

Rationalitätsfiktionen des Anlageverhaltens auf Finanzmärkten

Rolf von Lüde
Universität Hamburg

Christian von Scheve
Freie Universität Berlin

**penultimate draft; erschienen in: Krämer, K., Nessel, S. (Hg.)(2012),
*Entfesselte Finanzmärkte. Soziologische Analysen des modernen
Kapitalismus* (S. 309-326). Frankfurt am Main: Campus.**

1. Von der Flüchtigkeit der Gegenwart und der Beharrungskraft vergangener Erfahrungen

In einem Interview wurde der amerikanische Schriftsteller Gary Shteyngart, der 2010 mit *Super Sad True Love Story* einen Science Fiction Roman über den Verfall der USA geschrieben hat, gefragt, ob er sich mit dem Schreiben nicht hätte beeilen müssen, um nicht von der Realität überholt zu werden (FAS 10. Juli 2011: 23). Er bestätigte dies als generelles Problem von Schriftstellern, die sich mit der Gegenwart auseinandersetzen, da es aufgrund der Schnelligkeit des gesellschaftlichen Wandels keine Gegenwart mehr gäbe. „Eine meiner Ausgangsideen war es, die amerikanische Wirtschaft kollabieren zu lassen, das Finanzwesen, die Autoindustrie [...] Dann ging 2008 Lehman Brothers pleite, und ich musste alles neu schreiben“ (ebd.).

Vor dem Hintergrund dieses rasanten Wandels geht dieser Beitrag der Frage nach, welche Entscheidungsmechanismen dem Anlageverhalten privater Haushalte auf Finanzmärkten zu Grunde liegen und es mitunter relativ unempfindlich gegenüber exogenen Schocks und sozialem bzw. institutionellem Wandel machen. Ausgangspunkt unserer Analyse ist die Beobachtung, dass trotz einer Tendenz zur globalen Homogenisierung der Finanzmärkte und einem gleichgerichteten Hinwirken auf die Strukturanpassung nationaler Institutionengefüge gleichwohl charakteristische nationale Finanzmarktstrukturen – die in der Forschung gut dokumentiert sind – weitgehend erhalten bleiben. Der besondere Fokus liegt dabei in einer beobachtbaren Differenz des privaten Anlegerverhaltens in markt- und in bankbasierten Ökonomien, wie sie unter anderem im *Varieties of Capitalism* Ansatz zum Ausdruck kommt.

In seiner bekannten Einführung in die Volkswirtschaftslehre formuliert Paul Samuelson (1955: 15) den berühmt gewordenen Satz: „In the world as it is, even little children are supposed to learn in growing up that ‚both‘ is not an admissible answer to a choice of ‚which one‘.“ Anleger auf Finanzmärkten sehen sich ständig mit einem solchen Entscheidungsdilemma konfrontiert, wobei die Wahl „welches von beiden“ sich auf Renditeerwartungen einer Anlage einerseits und deren Sicherheit andererseits bezieht. Dabei fallen im Vergleich bank- und marktbasierter Finanzsysteme Unterschiede im Anlageverhalten privater Anleger auf, die zwar auf der Makroebene mit ihren institutionellen Verflechtungen gut erforscht sind, für die aber auf der Mikroebene des Akteurhandelns eine plausible Erklärung noch aussteht.

Als Argument für die Persistenz solcher Unterschiede werden daher zumeist makroorientierte, das heißt historisch-institutionelle oder politische Gründe angeführt, die zudem oft auf korporative Akteure wie Banken und Unternehmen fokussiert sind. Eine Analyse des Verhaltens privater Haushalte unter sich verändernden Rahmenbedingungen ist in den Wirtschafts- und Sozialwissenschaften schwer zu finden, so dass diese Befunde als ungelöstes und widersprüchliches Puzzle gelten: zumindest unter der Annahme rational handelnder privater Haushalte sollte man annehmen, dass sich die Portfolioentscheidungen auch in unterschiedlichen Finanzsystemen aneinander angleichen.

Wir wirken diesem Forschungsdefizit entgegen, indem wir eine mikroorientierte theoretische Analyse des Anlageverhaltens privater Haushalte entwickeln. Konkret gehen wir der Frage nach, welche Ursachen der Rigidität bestimmter Entscheidungsmuster, insbesondere bei Entscheidungen unter Risiko, wie sie auf Finanzmärkten der Fall sind, zu Grunde liegen. Wir argumentieren und zeigen anhand von Beispielen, dass entgegen (neo-klassischer) ökonomischer Annahmen die Wahrnehmung von (finanziellen) Risiken und somit indirekt auch die Risikoneigung unter anderem eine Funktion kulturspezifischer sozialer Normen und daraus resultierender Affekte ist, die für unterschiedliche Entscheidungsdomänen gelten.

Schimank (2006: 57) spricht angesichts der generellen Notwendigkeit des Entscheidenmüssens in der *Entscheidungsgesellschaft* von einer immer größeren Bedeutung sogenannter *Rationalitätsfiktionen* bei der Wahl und der Rechtfertigung von Handlungen. Unter diesem Begriff versteht er intersubjektiv geteilte Routinen, die sich auf die Bearbeitung eng umschriebener Handlungsprobleme beziehen, dabei innerhalb einer bestimmten Kollektivität von Akteuren geteilt und anerkannt sind, aber sich für den Einzelnen lediglich darstellen, *als ob* es sich um (seine) Entscheidungen handele (ebd.: 64). Diese Analyse entspricht schon weitgehend dem von uns zu interpretierenden Anlageverhalten privater Haushalte in Deutschland, allerdings ohne deren bei Schimank gedachten *präskriptiven* Wirkung. Auch in Beckerts (2009: 251) Interpretation steht den eigentlich absichtsvoll rational handelnden Akteuren ein ‚Handlungssubstitut‘ für den Umgang mit der Kontingenz der Zukunft in Form sozial und kulturell verankerter Skripte oder Konventionen als „collectively recognized reference“ zur Verfügung.

Bei Finanzanlagen handelt es sich immer um Entscheidungen unter Unsicherheit und Risiko (vgl. von Lüde 2011: 129 ff.). Sofern sich diese auf das Risiko beziehen werden sie, so wird hier gezeigt, nicht nur anhand von Berechnungen des „objektiven“ Risikos getroffen, sondern auch unter der Randbedingung sozialer Normen. Bei der Orientierung an Konventionen trägt ein solches Verhalten vor allem zu habituell verfestigten finanziellen Entscheidungsmustern bei, während es im Falle injunktiver Normen das Risiko der Sanktionierung bei abweichendem Verhalten in sich trägt. Nun würde die sozialwissenschaftliche Rational-Choice-Forschung argumentieren, dass sich diese normativen Einflüsse problemlos in Modelle der rationalen Nutzenmaximierung integrieren ließen. Hier wird jedoch dargelegt, dass die Befolgung ebenso wie die Verletzung sozialer Normen mit Emotionen und Affekten einhergehen, wie etwa in Form subjektiv erlebter Belohnung bei konformem Handeln oder der Furcht vor Sanktionierung bei Abweichung, und dass diese Affekte eine zentrale Rolle für die Wahrnehmung von Risiken und somit das Entscheidungshandeln unter Risiko spielen. Ebenso zeigen wir, dass eine moderne Entscheidungstheorie in Bezug auf die Deutung ‚rationaler Entscheidungen‘ ohne eine Einbettung der Entscheidungssituation in historische Erfahrungen und affektiv erlernte Verhaltensmuster nicht mehr auskommt und nur so die Beharrungskraft vergangener Erfahrungen in gegenwärtigen Entscheidungen erklärbar wird.

Insgesamt entwerfen wir damit ein Modell des Entscheidungshandelns unter Risiko, das dazu beitragen kann, die Beharrungstendenzen nationaler Finanzmarktssysteme auch aus der Mikroperspektive privater Haushalte zu erklären. Zunächst soll deshalb auf die Funktion von Finanzmärkten sowie deren Unterschiedlichkeit eingegangen werden, um bestehende unterschiedliche Typologien herauszuarbeiten. Anschließend wird das empirisch beobachtbare Anlegerverhalten in den zwei typischen Ausprägungen von banken- und marktbasieren Ökonomien dargestellt. Trotz aller durch Finanzmarkt(de)regulierungen erzeugten Tendenzen zur Vereinheitlichung ergeben sich signifikante Unterschiede im Anlageverhalten privater Anleger, die wir anschließend mit Hilfe unseres Modellentwurfs erklären.

2. Zur Bedeutung von Finanzmärkten und zur Rolle des privaten Anlegerverhaltens in Deutschland

In der Literatur herrscht weitgehend Konsens über die zentrale Bedeutung von Finanzsystemen für die wirtschaftliche Entwicklung einzelner Länder. Danach ist es die spezifische Funktion von Finanzmärkten, Ressourcen von Sparern zu Investitionsprojekten möglichst effizient zu lenken. Gut organisierte Finanzintermediäre erleichtern und verbessern die Bildung und Allokation von Anlagekapital und ermutigen zur Ersparnis (Wachtel 2003: 35). King und Levine (1993) bejahen auf der Grundlage international vergleichender empirischer Forschung

die Frage nachdrücklich, ob nicht Schumpeter bereits 1911 mit seiner Aussage über den Einfluss des Finanzsystems auf technologische Innovationen und ökonomische Entwicklung Recht behalten hätte und schlussfolgern: „[...] an integral part of the Schumpeterian story is that financial intermediaries make possible technological innovation and economic development. ‘The banker . . . authorizes people, in the name of society as it were, to . . . [innovate]‘ [Schumpeter 1911: 741]“ (ebd.: 735). Gleichwohl bleiben trotz intensiver Forschung insbesondere zur Effizienz von Kapitalmärkten eine Reihe von Fragen offen, die vor allem das Akteursverhalten auf Finanzmärkten betreffen: „The specific mechanisms that relate financial sector deepening to changes in the behavior of economic agents are still a mystery“ (Wachtel 2003: 34).

Weiterführende Impulse zur Analyse von Finanzmärkten haben die vergleichenden Studien im Rahmen des *Varieties of Capitalism* Ansatzes hervorgebracht. Dieser durch die neue Wirtschaftssoziologie mitgeprägte Ansatz geht davon aus, dass die ökonomische Performanz eines Landes durch die strategische Interaktion zentraler Wirtschaftsakteure wie Banken, Unternehmen und privaten Wirtschaftssubjekten weitgehend bestimmt wird. Der Fokus liegt dabei auf den komparativen Vorteilen einer spezifischen Ökonomie, die auf institutionellen Komplementaritäten zunächst scheinbar unabhängiger Märkte beruht.

Der *Varieties of Capitalism* Ansatz unterscheidet zwischen den Modi marktförmiger und strategischer Koordination im Sinne des Weberschen Idealtypus. Bei der marktförmigen Koordination stimmen sich die Unternehmen mit anderen Akteuren hauptsächlich im Rahmen konkurrierender Märkte ab, die durch anonymisierte Beziehungen – *arm`s-length-relations* – gekennzeichnet sind. Der vorherrschende Modus des Handelns besteht in der jederzeit möglichen Ausübung der *Exit*-Option und der Marktausgleich resultiert grundsätzlich aus Lohn- und Preisanpassungen. In koordinierten Ökonomien erfolgen Abstimmungsprozesse durch strategische Interaktion und *relational contracting*, die gewöhnlich zwischen kleineren Gruppen von Akteuren stattfinden (Hall 2006); der vorherrschende Modus des Handelns beruht auf der *Voice*-Option. Dieser Beschreibung liegt die Argumentation von Williamson (1985) zugrunde, wonach wirtschaftliches Handeln nicht ausschließlich über den Markt, sondern durch eine Vielzahl nicht-marktförmiger Koordinationsformen organisiert werden kann. Unter Koordinationsformen versteht Williamson dabei institutionelle Regelungen in und zwischen Unternehmen, die der Verringerung von Transaktionskosten dienen (vgl. Lütz 2008: 342f.). In der wirtschaftssoziologischen Forschung stehen deshalb vor allem Strukturen sozialer Beziehungen der wirtschaftlichen Akteure sowie institutionelle, kulturelle und kognitive Kontexte, in denen Markthandeln stattfindet, im Fokus.

Hall und Soskice (2001) übertragen diese Idee auf Institutionen politischer Ökonomien. Sie bezeichnen zwei Institutionen dann als komplementär, wenn die Präsenz beziehungsweise Effizienz der einen die Erträge der anderen Institution steigert. Beispielsweise können Gewinne aus einem Handel mit Unternehmensaktien gesteigert werden, wenn etwa durch regulatorische Vorschriften ein vollständiger Informationsaustausch über Unternehmen verlangt wird. Insofern verstärkt das Vorhandensein institutioneller Komplementaritäten in besonderer Weise die Unterschiede in der jeweiligen Ausprägung zweier politischer Ökonomien. Die Relationen der Märkte untereinander ermöglichen es schließlich, die politischen Ökonomien in bestimmter Weise zu klassifizieren und von Ausprägungen wie Coordinated (CMEs) oder Liberal Market Economies (LMEs) zu sprechen, auch wenn diese Koordinationsformen niemals in ‚Reinform‘ zu finden sind.

Eine der grundsätzlichen Fragen, die gegenwärtig für die Finanzmärkte aufgeworfen wird, ist darauf gerichtet, ob es zu einer Konvergenz der Finanzmarktregime (vgl. z.B. van der Elst 2003:

11) und zu einer generellen Annäherung an die Strukturen des marktbasiereten amerikanischen Modells kommen wird. Allerdings haben eine Reihe von Studien zum Verhältnis von langfristigem Wirtschaftswachstum und der Ausgestaltung von Finanzsystemen keinen Zusammenhang erkennen lassen. Vielmehr wird betont, dass in beiden Finanzsystemen, bedingt durch das Konzept der Institutionenkomplementarität, diametral unterschiedliche, aber funktional gleichwertige Systemkonfigurationen bestehen können (Hackethal 2000: 9) und dass in beiden Systemen *funktionale Äquivalenz* hinsichtlich der Förderung wirtschaftlicher Dynamik besteht.

Erstaunlicherweise spielt in diesen Überlegungen zur Performanz von heterogenen Finanzmärkten das private Anlegerverhalten fast keine Rolle. Zwar werden Vor- und Nachteile von Informationsasymmetrien, Marktbarrieren oder *moral hazard* Phänomene diskutiert (vgl. Levine 2002), aber wie und warum etwa sich Anleger eher für Anlagen in Aktien, also marktbasieret, oder für Spar- und Festgeldanlagen, also bankbasierte Depositen entscheiden, ist kaum untersucht. Bevor wir uns einer Analyse des privaten Anlegerverhaltens in Deutschland zuwenden, soll hier am Beispiel Deutschlands und der USA, die als die beiden Extreme auf einer Skala der Bedeutung von Bankeinlagen genannt werden, die Auswirkung zweier höchst unterschiedlicher Anlagestrategien dargestellt werden.

Abbildung eins beruht auf neueren Berechnungen der Weltbank und umfasst den Zeitraum von 1960 bis 2010 und damit die Finanzkrise 2008 sowie die anschließende Erholung. Sie stellt die Anteile der Markt- sowie der Bankenfinanzierung in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) dar und ermöglicht, Besonderheiten der nationalen Unternehmensfinanzierung auf der Makroebene beider Volkswirtschaften zu verfolgen. So hat der relative Anteil des Aktienkapitals am BIP als Indikator für ein marktbasieretes Finanzsystem insbesondere seit den 1990er Jahren in beiden Ländern deutlich und fast gleichförmig zugenommen (abgesehen vom Platzen der *New Economy* Blase im Jahr 2000 und deren Folgen). Deutlich wird auch, dass in den USA die Relation der *Stock Market Capitalization* zum *Gross Domestic Product* ein erheblich höheres Niveau als in Deutschland aufweist und damit die sehr viel größere Bedeutung des Aktienkapitals für die Unternehmensfinanzierung in den USA zeigt.

<Abbildung 1 hier>

Umgekehrt verhält es sich mit der Relation ‚Bankeinlagen zum BIP‘ als Indikator für ein stärker bankenbasieretes Finanzsystem, der in beiden Ländern zunimmt, hier allerdings seit den 1990er Jahren in Deutschland sehr viel stärker. Er erreicht in 2009 mit 1,07 für Deutschland den historisch höchsten Stand seit 1960, während er in den USA nur 0,83 beträgt. Zwar ist der Anstieg beider Indikatoren in beiden Ländern typisch für *high income countries*, die jeweiligen deutlich differierenden Niveaus erlauben allerdings Rückschlüsse auf die unterschiedliche Bedeutung der Markt- beziehungsweise Bankenfinanzierung der Unternehmen in beiden Ländern. Die Daten in Abbildung eins werden durch aktuelle Berechnungen zum aggregierten Anlageverhalten von Privatanlegern, zum Beispiel durch die Deutsche Bundesbank sowie des Deutschen Aktieninstitut (DAI 2011), gestützt. Die Abbildung lässt zudem für die USA einen weiterhin ausgeprägten Trend zur Verstärkung des ohnehin vorhandenen marktbasiereten Systems erkennen, während für Deutschland trotz leichter Zunahme des Aktien-Indikators im Beobachtungszeitraum gleichwohl die Dominanz des Depositen-Indikators ins Auge fällt. Diese aktuellen Befunde bestätigen die Feststellung von Schmidt/Tyrell (2003: 31), „[that] Germany was, and still is, one of the most heavily 'banked' economies in the world.“

3. Mikroorientierte ‚Spielarten des Kapitalismus‘

Vor diesem Hintergrund und angesichts der unterschiedlichen Verteilung der Geldvermögen in bank- und marktbasieren Ökonomien lässt sich mutmaßen, dass US-amerikanische Haushalte offenbar eine stärkere Präferenz für vergleichsweise risikoreiche Geldanlagen an den Kapital- und Finanzmärkten aufweisen als viele kontinentaleuropäische Haushalte (vgl. Finke 2007; dit 2006). Aus Sicht einer klassischen *Varieties of Capitalism* Perspektive ließen sich diese Asymmetrien mit veränderten institutionellen Rahmenbedingungen und einem vergleichsweise persistenten Verhalten der Wirtschaftssubjekte begründen. Vitols (2004: 15) argumentiert mit Blick auf die Bundesrepublik, dass „the bank-based system has also been supported by complementary behavior by the household sector, which accounts for the bulk of savings activities [...]. If the household sector’s savings and investment behavior and the company sector’s demand for finance do not fundamentally change, then the impact of financial system reforms will be limited“.

Eine Erklärung für diese Kontinuität findet sich in einer Reihe von Makrovariablen, beispielsweise dem Grad von Einkommensungleichheiten. So ist bekannt, dass Bezieher höherer Einkommen dazu tendieren, in riskantere Anlagen zu investieren (etwa Aktien), wohingegen Bezieher mittlerer Einkommen weniger riskante Formen bevorzugen (etwa Sichteinlagen). Niedrige Einkommensgruppen haben in der Regel ohnehin nur wenige Möglichkeiten der Vermögensbildung. Für Ökonomien mit ausgeprägten Einkommensungleichheiten (etwa den USA) gilt, dass ein Großteil des Sparvolumens aus vermögenden Haushalten mit entsprechender Präferenz für riskantere Anlageformen stammt (Vitols 2001). Ländern mit geringeren Einkommensungleichheiten generieren einen Großteil des Sparvolumens aus mittleren Einkommensschichten mit Präferenzen für geringere Risiken. Weitere Erklärungen finden sich beispielsweise in Unterschieden in der demographischen Struktur eines Landes (Brunetti/Torricelli 2006).

Wechselt man von einer solchen Makroperspektive auf die Mikroperspektive von Spar- und Investitionsentscheidungen privater Haushalte, rücken zunächst die (individuellen) Parameter dieses Handelns in den Vordergrund. Zentrale Faktoren sind dabei Wahrnehmungen und Bewertungen der Profitabilität, des Risikos sowie der Bindungen, die man mit solchen Entscheidungen eingeht (Meier u.a. 1999). Aus handlungstheoretischer Sicht ist zu vermuten, dass Wahrnehmungen des Risikos und der einzugehenden Bindungen im internationalen Vergleich die größte Varianz aufweisen. Geht man ferner davon aus, dass sich die Risikostruktur der zur Verfügung stehenden Finanzmarktprodukte zwischen den USA und Deutschland nicht wesentlich unterscheidet, so stellt sich die Frage, ob systematische Unterschiede in der *Risikoneigung* der privaten Haushalte ein Faktor für die Persistenz von Entscheidungsmustern sein können (und somit vorhandene alters- oder ungleichheitsbezogene Perspektiven ergänzen).

Überblickt man die entsprechende Forschung zu Risikoeinstellung, Risikoneigung und zur Risikowahrnehmung, so fällt die große Bandbreite unterschiedlicher Facetten des Risikohandelns auf, anhand derer sich Akteure aus verschiedenen Kulturen unterscheiden (Renn/Rohrman 2000). Diese Unterschiede speisen sich vor allem aus den verschiedenen Domänen, in denen Entscheidungen unter Risiko getroffen werden, etwa technologische Risiken, Umweltrisiken oder finanzielle Risiken. Vor allem Douglas‘ und Wildavskys (1982) Arbeiten haben gezeigt, dass kulturelle und gesellschaftliche Faktoren eine entscheidende Rolle bei der Wahrnehmung von Risiken spielen und die soziologische Risikoforschung hat vielfach auf die soziale Konstitution von Risiken aufmerksam gemacht (Zinn 2008).

Dementgegen hat sich die ökonomische und psychologische Risikoforschung vielfach auf individuelle Mechanismen des Entscheidens unter Risiko konzentriert. Dabei lassen sich prinzipiell zwei Positionen unterscheiden: Zum einen die Rational-Choice orientierten Arbeiten, die Risikoentscheidungen – vereinfacht – als Kombination einer Gewichtung von Kosten- und Nutzenerwägungen sowie Eintrittswahrscheinlichkeiten und „Schadenshöhen“ konzeptualisieren. Zum anderen neuere Erweiterungen dieser Ansätze, die heuristische und affektive sowie habitualisierte Entscheidungsprinzipien in Risikosituationen in den Vordergrund rücken (vgl. Ganzach u.a. 2008).

Wenige empirische Ergebnisse existieren hingegen mit Blick auf die Frage, welche Aspekte des Risikohandelns einer besonders ausgeprägten interkulturellen Varianz unterliegen. Weber und Hsee (1998) argumentieren, dass weniger die Risikoneigung einer interkulturellen Varianz unterliegt, als vielmehr die *Wahrnehmung* eines Risikos (vgl. Bontempo u.a. 2006). Die Risikoneigung einer Person ist aus dieser Perspektive erst dann handlungsrelevant, wenn eine Situation zuvor überhaupt als ‚riskant‘ identifiziert wurde. Eine weitgehend ungeklärte Frage ist jedoch, auf welche Mechanismen Unterschiede in der Wahrnehmung von Risiken zurückzuführen sind. Anders formuliert: Wann nehmen wir überhaupt etwas als riskant wahr?

Weber und Hsee (1998) verweisen hier auf die zentrale Rolle von vergangenen Erfahrungen, Aspiration, Vertrauen, Erwartungen sowie die Konsequenzen von Verlusten. Nordenstedt und Ivanisevic (2010) betonen ergänzend die Bedeutung kultureller Werte bei der Rahmung riskanter Entscheidungsalternativen. Wir greifen diese Bedeutung kultureller Werte im Entscheidungsprozess auf und diskutieren die These, dass Werte, Normen und Konventionen, die sich auf ökonomisches Handeln im weitesten Sinn beziehen, maßgeblich an der Wahrnehmung von Risiken beteiligt sind. So kann etwa aus wissenssoziologischer Sicht argumentiert werden, dass Akteure gemeinsame Erfahrungen teilen, auf ähnliche Informationsquellen und institutionalisierte Wissensbestände angewiesen und zudem ähnlichen Diskursmustern ausgesetzt sind, die zur einer (deskriptiven) *sozialen Normierung* bzw. Habitualisierung der Risikowahrnehmung beitragen (vgl. Burton/Pushchak 1984).

Wir vermuten, dass eine solche Normierung auch das ökonomische Entscheidungshandeln privater Haushalte maßgeblich beeinflusst. Insofern stimmen wir mit Keynes überein, der darauf hingewiesen hat, dass vor allem *animal spirits* und Konventionen und nicht allein rationales Abwägen finanzielle Entscheidungen leiten: „Knowing that our individual judgment is worthless, we endeavour to fall back on the judgment of the rest of the world which is perhaps better informed. That is, we endeavor to conform with the behaviour of the majority or the average” (Keynes 1937: 114).

Ein solcher normorientierter Ansatz läuft jedoch Gefahr, Normen und Konventionen im Sinne klassischer Rational-Choice-Ansätze schlicht in die Präferenzordnung (bzw. die „Nutzenfunktion“) eines Akteurs zu integrieren (vgl. von Scheve 2010). Normen in diesem Sinne lediglich „konsequentialistisch“ zu betrachten blendet dementsprechend ihre zentrale Rolle im Prozess einer prä-reflexiven und habitualisierten (gewissermaßen „normierten“) *Risikowahrnehmung* sowie ihre Bedeutung für die *Modi* des Entscheidens unter Risiko nahezu vollständig aus. Um dieses Problem zu umgehen, hat schon Etzioni (1988) nachdrücklich dafür plädiert, die affektive Dimensionen von Normen in Entscheidungsprozessen stärker zu berücksichtigen.

Im folgenden Abschnitt entwickeln wir daher ein Modell, das die zentrale Rolle von Affekten bei der Verknüpfung von kulturspezifischen Normen und der Wahrnehmung von Risiken (sowie des Entscheidens unter Risiko) verdeutlicht.

4. Die normativ-affektiven Grundlagen der Risikowahrnehmung

Um die These der Bedeutung von Affekten für kulturspezifische Muster der Risikowahrnehmung zu erhärten, skizzieren wir zunächst die Zusammenhänge zwischen sozialen Normen und Affekten sowie anschließend von Emotionen und der Wahrnehmung von Risiken. Sodann konkretisieren wir unsere Überlegungen anhand von Fallbeispielen.

Wir haben an anderer Stelle (von Scheve 2010) ausführlich auf die Probleme der Erklärung der Befolgung sozialer Normen und Konventionen anhand rein rationaler Handlungsmodelle aufmerksam gemacht. Schon Popitz (2006) hat die Auffassung vertreten, dass Normen ein grundlegendes Merkmal aller Gesellschaften sind und sich die Universalität von Normen daher nur erklären lässt, indem man auch anthropologische Hypothesen betrachtet. Diese Sicht darf jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass zwar die Mechanismen der Normbefolgung gewissen anthropologischen Prinzipien folgen mögen, keineswegs aber die konkrete Ausgestaltung von Normen, die interkulturell hoch different ist.

Mehrfach ist in der Literatur darauf hingewiesen worden, dass die Verletzung von Normen zuverlässig Emotionen wie Scham, Schuld oder Verlegenheit auslöst. Zudem werden Akteure, die Normen verletzen, zum Bezugspunkt von „sanktionierenden“ Emotionen wie Geringschätzung, Wut, Ärger und Verachtung, die mitunter deutlich schwerwiegender erfahren werden als etwa materielle Sanktionen, da sie immer auch den Verlust *sozialer* Ressourcen signalisieren. Obgleich universale Verbindungen zwischen spezifischen diskreten Emotionen und Normkonformität beziehungsweise Normverletzung kaum herzustellen sind, zeigen Theorie und empirische Forschung insgesamt, dass die (auch antizipierte) Verletzung von Normen im Regelfall mit negativen Empfindungen und Normkonformität mit positiven Gefühlen einhergehen (Elster 1999; von Scheve 2010). Diese emotionale Qualität des Handelns unter Bedingungen der Normgeltung hat ohne Zweifel Auswirkungen auf die Entscheidungsfindung. Und auch wenn es so scheint, als gingen Emotionen aus dieser Sicht in die Bewertung von Entscheidungsoptionen genauso ein wie Preise oder Kosten („konsequentialistisch“), kann ihr Einfluss kaum als „rational“ im Sinne klassischer Entscheidungstheorien verstanden werden, da er (auch) auf einer vor-rationalen Ebene stattfindet und bewussten Entscheidungsprozeduren nur bedingt zugänglich ist.

Überblickt man nun die Forschung zu Entscheidungen unter Risiko, so dominieren bis in die 1990er Jahre hinein rationalistische oder *bottom-up* Ansätze, die davon ausgehen, dass Entscheidungen und Risikowahrnehmung sowie -verhalten auf subjektiven Wert-Erwartungs-Abwägungen von Entscheidungsfolgen und deren Eintrittswahrscheinlichkeit beruhen (Slovic 2007). In Auseinandersetzung mit empirischen Befunden, die sich mithilfe dieser Modelle kaum erklären ließen, wurden alternative und psychologisch realistischere Alternativen entwickelt, die vor allem die Bedeutung von Heuristiken betonen (Kahnemann/Tversky 1974). Letztlich, so die Kritik, fokussierten aber auch diese Erweiterungen allein die kognitiven Komponenten des Entscheidens und bleiben „konsequentialistisch“. Zudem vernachlässigten sie die Rolle von Affekten und Emotionen als einer wesentlichen Grundlage von Entscheidungsprozessen unter Risiko (Loewenstein 2001; Slovic 2006; 2007).

Angesichts der Vielzahl empirischer Studien, die den Einfluss von Emotionen in Entscheidungsprozessen unter Risiko dokumentiert haben (ebd.), stellen Zwei-Prozess-Modelle (*dual process models*) der Informationsverarbeitung den analytischen Ausgangspunkt zur Erklärung dieser Phänomene dar. Diese Modelle gehen davon aus, dass Wahrnehmungen sowohl auf einem vergleichsweise langsamen analytischen, verbalen und rationalen Weg (*bottom-up*), zugleich aber auch auf eine automatische, erfahrungsbasierte, intuitive und

nonverbale Weise (*top-down*) sehr schnell prozessiert werden (Sloman 1996), in der Affekte dominieren.

Demzufolge können zwei Typen von Emotionen unterschieden werden, die die Risikowahrnehmung beeinflussen und in unterschiedlichem Maße auf kognitiven beziehungsweise emotionalen Verarbeitungsprozessen basieren (Loewenstein/Lerner 2003). Zum einen fließen antizipierte oder erwartete Emotionen in die Risikowahrnehmung und das Risikoverhalten ein. Dieser Typus ist vorrangig kognitiver Natur und bezieht sich auf die möglichen emotionalen Konsequenzen von Entscheidungen. Da es sich bei dieser Konzeptualisierung von Emotionen in Entscheidungssituationen um zu erwartende psychische Folgekosten handelt, deren Natur, Stärke und Eintrittswahrscheinlichkeit abgewogen werden kann, werden antizipierte Emotionen auch problemlos in konsequentialistische Werterwartungstheorien integriert.

Hiervon deutlich abzugrenzen ist der Einfluss von Emotionen, die in Entscheidungssituationen *aktuell empfunden* werden, und deren Wirkung von *Risk-as-feelings* (Loewenstein 2001) und *Affect Heuristics* Ansätzen (Slovic 2007) gleichermaßen analysiert wird. Beide betonen damit die affektive Natur der Informationsverarbeitung, die wiederum in zwei Kategorien unterteilt werden kann: Zum einen können von einer Risikosituation unabhängige Befindlichkeiten und Dispositionen auf die Risikowahrnehmung einwirken. So beeinflussen etwa Stimmungen als eine Variante solcher *inzidental*er Emotionen die Situationswahrnehmung und das Handeln (Loewenstein/Lerner 2003). Zum anderen können Emotionen auch als unmittelbare Reaktionen auf Elemente und Bestandteile von Situationen – insbesondere zur Verfügung stehende Entscheidungsoptionen und deren antizipierte Konsequenzen – auftreten und das Handeln entsprechend beeinflussen. Der *Risk-as-feelings* Ansatz geht zudem davon aus, dass mentale Vorstellungen der Konsequenzen einer Entscheidung zu „antizipatorischen“ Emotionen führen und in der Folge die Risikowahrnehmung systematisch beeinflussen (Loewenstein 2001).

Eine Frage, die diese verhaltensökonomischen Ansätze jedoch (verständlicherweise) unbeantwortet lassen, ist die nach den situationsspezifischen *Auslösern* von Emotionen und damit nach Mustern der Risikowahrnehmung. Welche Bestandteile einer Entscheidungssituation sind es, die Emotionen mit den skizzierten Konsequenzen hervorrufen? Ohne Zweifel sind für die Entstehung von Emotionen Persönlichkeitseigenschaften und individuelle Wünsche und Ziele wichtig. Ebenso ausschlaggebend sind aber soziale und kulturelle Faktoren, insbesondere die Normkonformität eigener und fremder Handlungen (vgl. Turner/Stets 2005). Im Rückgriff auf genuin soziologische Konzepte und Theorien kann insofern eine Verbindung hergestellt werden zwischen den mit unterschiedlichen Entscheidungsoptionen verbundenen Normen bzw. deren Normkonformität einerseits und den daraus resultierenden affektiven Reaktionen sowie deren Einfluss auf die Risikowahrnehmung andererseits. Auf diese Weise können die individualpsychologischen Mechanismen verhaltensökonomischer Ansätze nutzbar gemacht und überführt werden in ein wirtschaftssoziologisch aussagekräftiges Modell, das die Einbettung von Akteuren in stabile soziale und kulturelle Zusammenhänge in Rechnung stellt, ähnlich wie es auch Smith postuliert: „Experimental economics is good at measurement, testing, and discovery in studying the microeconomics of human behavior *governed by the informal norms of social exchange* and the more explicit rules of exchange in institutions“ (Smith 2008:1; Hervorh. d. d. Verf.). Wir argumentieren folglich, dass Emotionen einen wesentlichen Einfluss auf die Risikowahrnehmung und finanzielles Entscheiden ausüben und dass diese Emotionen nicht arbiträr aus einem Handlungszusammenhang resultieren, sondern vielmehr das Ergebnis gesellschaftlicher Prägung sind und so bereits den Moment des Entscheidens so rahmen, dass nur bestimmte Handlungsalternativen überhaupt in Frage kommen.

Welche Beispiele für solche, besonders in finanziellen Entscheidungssituationen geltende Normen lassen sich empirisch zeigen? Basierend auf den dargestellten Zusammenhängen gehen wir von einem starken Einfluss *deskriptiver* Normen statt einer Dominanz präskriptiver Normen aus, die sich auf das Entscheiden unter Risiko beziehen. Insofern dürften es vor allem kulturelle Praxisformen, habitualisierte Handlungsmuster und während der Sozialisation internalisierte Verhaltensweisen im Zusammenhang mit finanziellen Entscheidungen sein, die hier eine leitende Normativität entfalten. Somit sind es die *alltäglichen ökonomischen Praktiken* einer Gesellschaft, die im Sinne einer „normativen Kraft des Faktischen“ bestimmte Verhaltensweisen – jenseits des ökonomischen Kalküls an sich – als adäquat oder inadäquat kennzeichnen und bei (potenzieller) Verletzung entsprechende Affekte auslösen.

Sichtbar werden diese Praxisformen vor allem in symbolischen Praktiken, insbesondere der Literatur aber auch der Werbung und den modernen Massenmedien. Um zwei Beispiele zu nennen: Obgleich Thomas Manns Roman „Die Buddenbrooks“ schon an anderer wirtschaftssoziologischer Stelle Pate stand (Deutschmann 2008), bemühen wir ihn hier gerne noch einmal. Der Roman porträtiert wie kein zweiter die moralische Integrität des Ideals eines „ehrenwerten Kaufmanns“, der zwar kaufmännischen Wagemut zeigt, keinesfalls aber unnötige oder gar vermeidbare Risiken eingeht. Finanzielle Entscheidungen – auch wenn sie in diesem Roman aus der Sicht des Kaufmanns und nicht der Privatperson geschildert werden – werden zumeist als sozialen Normen und Werten untergeordnete Entscheidungen dargestellt und das Eingehen auf hochriskante Optionen als sozial wenig wünschenswert geschildert. Solche Darstellungen der sozialen und kulturellen Einbettung ökonomischen Handelns und vor allem deren Reproduktion in anderen Medien können sich unserer Ansicht nach zu unhinterfragten und internalisierten „Projektionen des Wünschenswerten“ entwickeln und sich tief im kulturellen Gedächtnis verankern. Als deskriptive Normen und Konventionen sind sie folglich in der Lage, die Wahrnehmung von Risiken mittels der geschilderten affektiven Mechanismen maßgeblich zu beeinflussen.

Ein zweites Beispiel findet sich in der Werbung, insbesondere von Finanzintermediären und Institutionen, die Finanzprodukte mit geringen (objektiven) Risiken wie beispielsweise Sicht- und Spareinlagen anbieten. Instrukтив ist hier ohne Zweifel das „Jeans Sparbuch“ der Volksbanken, über das der Internetableger des Süddeutsche Zeitung Magazins, jetzt.de, berichtet: „Als die Volksbanken irgendwann in den achtziger Jahren das Jeans-Sparbuch erfanden, war das ein hübscher Marketing-Schachzug – das Sparbuch hatte ungeahnt lässige Jeansoptik, franste am Rand aus und band so Kinder ab sechs Jahre und ihr Taschengeld schön schnell (und nicht selten für immer) ans System. Mit dem Jeans-Sparbuch signalisierte die Bank: Schau her, so easy bist du drin“.¹ Auf diese Weise wird bereits in der frühen Sozialisation (das Jeans-Sparbuch richtet sich nach Auskunft der Volksbanken an sechs- bis zwölfjährige Kinder und Jugendliche²) die Wahl risikoarmer Portfolioentscheidungen kulturell institutionalisiert und als deskriptive Norm oder Konvention verankert. Auch hier sind daher entsprechende Effekte für die Risikowahrnehmung bei finanziellen Entscheidungen zu erwarten.

5. Fazit

Ausgehend von makroökonomischen Daten zu Unterschieden im aggregierten Anlageverhalten auf Finanzmärkten in den USA und Deutschland haben wir ein theoretisches Modell entwickelt,

¹ <http://jetzt.sueddeutsche.de/texte/anzeigen/324670>

² Vgl. z.B. www.vbbh.de/junge_kunden/dein_konto.html

dass diese Unterschiede anhand des Zusammenspiels von Normen und Emotionen in der Risikowahrnehmung erklärt und vorhandene institutionelle Perspektiven ergänzt. In Erweiterung des *Varieties of Capitalism* Ansatzes beleuchten wir somit die mikrobasierten ‚Spielarten des Kapitalismus‘. Wir zeigen, dass das bereits von Keynes in die ökonomische Theorie eingeführte ‚puzzle‘ der Begrenztheit ökonomischer Rationalität unter Hinzuziehung empirischer Studien zu kulturellen Differenzen in der Risikowahrnehmung sowie neuer Erkenntnisse der Emotionsforschung in einen ‚wirtschaftssoziologischen Keynesianismus‘ überführt werden kann, in dessen Zentrum das Akteurshandeln in finanziellen Kontingenzarrangements steht.

Auf die Probleme eines solchen normativ-affektiven Ansatzes hat jüngst Kraemer (2010: 188) hingewiesen. Er argumentiert zwar ähnlich wie in diesem Beitrag, dass „Erwartungen [...] durch gemeinsam geteilte Rahmungen erzeugt und sodann durch soziale Konventionen stabilisiert [werden]“. Zugleich verweist er jedoch auf die Ambivalenz der Stabilisierungsfunktion von Konventionen, weil sie zugleich stabil *und* prekär seien. So betont er das Abweichen von konventionellen Rationalitätsmustern von Finanzanlegern durch ein von einem Marktpionier ausgehenden „Ideencharisma“ mit neuartigen Renditeversprechungen, das den bisherigen Erwartungsrahmen radikal transformiert (ebd.: S. 198). Damit kann Kraemer erklären, wie plötzliche Börsenhypes entstehen oder verstärkt werden – allerdings unter dem Vorbehalt, dass eine solche Prophetie nur eine begrenzte Halbwertszeit aufweise (ebd.: S. 196).

Während Kraemer eine soziologische Erklärung für die spekulativen ‚Abweichler‘ entwickelt, erklärt der vorliegende Beitrag vielmehr die Beharrungstendenzen und das eher ‚konservative‘ Anlageverhalten der überwiegenden Mehrheit der Privatanleger in Deutschland. Dabei zeigt sich, dass bezogen auf die interkulturellen Unterschiede im Anlageverhalten privater Haushalte die Perspektive der sozialen Normierung von Risikowahrnehmung bei finanziellen Entscheidungen eine Erklärung für die charakteristischen Ausprägungen nationaler Finanzmarktstrukturen und -institutionen geben kann. Gedacht ist diese Entwicklung als ein Prozess der Habitualisierung, in dem affektive Konnotation sozialer Normen und deren ‚kulturelle Vererbung‘ einen maßgeblichen Einfluss auf die Risikowahrnehmung und damit auf finanzielle Entscheidungsprozesse ausüben. In diesen Ausprägungen drückt sich nicht nur die gesellschaftliche Akzeptanz bestimmter Risikomanagementstrategien aus, sondern auch die Präferenz für Institutionen und Organisationen, die unterschiedliche Strategien und Kontraktkulturen verfolgen. Die Herausbildung von Institutionen und Intermediären der Finanzmärkte in unterschiedlichen kulturellen Kontexten muss in dem hier vorgestellten Sinne als ein ko-evolutionärer und sich wechselseitig stützender Prozess verstanden werden, der auch durch Globalisierungsstrategien und Finanzkrisen nicht ohne Weiteres außer Kraft gesetzt werden kann und so die Persistenz des Anlageverhaltens in unterschiedlichen kulturellen Kontexten – bzw. in unterschiedlichen Volkswirtschaften – zu erklären vermag.

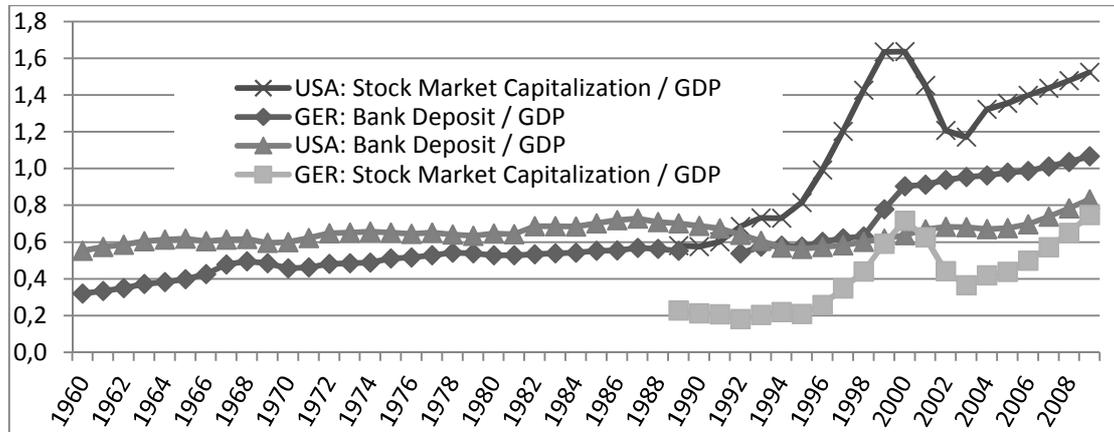
Literatur

- Beckert, Jens (2009), The Social Order of Markets, *Theory and Society*, Jg. 38, S. 245-269.
- Bontempo, Robert N./Bottom, William P./Weber, Elke U. (2006). Cross-Cultural Differences in Risk Perception. A Model-Based Approach, *Risk Analysis*, Jg. 17, H. 4, S. 479-488.
- Burton, Ian/Pushchak, Ronald (1984), The Status and Prospects of Risk Assessment. *Geoforum*, Jg. 15, H. 3, S. 463-475.
- DAI, Deutsches Aktieninstitut (2011), Zahl der Aktienbesitzer scheint sich zu stabilisieren, *Kurzstudie 3/2011*.
- Deutschmann, Christoph (2008), Der kollektive „Buddenbrooks-Effekt“. Die Finanzmärkte und die Mittelschichten, *MPIfG Working Paper 08/5*.

- DIT, Deutscher Investment Trust (2006), Allianz Dresdner Global Investors, *Analysen & Trends*, Jg. 3.
- Douglas, Mary/Wildavsky, Aaron (1982), *Risk and culture*, Berkeley, CA.
- Etzioni, Amitai (1988). Normative-affective factors: toward a new decision-making model, in: *Journal of Economic Psychology*, Jg. 9, S. 125-150.
- Elster, Jon (1999), *Alchemies of the mind*, New York.
- FAZ, Frankfurter Allgemeine Zeitung (10.06.2011), Der Untergang Amerikas. Interview von Johanna Adorján mit Gary Shteyngart, *FAZ*, Nr. 27, S. 23.
- FAZ, Frankfurter Allgemeine Zeitung (05.10.2011), Niedrigzins erdrückt Lebensversicherer. Von Philipp Krohn, *FAZ*, Nr. 231, S. 11.
- Finke, Renate (2007), Allianz Dresdner Economic Research. Vermögensreport 2007, *Working Paper Nr. 89*.
- Ganzach, Yoav/Ellis, Shmuel/Pazy, Asya/Ricci-Siag, Tali (2008), On the perception and operationalization of risk perception. *Judgment and Decision Making*, Jg. 3, H. 4, S. 317-324.
- Hackethal, Andreas (2000), *Banken, Unternehmensfinanzierung und Finanzsystem*, Frankfurt/M.
- Hall, Peter A. (2006), Stabilität und Wandel in den Spielarten des Kapitalismus, in: Jens Beckert / Bernhard Ebbinghaus/Anke Hassel/Philip Manow (Hg.): *Transformationen des Kapitalismus*. Frankfurt/M, S. 181-204.
- Hall, Peter A./Soskice, David (2001), An Introduction to Varieties of Capitalism, in: Peter A. Hall, David Soskice (Hg.), *Varieties of Capitalism*. Oxford UK, S. 1-68.
- Kahneman, Daniel/Tversky, Amos (1979), Prospect theory. An analysis of decision under risk, in: *Econometrica*, Jg. 47, H. 2, S. 263-291.
- Keynes, John M. (1937), *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, New York.
- King, Robert G./Ross Levine (1993), Finance and Growth. Schumpeter Might be Right, *The Quarterly Journal of Economics*, Jg. 108, H. 3, S. 717-737.
- Kraemer, Klaus (2010), Propheten der Finanzmärkte. Zur Rolle charismatischer Ideen im Börsengeschehen, in: *Berliner Journal für Soziologie*, 20, S. 179-201.
- Levine, Ross (2002), Bank-based or market-based financial systems. Which is better?, *NBER Working Paper Nr. 9138*.
- Loewenstein, George F./Lerner, Jennifer S. (2003), The Role of Affect in Decision Making, in: Richard J. Davidson, Klaus R. Scherer, H. Hill Goldsmith (Hg.), *Handbook of Affective Sciences*, Oxford USA, S. 619-642.
- Loewenstein, George F. (2001), Risk as Feelings, in: *Psychol Bull*, Jg. 127, S. 267-286.
- Lütz, Susanne (2008), Finanzmärkte, in: Andrea Maurer (Hg.), *Handbuch der Wirtschaftssoziologie*, Wiesbaden, S. 341-360.
- Meier, Katja/Kirchler, Erich/Hubert, Angela-Christian (1999), Savings and investment decisions within private households. Spouses' dominance in decisions on various forms of investment, *Journal of Economic Psychology*, Jg. 20, S. 499-519.
- Nordenstedt, Henrik/Ivanisevic, Jelena (2010), Values in risk perception - Studying the relationship between values and risk perception in three countries, *Journal of Disaster Risk Studies*, Jg. 3, H. 1, S. 335-345.
- Renn, Ortwin/Rohrmann, Bernd (2000), *Cross-cultural risk perception. A survey of empirical studies*. Dordrecht.
- Samuelson, Paul A. (1955), *Economics. An Introductory Analysis*. Bd. 3, New York.
- Schimank, Uwe (2006), Rationalitätsfiktionen in der Entscheidungsgesellschaft, in: Dirk Tänzler, Hubert Knoblauch, Hans-Georg Soeffner (Hg.), *Zur Kritik der Wissensgesellschaft*, Konstanz, S. 57-81.

- Schmidt, Reinhard H./Tyrell, Marcel (2003), What constitutes a financial system in general and the German financial system in particular?, *Working Paper Series: Finance & Accounting 111*, Frankfurt/M.
- Schumpeter, Joseph A. (1911), *The Theory of Economic Development*, Cambridge.
- Sloman, Steven A. (1996), The Empirical Case for Two Systems of Reasoning, in: *Psychological Bulletin*, Jg. 119, S. 3-22.
- Slovic, Paul (2006), Risk Perception and Affect, in: *Current Directions in Psychological Science*, Jg. 15, S. 322-325.
- Slovic, Paul/Finucane, Melissa L./Peters, Ellen/MacGregor, Donald G. (2007), The Affect Heuristic, in: *European Journal of Operational Research*, Jg. 177, H. 3, S. 1333-1335.
- Smith, Vernon L. (2008). *Rationality in Economics*, Cambridge.
- Turner, Jonathan/Stets, Jan E. (2005). *The Sociology of Emotions*, New York.
- van der Elst, Christoph (2003), The Equity Markets, Ownership Structures and Control. Towards an International Harmonization?, in: Klaus Kopt/Eddy Wymeersch (Hg.), *Capital Markets and Company Law*, New York, S. 3-46.
- von Lüde, Rolf (2011), Rationalität und Anlageverhalten auf Finanzmärkten, in: Anita Engels und Lisa Knoll (Hg.), *Wirtschaftliche Rationalität. Soziologische Perspektiven*, Wiesbaden, S. 129-162.
- von Scheve, Christian (2010), Emotionen, Normkonformität und das Problem sozialer Ordnung, in: Marco Iorio, Rainer Reisenzein (Hg.), *Regel, Norm, Gesetz. Eine interdisziplinäre Bestandsaufnahme*. Frankfurt/M, S. 285-308.
- Wachtel, Paul (2003), How Much Do We Really Know about Growth and Finance?, *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, Jg. 88, S. 33-47.
- Weber, Elke U./Hsee, Christopher K. (1998), Cultural differences in risk perception, but cross-cultural similarities in attitudes towards perceived risk, *Management Science*, Jg. 44, H. 9, S. 1205-1217.
- Williamson, Oliver E. (1985), *The economic institutions of capitalism*, New York.
- Zinn, Jens O. (Hg.) (2008), *Social Theories of Risk and Uncertainty*, Malden.

Abbildung 1: Makro-Indikatoren für markt- und bankbasierte Finanzsysteme USA und Deutschland im Vergleich



Stock Market Capitalization / GDP = Value of listed shares to GDP, deflated. Die Weltbankdaten liegen erst seit 1989 vor. Bank Deposit / GDP = Demand, time and saving deposits in deposit money banks as a share of GDP, deflated.

Quelle: von Lüde (2011: 133)