – Update, in: Thomas Sauer (Hrsg.), *Die Zukunft der Europäischen Währungsunion – Kritische Analysen*, Marburg 2012, S. 45 – 68
Karlheinz Ruckriegel, *Quo vadis, Europäische Währungsunion?*, Nürnberg 2013 (www.ruckriegel.org - Rubrik Aufsätze).

Hans-Werner Sinn, Verantwortung der Staaten und Notenbanken in der Eurokrise, Gutachten im Auftrag des Bundesverfassungsgerichts, Zweiter Senat, Sitzung 11. und 12. Juni 2013.

Richard Thaler, Cass Sunstein, *Nudge – Wie man kluge Entscheidungen anstößt*, Berlin 2009 (Vorschläge zur Umsetzung der Erkenntnisse der Behavioral Economics in politisches Handeln).

Hans-Ulrich Wehler, *Die Deutschen und der Kapitalismus - Essays zur Geschichte*, München 2014.

Wirtschaftsdienst, *Verdient der Markt noch unser Vertrauen?*, Wirtschaftsdienst Sonderheft 2013 (<http://www.wirtschaftsdienst.eu/archiv/jahr/2013/13/>).