

Berlin J Soziol (2011) 21:495–519
DOI 10.1007/s11609-011-0170-z

ABHANDLUNGEN

BERLINER JOURNAL FÜR
SOZIOLOGIE

Wie wird bewertbar, ob ein Staat zu viele Schulden hat? Finanzexperten und ihr Bewertungswissen in der griechischen Schuldenkrise

Leon Wansleben

Zusammenfassung: In dem Aufsatz wird für eine Wissenssoziologie der Staatsschuldenkrisen geworben, die an der Erforschung von Expertenkulturen in der Finanzbranche ansetzt. Es wird argumentiert, dass man mithilfe des Begriffs der kalkulativen Rahmung erfassen kann, worin die epistemische Praxis der Analysten besteht und welche Funktion ihre Erzeugnisse für Marktteilnehmer und andere Nutzer von finanziellem Wissen erfüllen. Der Begriff der kalkulativen Rahmung wird empirisch und konzeptuell erweitert: Es wird beschrieben, wie staatliche Schulden als spezifische Finanzwerte gerahmt werden und wie sich diese Rahmungen in Krisensituationen entwickeln. Der herangezogene zentrale Fall ist die Bewertung von Griechenlands Staatsschulden durch Analysten internationaler Banken im Zeitraum von Anfang 2010 bis Mitte 2011. Dieser Fall zeigt, wie Krisenrahmungen konstruiert werden und sich zur Bewertung staatlicher Insolvenz verdichten. In dieser Krisenphase schreiben sich die Analysten in Kontexte staatlichen Krisenmanagements ein und begleiten dieses Krisenmanagement bewertend.

Schlüsselwörter: Finanzmärkte · Schuldenkrise · Wissen · Analysten · Bewertung · Rahmung

How to evaluate the debts of states? Financial experts and their evaluation knowledge during the Greek crisis

Abstract: This paper develops a sociology of knowledge of sovereign debt crises by studying expert cultures in the financial services industry. It is argued that the concept of calculative framing can capture the epistemic practices of analysts as well as the way their products are used by market participants and other stakeholders. The notion of calculative framing is empirically and conceptually extended: The article shows how sovereign debt is framed as a financial value and how calculative framing evolves in situations of crises. The central case is the evaluation of Greece government debt by analysts of international banks in the period from early 2010 until mid 2011. This case shows how crises frames are developed and how they consolidate the evaluation of sovereign default. In this crisis period, analysts inscribe their evaluations into contexts of official crisis management.

© VS Verlag für Sozialwissenschaften 2011

L. Wansleben (✉)
Soziologisches Seminar, Universität Luzern,
Frohburgstrasse 3, Postfach 4466, 6002 Luzern, Schweiz
E-Mail: leon.wansleben@unilu.ch

Keywords: Financial markets · Debt crisis · Knowledge · Analysts · Evaluation · Framing

Comment se décide si un État est surendetté? Les experts financiers et leur expertise en matière d'évaluation dans la crise de la dette grecque

Résumé: Cet article plaide en faveur d'une sociologie du savoir appliquée aux crises de la dette souveraine qui se fonde sur l'étude des cultures d'experts dans le secteur financier. L'argument défendu est que le concept de cadrage chiffré permet d'appréhender la pratique épistémologique des analystes et la fonction que remplissent leurs produits pour les acteurs du marché et d'autres utilisateurs d'expertise financière. Le concept de cadrage chiffré est étendu au niveau empirique et conceptuel: Nous décrivons le cadrage des dettes souveraines comme valeurs financières spécifiques et l'évolution de ce cadrage en situation de crise. Le principal cas mis en avant est l'évaluation de la dette souveraine grecque par les analystes de banques internationales de début 2010 jusqu'au milieu de 2011. Ce cas montre comment se construisent et s'affermissent des cadrages de crise pour l'évaluation de l'insolvabilité étatique. Dans cette période de crise, les analystes s'inscrivent dans un contexte de gestion des crises par les États qu'ils accompagnent en les évaluant.

Mots-clés: Marchés financiers · Crise de la dette · Savoir · Analystes · Évaluation · Cadrage

1 Einleitung

Am 8. Juli 2011 berichtete die Financial Times über einen schwelenden Konflikt zwischen Italiens Ministerpräsidenten Silvio Berlusconi und Finanzminister Giulio Tremonti. Die Redakteure sahen Berlusconis in einem Interview geäußerte Kritik an Tremonti als Auslöser für die darauf folgende „nervöse“ Reaktion der Finanzmärkte – die Sekundärmarktzinsen auf italienische Staatsanleihen und Preise für Ausfallversicherungen waren in die Höhe geschneit. Die Berichterstattung der Financial Times zeigt ein im Zusammenhang mit der europäischen Schuldenkrise wiedererkennbares Moment: Ähnliche Berichte, die Aussagen von Politikern in den Zusammenhang von Preisentwicklungen auf Finanzmärkten stellen, lassen sich ohne Schwierigkeiten finden. Allerdings haben solche Expertisen darüber, wie politische Ereignisse im Spiegel der Märkte zu bewerten sind, ihren primären epistemischen Ort nicht in Zeitungsredaktionen. Diese popularisieren vielmehr ein vor allem auf Finanzmärkten und von Finanzexperten produziertes Bewertungswissen. Ihre Expertise fungiert einerseits als Dienstleistung für Marktteilnehmer: Bewertungen sollen helfen, Risiken und Chancen von Investitionen abzuschätzen. Politik wird bewertet, weil es für den Wert und die Risiken von Staatsschuldeniteln ein entscheidender Faktor ist. Andererseits deuten gerade massenmediale Popularisierungen finanziellen Wissens darauf hin, dass es eine kulturelle Signifikanz besitzt (Vogl 2010): Es existiert als gesellschaftlich verfügbare diskursive Struktur, die heterogene Ereignisse, die von makroökonomischen Statistiken über die Ankündigung staatlicher Maßnahmen bis hin zu verstreuten Äußerungen von Politikern reichen, unter Aktivierung bestimmter Begriffe und Konstellationen deutbar macht (Vollmer 2011a). Finanzielles Bewertungswissen ist ein, wenn nicht *das* hegemoniale Register, in dem über Schuldenkrisen gesprochen wird.

Auch wenn die politischen und ökonomischen Folgen von Bewertungen, die vor allem unter dem Begriff der „Finanzialisierung“ (Davis 2009; Krippner 2005) verhandelt werden, von großem soziologischem Interesse sind, konzentriert sich der vorliegende Artikel zunächst auf die Herstellung und den Inhalt von finanziellen Bewertungen. Er knüpft damit an Forschungen der neueren Finanzmarktsoziologie an (Kalthoff 2009; Knorr Cetina und Preda 2005; MacKenzie 2009). Patrik Aspers (2007) hat den Begriff des Bewertungswissens für die allgemeine Wirtschaftssoziologie prominent gemacht. Seine marktsoziologische Ausgangsfrage ist, wie Teilnehmer Entscheidungsprobleme in einem Marktkontext lösen. Märkte, so die Antwort, verfügen über geteilte soziale Konstrukte zur Bestimmung der Werte von Produkten (Beckert 2009). Aspers nennt zwei Varianten solcher sozialen Konstrukte: Produktstandards und Statusordnungen unter den Marktteilnehmern. Während Produktstandards, wie etwa Klassifikationen von Materialien, Zertifizierungen etc., personenunabhängige Bewertungen ermöglichen, orientieren sich Bewertungen in Statusmärkten an den relationalen Positionen der Produzenten und Konsumenten. So sinnvoll diese Differenzierung unterschiedlicher Marktordnungen und Bewertungstypen ist, so unzulänglich ist sie allerdings für Finanzmärkte. Zunächst einmal fällt bei Finanzmärkten die Vielzahl und Diversität von Experten auf, die spezialisierte Bewertungsarbeit leisten. Zudem scheinen zwei Aspekte finanzieller Bewertungen besonders relevant und spezifisch: Preise auf dem Finanzmarkt sind nicht nur Ausdruck von Bewertungen, sondern werden selbst wiederum als Bewertungen beobachtet, die dann Bewertungsrevisionen provozieren. Diese Reflexivität verhindert, dass Standards zur Einordnung der Qualität einer Investition, etwa Ratings, von Statuszuschreibungen durch die Marktteilnehmer zu trennen sind (Langenohl 2011). Wichtiger noch ist, dass Finanzmärkte ein grundsätzlich anderes Verhältnis zu Bewertungen aufweisen, weil ihre Bewertungen nicht allein marktinterne Koordinationsfunktionen erfüllen, sondern oftmals als die wesentliche Leistung dieser Märkte für Volkswirtschaften betrachtet werden (Levinson 2006, S. 2).

Die neuere Finanzmarktsoziologie hat bislang finanzielles Bewertungswissen als spezifische Wissenskultur rekonstruiert sowie seine performativen Effekte in Bezug auf Märkte und ihre Umwelten zu eruieren versucht. MacKenzie (2011) führt beispielsweise den Begriff der „clusters of evaluation practices“ ein, um die Arbeit von Analysten in Banken und Rating-Agenturen bei der Bewertung von komplexen Derivaten (Collateralized Debt Obligations von Asset Backed Securities – ABS CDOs) vor der US-Immobilienkrise zu beschreiben. MacKenzie macht evident, dass es zur Analyse von Bewertungspraktiken nicht ausreicht, von einem mehr oder weniger akuten Handlungs- bzw. Entscheidungsproblem der Teilnehmer auf einem Markt auszugehen, sondern dass zumindest zwei Problemkomplexe beachtet werden müssen: Erstens wird Bewertungswissen zumeist von Experten und Spezialisten erzeugt, deren Arbeit getrennt von direkten Markthandlungen institutionalisiert ist. Diese Experten und Spezialisten verfügen über eigene Ontologien, Wissenspraktiken und organisationale Routinen. Zweitens verfügt das über isolierte Erfahrungen und spezifische Entscheidungsprobleme hinausgehende, sich um Bewertungszusammenhänge spannende Wissen über eigene Strukturen und Pfadabhängigkeiten. MacKenzie spricht z. B. von Kreditratings als „governance“ (ebd., S. 10). Der Begriff deutet an, dass diese Bewertungen nicht allein Einschätzungen von Ausfallwahrscheinlichkeiten für handelnde Marktteilnehmer, sondern strukturell verankerte Steuerungsmechanismen sind (Strulik 2004).

Der vorliegende Aufsatz wendet sich der Wissenspraktik von Analysten und der von Analysten erzeugten sozio-kognitiven Infrastruktur zu (Beunza und Garud 2005, 2007; Knorr Cetina 2011; Mars 1998; Preda 2007; Wansleben 2011b; Zuckerman 1999). Analysten sind auf bestimmte Märkte, Instrumente oder Sektoren spezialisierte Finanzexperten; sie werden von Organisationen (Banken, Investmentfonds etc.) beschäftigt, die zumeist direkte Teilnehmer auf Finanzmärkten sind. Die Produkte der Analysten bestehen in täglichen Berichten und ausführlichen Analysen sowie mündlichen Beratungen, die sich an Kunden, *peers* und die mediale Öffentlichkeit richten. Um die Wissenspraxis der Analysten und ihre Erzeugnisse zu fassen, wird von dem Begriff der „kalkulativen Rahmung“ ausgegangen. Beunza und Garud (2005, 2007) haben dieses Konzept in Bezug auf die Aktienanalyse entwickelt. Ihr Ansatz verortet Analysten in einem epistemischen Raum zwischen willkürlichen Einschätzungen („undercalculative view“) und selbstvidenten Kalkulationen („overcalculative view“). Kalkulative Rahmung wird also nicht im engen Sinne einer rein numerischen Rechnung verstanden, sondern schließt all jene zum Teil sprachlichen, zum Teil numerischen Operationen ein, die das „In-Erwartung-Stellen“ eines finanziellen Objekts (Firma, Staat etc.) möglich machen (Kalthoff 2005). Der Rahmungsbegriff impliziert außerdem, dass Analystenberichte nicht primär Vorhersagen beinhalten, sondern Wissensstrukturen darstellen, die Investoren, aber auch anderen Akteuren ermöglichen, einen Strom heterogener Informationen über ein finanzielles Objekt in Kategorien finanzieller Bewertung zu übersetzen. Theoretisch wird der Ansatz von Beunza und Garud erweitert, indem neben der innovativ-kognitiven die legitimierende und stabilisierende Funktion kalkulativer Rahmungen betont wird.

Empirisch betritt der Artikel Neuland, weil er die kalkulativen Rahmungen von Staatsschulden untersucht. Dieses neue Untersuchungsfeld einer wissenssoziologischen Finanzmarktforschung kann erhebliche Relevanz beanspruchen.¹ Denn beim Markt für Staatsschulden handelt es sich einerseits um einen wachsenden, globalen Markt², der sich aufgrund der ansteigenden Schuldenlast entwickelter Ökonomien (z. B. Japan, USA, Europa) in einem Veränderungsprozess befindet: Die Schulden dieser Länder sind heutzutage nicht mehr risikofrei, sondern differenziert bewertete Zahlungsverprechen. Andererseits kann man Finanzmarktprozesse nicht als Spiegel makroökonomischer Veränderungen beschreiben. Die ökonomische Theorie etwa geht davon aus, dass Schuldenkrisen unter anderem aus selbsterfüllenden Prophezeiungen der Marktakteure resultieren (Cole und Kehoe 2000). Es stellt sich im Rahmen des vorliegenden Aufsatzes die Frage, welche Rolle Analystenberichte und die darin entwickelten kalkulativen Rahmungen für solche Krisenprozesse spielen. Es wird von der These ausgegangen, dass die Funktion kalkulativer Rahmungen nicht in der Erzeugung von Krisen, sondern in ihrer Stabilisierung liegt. Krisendynamiken werden in legitime Modellierungen und Bewertungskategorien

1 Vgl. Grimpe (2010) zu einer Techniksoziologie des staatlichen Schuldenmanagements.

2 Das Volumen ausstehender Schulden in Staatsanleihen ist in den vergangenen Jahren drastisch gestiegen und betrug bei „domestic bonds“ 2010 über 37 Bil. \$ (The City UK 2011). Zum Markt für Staatsschulden muss man auch Kreditausfallversicherungen (CDS) und andere Derivate auf Staatsschulden rechnen. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich kalkuliert mit einem Volumen von 2.542 Mrd. \$ an ausstehenden „Sovereign CDS“ in der zweiten Hälfte des Jahres 2010 (BIS 2011).

übersetzt und damit sowohl für Marktteilnehmer als auch weitere Akteure zu kalkulierbaren, gerahmten Ereignissen. Diese Sichtweise betrachtet Analysten als von unmittelbaren Marktteilnehmern unterscheidbare Experten und hebt ihre spezifische Rolle in Krisensituationen hervor (Vollmer 2011b, S. 4 ff.). Als Fallbeispiel wird die griechische Staatsschuldenkrise ausgewählt, weil hier die Produktion kalkulativer Rahmungen im Kontext eines dramatischen Krisenverlaufs beobachtet werden kann. Die Zinsen auf griechische Staatsschulden waren lange Zeit innerhalb einer sehr engen Spanne an die Zinsen anderer Eurostaaten gebunden. Seit Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise stiegen sie deutlich an. Mit Beginn des Jahres 2010 kam es dann zu einer Schuldenkrise: Der Staat legte nach und nach das eigentliche Ausmaß von Verschuldungen und Defiziten offen, und die vom Markt verlangten Zinsen auf griechische Titel stiegen so weit an, dass eine Refinanzierung Griechenlands am Markt unmöglich wurde. Der griechische Finanzbedarf wird seit Mitte 2010 durch die Europäische Union und den Internationalen Währungsfonds gedeckt. Im Zeitraum von Anfang 2010 bis Mitte 2011 lässt sich beobachten, wie für Griechenland Krisenrahmungen entwickelt werden und wie sie sich sukzessive zu einer Sichtweise verdichten, der zufolge Griechenland de facto insolvent ist – eine Sichtweise, die sich bis dahin weder unter politischen Akteuren durchgesetzt hat noch in Kreditratings reflektiert ist. Diese Bewertungen erfüllen verschiedene Funktionen: Zum einen werden nach wie vor auf dem Sekundärmarkt Preise generiert, wodurch sich bewertbare Profitchancen und -risiken für Marktteilnehmer ergeben. Unabhängig von dieser konkreten Bewertungsproblematik kann man jedoch auch das Entstehen kalkulativer Rahmungen beobachten, die weit über die Artikulation von Marktpreiserwartungen hinausgehen. So rahmen Analysten staatliche Hilfsmaßnahmen, die griechische Konsolidierungspolitik etc. Sie nehmen also als beobachtende Experten am Krisenmanagement selbst teil.

Abschnitt 2 geht auf den Begriff der kalkulativen Rahmung ein, erweitert ihn theoretisch und stellt erste Bezüge zu Schuldenmärkten und Schuldenkrisen her. Abschnitt 3 führt die Methodik aus, wie die kalkulativen Rahmungen von Staatsschulden identifiziert wurden. Abschnitt 4 führt eine Analyse von Analystenberichten durch, die während der griechischen Schuldenkrise veröffentlicht wurden. Der Beitrag schließt mit einer Rückbindung der empirischen Ergebnisse an das Konzept der kalkulativen Rahmung als finanzielles Bewertungswissen. Der Schwerpunkt liegt auf einer Diskussion der Implikationen für zukünftige wissens- und diskurssoziologische Forschungen.

2 Bewertung als kalkulative Rahmung: Theoretische Erweiterungen und empirische Spezifikationen

Der folgende Abschnitt führt den Begriff der kalkulativen Rahmung von Beunza und Garud (2005, 2007) ein, erweitert ihn konzeptuell und fragt danach, wie er auf Bewertungsprozesse von Staatsschuldenkrisen angewendet werden kann.

Beunza und Garud (2005, 2007) konzeptualisieren mit dem Begriff der kalkulativen Rahmung die Arbeit von Aktienanalysten als intermediäre Experten auf Finanzmärkten. Sie betrachten Rahmung in einem ersten Schritt als spezialisierte Wissensarbeit der Analysten, die sich dem Problem des Kalkulierbarmachens unter Unsicherheit widmet. Die Autoren zeigen, dass Analysten Berechenbarkeit erzeugen, indem sie Firmen mit ande-

ren Firmen analogisieren, sie nach Branchen klassifizieren und nach bestimmten Kennzahlen schätzen: „We denote by calculative frame the internally consistent network of associations, including (among others) categories, metrics, analogies, that produce the necessary estimates which go into the valuation of a company“ (Beunza und Garud 2005, S. 26). Anhand der „coverage“ von Amazon.com durch verschiedene Internetanalysten in den Jahren 1999 bis 2000 wird die Entscheidungsgeladenheit kalkulativer Praktiken sichtbar (vgl. auch Mars 1998). Die Entscheidungen der Analysten beziehen sich dabei nicht primär auf Modellierungen (diese werden meist konventionell verwendet), sondern auf die Schätzungen, die in die Berechnungsmodelle eingehen. Schätzungen treffen die Analysten nicht willkürlich, sondern durch die Wahl von Analogien und Kategorisierungen. So beruhte die Bewertung der Firma Amazon.com durch den Internetanalysten Henri Blodget im Dezember 1998 (geschätzter Wert pro Aktie: 400 \$) auf einer Schätzung der zukünftigen Einkünfte im Vergleich zu anderen Internetfirmen; die Umsatzrendite schätzte Blodget auf Basis eines Vergleichs mit Dell Computers. Blodgets Kollege Jonathan Cohen kam zu einer gänzlich anderen Bewertung (50 \$ pro Aktie), weil er sowohl die Einkünfte als auch die Umsatzrendite von Amazon.com mit anderen Buchhändlern verglich. Kalkulative Rahmungen sind also komplexe Wissenskonstrukte, die sprachliche mit numerischen Operationen verbinden und auf diese Weise Bewertungen ermöglichen. Der von Beunza und Garud diskutierte Fall Amazon.com ist auch deshalb so interessant, weil die Konstruktivität dieser Operationen anhand der Disparität der daraus resultierenden Bewertungen besonders offensichtlich ist: Die unterschiedlichen Bewertungen von Blodget, Cohen und anderen Analysten blieben über einen Zeitraum von mehreren Jahren bestehen.

In einem zweiten Schritt betrachten Beunza und Garud dann die Frage, wie kalkulative Rahmungen als sozio-kognitive Infrastrukturen, also als Instrumente zur „cooperation in maintaining expectations“ (Goffman 1983, S. 5) fungieren. Beunza und Garud (2005, 2007) interpretieren Märkte als Wettbewerbe zwischen konkurrierenden Rahmungen. Rahmungen beeinflussen also Marktentscheidungen, indem sie Aufmerksamkeiten und Deutungsmuster für Unternehmen regulieren (s. auch Zuckerman 1999, 2000, 2004). Die Autoren betonen insbesondere die Funktion von Rahmungen in der Verarbeitung neuer Informationen (regelmäßige Firmenberichte, konjunkturelle Entwicklungen etc.).³ Investoren deuten diese Informationen, indem sie hegemoniale Rahmungen mobilisieren und bestätigen oder zugunsten alternativer Rahmungen verwerfen.⁴ Zugespitzt formuliert gehen Beunza und Garud davon aus, dass Rahmungen Preise „performieren“ (MacKen-

3 Beunza und Garud passen ihren Informationsbegriff entsprechend an: Sie sehen Informationen als „incomplete, ambiguous, divergent or contradictory“ (2005, S. 13), also als interpretationsbedürftig.

4 So können ausbleibende Gewinne, wie Beunza und Garud am Beispiel von Amazon.com zeigen, zunächst als Zeichen einer aggressiven Reinvestitionsstrategie gedeutet werden, die die Chancen zukünftiger Gewinne steigert. Auch wenn Beunza und Garud dies selbst nicht tun, wäre es sicher möglich, solche Deutungsstrukturen in Berichterstattungen von Zeitungen, Investorenmagazinen etc. nachzuzeichnen (Thrift 2001). Allerdings finden die Autoren einen anderen Indikator für den Erfolg von Deutungen, nämlich den Aktienkurs selbst. Solange dieser eine entsprechend positive oder negative Rahmung eines Unternehmens zulässt, wird diese konfirmiert; andererseits kann sich keine Rahmung lange Zeit gegen einen Kursverlauf behaupten.

zie und Millo 2003). Das Problem dieser Sichtweise ist allerdings, dass sie die Bedeutung konsistenter Kalkulation und damit auch die Bedeutung von Analysen für Investoren tendenziell überschätzt. Meine eigene Forschung zur epistemischen Praxis von Analysten zeigt jedenfalls, dass es empirisch plausibler ist, von einer relativ losen Kopplung zwischen Analystenwesen und Marktentscheidungen auszugehen und die stabilisierenden und legitimierenden Funktionen kalkulativer Rahmungen in den Vordergrund zu rücken. So äußerte ein Analyst während eines Interviews:

„Wir haben den Auftrag, eine Prognose zu liefern, die *fundamental basiert* ist. Und ein einzelner Indikator [...], der vielleicht nicht erwartungsgemäß rauskommt und der vielleicht sehr, sehr negativ ist, der kann eigentlich nicht die längerfristige Prognose ändern. Also, wir haben ja auch den Auftrag irgendwie, wie soll ich sagen, *robuste* Ergebnisse zu liefern. Und wir können nicht sagen heute, wir erwarten 2009 ein brasilianisches Wirtschaftswachstum bei fünf Prozent, und dann kommt ein Indikator raus, der vielleicht den Anfang von einer Trendumkehr bedeutet, aber wir können da nicht sagen, jetzt erwarten wir eine Rezession in Brasilien. Also, das geht nicht. Wir brauchen schon *mehr als ein Datenpunkt*, um nachhaltig unsere Prognose zu ändern. Und der Markt ist aber so, dass er bei einem negativen Datenpunkt anfängt, die Situation schlechter einzupreisen, und bei jedem weiteren deutlich schneller, und dann ist man als Analyst auch in gewisser Weise oftmals, wie man dann so sagt, ‚behind the curve‘, also *dem Markt hinterher*. Das ist leider so.“ (Hervorhebungen L.W.)

In der Darstellung des Analysten ist die zeitliche Abfolge von Analyse und Entscheidung umgekehrt: Die Bewertungen der Analysten schreiben Investoren keine Rahmungen vor, sondern rennen oftmals den in Preisen sich ausdrückenden Bewertungen des Marktes hinterher, weil sie „fundamental basiert“, „robust“ und auf Daten gestützt sein sollen.⁵ Der Fall Griechenland scheint dies zu bestätigen: Erst nachdem die Marktzinsen für griechische Schulden angestiegen sind, beginnt sich die „coverage“ der Analysten zur griechischen Schuldenproblematik zu intensivieren. Damit rückt die stabilisierende und legitimierende Funktion kalkulativer Rahmungen in den Vordergrund: Diese stellen ökonomische Entwicklungen (makroökonomische Daten) und Marktprozesse (Preisverläufe) in einen durch legitimes Wissen nachvollziehbaren Zusammenhang, der zunächst fiktiv ist. Als Generator solcher Fiktionen dienen Hintergrundannahmen und Bewertungskonventionen der Ökonomik, aber auch analystenspezifische Wissensformen wie beispielsweise „stories“ (Mars 1998). Im Marktcontext haben diese Kalkulationsfiktionen stabilisierende Funktionen, weil sie Markterwartungen eine öffentliche, konsistente und plausible Form geben. Legitimation erlangen sie durch ihre „gameworthiness“ (Goffman 1969), also dadurch, dass sie sich in Kommunikationen zwischen Analysten und Kunden oder in Gesprächen unter Händlern als marktrelevante Positionierungen Geltung

5 Brown gibt folgende Selbstbeschreibung von makroökonomischen Experten in der Finanzindustrie: „Market economists operate in the marketplace. It takes considerable boldness to advance a view which is totally at odds with prevailing conventional wisdom – if economists are wrong they risk ridicule. Economists are influenced by the revealed consensus of market opinion apparent in market prices. Hence it is rare to find economic predictions of an exchange rate or interest rate which within six months or a year is far distant from that of the forward rate. [...] But economists should not just be like vessels on the changing tide of market outlook“ (Brown 1996, S. 182).

verschaffen (Bourdieu 2001; Wansleben 2011a). In Richtung medialer oder politischer Öffentlichkeiten erzeugen kalkulative Rahmungen insofern Legitimation, als sie die Hegemonie nachvollziehbarer finanzieller Kalkulationen inszenieren, denen sowohl die Spekulation auf dem Markt als auch die finanziellen Handlungsmöglichkeiten der bewerteten Objekte (Firmen ebenso wie Staaten) mittelfristig unterworfen sind (Boltanski und Thévenot 2007). So äußerte ein Währungsanalyst zu Beginn der Eurokrise im Mai 2010: „Natürlich, solch ein Run (oder akademischer ausgedrückt: eine rationale Blase) hat immer ein spekulatives Element. Weil Unterstützungen gebrochen sind, verkaufen weitere Marktteilnehmer und lassen so weitere Unterstützungsniveaus brechen; weil der Trend nach unten zeigt, verkaufen Trendfolgemodelle und verstärken so den Trend. Aber: Das heißt weder, dass Verschwörungstheorien über bössartige spekulative Attacken auf den Euro Sinn machen [...], noch, dass die Euro-Schwäche eine Himmelsplage wie Pest und Cholera ist oder dass sie aufgrund massiver Positionierungen schnell zusammenbrechen muss. Die Euro-Schwäche wäre ohne gute Gründe nicht möglich. Schließlich braucht jeder Marktteilnehmer, der EUR verkauft, eine gute fundamentale Story. Daran herrscht kein Mangel.“⁶

In Erweiterung von Beunza und Garud setze ich also den Begriff der kalkulativen Rahmung so an, dass er einerseits die Entscheidungsgeladenheit finanzieller Bewertungen erfasst und andererseits kalkulative Rahmungen als stabilisierende und legitimierende Bezugspunkte von Finanzdiskursen begreift.

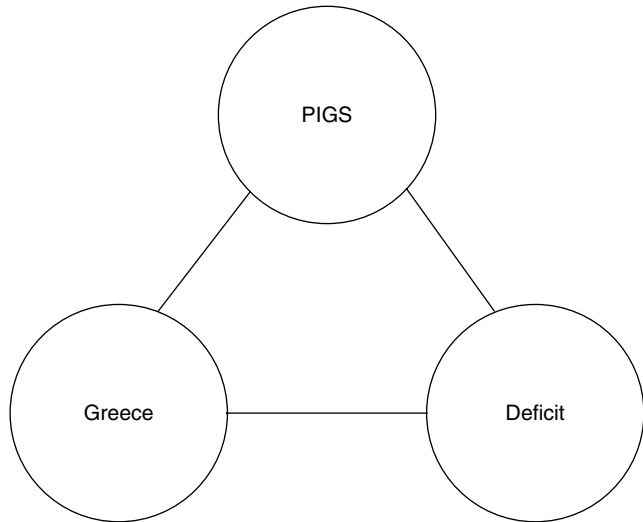
Wie kann dieser Begriff nun für den Fall staatlicher Schuldenmärkte empirisch fruchtbar gemacht werden? In einem Konferenzbeitrag geht Beunza (2011) davon aus, dass auch in diesem Fall Analogien, Klassifikationen und Metriken Kalkulierbarkeit für Investoren herstellen. So wurde im Frühjahr 2010 erstmals ein Krisenrahmen um Spanien gespannt, der die spanische Situation mit Griechenland verglich und sie durch eine neu erfundene Kategorie („PIGS“: Portugal, Italien, Griechenland, Spanien) klassifizierte; Investoren begannen sich verstärkt auf die Entwicklung des Haushaltsdefizits als primäre Bewertungsmetrik zu fokussieren (s. Abb. 1).

Diesen Vorschlag Beunzas aufnehmend besteht deshalb eine erste Herausforderung darin, empirisch herauszuarbeiten, wie das spezifische Phänomen staatlicher Schulden durch Analysten gerahmt wird. Schulden sind Zahlungsverprechen eines Schuldners an einen Gläubiger: Einer Serie zukünftig zu leistender Zahlungen eines Schuldners stehen gegenwärtige oder bereits geleistete Zahlungen eines Gläubigers gegenüber (Baecker 1991). Wesentlich für Schulden ist, dass Schuldtitel zwar unter Gläubigern auf einem Sekundärmarkt gehandelt werden können⁷, dass die „Quelle“ der Zahlungsverprechen selbst aber fixiert bleibt: Rückzahlungen werden im Normalfall nur vom Schuldner geleistet. Diese Bindung des Schuldners an seine eigenen Zahlungsverprechen ist ein wesentlicher Gegenstand der Bewertungen der Analysten. Sie hat ein rechtliches Fundament in einem Vertrag, der „indenture“ genannt wird (Fabozzi 2007, S. 2). Allerdings behandeln die finanziellen Bewertungen der Analysten vermutlich primär finanzielle und politische Aspekte staatlicher Zahlungsverprechen. Das finanzielle Bewertungsproblem

6 Commerzbank, FX Daily, „Run aus dem Euro“, 17.05.2010.

7 Gläubiger sind involviert in „a second type of engagement that overlays the first and this is with the market“ (Knorr Cetina 2009, S. 336).

Abb. 1: Kalkulativer Rahmen für Spanien während der Schuldenkrise. Quelle: Beunza 2011



besteht darin zu bestimmen, wie weit sich ein Staat verschulden kann, ohne dass seine zukünftige Solvenz gefährdet wird. Die ökonomische Literatur weist darauf hin, dass es keine eindeutigen Kriterien gibt, mit deren Hilfe ein „acceptable level of debt“ (Niehans 1985, S. 73) festgestellt werden kann: „In fact, with unenforceable claims there are no established criteria for optimal debt levels“ (ebd.); „[t]here is no magic formula that can determine, even roughly, which nation is solvent today and which is not“ (Boone und Johnson 2011, S. 4). Es ist also zu vermuten, dass Analysten bei der Bewertung von Solvenz oder Insolvenz mit Unsicherheit konfrontiert sind. Doch die finanzielle Bewertung von Staatsschulden muss auch Politik berücksichtigen, denn die Zahlungsverprechen erfolgen schließlich durch einen politischen, keinen ökonomischen Akteur. Dies stellt die Analysten vor ganz spezifische Probleme. So liegt bei staatlichen Schuldnern z. B. die spezielle Situation vor, dass sie selbst rechtliche Souveräne sind. Verschiedenste ökonomische (Niehans 1985; Wright 2005) und politökonomische Forschungen (Tomz 2007) haben deshalb darauf aufmerksam gemacht, dass es sich bei Staatsschulden zumeist um „unenforceable claims“, um undurchsetzbare Forderungen handelt. Folglich werden politische Maßnahmen vermutlich mit der bewertungsrelevanten Frage gerahmt, inwiefern ein Staat zur Einhaltung der eigenen Zahlungsverprechen gewillt ist. Wichtig ist, dass sowohl Rahmungen der finanziellen Situation als auch des staatlichen Akteurs, der die Zahlungsverprechen ausgesprochen hat, vergleichend erfolgen. Schuldner werden, ähnlich wie z. B. Amazon.com, in Gruppen klassifiziert und verschiedene Schulden-situationen, etwa Krisen, analogisiert.

Neben der Spezifikation von kalkulativen Rahmungen für Staatsschulden sollen Krisen als besondere Bewertungssituationen, in denen möglicherweise spezifische Rahmungen zur Anwendung kommen, begriffen werden. Schuldenkrisen treten ein, wenn Staaten nicht willens oder fähig sind, fällig werdende Schulden zu bedienen; es kommt in diesem Fall entweder zu einem vollständigen oder partiellen Zahlungsausfall (Reinhart und Rogoff 2008, 2010) oder zu internationalen Finanzhilfen, die dem Schuldner die Bedienung der Schulden ermöglichen. Deutliche Steigerungen der Haushaltsdefizite

und der Gesamtverschuldung gehen gewöhnlich einem Zahlungsausfall oder internationaler Hilfe voraus. Allerdings kann man auch dann von einer Schuldenkrise sprechen, wenn die bloße Gefahr eines Zahlungsausfalls dadurch entsteht, dass durch dramatisch gestiegene Zinsen im Sekundärmarkt eine sehr hohe Wahrscheinlichkeit für den betroffenen Staat eintritt, keine neuen Schulden im Primärmarkt aufnehmen zu können. Auch in diesem Fall können internationale Organisationen intervenieren, um das Marktvertrauen in die fortgesetzte Bedienung der Schulden wiederherzustellen. Seit dem Zahlungsausfall Deutschlands im Jahr 1948 hat es keine Schuldenkrisen entwickelter Ökonomien gegeben. Die Bankenkrise der 1980er Jahre und die „Emerging Market“-Krisen der 1990er Jahre prägten die Wahrnehmung, dass solche Krisen allein historische Phänomene oder Probleme von Entwicklungsökonomien seien. Diese Wahrnehmung scheint sich erst seit 2010 zu korrigieren und an Analysten die Herausforderung der Rahmung entsprechender Krisenphänomene zu stellen. Einen Ansatzpunkt dafür, wie solche Rahmungen aussehen könnten, gibt Mosley (2003): Sie unterscheidet zwischen zwei verschiedenen Rahmungen, durch die Investoren Staatsschulden bewerten. Bewertungen der Staatsschulden von entwickelten Ökonomien charakterisiert sie als „strong and narrow“. Investoren konzentrieren sich hier auf wenige, wichtige Indikatoren (vor allem Fiskal- und Geldpolitik) und unterstellen grundsätzlich eine sehr geringe Ausfallwahrscheinlichkeit. Mosley (2004) zeigt, dass der Markt eine „strong and narrow“-Rahmung auf die Mitglieder der europäischen Währungsunion vor der Schuldenkrise angewendet hat, wodurch sich die Zinsen der unterschiedlichen Schuldner, unter anderem auch Griechenlands, anglichen.⁸ Jedoch wenden Investoren die „strong and narrow“-Rahmung Mosley zufolge nicht auf alle Schuldner an. Für Entwicklungsökonomien verfügen sie über eine „strong and broad“-Rahmung, bei der neben der Fiskal- und Geldpolitik andere sozial- und wirtschaftspolitische Felder im Hinblick auf ihre Implikationen für die Bewertung von Zahlungsverprechen analysiert werden: „Given the wide range of investment risks that financial market participants face in emerging markets and investors’ great uncertainty regarding the salience of these risks in particular nations, investors must rely on a broad set of indicators.“ (2003, S. 38) Die exponentiell gestiegenen Zinsen für eine Vielzahl entwickelter Ökonomien deuten nun auf eine Neubewertung der Solvenz dieser Staaten hin. Zunächst können diese Neubewertungen durch einzelne Krisensituationen, partikuläre Informationen oder Paniken im Markt ausgelöst werden. Sie provozieren jedoch eine grundlegende Reklassifikation durch Analysten: Diese betrachten Staatsschulden entwickelter Ökonomien nun unter der Perspektive hoher Ausfallrisiken und machen diese Risiken mit einer „strong and broad“-Rahmung kalkulierbar: Nicht nur die unmittelbar in Haushaltsplänen dokumentierte Fiskalpolitik, sondern auch die Stabilität der Regierung, der Wille zu Reformen etc. unterliegen nun finanziellen Bewertungen. Damit stabilisieren Analysten gewandelte Markterwartungen, durch die möglicherweise auch die politischen Spielräume der betroffenen Staaten konditioniert werden.

8 „Investors’ view was that, after EMU, there would be little differentiation among nations, small interest rate differentials, and therefore, less attention paid to European fixed-income markets. With budget deficits of 4–5 % of GDP, investors would remain willing to lend to governments. Even with excessive deficits, a substantially increased probability of default would not manifest itself for several years.“ (Mosley 2004, S. 193)

Hinzu kommt ein weiterer Aspekt, der potenziell Krisenrahmungen kennzeichnet: Vor allem soziologische Forschungen haben darauf hingewiesen, dass Finanzkrisen unter anderem Vertrauenskrisen sind, die dadurch eintreten, dass Hintergrunderwartungen (Garfinkel 2008, S. 36) der Marktteilnehmer infrage gestellt werden. Swedberg (2010) analysiert beispielsweise die Lehman-Insolvenz unter dieser Perspektive und entdeckt zwei Formen von Vertrauensverlust: Die erste Form entsteht dadurch, dass man nach Bekanntgabe versteckter Verluste den Informationen nicht mehr traut, auf deren Grundlage man traditionell Bewertungen vorgenommen hat (Knorr Cetina 2011). Es steht dann die Hintergrunderwartung infrage, dass man sich weiterhin auf die durch den Schuldner zur Verfügung gestellten Informationen verlassen kann. Tatsächlich sind das Auftauchen versteckter Schulden und ein darauf folgender Vertrauensverlust in Informationen und Bewertungen ein typisches Merkmal von Staatsschuldenkrisen.⁹ Die zweite Form der Vertrauenskrise betrifft Hintergrunderwartungen über Handlungsrationalitäten der Schuldner und/oder dritter Parteien. Auch wenn es sich bei Staatsschulden um „unenforceable claims“ handelt, kann man vermuten, dass Gläubiger Staaten den Willen zur Einhaltung der Zahlungsverprechen gewöhnlicherweise unterstellen. So haben historische Forschungen gezeigt, dass Finanzmärkte dann im England des 18. Jahrhunderts florieren konnten, als sich eine von Interaktionsbeziehungen abstrahierte „culture of credit“ (Muldrew 1998) durchsetzte. Zudem gehen Gläubiger möglicherweise davon aus, dass in Krisensituationen dritte Parteien bereit stehen, etwa der Internationale Währungsfonds, um als „lender of last resort“ zu fungieren. Ein Vertrauensverlust tritt ein, wenn solche grundlegenden Annahmen über Handlungsrationalitäten infrage gestellt werden.¹⁰ Es liegt deshalb die Vermutung nahe, dass Analysten in Krisensituationen sensibilisiert sind für die Frage, ob Maßnahmen staatlicher Schuldner oder dritter Parteien Marktvertrauen wiederherstellen oder weiterhin unterminieren. Sie transformieren Krisen auf diese Weise in beobachtbare Zustände.

Zuletzt stellt sich in staatlichen Schuldenkrisen die Frage nach der sozio-kognitiven Funktion kalkulativer Rahmungen in besonderer Form. Wie oben dargelegt, gehen Beunza und Garud davon aus, dass Rahmungen marktinterne Erwartungen organisieren und strukturieren. Eine empirische Frage in Bezug auf Krisen wäre dann, wie lange in solchen Situationen konkurrierende Rahmungen aufrechterhalten werden, denen im Markt zumindest potenziell „long“- und „short“-Positionen entsprechen können, bzw. wann diese differenzielle Struktur artikulierter Erwartungen zusammenfällt. Allerdings gibt Beunza (2011) in einer Analyse der spanischen Krise auch Anhaltspunkte für stabilisier-

⁹ „In a crisis, government debt burdens often come pouring out of the woodwork, exposing solvency issues about which the public seemed blissfully unaware. [...] Hidden debt has loomed large in many sovereign defaults over history.“ (Reinhart und Rogoff 2010, S. 33)

¹⁰ Es spricht beispielsweise einiges dafür, dass Investoren in Euro-Staatsanleihen von einer impliziten „bail-out“-Garantie anderer Euro-Länder ausgegangen sind. Die „Ansteckung“ („contagion“), durch die eine ganze Reihe von Ländern in Schuldenkrisen geraten sind, deutet auf eine Infragestellung dieser Hintergrunderwartungen hin: „The problem the euro area faces is that creditors lent money to banks and the sovereign under the assumption that they would all be supported fully during periods of trouble. Led by Germany, the euro area is now switching from a ‚moral hazard‘ regime to new arrangements under which all nations must fend for themselves“ (Boone und Johnson 2011, S. 2 f.).

rende und legitimierende Funktionen von Rahmungen, die über eine marktinterne Erwartungskoordination hinausgehen. So zeigt er etwa anhand von Interviews mit Investoren, dass diese von der spanischen Regierung zu Beginn der Krise Ankündigungen bestimmter Reformen erwarteten. Diese Ankündigungen sollten nicht nur das Schuldenproblem an sich adressieren; sie sollten auch signalisieren, dass die Regierung mit den Markterwartungen als bewertender Instanz der Krisensituation „rechnet“. Bei einem Treffen zwischen Regierung und Investoren in London forderten Letztere eine „roadmap“, die bestimmte Reformschritte zu definierten Zeitpunkten („milestones“) verspräche. Damit versuchten sie, die Regierung mit einem Bewertungsrahmen zu koordinieren, der auf die wiederhergestellte Glaubwürdigkeit von Zahlungsverprechen abzielte. Ein Investor äußerte im Interview: „If you don't deliver by the time the milestone comes up, you lose your credibility. Because investors know that you [the sovereign] know this, they are willing to believe you in the first place“ (ebd.). Auch in Analystenberichten zu Griechenland finden sich Kommentare, in denen Analysten die notwendige Aufmerksamkeit der Politik für ihre Expertise anmahnen.¹¹ Diese Beispiele zeigen, dass Experten aus der Finanzbranche mithilfe kalkulativen Wissens beratend an dem Management einer Krise zu partizipieren versuchen. Die von Beunza angesprochene „roadmap“ ist wahrscheinlich eine kalkulative Rahmung, über die die Erwartungen des Marktes mit den Reformversprechen der Schuldner synchronisiert und für beide Parteien sichtbaren Überprüfungen ausgesetzt werden. Wie oben angedeutet, kann in diesem Artikel kein Zusammenhang zwischen den Beratungen von Analysten und konkreten politischen Entscheidungen nachgewiesen werden. Allerdings soll nachfolgend gefragt werden, inwiefern und wie Analysten eine „finanzialisierte“ Politik fingieren, die ihre Entscheidungsrationaltäten kalkulativen Rahmungen entlehnt.

Im Folgenden soll also der Begriff der kalkulativen Rahmung, der in Erweiterung von Beunza und Garud stabilisierende und legitimierende Funktionen finanziellen Bewertungswissens betont, auf die Staatsschuldenkrise Griechenlands angewendet werden.

3 Methodische Überlegungen

Zur Analyse kalkulativer Rahmungen wurden Analystenberichte herangezogen. Analystenberichte haben den methodischen Vorteil, dass sie für Marktteilnehmer und andere Akteure relevante Erzeugnisse spezialisierter Bewertungsarbeit sind und zugleich Rahmungen schriftlich fixieren. Wie oben dargelegt, geht der Beitrag von der These aus, dass Analystenberichte einen Referenzdiskurs des Marktes erzeugen, der die Bewertung eines finanziellen Objektes, die zunächst in Form von Marktpreisen erfolgt, rationalisiert, stabilisiert und für andere Diskurse anschlussfähig macht.¹² Die Wirkmächtigkeit von Analystenberichten liegt demnach nicht primär in ihrem Einfluss auf Preisbildungen, sondern in der Inszenierung finanzieller Bewertungen als legitimen Expertenwissens. Es wurde versucht, ein systematisches Sample von Analystenberichten internationaler Großbanken

11 So schreiben Analysten in einem Bericht zu möglichen Austrittsszenarien Griechenlands aus der Eurozone: „[W]e hope that this message is taken to heart by the European authorities“ (Citi 2011/09, S. 5.)

12 Zur Diskursanalyse der Ökonomie siehe die Beiträge in Diaz-Bone und Krell (2009).

im Zeitraum Ende 2009 bis Mitte 2011 zu erhalten. Dieser Zeitraum schien geeignet, weil er die erste dramatische Eskalation der Zinsen auf griechische Staatstitel einschließt und mit einer Phase endet, da eine Insolvenz Griechenlands in den Sekundärmarkt zinsen eingepreist war. In der Durchführung ergaben sich jedoch erhebliche Schwierigkeiten, weil die entsprechenden Datenbanken (etwa Investext von Thomson Reuters) primär kommerziellen Zwecken dienen und Berichte deshalb nur zu hohen Preisen weitergeben (die Gesamtkosten des angefragten, keinesfalls vollständigen Investext-Samples betragen 22.482 \$ plus Bearbeitungsgebühr; ein einzelner, 34-seitiger Bericht in diesem Sample wurde mit 1.500 \$ bepreist). Deshalb wurde alternativ per Internet-Recherche und Nachfrage bei den Banken ein Schneeball-Sample zusammengestellt. Kriterien für die Auswahl waren, dass es sich um Analysen internationaler Banken handelt, die die griechischen Staatsschulden im Zeitraum von Dezember 2009 bis Juli 2011 bewerteten und für diese Bewertungen explizite Strategien (Argumentationen, Modellierungen etc.) entwickelten. Das sich aus dieser Recherche ergebende Sample umfasst Berichte der Citigroup (vier Berichte), der Deutschen Bank (ein Bericht), Goldman Sachs (ein Bericht), HSBC (zwei Berichte) und Morgan Stanley (sechs Berichte)¹³. Die Berichte wurden zumeist von den volkswirtschaftlichen Abteilungen der Banken („Economics“) publiziert, die sämtlich in London sitzen, und variieren im Umfang zwischen 10 und 70 Seiten. Zusätzlich wurden Interviews im Rahmen von Forschungen zu Währungsanalysten, Zeitungsartikel, vor allem aus der Financial Times, und öffentliche Interviews mit den Autoren der Berichte gesichtet. Im Vergleich zur Analyse von Beunza und Garud (2005) scheint die Materialbasis damit zumindest ausreichend.

In der Auswertung der Analystenberichte wurde, ähnlich wie bei Beunza und Garud (2005, 2007), auf Verfahren zurückgegriffen, die die Analystenberichte anhand induktiv ermittelter Codes aufeinander beziehen (Glaser und Strauss 1967) sowie die narrativen Elemente der Berichte berücksichtigen (Franzosi 1998). Es wurden zunächst alle Analystenberichte im Hinblick auf wiederkehrende Rahmungen ausgewertet. Hier ging es primär darum zu identifizieren, ob sich eine Etablierung von Schuldenkrisenrahmungen in den Analystenberichten identifizieren lässt und welche grundlegenden Merkmale diese aufweisen. Den obigen Überlegungen entsprechend wurden darüber hinaus die differenziellen Positionierungen einzelner Analytenteams und ihre jeweiligen Rahmungen beachtet. Konkurrierende Rahmungen sollten über den gesamten hier betrachteten Zeitraum von ca. eineinhalb Jahren verfolgt werden. Zu diesem Zweck wurden Publikationen von Citigroup und Morgan Stanley ausgewählt. Bei der Citigroup wurden die Publikationen des Chefökonom Willem Buiter und bei Morgan Stanley die Publikationen des „European Economics“-Teams (v. a. Elga Bartsch und Daniele Antonucci) analysiert. Diese Autoren sind im Sample mit den meisten Publikationen vertreten. Hinzu kommt, dass die Analysten der beiden Banken sich zu Beginn der untersuchten Zeitspanne unterschiedlich positionierten: Die Citigroup bewertete mit Beginn der Krise einen teilweisen Zahlungsausfall Griechenlands bereits als unvermeidlich,¹⁴ während Morgan Stanley

13 Eine Aufstellung der herangezogenen bzw. zitierten Berichte findet sich nach dem Literaturverzeichnis.

14 In der Neuen Zürcher Zeitung vom 19.09.2011 wird die exponierte Rolle der Citi-Ökonomen herausgehoben: „Besonders intensiv haben sich die Analytiker der Citigroup mit dem Thema einer Zahlungsunfähigkeit Griechenlands beschäftigt.“

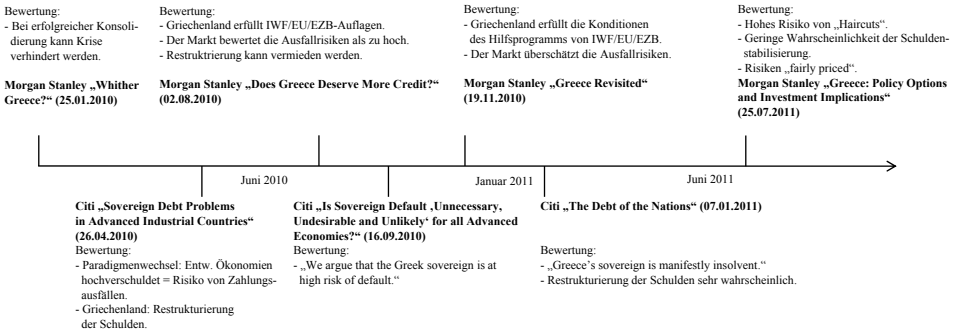


Abb. 2: Ausgewählte Berichte von Morgan Stanley und Citi, 2010/01–2011/07

bis zum Sommer 2011 die Einhaltung der Zahlungsverprechen für möglich hielt (vgl. Abb. 2). Ab diesem Zeitpunkt verdichteten sich jedoch die kalkulativen Rahmungen bei der Analytenteams zu der Bewertung einer faktischen Insolvenz.

4 Kalkulative Rahmungen der griechischen Schuldenkrise

Die Zinsen und Kreditausfallversicherungen auf griechische Staatsschulden steigen seit etwa Mitte 2009 deutlich an. In einem Morgan-Stanley-Bericht von Januar 2010 werden das Haushaltsdefizit und die steigende Staatsschuld als Ursachen für den Anstieg identifiziert.¹⁵ Sie werden jedoch als aus der Vergangenheit bekannte Phänomene behandelt, die durch nachhaltige Sparmaßnahmen beseitigt werden können. Die Rahmung, innerhalb derer die Morgan-Stanley-Analysten diese Probleme behandeln, wird mit folgendem Satz deutlich: „Apart from extreme cases of a breakdown of public order, default tends to be a remote risk for an *industrial country*“ (Morgan Stanley 2010/01, S. 7, Hervorhebung L.W.). Morgan Stanley behält also Mosleys „Entwickelte-Ökonomie“-Rahmung bei, die trotz der hohen Defizite und Schulden von relativ geringen Ausfallrisiken ausgeht. In einem Bericht von Citi-Chefökonom Willem Buiter im April 2010 wird dann diese Rahmung infrage gestellt. Er zeigt anhand einer Grafik die höheren und anwachsenden Schuldenstände in entwickelten Ökonomien im Vergleich zu Entwicklungsökonomien und schlussfolgert: „[W]e are getting close to the position where there may no longer be a riskfree security [...] anywhere in the world“ (Citi 2010/04, S. 10). Dies trifft nach Buiter insbesondere für Griechenland zu, dessen Ausfallrisiken aufgrund eines „misplaced faith“ (ebd., S. 35) in den europäischen Stabilitätspakt in der Vergangenheit unterschätzt wurden.¹⁶ Die Analysten von Citi wechseln also explizit ihre Klassifikationen und die

15 Die fiskalischen Probleme Griechenlands wurden auch schon in einem früheren Bericht bewertet: From Athens to Dublin: Fiscal Sustainability in the EMU Periphery. Morgan Stanley Economics, 02.11.2009.

16 „There is surprisingly little difference in the risk premia on the euro-denominated central government debt of Eurosystem members despite end-2004 general government-debt-to-annual

damit implizierten Rahmungen: „We believe the common practice among financial analysts of treating the term structure of interest rates on the sovereign debt of most advanced industrial countries as being free of default risk is no longer appropriate, if it ever was“ (Citi 2010/09, S. 4). Durch ein „reframing“ der Schulden von entwickelten Ökonomien wird also die grundsätzliche Einschätzung von Ausfallwahrscheinlichkeiten verändert. Vergleiche von Griechenland mit Krisenstaaten aus der Kategorie „Entwicklungsökonomie“, etwa Russland, Argentinien, Korea, Mexiko und Uruguay, in verschiedenen Analystenberichten (Morgan Stanley 2010/11, 2011/07) deuten darauf hin, dass sich dieses „reframing“ tatsächlich durchsetzt.

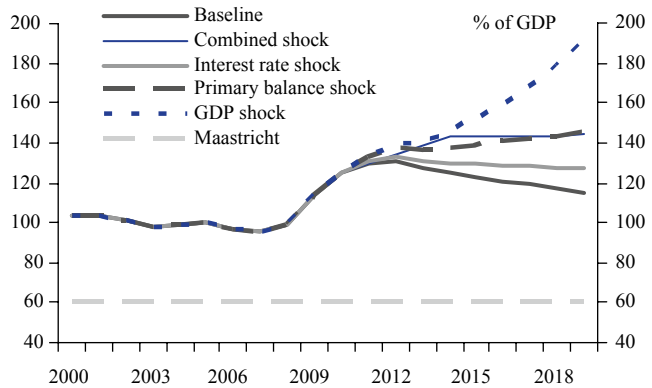
Während das Spektrum der möglichen Länder für die Anwendung einer Krisenrahmung – die „crisis zone“ (Cole und Kehoe 2000, S. 98) – erweitert wurde, betrifft eine engere Rahmung die konkrete Krisensituation. Wie wird diese abgegrenzt? Mosleys Bezeichnung „strong and broad“ entsprechend kombinieren alle Analystenberichte bei Krisenrahmungen einen primären Fokus auf Defizite und Schulden mit Bewertungen politischer Risiken und Vertrauensverlusten. So sehen Deutsche-Bank-Ökonomen drei Probleme, die auf Griechenland zutreffen: „liquidity, credibility, debt sustainability“ (Deutsche Bank 2010/04, S. 8). Die Citi-Ökonomen beschreiben eine Schuldenkrise wie folgt: „high government debt and deficit, [...] polity and society at large [...] most polarized, with the weakest political institutions and leadership, the highest interest rates and the lowest growth rates“ (Citi 2010/09, S. 14). Schulden und Defizite stehen im Zentrum der Krisenrahmung; sie werden kalkulativer gerahmt mithilfe von Prognosen der *Schuldennachhaltigkeit* bzw. der *Tragfähigkeit der Schuldenlast* („debt sustainability“). Die Citi-Ökonomen gehen in einem ihrer Berichte explizit auf die entsprechende Berechnungsformel ein: Sie stellt der jährlichen Veränderung des Schuldenstandes eines Landes (in Prozent des BIP) das Primärsaldo (Einnahmen und Ausgaben ohne Zinszahlungen) des staatlichen Haushalts (in Prozent des BIP) gegenüber. Damit sich der Schuldenstand eines Landes stabilisiert (also nachhaltig ist), muss das Primärsaldo größer oder gleich dem anwachsenden Schuldenstand sein (Citi 2010/04, S. 17).¹⁷ Analog zum Fallbeispiel der Aktienbewertung bei Beunza und Garud besteht die Rahmungsarbeit der Analysten allerdings nicht in der Entwicklung der Formel an sich, sondern in dem Einsetzen entsprechender quantitativer Annahmen über das Primärsaldo und die Schuldenentwicklung in Abhängigkeit von Wachstumsraten und der Entwicklung der Zinsen auf Staatsschulden. Die Analysten simulieren, ausgehend von einem „base scenario“, in Verhältnis zu einer Variation der Annahmen entsprechende Verläufe der Schuldenkurve (s. Abb. 3).

Die Analysten reflektieren die Unsicherheit, unter der die Annahmen für eine Simulation getroffen werden: „Debt sustainability is a multi-faceted issue, encompassing economic and political factors“ (Morgan Stanley 2011/07, S. 11). Darüber hinaus ist keinesfalls sicher, welches Niveau von Gesamtschulden nicht überschritten werden darf oder

GDP ratios ranging from 7.5 % in Luxembourg and 29.9 % in Ireland to a whopping 105.8 % in Italy and 110.5 % in Greece.‘ When [we wrote this] in late 2005, the spread of the 10-years Greek sovereign Treasury bond over Bunds was around 20 basis points, surely an underestimate of the difference between Greek and German default risk over a 10-year horizon.“ (Citi 2010/09, S. 13)

¹⁷ $s \geq (r - \gamma/1 + \gamma)d$, wobei s das Primärsaldo ist, r die reale Zinsrate, γ das BIP und d die Gesamtschuld.

Abb. 3: Simulation der Entwicklung der Gesamtverschuldung Griechenlands. Quelle: Deutsche Bank 2010/04, S. 7



in welchem Zeitraum sich ein Schuldenstand stabilisieren muss, damit Solvenz erhalten bleibt. Die Europäische Union legte im Stabilitätspakt die Grenze bei 60 % des BIP fest; doch obwohl dieses Niveau lange Zeit als Orientierung diente,¹⁸ wird es heute weder auf realistischen Annahmen beruhend¹⁹ noch als einhaltbar gewertet. Die Morgan-Stanley-Ökonomen schreiben: „From a market perspective, we believe that a level of debt/GDP above 100 % would expose Greece to periods of market uncertainty“ (Morgan Stanley 2011/07, S. 5). Über das Treffen von Annahmen bezüglich der Primärbilanz, beeinflusst durch staatliche Einkünfte und Einsparungen auf der einen Seite sowie das Zinsniveau und Wirtschaftswachstum auf der anderen Seite, können die Analysten zu einem positiven oder negativen Szenario kommen. So gehen die Citi-Ökonomen Anfang 2011 von einem notwendigen Primärbilanzüberschuss von sechs Prozent aus, vergleichen dies mit ihrem projektierten Primärbilanzdefizit für 2010 von vier Prozent und schließen, dass die Situation Griechenlands nicht nachhaltig sei,²⁰ während die Morgan-Stanley-Ökonomen (den Ökonomen des IWF folgend) in einem Bericht im August 2010 noch von der Mög-

18 „Although market participants used the Maastricht criteria extensively, they also viewed them as flawed“ (Mosley 2004, S. 185).

19 „The 60 % threshold laid down in the Maastricht criteria for debt sustainability was based on the assumption that for a long-term *nominal* GDP growth rate in Europe of around 5 %, a 3 % deficit – another Maastricht threshold – would eventually stabilize the debt level at 60 %. In post-crisis Europe, a growth assumption of 5% seems overly optimistic.“ (Morgan Stanley 2011/07, S. 11)

20 „Greece needs to run a (permanent) general government primary surplus of around 6 % of GDP just to stabilise its general government gross debt-to-GDP ratio at the level of around 150 % of GDP expected at the end of 2012. The general government cyclically adjusted primary deficit in 2010 is estimated to be around to 4 % of GDP. This means that additional tightening equal to 10 % of GDP is needed over the next few of years to just stop the gross general government debt-to-GDP ratio from rising in Greece“ (Citi 2011/01, S. 56). Die entsprechenden Annahmen der Citi-Ökonomen sind pessimistischer als etwa in den IWF-Berichten (in der Second Review of the Stand-By Agreement vom Dezember 2010 ist ein Primärdefizit für 2010 von 3,3 % projektiert, ab 2012 sogar eine positive Primärbilanz). Wie sie zu ihren Annahmen kommen, führen die Citi-Ökonomen in dem entsprechenden Bericht nicht aus. Es ist zu vermuten, dass sie vor allem eine negativere Wachstumsrate sowie höhere Zinsen erwarten.

lichkeit ausgehen, dass Griechenland im Laufe von zwei Jahren einen Primärbilanzüberschuss erzielen, den Schuldenstand auf einem Niveau von 150 % des BIP stabilisieren und anschließend reduzieren kann. Ab Mitte 2011 kommt allerdings auch Morgan Stanley zu der Bewertung, dass Griechenlands Schulden nicht tragfähig sind und deshalb eine teilweise Insolvenz unvermeidbar ist: „a principal reduction might still be needed at some point“ (Morgan Stanley 2011/07, S. 11).

Diese Revision der Bewertung ist zunächst begründet durch enttäuschende Zahlen (vor allem beim BIP) im Verhältnis zu den getroffenen Annahmen für die Simulationen. Allerdings schließt die Analyse der Schuldentragfähigkeit immer die Zukunft mit ein und bleibt deshalb auf unter Unsicherheit getroffene Annahmen angewiesen. Entscheidend ist deshalb, dass auch Morgan Stanley sukzessive zu einer veränderten Rahmung des Schuldners im Hinblick auf die erwartbare Haushaltsdisziplin und die Fähigkeit zur Wiederherstellung von Marktvertrauen kommt. Hier geht es also einerseits um das Problem, dass staatliche Zahlungsverprechen nur dann vom Markt angenommen werden, wenn der Wille beim Schuldner unterstellt wird, die notwendigen politischen Maßnahmen zur Sicherstellung von Nachhaltigkeit innerhalb eines gegebenen Zeitraums vorzunehmen sowie Zahlungsverprechen einzuhalten. Dieser „political will“ steht in Krisenzeiten infrage:

„The question of sovereign debt sustainability contains a significant political dimension. Most of the countries that are currently at the center of the debt crisis are advanced economies [AE] – economies that are rich enough to shoulder the burden of repaying the liabilities of their sovereign in full without imposing costs on their citizens that would endanger local/national minimum standards of material and physical wellbeing [...]. This is why we call sovereign debt problems in AEs ‚won’t pay, not can’t pay‘ issues.“ (Citi 2011/01, S. 20)

Dieses Zitat zeigt, dass „politischer Wille“ nicht bloß eine deskriptive Formel, sondern eine primäre Rahmung für die Bewertung staatlicher Schulden ist: Das Recht zur Erlassung von Zwangsabgaben ermöglicht es Staaten, im Prinzip immer die eigene Schuldenlast zu bedienen, denn die ökonomischen Leistungen und das Vermögen, auf die sich dieses Recht bezieht, sind größer als die zu leistenden Zahlungen. Der „politische Wille“ erfordert jedoch in einer Demokratie die Unterstützung durch die Wähler, die zugleich Steuerzahler und damit Kostenträger sind (Citi 2010/09, S. 18). Wie wird dieser „politische Wille“ bewertbar?

In ihrer ersten großen Analyse der griechischen Schuldenproblematik im Januar 2010 fokussieren sich die Morgan-Stanley-Ökonomen vor allem auf das seit Herbst 2009 regierende Kabinett Papandreuos und dessen angekündigte Reformmaßnahmen: „We are constructive on the government’s *determination* to deliver on its pledged reform package despite the inevitable reactions“ (Morgan Stanley 2010/01, S. 6, Hervorhebung L.W.). Wille wird hier also wörtlich als Entschlusskraft einer Regierung zur Wiederherstellung von Schuldennachhaltigkeit verstanden. Diese Entschlusskraft ist in der Analyse von Morgan Stanley zukunftsorientiert und in der Lage, Vergangenheitslasten zu beseitigen. In einem nächsten Bericht im August 2010 bestätigen sie noch ihre positive Evaluation: „developments on the political front are so far as encouraging as those on the economic front“ (Morgan Stanley 2010/08, S. 8). Als Argumente nennen sie die stabile Mehrheit der Regierung, geringe soziale Unruhen und die anhaltende Popularität des Premiers in

der Bevölkerung. Citi kommt von Anbeginn der Krise an zu einer anderen Bewertung und betrachtet Griechenland als „primary example of a country with a high degree of political and social polarization and with ineffective and corrupt political institutions“ (Citi 2010/04, S. 24). Griechenland ist also nicht nur finanziell, sondern zusätzlich noch belastet mit „economic, social and political institutions that are not conducive to sustained fiscal burden sharing“ (Citi 2010/09, S. 22). Diese Spezifikation zielt nicht auf die Entschlusskraft von Akteuren, sondern behandelt politischen Willen als Funktion institutioneller Strukturen und als Ergebnis der Aushandlungen unter den Kostenträgern der Sanierungsprogramme.

Der Bewertungsrahmen „Schuldenkrise“ umfasst andererseits den Vertrauensentzug durch den Markt. Dieser entzieht Vertrauen aber nicht als Handelnder, sondern als bewertendes Publikum²¹: „It all comes down to market confidence in the sovereign’s ability to meet its future debt servicing costs“ (Morgan Stanley 2011/07, S. 11). Dieses Marktvertrauen wird insbesondere im Zustand des Entzugs zum Thema: „Greece can’t fund in the public debt markets until market participants are convinced it has regained some fiscal credibility“ (HSBC 2011/06, S. 2); „Greece has to deal with a significant credibility gap, which goes over and beyond its current public finance difficulties“ (Morgan Stanley 2010/08, S. 8); es herrscht „scepticism“ (Citi 2011/01, S. 12) und „doubt“ (Morgan Stanley 2010/11, S. 7) in den Märkten. Diese Vertrauenslücke wurde den Analysten zufolge wesentlich dadurch erzeugt, dass der Staat „unreported liabilities“ (Morgan Stanley 2010/11, S. 3) versteckt und offizielle Statistiken beschönigt habe. Vertrauensarbeit besteht deshalb unter anderem auch in der Erhöhung von „Transparenz“, das heißt der erweiterten Offenlegung von Haushaltsdaten, die von dritten Autoritäten (vor allem der Europäischen Kommission) autorisiert werden. Allerdings kommen die Analysten trotz einer generellen Rahmung von Vertrauen als Beziehung zwischen dem Staat als „Commitment-Geber“ und dem Markt als bewertendem Publikum zu unterschiedlichen Bewertungen über die Angemessenheit des Vertrauensentzugs. Verschiedene Analysten (von Morgan Stanley und HSBC) halten die in Sekundärmarktzinsen ausgedrückten Markteinschätzungen von Ausfallwahrscheinlichkeiten zeitweilig für Übertreibungen. Die Morgan-Stanley-Ökonomen gehen in ihrem Bericht vom August 2010 davon aus, dass dies mit hoher Unsicherheit zusammenhängt und dass das Marktvertrauen bei Einhaltung von bereits angekündigten Sanierungsmaßnahmen zurückkehren kann. Die Citi-Ökonomen hingegen kommen zu einer entgegengesetzten Bewertung: „the market probabilities [...] are likely to underestimate the sovereign default risk, at least at horizons longer than 3 years“ (Citi 2010/09, S. 13). Aus diesen unterschiedlichen Bewertungen folgen unterschiedliche Empfehlungen für Investitionsstrategien: Morgan Stanley (2010/08) hält beispielsweise Investitionen in kurzfristige Fälligkeiten für attraktiv, weil der Markt in diesem Zeitraum die Ausfallwahrscheinlichkeit überschätze; Citi hingegen geht von signifikanten Bewertungsabschlägen („haircuts“) aus. Hinzu kommt, dass seit April 2010 Griechenland nicht mehr als isolierter Schuldner betrachtet werden kann. Vielmehr müssen die finanziellen und politischen Interventionen von EU, EZB und IWF („Troika“)

21 Durch diese Positionierung des Marktes als Publikum kann die Schuldenkrise Griechenlands und die Bankenkrise, bei der die Banken selbst als die risikoerzeugenden Akteure betrachtet werden müssen, getrennt werden.

von den Analysten berücksichtigt werden. Dies liegt zunächst daran, dass der direkte Refinanzierungsbedarf von den offiziellen Gläubigern gedeckt wird. Die „Troika“ hat ihre Kredite mit Konditionen verbunden, die verbindliche Maßnahmen der griechischen Regierung für den Zeitraum der Unterstützung (ursprünglich 2010–2013) festschreiben („Memorandum of Understanding“). Die Umsetzung der Maßnahmen wird quartalsweise durch die „Troika“ überprüft und vom IWF in sogenannten „Reviews Under the Stand-By Arrangement“ dokumentiert. Diese Dokumente dienen dem Exekutivkomitee des IWF als Grundlage für Entscheidungen über die Ausschüttung der Hilfgelder. Dies ist für die Analystenbewertungen relevant, weil das Ausmaß und die Verzinsung der finanziellen Hilfen entscheidend dafür sind, inwiefern dem griechischen Staat die Möglichkeit zur Wiederherstellung von Schuldennachhaltigkeit gegeben wird. Staatliche Hilfen werden damit selbst zum Gegenstand finanzieller Bewertungen. Die Analysten fokussieren jedoch außerdem die quartalsmäßigen „reviews“, weil diese über die direkten Konsequenzen für die Entscheidungen der Hilfsgeber hinaus einen Bewertungsrahmen bereitstellen: Der Schuldner „verspricht“ präzise definierte Maßnahmen, deren Erfüllung den Überprüfungen durch externe Experten standhalten muss. Es wird auf diese Weise eine „roadmap“ erzeugt (s. Abb. 4), an die sich Markterwartungen über die Vertrauenswürdigkeit des Schuldners sowie die Herstellung von Schuldennachhaltigkeit über einen definierten Zeitraum knüpfen können: „the key is to boost investor confidence by sounding fiscally credible, in order to attract private investors’ capital on top of the financial aid package“ (Morgan Stanley 2010/05). „Hence, investors will still look at the programme conditionality and on compliance with the demands of the official lenders“ (Morgan Stanley 2011/07). Analysten definieren ihre Aufgabe dahingehend, die Versprechen des Schuldners in der „roadmap“ selbst im Hinblick auf ihre mögliche und tatsächliche Umsetzung zu bewerten: „we’ll be watching whether and how support for the spirit, goals and targets of Greece’s adjustment programme eventually change over time“ (Morgan Stanley 2011/06). Entscheidend ist, dass diese Bewertungen der Analysten nicht isoliert erfolgen, sondern mit den Selbstverpflichtungen der Schuldner koordiniert sind. Der Bewertungsrahmen, den die „roadmap“ bereitstellt, bindet Maßnahmen und ihre Beobachtung sowie Bewertung zusammen. Hier nehmen Analysten die Position der adressierten Beobachter ein („we’ll be watching“), die die Sekundärversprechen des Schuldners (politische Maßnahmen) dahingehend bewerten, ob sie zur Wiederherstellung der Primärversprechen (Zahlungen) dienen. Darüber hinaus geben die Analysten selbst Empfehlungen darüber ab, welche Maßnahmen auf Seiten Griechenlands (etwa zusätzliche Sparmaßnahmen oder Ausmaß an Schuldenrestrukturierung,) und der Troika notwendig wären, um eine Tragfähigkeit der Schuldenlast wiederherzustellen. Zunächst divergieren die verschiedenen Analysten in ihren Einschätzungen der „roadmap“: So analysieren Morgan-Stanley-Ökonomen Reformen des griechischen Staates kurze Zeit vor der Veröffentlichung des IWF-Review im September 2010 und kommen zu dem Schluss: „Greece is broadly on track to meet its fiscal consolidation targets this year, and possibly ahead“ (Morgan Stanley 2010/08, S. 1). Skeptiker rahmen dagegen mit den Begriffen „adjustment“ oder „consolidation fatigue“ die Einhaltung der ersten Reformversprechen anders: Aus ihrer Sicht ist es ein bekanntes Phänomen, dass die ersten Reformschritte zunächst umgesetzt werden, während dann im Laufe der Zeit der notwendige politische Wille abnimmt: „Consolidation fatigue is likely to be even more prominent in the future and has the potential

Structural benchmarks

Measures	Date	Status	Remarks
	End-September 2010		
1 Adopt comprehensive pension reform		Well advanced; and mostly observed, with follow up at end-December 2010 and end-March 2011	Pension reform law was adopted in parliament on July 8, 2010. Incremental pension costs now estimated at slightly above 2.5 percent of GDP. Safeguard clause to be triggered in June 2011 pending full actuarial report
2 Establish commitment register - Publish monthly data on GG - Report all arrears monthly		Done Done Done	
3 Publish financial statement of 10 largest loss-making SOEs		Done	
4 Kick-off the tax administration plan and set up five task-forces - Collection of tax arrears - Reorganise large tax payers unit - Strengthen audits for high-wealth and income individuals - Start prosecuting worst offenders - Strengthen filing and payment controls		Progress underway; TA received with follow-up planned Ongoing Ongoing Ongoing Ongoing	
	End-December 2010		
1 Report with single payment authorities on public sector remuneration structures			Work has begun; employment census has been completed
2 Adopt new regulations for Statistical Action Plan			Work has begun; MoUs are being drafted; Greece has received resident expert; new President of ELSTAT in place
3 Present detailed privatisation plan with dates and revenue guidelines			Work has begun; potential privatisation list has been drawn up; details need to be fleshed out

Source: IMF, Morgan Stanley Research

Abb. 4: Eine „roadmap“ für Griechenland. Quelle: Morgan Stanley 2010/11, S. 6

to derail the adjustment process“ (Citi 2011/01, S. 57). Die IWF-Reviews bieten dann „milestones“, anhand derer die tatsächliche Maßnahmenumsetzung des Schuldners unter öffentlicher Beobachtung bewertet wird und die unterschiedlichen Einschätzungen der Analysten revidiert werden können. Die Morgan-Stanley-Ökonomen ändern deshalb im Juni 2011 ihre positiven Einschätzungen vom August 2010 und sehen einen „slippage“ in Griechenlands Konsolidierung: „progress is perhaps too limited relative to expectations“ (Morgan Stanley 2011/06). In Kombination mit nach unten revidierten Wachstumsprognosen etabliert sich damit ab Mitte 2011 der Konsens unter den untersuchten Analysten, dass ein teilweiser Zahlungsausfall Griechenlands unvermeidlich sein wird. Zu einer ähnlich pessimistischen Bewertung kommen die offiziellen Geldgeber ca. drei Monate später.²²

5 Schlussfolgerungen

Empirisch zeigt die Analyse von Analystenberichten zu Griechenland, dass sich multiple Rahmungen um Griechenland legen, die die Schuldenkrise sukzessive berechenbar und einschätzbar machen. Während noch zu Beginn des Jahres 2010 Analystenberichte zirkulieren, die Griechenlands Situation in der Kontinuität vergangener Schuldenprobleme rahmen, beginnt spätestens ab Frühjahr 2010 eine Rekonfiguration der grundlegenden Rahmungen, mit denen die Möglichkeit von Zahlungsausfällen in entwickelten Ökono-

²² Siehe das inoffizielle Dokument der Troika „Greece: Debt Sustainability Analysis“ vom 21.10.2011, das an die Presse geraten ist. Das Dokument ist z. B. auf www.ft.com zu finden (zugegriffen 14.11.2011).

mien bewertet wird. Nun werden unterschiedliche Staaten „strong and broad“ gerahmt und unter diesen Staaten Griechenland als besonders schwach identifiziert: Hohe Verschuldung, hohes Defizit, politische Unsicherheit und Verlust des Marktvertrauens kulminieren. Das wesentliche kalkulative Element der Krisenrahmung ist die Simulation von Schuldennachhaltigkeit oder -tragfähigkeit in Abhängigkeit von verschiedenen Schätzungen des Wachstums, der Zinsentwicklung etc. Durch die Diversität der Annahmen und Einschätzungen der Analysten wird deutlich, dass es sich bei dem Begriff der Insolvenz um ein komplexes Wissenskonstrukt handelt, in das unter Unsicherheit getroffene Prognosen sowie sozial definierte Akzeptabilitätsniveaus eingehen. Wesentlich für die über einen längeren Zeitraum divergierenden Schätzungen der Schuldennachhaltigkeit sind unterschiedliche Rahmungen des politischen Willens des Souveräns sowohl zur Rückzahlung von Schulden als auch zur Durchführung von Konsolidierungsmaßnahmen, die die zukünftige Rückzahlung ermöglichen. Hier entsteht eine Rahmungskontroverse: Eine Gruppe von Analysten rückt die diversen Reformen als Signal der Willenskraft der Regierung ins Zentrum; eine andere Gruppe kontextualisiert diese Maßnahmen mit einer sich über die Zeit einschleichenden „adjustment fatigue“. Die Rahmung Letzterer scheint sich, soweit das Material dokumentiert, sukzessive durchzusetzen. Die Krise wird zudem als Zustand des Entzugs von Marktvertrauen gerahmt. Über die Schritte zur Wiederherstellung von Schuldennachhaltigkeit hinaus wird Griechenland deshalb dahingehend beobachtet, ob es Vertrauensarbeit leistet; wesentliche Komponente dieser Arbeit ist das Veröffentlichen verlässlicher Daten. Zuletzt wird das Hilfspaket der „Troika“ und die damit verbundene „roadmap“ als Phase gerahmt, in der es um die Wiederherstellung von Schuldennachhaltigkeit geht. Analysten schreiben sich nun selbst die Rolle von Bewertern zu, die als relevante Öffentlichkeit die von der Troika geforderten Reformschritte anhand einer „roadmap“ überprüfen sowie Empfehlungen abgeben. Analysten nehmen damit eine mit der Signatur des Markts versehene Bewertungsposition ein, die Griechenland mit Evaluationen darüber versorgt, ob politische Maßnahmen Erfolg bei der Wiederherstellung von Marktbeziehungen versprechen. Folgt man den kalkulativen Rahmungen der Analysten, wird sich diese Wiederherstellung in absehbarer Zeit nicht einstellen können.

Theoretisch zeigt sich: Die Vorstellung, dass Finanzmärkte Bewertungsinstanzen für diverse ökonomische und politische Ereignisse sind, dokumentiert sich im massenmedialen Alltagswissen, wie die Italien-Anekdote zu Beginn dieses Aufsatzes verdeutlicht. Kritiken dieser Vorstellung zielen zumeist darauf ab, Interessen, Psychologien etc. aufseiten der Marktteilnehmer einzuführen, um die Legitimität ihrer Bewertungen infrage zu stellen. Die Analyse eines finanziellen Referenzdiskurses, der wesentlich von Experten der Finanzbranche betrieben wird, eröffnet eine andere analytische Option: Sie klammert Preise als scheinbar objektive Bewertungen ein und fragt danach, wie sie überhaupt *als* legitime Bewertungen konstruiert werden, das heißt, wie erst durch kalkulative Rahmungsarbeit finanzielle Bewertungen „detectable, countable, recordable, reportable, tell-a-story-aboutable, analyzable – in short accountable“ (Garfinkel 2008, S. 33) werden. Die Frage nach den Bewertungen wird damit wissenssoziologisch und diskursanalytisch gewendet. Der Begriff der kalkulativen Rahmung ist hierfür ein geeignetes Instrumentarium, weil er deutlich macht, dass finanzielle Bewertungen anspruchsvolle und zugleich fragile Wissensoperationen sind: Sie erfordern den Umgang mit Formeln und das Treffen

von Annahmen unter erheblichen Unsicherheiten. Innerhalb der Finanzindustrie haben wir es mit einem Wettbewerb unter Experten zu tun, der dazu führt, dass Bewertungsunsicherheiten zum Zwecke der Positionierung ausgenutzt werden. Doch trotz der Unsicherheiten und der Uneindeutigkeiten von konkurrierenden Expertenmeinungen strukturieren ihre Expertisen Krisensituationen und werden möglicherweise zu Referenzpunkten folgenreicher Entscheidungen. Mit Schuldennachhaltigkeit, politischem Willen und Marktvertrauen – zunächst äußerst unscharfen Konzepten – kann nun „gerechnet“ werden. Die Selbstverständlichkeit, mit der Bruchstücke dieser Konzepte im Interdiskurs der Massenmedien verwendet werden, deutet die Wirkmächtigkeit des von Experten erzeugten finanziellen Referenzdiskurses an.

Der Ansatz, für den in diesem Aufsatz geworben wurde, ließe sich durch eine vertiefende Untersuchung des Bewertungswissens weiterentwickeln. Neue Erkenntnisse ergäben sich, wenn man Vergleiche mit Bewertungsrahmen anderer Krisenländer durchführen würde und die über die schriftlichen Erzeugnisse hinausgehenden Rahmungsprozesse (etwa in Beratungen von Ökonomen, Analysten und Investoren von Regierungen etc.) in den Blick nähme. Interaktionssoziologische Untersuchungen könnten womöglich auch genauere Auskunft darüber geben, wie spezifische Rahmungen emergieren und handlungsleitend wirken. Es würde sich darüber hinaus anbieten, die Rolle weiterer Bewertungsakteure wie beispielsweise Rating-Agenturen zu berücksichtigen. Mit dem hier vorgeschlagenen wissenssoziologischen Programm würde man zwar nicht das Zustandekommen der Schuldenkrisen erklären, aber zeigen, wie legitimes Expertenwissen diese Situationen stabilisiert und möglicherweise auch „regierbar“ macht.

Literatur

- Aspers, P. (2007). Wissen und Bewertung auf Märkten. *Berliner Journal für Soziologie*, 17, 431–449.
- Baecker, D. (1991). *Womit handeln Banken?* Frankfurt a. M.: Suhrkamp.
- Beckert, J. (2009). The social order of markets. *Theory and Society*, 38, 245–269.
- Beunza, D. (2011). *Persuading the markets: Spain, the sovereign crisis, and the challenge of financial communication*. Konferenzbeitrag SASE, Madrid.
- Beunza, D., & Garud, R. (2005). *Securities analysts as frame-makers*. Working Paper. Barcelona: Universität Pompeu Fabra.
- Beunza, D., & Garud, R. (2007). Calculators, lemmings or frame-makers? The intermediary role of securities analysts. In M. Callon, Y. Millo, & F. Muniesa (Hrsg.), *Market device* (S. 13–39). Malden: Blackwell.
- BIS Bank for International Settlements. (2011). *OTC derivatives market activity in the second half of 2010*. Basel: Bericht des Monetary and Economic Department.
- Boltanski, L., & Thévenot, L. (2007). *Über die Rechtfertigung. Eine Soziologie der kritischen Urteilskraft*. Hamburg: Hamburger Edition.
- Boone, P., & Johnson, S. (2011). *Europe on the brink*. Policy Note des Peterson Institute for International Economics. Washington.
- Bourdieu, P. (2001). *Die Regeln der Kunst*. Frankfurt a. M.: Suhrkamp.
- Brown, B. (1996). *Economists and the financial markets*. London: Routledge.
- Cole, H. L., & Kehoe, T. J. (2000). Self-fulfilling debt crises. *Review of Economic Studies*, 67, 91–116.

- Davis, G. F. (2009). *Managed by the markets: How finance reshaped America*. New York: Oxford University Press.
- Diaz-Bone, R., & Krell, G. (Hrsg.). (2009). *Diskurs und Ökonomie. Diskursanalytische Perspektiven auf Märkte und Organisationen*. Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften.
- Fabozzi, F. J. (2007). *Fixed income analysis*. Hoboken: Wiley.
- Franzosi, R. (1998). Narrative analysis – or why (and how) sociologists should be interested in narrative. *Annual Review of Sociology*, 24, 517–554.
- Garfinkel, H. (2008). *Studies in ethnomethodology*. Englewood Cliffs: Prentice-Hall.
- Glaser, B., & Strauss, A. (1967). *The discovery of grounded theory: Strategies for qualitative research*. New York: Aldine De Gruyter.
- Goffman, E. (1969). *Strategic interaction*. Philadelphia: University of Pennsylvania Press.
- Goffman, E. (1983). The interaction order. *American Sociological Review*, 48, 1–17.
- Grimpe, B. (2010). *Ökonomie sichtbar machen. Die Welt nationaler Schulden in Bildschirmgröße. Eine Ethnographie*. Bielefeld: transcript.
- Kalthoff, H. (2005). Practices of calculation: Economic representations and risk management. *Theory, Culture and Society*, 22, 69–97.
- Kalthoff, H. (2009). Die Finanzsoziologie: Social Studies of Finance. Zur neuen Soziologie ökonomischen Wissens. In J. Beckert & C. Deutschmann (Hrsg.), *Wirtschaftssoziologie* (S. 262–287). Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Sonderheft 49. Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften.
- Knorr Cetina, K. (2009). What is a financial market? In J. Beckert & C. Deutschmann (Hrsg.), *Wirtschaftssoziologie* (S. 326–343). Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Sonderheft 49. Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften.
- Knorr Cetina, K. (2011). Financial analysis: Epistemic profile of an evaluative science. In C. Camic, N. Gross, & M. Lamont (Hrsg.), *Social knowledge in the making* (S. 405–442). Chicago: University of Chicago Press.
- Knorr Cetina, K., & Preda, A. (2005). Introduction. In K. Knorr-Cetina & A. Preda (Hrsg.), *The sociology of financial markets* (S. 1–14). Oxford: Oxford University Press.
- Krippner, G. R. (2005). The financialization of the American economy. *Socioeconomic Review*, 3, 173–208.
- Langenohl, A. (2011). Die Ausweitung der Subprime-Krise. Finanzmärkte als Deutungsökonomien. In O. Kessler (Hrsg.), *Die Internationale Politische Ökonomie der Weltfinanzkrise* (S. 75–98). Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften.
- Levinson, M. (2006). *Guide to financial markets*. New York: Bloomberg Press.
- MacKenzie, D. A. (2009). *Material markets: How economic agents are constructed*. Oxford: Oxford University Press.
- MacKenzie, D. (2011). The credit crisis as a problem in the sociology of knowledge. *American Journal of Sociology*, 116, 1778–1841.
- MacKenzie, D., & Millo, Y. (2003). Constructing a market, performing theory: The historical sociology of a financial derivatives exchange. *American Journal of Sociology*, 109, 107–145.
- Mars, F. (1998). „Wir alle sind Seher“. Die Praxis der Aktienanalyse. Dissertation. Universität Bielefeld.
- Mosley, L. (2003). *Global capital and national governments*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Mosley, L. (2004). Government-financial market relations after EMU. *European Union Politics*, 5, 181–209.
- Muldrew, C. (1998). *The economy of obligation: The culture of credit and social relations in early modern England*. London: Macmillan.
- Niehans, J. (1985). International debt with unenforceable claims. *Economic Review of the Federal Reserve Bank of San Francisco*, Winter, 64–79.

- Preda, A. (2007). Where do analysts come from? The case of financial chartism. In M. Callon & F. Muniesa (Hrsg.), *Market devices* (S. 40–64). Malden u. a.: Blackwell.
- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2008). *This time is different: A panoramic view of eight centuries of financial crises*. National Bureau of Economic Research Working Paper Series.
- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2010). *From financial crash to debt crisis*. National Bureau of Economic Research Working Paper Series.
- Strulik, T. (2004). *Nichtwissen und Vertrauen in der Wissensökonomie*. Frankfurt a. M.: Campus.
- Swedberg, R. (2010). The structure of confidence and the collapse of Lehman Brothers. *Research in the Sociology of Organizations*, 30a, 71–114.
- The City UK. (2011). *Bond markets July 2011. Financial market series*. London: The City UK.
- Thrift, N. (2001). „It’s the romance, not the finance, that makes the business worth pursuing“: Disclosing a new market culture. *Economy & Society*, 30, 412–432.
- Tomz, M. (2007). *Reputation and international cooperation: Sovereign debt across three centuries*. Princeton: Princeton University Press.
- Vogl, J. (2010). *Das Gespenst des Kapitals*. Berlin: diaphanes.
- Vollmer, H. (2011a). Signaturen der Finanzialisierung. In H. Kalthoff & U. Vormbusch (Hrsg.), *Finanzmärkte. Praktiken, Diskurse, Repräsentationen*. Bielefeld: transcript (i. E.).
- Vollmer, H. (2011b). *Punctuated cooperation. A microtheory of disruption and social change*. Cambridge: Cambridge University Press (i. E.).
- Wansleben, L. (2011a). *Overflowing markets. How do analysts know foreign exchange?* Dissertation. Universität Konstanz.
- Wansleben, L. (2011b). Financial analysts. In K. Knorr Cetina & A. Preda (Hrsg.), *Handbook of the sociology of finance*. Oxford: Oxford University Press (i. E.).
- Wright, M. L. J. (2005). Coordinating creditors. *The American Economic Review*, 95, 388–392.
- Zuckerman, E. W. (1999). The categorical imperative: Securities analysts and the illegitimacy discount. *American Journal of Sociology*, 104, 1398–1438.
- Zuckerman, E. W. (2000). Focusing the corporate product: Securities analysts and de-diversification. *Administrative Science Quarterly*, 45, 591–619.
- Zuckerman, E. W. (2004). Structural incoherence and stock market activity. *American Sociological Review*, 69, 405–432.

Analystenberichte

- Citi. (2010/02). Citigroup Global Economic Outlook and Strategy: Chief economist essay: Getting the global recovery right: Fiscal balances, fiscal incentives and key relative prices. 24.02.2010.
- Citi. (2010/04). Citigroup Global Economics View: Sovereign debt problems in advanced industrial countries. 26.04.2010.
- Citi. (2010/09). Citigroup Global Economics View: Is sovereign default „unnecessary, undesirable and unlikely“ for all advanced economies? 16.09.2010.
- Citi. (2011/01). Global Economics View: The debt of nations. 07.01.2011.
- Citi. (2011/09). Global Economics View: A Greek exit from the Euro area: A disaster for Greece, a crisis for the world. 13.09.2011.
- Deutsche Bank. (2010/04). Deutsche Bank Global Economic Perspectives: Greece: Time to get down to the hard work. 14.04.2010.
- Goldman Sachs. (2011/05). Goldman Sachs Global Economics, Commodities and Strategy Research: The Greek conundrum. 19.05.2011.
- HSBC. (2011/05). HSBC Global Fixed Income Research: Greece restructuring scenarios. 05.05.2011.

- HSBC. (2011/06). HSBC Global Fixed Income Research: Weekly analysts' meeting: Greek restructuring: Thinking the unthinkable. 14.06.2011.
- Morgan Stanley. (2010/01). Morgan Stanley Research Europe: European economics: Whither Greece? 25.01.2010.
- Morgan Stanley. (2010/05). Morgan Stanley Research Europe: Quick comment: Our first assessment of Greece's loan and austerity package. 04.05.2010.
- Morgan Stanley. (2010/08). Morgan Stanley Research Europe: Euroland economics: Does Greece deserve more credit? 02.08.2010.
- Morgan Stanley. (2010/11). Morgan Stanley Research Europe: Economics and interest rate strategy: Greece revisited. 29.11.2010.
- Morgan Stanley. (2011/06). Morgan Stanley Research Europe: Greece: Buying more time. 07.06.2011.
- Morgan Stanley. (2011/07). Morgan Stanley Research Europe: Greece after the second bailout. Policy options and investment implications. 25.07.2011.

Leon Wansleben, geb. 1982. Dr. des., Studium der Philosophie an der Universität Witten/Herdecke und Soziologie an der London School of Economics. Promotion in Konstanz in Soziologie mit einer Arbeit zur epistemischen Praxis von Finanzanalysten. Seit Ende 2010 wissenschaftlicher Mitarbeiter des Soziologischen Seminars der Universität Luzern und des Nationalen Forschungsschwerpunkts „eikones“ im Modul Bild und Sozialität. Forschungsschwerpunkte: Wissens- und Wirtschaftssoziologie. Ausgewählte Veröffentlichung: Financial Analysts, in: K. Knorr Cetina und A. Preda (Hrsg.), Handbook of the sociology of finance, 2011 (i. E.).