Gier frisst Hirn ? und Wohlstand! ? Gedanken zur Relevanz von Adam Smith für die Finanzmärkte des 21. Jahrhunderts



Adam Smiths Forderung nach einer staatlich fixierten Zinsobergrenze

Der Nationalökonom und Moralphilosoph Adam Smith (1723-1790) ist der Nachwelt vor allem als überzeugter Verfechter freier Märkte und eigenverantwortlicher unternehmerischer Entscheidungen in Erinnerung geblieben. Umso mehr kann es verwundern, dass Adam Smith in seinem Hauptwerk über den "Wohlstand der Nationen" gerade für den Finanzsektor eine Reihe strikter Regulierungen forderte, die auf den ersten Blick kaum in das von ihm propagierte "System der natürlichen Freiheit" zu passen scheinen und ihm deswegen auch Kritik von anderen liberalen Denkern seiner Zeit - wie Jeremy Bentham (1787) - einbrachten. So forderte Smith neben Vorschriften für die Emission von Banknoten insbesondere eine Festsetzung von Zinsobergrenzen durch den Staat (vgl. Smith 1776, Buch 2, Kap. 4, Abschn. 14-15). Diese Obergrenze sollte ein wenig oberhalb des üblichen Zinssatzes für risikoarme Investitionen liegen, wobei Smith für seine Zeit etwa 5 Prozent ins Auge fasste.

Die Begründung, die Smith an dieser Stelle angab, war keineswegs sozialpolitisch motiviert, wie man mit Blick auf die Tradition der christlich inspirierten Wucherverbote des Mittelalters und der Frühen Neuzeit vermuten könnte. Stattdessen argumentierte Smith ausschließlich allokationspolitisch. Er verwies darauf, dass ohne staatliche Regulierung ein Wettbewerb um die Erzielung maximaler Zinseinkünfte entstehen würde, mit der Folge, dass Kapital nur noch an "Verschwender und Schwindler" ("prodigals and projectors") fließen könnte. Smith befürchtete also eine Fehlallokation von Kapital zum Nachteil seriöser Unternehmer, die keine übermäßig hohen Zinssätze bezahlen konnten, da ihre Fähigkeit zur Zinszahlung durch den Profit ihrer Investitionen gedeckelt war. Bemerkenswert ist, dass Smith, der grundsätzlich die Eigeninitiative des Einzelnen zugleich als Instrument zur Hebung des nationalen Wohlstandes ansah, im Kontext von Finanzgeschäften der menschlichen Natur zutiefst misstraute.

Der Schlüssel zur Auflösung dieses scheinbaren Widerspruchs findet sich in Smith' erstem Hauptwerk, der "Theorie der ethischen Gefühle". Hier hatte Smith mehr als 15 Jahre vor der Niederschrift seines "Wohlstands der Nationen" untersucht, wie menschliche Emotionen und Handlungen im gesellschaftlichen Rahmen entstehen. Als wesentliche Triebkraft identifizierte Smith die Fähigkeit zur Empathie ("sympathy"), die sich aus der mitfühlenden Beobachtung der Handlungen anderer speiste (vgl. Smith 1759, Teil 1, Kap. 1-2). Indem Menschen die Handlungen ihrer Mitmenschen beobachteten und daraus moralische Wertschätzungen - im Sinne einer Akzeptanz oder Missbilligung - ableiteten, formten sie gemäß Smith zugleich ihr eigenes Handeln (vgl. Smith 1759, Teil 1, Kap. 3-4). Eine wichtige Rolle spielte dabei die Annahme eines "unparteiischen Beobachters" als fiktive Instanz der Selbst-Reflexion des eigenen Verhaltens vor dem Hintergrund der Erwartungen der Mitmenschen (vgl. Smith 1759, Teil 3). Auf diese Weise konnte sich in der Theorie von Smith eine Gesellschaft von Individuen herausbilden, die grundsätzlich ihr Eigeninteresse verfolgten, aber zugleich Normen einhielten, die eine stabile Wirtschafts- und Gesellschaftsordnung ermöglichten (vgl. auch Evensky 2005).

Die "Südsee-Blase" als Hintergrund

Allerdings musste bereits Adam Smith im 18. Jahrhundert wahrnehmen, wie dieser Mechanismus von Selbst- und Fremdkontrolle ins Leere lief, wenn Finanzgeschäfte exorbitante Gewinnchancen versprachen und wohldosiertes Selbstinteresse in maßlose Gier umschlug. Ein berühmtes Beispiel war die "Südsee-Blase" von 1720, die auch Smith in seinem "Wohlstand der Nationen" erwähnte (vgl. Smith 1776, Buch 5, Kap. 1, Teil III, Art. 1, Abschn. 111). Damals versprach die neu gegründete South Sea Company spektakuläre Gewinne aus dem Handel mit Südamerika. Dadurch wurde vorübergehend ein beispielloser Anstieg der Aktienkurse dieser Gesellschaft ausgelöst, der sich durch spekulative Käufe vieler oftmals prominenter Anleger immer mehr verstärkte. Es kam zu einer Preisblase, die schließlich platzte und viele ruinierte Investoren hinterließ. Einer der berühmtesten Geschädigten war Sir Isaac Newton, der seine Erfahrungen in die Worte fasste: "I can calculate the motions of the heavenly bodies, but not the madness of people" (Aliber/Kindleberger 2011, S. 62).

Auffallend war, dass auch der von Smith betonte soziale Kontrollmechanismus wechselseitiger Beobachtungen und Verhaltensanpassungen in diesem Falle keinen Schutz bot. Ganz im Gegenteil: Im Falle einer allgemeinen Preisblase konnte die Herausbildung von Handlungen durch Beobachtungen anderer Menschen zu einer Verstärkung von Fehlentwicklungen führen, die später als ?Herdenverhalten? von Investoren bezeichnet wurde. Dieses Problem hatte bereits ein zeitgenössischer Beobachter der Südsee-Blase mit folgenden Worten beschrieben: "When the rest oft he world are mad, we must imitate them in some measure" (Aliber/Kindleberger 2011, S. 188). Aus einem nützlichen sozialen Disziplinierungsmechanismus konnte also im Krisenfall ein gefährlicher Brandbeschleuniger werden!

Diese Beobachtung führte dazu, dass Smith auch in seinem "Wohlstand der Nationen" hervorhob, wie leicht Menschen zum Eingehen überhöhter Risiken verführt werden können. So neigten Menschen aus seiner Sicht dazu, Erfolgswahrscheinlichkeiten systematisch zu überschätzen und dadurch Fehlinvestitionen zu tätigen (vgl. auch Paganelli 2011, S. 273 f.). Deshalb führe der Wettbewerb unter erfolgsgierigen Spekulanten regelmäßig dazu, dass die Erträge riskanter Geschäfte nicht zur Kompensation der damit verbundenen Verlustrisiken ausreichten (vgl. Smith 1776, Buch 1, Kap. 10, Teil 1, Abschn. 36). Als offensichtlichen Beleg erwähnte Smith die Beliebtheit von Lotterien bei breiten Bevölkerungsschichten (vgl. Smith 1776, Buch 1, Kap. 10, Abschn. 30).

Daher liegt es nahe, auch Smiths Forderung nach einer staatlichen Fixierung von Maximalzinsen in diesem Kontext zu sehen, denn wenn die wechselseitige Disziplinierung der Bürger versagte, konnten auch im Rahmen einer liberalen Gesellschaftsordnung nur staatliche Eingriffe Abhilfe schaffen. Eine vorgegebene Zinsobergrenze von etwa 5 Prozent sollte daher Investoren dazu animieren, die Risiken der von ihnen getätigten Geschäfte in den Blick zu nehmen und dadurch für eine sinnvolle Verwendung von Kapital Sorge zu tragen. Auf diese Weise sollte den Investoren vor Augen geführt werden, dass sich auch die Vergütung für die Überlassung von Kapital nur im Rahmen derjenigen Profitraten bewegen konnte, die sich durch realwirtschaftliche Investitionen im Normalfall erzielen ließen (vgl. Kremser 2014). Somit war die von Smith postulierte Begrenzung der Zinssätze letztendlich als Instrument zur Bindung des Finanzsektors an die Gewinnpotentiale der Realwirtschaft konzipiert.

Die Tugend des "rechten Maßes"

Vor diesem Hintergrund lesen sich die Ausführungen von Adam Smith zugleich als Appell an die klassische Tugend der Mäßigung, der Smith in der Tradition der antiken Philosophie eine große Bedeutung beimaß (vgl. u. a. Smith 1759, Teil 1, Kap. 3; Teil. 6, Kap. 3 sowie Paganelli 2003). Die Tugend der Mäßigung war bereits von Platon und Aristoteles betont worden und hatte im Mittelalter auch Eingang in den Kanon der christlichen Kardinaltugenden gefunden. Sie ermahnt den Menschen zur Selbstbeschränkung und verweist ihn zugleich auf die Grenzen der Beanspruchbarkeit seiner Mitmenschen und der Verfügbarkeit natürlicher Ressourcen.

Adam Smith knüpfte mit seiner "Theorie der ethischen Gefühle" an diese Tradition an (vgl. Smith 1759, Teil 7, Kap. 1). Er definierte Mäßigung mit folgenden Worten: "The virtue of temperance, properly so-called, is the command of the body's appetites. Prudence involves keeping those appetites within the limits required by a concern for one's health and fortune. But temperance keeps them within the limits required by grace, propriety, delicacy, and modesty" (Smith 1759, Teil 1, Section 2, Kap. 1). An anderer

Stelle umschrieb Smith (1759, Teil 7, Kap. 1) diese Tugend als "sobriety and moderation of mind". Das Gegenteil von Mäßigung, die Gier ("greed"), wurde von Smith (1759, Teil 3, Kap. 5) zu denjenigen Leidenschaften gezählt, die der Menschheit nicht zur Ehre gereichen. Smith erblickte in der Gier eine Gefährdung des menschlichen Zusammenlebens und wäre nie auf die Idee gekommen, sie mit dem von ihm positiv bewerteten Begriff des Eigeninteresses in Verbindung zu bringen.

In den Augen von Smith funktionierte die gesellschaftliche Kommunikation normalerweise als wirksames Instrument zur Durchsetzung der Tugend der Mäßigung, da die Rücksichtnahme auf die Wertschätzung der Mitmenschen die meisten Menschen automatisch zu einer Selbstdisziplinierung und Begrenzung ihrer Ansprüche veranlasse. Gleichwohl war aus seiner Sicht dort, wo dieser Mechanismus versagte, die staatliche Gesetzgebung gefordert. Dies galt insbesondere für den Finanzsektor, wo der Staat aus Sicht von Smith regelmäßig in der Verantwortung stand, giergetriebenen spekulativen Neigungen Einhalt zu gebieten und die Norm der Mäßigung durchzusetzen. Somit lässt sich die von Smith geforderte Zinsobergrenze auch als "Gier-Bremse" verstehen, die das zerstörerische Potential eines unlimitierten Erwerbsstrebens einhegen sollte.

"Animal Spirits" auf den Finanzmärkten des 21. Jahrhunderts

Vor dem Hintergrund der jüngsten Finanzmarktkrise haben Untersuchungen aus dem Forschungsbereich der Behavioral Finance gezeigt, wie relevant die Überlegungen von Adam Smith zum Verhalten von Finanzinvestoren nach wie vor sind. So wurde deutlich, wie weit das Verhalten von Anlegern in der Realität vom Ideal der rationalen Nutzenmaximierung entfernt ist.

Beispielsweise wurde wiederholt nachgewiesen, dass Investoren dazu neigen, aktuellen Stimmungen mehr Gewicht beizumessen als langfristig relevanten Informationen beziehungsweise länger zurückliegenden Erfahrungen (sog. "disaster myopia", vgl. u. a. Cornand/Gimet 2012; Gennaioli/Shleifer/Vishny 2015). Infolgedessen kann es zu Herdenverhalten von Anlegern kommen, so dass sich Märkte über längere Zeit von den Bewertungen entfernen können, die anhand von Fundamentaldaten gerechtfertigt wären (vgl. u. a. Georg 2014). Außerdem neigen Anleger dazu, ihre eigene Fähigkeit zur Prognose systematisch zu überschätzen und dementsprechend Risiken zu übersehen. Auch Untersuchungen aus der experimentellen Wirtschaftsforschung haben verdeutlicht, dass Probanden regelmäßig zu einem übermäßigen Vertrauen in ihre analytische Kompetenz ("overconfidence") neigen (vgl. u. a. Spiwoks/Bizer 2016).

Zahlreiche Autoren, wie Akerlof und Shiller (2009), sprechen dabei unter Rückgriff auf einen von Keynes geprägten Terminus von sog. "animal spirits", die das Verhalten in Entscheidungssituationen oftmals stärker beeinflussen als rationale Abwägungen. Hieran wird deutlich, dass auch das Verhalten an den Finanzmärkten des 21. Jahrhunderts trotz aller technologischen Fortschritte bei Handelssystemen, Informationsverarbeitung und Risikocontrolling zutiefst in der menschlichen Emotionalität verwurzelt geblieben ist.

Lehren für die Gegenwart

Welche Lehren lassen sich daher aus den Texten von Adam Smith für den Finanzsektor der Gegenwart ziehen?

Zunächst ist festzustellen, dass sich das von Smith vorgeschlagene Regulierungsinstrument einer Zinsobergrenze aus heutiger Sicht als nicht zielführend erweist. Schließlich wäre ein derartiger Maximalzins nichts anderes als eine staatliche Preisregulierung, die ein wichtiges Signal- und Steuerungsinstrument der Marktwirtschaft ausschalten würde. Zudem könnte eine solche Maßnahme die Gefahr mit sich bringen, dass Teile der Wirtschaft, insbesondere neu gegründete Unternehmen (Startups), keinen Zugang zu Krediten erhalten würden. Für die Zukunftsfähigkeit eines Wirtschaftsstandortes ist es jedoch wichtig, dass auch riskantere Unternehmensideen - unter Einpreisung der mit ihnen verbundenen Risiken - verwirklicht werden können.

In anderer Hinsicht sind die Überlegungen von Smith gleichwohl relevant für die Gegenwart. Sie ermahnen dazu, dem Finanzsystem auch hinsichtlich seiner Rolle als Kommunikationsmedium und Sozialisationsinstanz Beachtung zu schenken. So laufen im Finanzsektor Kommunikations- und Sozialisationsprozesse ab, die das Verhalten von Menschen prägen und dadurch zugleich die

Risikoneigung beeinflussen können. Insbesondere erscheint Vorsicht angebracht, wenn an den Finanzmärkten Storys über angebliche Gewinnmöglichkeiten kursieren, welche die Renditen realwirtschaftlicher Investitionen deutlich übersteigen. Dem Aspekt der Kommunikation ist in den vergangenen Jahren auch in der ökonomischen Theorie erhöhte Aufmerksamkeit zuteilgeworden. So haben beispielsweise der Nobelpreisträger Robert Shiller (2017) und der ehemalige Gouverneur der Bank of England, Mervyn King (2016, S. 310 ff.), darauf hingewiesen, welche Rolle sog. "Narratives", das heißt die Interpretationen von Fakten durch Marktakteure, an den Märkten spielen können. Es lohnt sich also, derartige Kommunikation nicht als "cheap talk", das heißt unverbindliche Aussagen, abzutun, sondern in ihrer vollen sozialen und ökonomischen Reichweite zu erfassen. Hier könnte ein wichtiger Frühindikator zur Identifikation künftiger Krisenpotentiale liegen.

Risiken drohen insbesondere dann, wenn die an den Finanzmärkten kursierenden Narrative zu viel von dem widerspiegeln, was Adam Smith als Gier bezeichnete. So waren die Entwicklungen im Vorfeld der jüngsten Finanzmarktkrise durch eine Reihe von Entgrenzungsprozessen gekennzeichnet. Dazu zählte neben der Erweiterung menschlicher Handlungsoptionen aufgrund verbesserter Informations- und Kommunikationstechnologien und verschiedenen Liberalisierungen im Bereich der Finanzmärkte auch die Entgrenzung von Gewinnerwartungen. Dabei waren die Verdienstmöglichkeiten der Entscheidungsträger durch die Vergütungssysteme ("Boni") unmittelbar an die Renditen im Finanzsektor gekoppelt. Ausdruck dieser Entwicklung waren spektakuläre Versprechen hoher Eigenkapitalrenditen sowie Boni im Investmentbanking, die in den zweistelligen Millionenbereich gingen. Ab 2008 wurde dann deutlich, dass mit diesen Entgrenzungsprozessen aufgrund problematischer Anreiz- und Kontrollsysteme zugleich eine Entgrenzung von Risiken einhergegangen war.

Will man demnach künftigen Krisen vorbeugen, so bietet es sich an, neben Regulierungsmaßnahmen zur Erhöhung der Krisenresistenz des Finanzsektors auch den dargelegten Sozialisations- und Kommunikationsprozessen Beachtung zu schenken. In diesem Kontext stellt sich unter anderem die Begrenzung von Gier als permanente Aufgabe dar. Dies gilt auf verschiedenen Ebenen, beispielsweise bei Renditeerwartungen, Versprechen an Investoren beziehungsweise Kunden oder auch Gehaltsansprüchen. Staatliche Regulierungsmaßnahmen kommen in diesem Bereich notwendigerweise an ihre Grenzen, da sie sich auf kontrollierbare Normen beschränken müssen und kaum in den Bereich der Verhaltensmotivation vordringen können (vgl. Dombret 2016). Umso wichtiger erscheint es demnach, Regeln zur Selbstbeschränkung auch auf anderen Ebenen zu verankern.

Ein wichtiger Bereich ist die Unternehmenskultur im Finanzsektor. Gerade auf diesem Gebiet haben sich zahlreiche hochrangige Bankenvertreter in den vergangenen Jahren zu Veränderungen bekannt (vgl. bspw. Burgmaier 2014). Die entsprechenden Absichtserklärungen, die vielfach in der Presse zu lesen waren, beinhalteten zumeist einen Umbau von Geschäftsmodellen hin zu mehr Kundenorientierung, den Verzicht auf problematische Geschäftspraktiken und einen transparenteren Umgang mit Risiken. Eine im wahrsten Sinne des Wortes radikale, das heißt an den Wurzeln beginnende Veränderung der Unternehmenskultur könnte sich jedoch zusätzlich dadurch auszeichnen, dass sie den Wert des richtigen Maßes wiederentdeckt und die Begrenzung von Gier offen thematisiert. In der Praxis ginge es dann darum, auf verschiedenen Ebenen mit den jeweils relevanten Stakeholder-Gruppen Diskurse darüber zu initiieren, wie ein ?rechtes Maß? jeweils aussehen könnte, beispielsweise bei der Entgeltpolitik oder der Weckung von Gewinnerwartungen auf Seiten von Kunden oder Investoren. Ziel dieser Diskurse wäre es, sämtliche Gewinn- und Verdiensterwartungen auf den Umfang zu begrenzen, den die ökonomischen Rahmenbedingungen wie insbesondere das nachhaltig realisierbare Wachstumspotential vorzeichnen, und grobe Abweichungen im Vorfeld zu erkennen und zu verhindern.

Fußnote

- Der vorliegende Beitrag stellt ausschließlich die persönliche Auffassung des Autors dar.

Literatur

Akerlof, George A. - Shiller, Robert J. (2009): Animal Spirits. How Human Psychology Drives the Economy, and why it Matters

for Global Capitalism, Princeton, Oxford.

Aliber, Robert Z. - Kindleberger, Charles P. (2011, 7.): Manias, panics, and crashes: A history of financial crises, Basingstoke (UK)/New York. 7.

Bentham, Jeremy (1787): Defence of Usury. Shewing the Impolicy of the Present Legal Restraints on the Terms of Pecuniary Bargains, in Letters to a Friend: To which is Added a Letter to Adam Smith, Esq., On the Discouragements opposed by the above Restraints to the Progress of Inventive Industry, London.

Burgmaier, Stefanie (2014): Neue Brücken bauen; in: Bankmagazin, Jg. 63., Heft 1, S. 8-15.

Cornand, Camille - Gimet, Céline (2012): The 2007-2008 financial crisis: Is there evidence of disaster myopia? in: Emerging Markets Review, Elsevier, 13 (3), S. 301-315.

Dombret, Andreas (2016): Culture and Conduct; in: Dombret, Andreas ? Kenadjian, Patrick S. (Hg.): Getting the Culture and the Ethics Right. Towards a New Age of Responsibility in Banking, Berlin et. al. S. 9-15.

Evensky, Jerry (2005): Adam Smith's Theory of Moral Sentiments: On Morals and Why They Matter to a Liberal Society of Free People and Free Markets; in: Journal of Economic Perspectives, 19, S. 109-130.

Gennaioli, Nicola - Shleifer, Andrei - Vishny, Robert (2015): Neglected Risks: The Psychology of Financial Crises; in: American Economic Review: Papers & Proceedings 2015, 105(5), S. 310-314.

Georg, Co-Pierre (2014): Contagious herding and endogenous network formation in financial networks; Deutsche Bundesbank Discussion Paper No 23/2014.

King, Mervyn (2016): The End of Alchemy: Money, Banking and the Future of the Global Economy, London: Little, Brown Book Group.

Kremser, Christian (2014): Adam Smith und die Bankenregulierung. Ein Widerspruch zu einer sonst liberalen Wirtschaftspolitik? in: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 63 (3), S. 293-326.

Paganelli, Maria Pia (2003): In Medio Stat Virtus: An Alternative View of Usury in Adam Smith's Thinking; in: History of Political Economy, 35, S. 21-48.

Paganelli, Maria Pia (2011): Is a Beautiful System Dying? A Possible Smithian Take on the Financial Crisis and its Aftermath; in: The Adam Smith Review, 6, S. 269-282.

Shiller, Robert J. (2017): Narrative Economics; in: American Economic Review, 107 (4), S. 967-1004.

Smith, Adam (1759): The Theory of Moral Sentiments; http://www.econlib.org/library/Smith/smMS3.html.

Smith, Adam (1776): An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations; http://www.econlib.org/library/Smith/smWN.html.

Spiwoks, Markus - Bizer, Kilian (2016): Correlation Neglect und Overconfidence ? Eine experimentelle Studie; Sofia-Diskussionsbeiträge zur Institutionenanalyse, Nr. 16-6.

Der Rezensent



Dr. Christian Hecker

Dr. Christian Hecker ist seit 2010 stellv. Leiter des Stabes des Präsidenten der Hauptverwaltung der Deutschen Bundesbank in Hamburg, Mecklenburg-Vorpommern und Schleswig-Holstein. Zuvor war er viele Jahre als Prüfer in der Bankenaufsicht tätig. Er

studierte Volkswirtschaftslehre und Mittlere und Neuere Geschichte an der Georg-August-Universität Göttingen und promovierte 2008 zu einem wirtschaftsethischen Thema an der Universität Kassel. Für seine wissenschaftlichen Arbeiten erhielt er eine Reihe von Auszeichnungen, so. z. B. den Wolfgang-Ritter-Preis, den Wissenschaftspreis der Plansecur-Stiftung sowie den Gustav-Hopf-Preis für Wirtschaftswissenschaften der Gothaer Lebensversicherung AG.