

Finanzkrise und Finanzialisierung

Marcel Heires und Andreas Nölke

Dies ist eine überarbeitete Fassung des Beitrags aus Kessler, Oliver 2011: Die Politische Ökonomie der Weltfinanzkrise, VS-Verlag, S. 37-52. Die Seitenzahlen sind weitestgehend identisch mit der gedruckten Fassung.

1 Einleitung

In der öffentlichen Diskussion über die jüngste Finanzkrise werden aus einer Reihe von Perspektiven Erklärungen für die Ursachen und den Ausbruch dieser Krise angeboten: Zu den populärsten zählen hierbei zum einen die individuell-moralisierende, die einen wesentlichen Faktor in der viel gescholtenen Gier der Bankmanager sieht, oder zum anderen die regulatorische, die auf das Versagen der staatlichen Aufsichtsbehörden hinweist. Im Gegensatz zu diesen, auf einzelne Faktoren fokussierenden, Darstellungen vertreten wir in diesem Beitrag die These, dass die Finanzkrise strukturelle – und damit tieferliegende wie längerfristig angelegte – Ursachen hat.

Wir argumentieren, dass diese Krise nur dann adäquat verstanden werden kann, wenn sie als Folge von strukturellen Veränderungen des Kapitalismus während der letzten drei Dekaden interpretiert wird, die im Folgenden als „Finanzialisierung“ bezeichnet werden. Damit geht die Vorstellung einher, dass es nur dann möglich sein wird, die aktuelle Krise zu überwinden und die Gefahr ähnlicher Krisen in der Zukunft zu verringern, wenn es gelingt, den Tendenzen der Finanzialisierung Einhalt zu gebieten. Die bisherigen Bemühungen zur Reform der Finanzmarktregulierung erfüllen diesen Maßstab jedoch bei weitem nicht. Dies wäre aber nicht nur wünschenswert, sondern auch prinzipiell möglich, da, wie wir im Folgenden zeigen werden, es sich bei diesen jüngsten Entwicklungstendenzen des Kapitalismus nicht um Notwendigkeiten handelt, die sich zwingend aus technologischem Fortschritt und Finanzinnovationen ergeben. Vielmehr wurden sie durch konkrete politische Weichenstellungen eingeleitet und befördert.

Um dieses Argument zu entwickeln, werden wir zunächst das Konzept der Finanzialisierung umreißen und die zentralen Charakteristika der darin analysierten Veränderungen herausarbeiten (Abschnitt 2). In der Folge diskutieren wir den Zusammenhang, in dem die Finanzialisierungsprozesse der letzten Jahrzehnte mit der jüngsten Finanzkrise stehen. (Abschnitt 3). Wir schließen mit einer Skizze der politischen Konsequenzen, die sich aus unserer Sicht daraus ergeben (Abschnitt 4). Dabei argumentieren wir, dass diese Tendenzen keinesfalls durch die Krise und die bisherigen Reformbemühungen gestoppt wurden. Die Tendenzen der Finanzialisierung müssen aber überwunden werden, um die Gefahr weiterer, noch schwererer Krisen in der Zukunft zu verringern.

2 Was ist Finanzialisierung?

2.1 *Die neue Dominanz des Finanzsektors*

Bevor nachhaltige politische Antworten auf die globale Finanzkrise zu erwarten sind, bedarf es zunächst einer grundlegenden Reflexion darüber, welche Veränderungen während der letzten Dekaden die heutige Krise ermöglicht haben. Das Konzept der Finanzialisierung erscheint uns für die Beantwortung dieser Frage als besonders vielversprechend, da es eine breite Perspektive auf die Transformation des Kapitalismus während der letzten Dekaden ermöglicht. Im Kern dieses Konzeptes steht die These, dass es zu einer Machtverschiebung zwischen dem Finanzsektor und dem „produktiven“ Sektor gekommen ist (Nölke/Perry 2007: 4–6). Diese Perspektive stellt die herkömmliche Sichtweise, wonach der Finanzsektor lediglich eine Infrastruktur zur Unterstützung der „Realökonomie“ darstellt, auf den Kopf. Während eine Dominanz des Finanzsektors bereits für vorherige Perioden konstatiert wurde (Arrighi 1994), haben die dramatischen Entwicklungen der jüngsten Zeit zu einer Fülle von Arbeiten geführt, die die Rolle des Finanzsektors erneut kritisch analysieren.

Die Ursprünge des Begriffs der Finanzialisierung („Financialization“) sind unklar, prinzipiell wurde die neue Dominanz des Finanzsektors seit den 1960ern jedoch zuerst von marxistischen Autoren thematisiert (Magdoff/Sweezy 1983). Nachdem die dort aufgezeigten Entwicklungen in den 1990ern immer deutlicher hervortraten, fand die Vorstellung eines finanzierten Kapitalismus Eingang in viele weitere sozialwissenschaftliche Debatten, etwa in die Regulationstheorie (Aglietta 2000, Boyer 2000), die post-keynesianische Ökonomie (Epstein 2001, Palley 2007, Stockhammer 2008) und in die so genannte „cultural political economy“, welche den prägenden Einfluss der Finanzmärkte auf das Alltagsleben betont (Martin 2002, Leyshon/Thrift 2007, Langley 2008). Inzwischen ist der Begriff auch in den öffentlichen Diskurs übergegangen und hat mit der jüngsten Finanzkrise weiter an Popularität gewonnen. Andere geläufige Bezeichnungen dieser Entwicklung sind „Casino-Kapitalismus“ (Strange 1986) oder „Finanzmarkt-Kapitalismus“ (Windolf 2005a). Das Konzept der Finanzialisierung ist aber prinzipiell breiter angelegt als bisherige Ansätze, da es, wie wir weiter unten ausführen, auch die Ebene der Haushalte und die Durchdringung des Alltags durch die Finanzmärkte in den Blick nimmt.

Die Debatte über die Finanzialisierung benennt verschiedene Veränderungen während der letzten drei Jahrzehnte, die ihren Anfang vorrangig in den USA und Großbritannien nahmen und sich von dort aus verbreitet haben. Dazu gehören z.B. die Deregulierung und Öffnung vormals national segmentierter Finanzmärkte, die verstärkte Vermarktlichung von Finanzbeziehungen, die explosionsartige Verbreitung neuer Finanzinstrumente, der Aufstieg institutioneller Investoren auf den Finanzmärkten, das Aufkommen des Shareholder-Value als neue Leitideologie für das Management der Unternehmen und die Umgestaltung der Unternehmenskontrolle, sowie die dramatische Ausweitung des Kredit- und Anlagegeschäftes für Privatkunden in Form von Hypotheken, Konsumentenkrediten und der privaten Alterssicherung (Stockhammer 2008: 184).

Ohne dass sich in dieser Debatte eine einheitliche Definition von Finanzialisierung herausgebildet hätte, ist dennoch ein gemeinsamer Kern der dort beschriebenen vielfältigen Entwicklungen deutlich erkennbar. Als zentrales Merkmal der Finanzialisierung findet sich bei allen Autoren eine Verschiebung der Bedeutung von Einkommen aus Produktion und Lohnarbeit hin zu Einkommen aus Finanzgeschäften:

„I define financialization as a pattern of accumulation in which profit making occurs increasingly through financial channels rather than through trade and commodity production“ (Krippner 2005: 174).

Dieser Bedeutungszuwachs lässt sich zunächst sehr gut daran ablesen, dass sich der relative Anteil des Finanzsektors an den Unternehmensprofiten in den USA während der vergangenen 30 Jahren mehr als verdoppelt hat (ebenda 179). Weiterhin hat sich nicht nur die Profitabilität des Finanzsektors besser entwickelt als jene der meisten produktiven Sektoren, sondern auch innerhalb von Unternehmen des produktiven Sektors ist die relative Bedeutung von Profiten aus Finanzmarktgeschäften deutlich gestiegen (Crotty 2002: 34-36). Mit diesen Entwicklungen geht eine umfassende Verschiebung ökonomischer und gesellschaftlicher Prioritäten zugunsten der Interessen des Finanzsektors einher:

„Financialization refers to the increasing importance of financial markets, financial motives, financial institutions, and financial elites in the operation of the economy and its governing institutions, both at the national and international level“ (Epstein 2001: 1).

Wie deutlich wird, bezieht sich Finanzialisierung daher nicht nur auf Veränderungen in der Zusammensetzung der Unternehmensprofite, sondern auch auf den Bedeutungszuwachs der Finanzmärkte für Wirtschaft und Gesellschaft insgesamt. Dies spiegelt sich entsprechend in einer laxen Finanzmarktregulierung wider, zu deren Zweckbestimmung es letztendlich wird, das Wachstum der Finanzmärkte zu fördern statt zu kontrollieren. Der Finanzmarkt wird somit zur maßgeblichen ökonomischen Institution. Im Folgenden wird der Einfluss der Finanzialisierung ausführlicher umrissen.

2.2 *Machtverschiebungen in Wirtschaft und Gesellschaft*

Im Zentrum der Diskussion über die strukturierende Wirkung der Finanzialisierung steht vor allem die Umgestaltung der Unternehmenskontrolle, die unter dem Schlagwort des „Shareholder-Value“ durchgeführt wurde (Froud et al. 2000, Overbeek et al. 2007). Hierbei geht es um eine Verschiebung im internen Machtgefüge von Unternehmen – zwischen Beschäftigten, Managern und Eigentümern – zugunsten von zu meist eher kurzfristig orientierten externen Aktionären und zu Lasten der Beschäftigten (Stockhammer 2008: 187). Während in dieser Diskussion zunächst die Rolle von Pensionsfonds und anderen institutionellen Investoren im Vordergrund stand (Nölke 1998; Windolf 2008), verlagerte sich in jüngerer Zeit die Aufmerksamkeit auf neuere Akteure wie Hedgefonds und Private-Equity-Unternehmen (Huffschmid et al. 2007, Fichtner 2009).

Zu den einzelnen Instrumenten der Shareholder-Value-Agenda gehören unter anderen Aktienoptionspläne (um die Interessen der Manager an die Interessen der Aktionäre zu koppeln), die Schaffung eines aktiven Marktes für Unternehmenskontrolle (zur Disziplinierung erfolgloser Manager) und Aktienrückkaufprogramme, bei denen die Gewinne der Unternehmen nicht reinvestiert, sondern zur Erhöhung der Aktienkurse verwendet werden. Allerdings sind die von den Kapitalmärkten zuletzt erwarteten 12-15% Kapitalrendite langfristig allenfalls von Unternehmen in oligopolistischen Märkten oder mit hochgradig spekulativen und riskanten Strategien zu erzielen – oder schlicht mit betrügerischen Praktiken (Froud et al. 2000: 106-107; Crotty 2002: 30-34, Windolf 2008: 10-13). In der Regel wird der Druck der Finanzmärkte aber hauptsächlich in Form von Entlassungen, Lohnkürzungen sowie intensivierter Arbeit an die Beschäftigten weitergegeben (Boyer 2000: 119, Dörre 2005: 101-108).

Während die Finanzialisierungsprozesse zunächst die Unternehmenskontrolle erfassten, erweiterte sich ihr Einfluss auch auf die Ebene der Haushalte und des privaten Konsums, insbesondere der Alterssicherung sowie der Konsumgüter-, Studien- und Immobilienfinanzierung (Montgomerie 2006). Durch die Ausweitung von (kreditfinanziertem) Immobilienbesitz und Anteilen an Investmentfonds erfasste Finanzialisierung somit auch die breite Bevölkerung in einer Art von Masseninvestitionskultur (Erturk et al. 2007) und band sie stärker an die Entwicklung der Finanzmärkte.

Dies begleitend, nahmen Ideen von Eigenverantwortung und Selbstvorsorge durch Finanzanlagen einen größeren Raum im öffentlichen Diskurs ein, so dass diese zu einem elementaren Bestandteil des „neoliberalen Selbstverständnisses“ der westlichen Mittelschichten wurden (Langley 2007: 75). Hier zeigt sich die besondere Dimension der Finanzialisierung: Während es in früheren Perioden der Dominanz des Finanzsektors vor allem eine kleine Elite von Kapitalbesitzern war, die „haute finance“, die diese Entwicklungen vorangetrieben und von ihnen profitiert hat (Polanyi 1978: 102-129), so wird sie heute auch von den „financialized masses“ (Erturk et al. 2008: 4) der Mittelschicht getragen. Mit der Verschiebung der relativen Anteile von Lohnarbeit und Finanzanlagen an den Haushaltseinkommen gehen daher auch politische Effekte einher: Da eine Eigentümergesellschaft tendenziell politisch eher konservativen und marktliberalen Positionen zuneigt, wird die Position des Finanzsektors durch die Rentierinteressen der Mittelschichtsangehörigen gestärkt, die als Erben, Anteilseigner von Pensionsfonds oder Immobilienbesitzer von der Privilegierung des Finanzsektors profitieren (Deutschmann 2008, Schwartz/Seabrooke 2008). Vor diesem Hintergrund ist es wenig überraschend, dass sich die Bemühungen um eine Intensivierung der Finanzialisierung bisher auf eine breite gesellschaftliche Basis stützen konnten.

Ferner eröffnet das Konzept der Finanzialisierung auch eine neue Perspektive auf die Debatte über die Autonomie des Staates gegenüber den Finanzmärkten (Helleiner 1994, Strange 1998). Im politischen Diskurs werden soziale Einschnitte für gewöhnlich mit dem globalen Wettbewerb um Kapital begründet. In der Regel ist aber nur ein kleiner Teil von Unternehmen außerhalb ihres Heimatmarktes aktiv und hat somit die Möglichkeit zur raschen Produktions- oder Standortverlagerung. Dennoch reagieren Staaten auf das Drohpotential der Kapitalmobilität und richten ihre Politik an den Erfordernissen der Finanzmärkte aus. Aus Sicht der Finanzialisierung lässt sich dies damit erklären, dass die Verschiebung von Unternehmensprofiten aus Produktion hin zu Profiten aus finanziellen Aktivitäten die Abhängigkeit der Unternehmen von ihrem Heimatmarkt und ihrer Stammebelegschaft reduziert hat und damit als ein „funktionales Äquivalent“ zur oft postulierten absoluten Kapitalmobilität fungiert (Krippner 2005: 203).

Hinzu kommt, dass die rapide angestiegene Staatsverschuldung während der letzten Jahrzehnte die meisten Regierungen abhängiger von der Entwicklung ihrer Anleihen auf den globalen Finanzmärkten werden ließ. Gleichzeitig legt die von den Finanzmärkten erwartete Haushaltsdisziplin weitere Zügel an die Handlungsmöglichkeiten der Staaten (Boyer 2000: 121). Daneben hat es auch eine Verschiebung in den makroökonomischen Zielsetzungen gegeben. Während die Priorität vorher vornehmlich auf Vollbeschäftigung durch eine expansive Fiskalpolitik lag, wurde nun die Sicherung von Preisstabilität mit den Mitteln der Geldpolitik zum dominanten wirtschaftspolitischen Ziel (Stockhammer 2008: 187). Vor allem aber haben insbesondere die USA und Großbritannien, aber auch die EU (Bieling 2005), auf die Liberalisierung des Finanzsektors als neuen ökonomischen Wachstumsmotor gesetzt und sich dadurch in stärkere Abhängigkeit von seinem Gedeihen begeben. Eingeleitet wurde dieser Wettstreit der Finanzmarktliberalisierung mit der Tolerierung der kaum regulierten Euromärkte in den 1960er Jahren (Burn 1999) und

der Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs nach dem Ende des Systems von Bretton-Woods, sowie den nachfolgenden Maßnahmen zur Reform der nationalen Kapitalmärkte (Helleiner 1994, Abdelal 2007).

2.3 Zusammenfassung

Zusammenfassend lässt sich Finanzialisierung als ein Prozess von Verschiebungen begreifen, durch den Unternehmen, Haushalte und der Staat materiell, institutionell und diskursiv stärker an die Entwicklung der Finanzmärkte gebunden werden. Verschoben haben sich zunächst die Profitanteile zwischen dem produktiven Sektor und dem Finanzsektor, als auch zwischen Profiten aus finanziellen Aktivitäten und Profiten aus Produktion innerhalb von Unternehmen innerhalb des produzierenden Sektors. Eine ähnliche Verschiebung hat es auch bei den Haushaltseinkommen gegeben, bei denen Einkommen aus Finanzanlagen nun ebenfalls einen größeren Raum einnehmen. In der Folge änderte sich auch die ökonomische Zielsetzung des Staates, dessen Wirtschaftspolitik zunehmend an den Interessen der Finanzmärkte ausgerichtet wurde.

In der Summe hat sich durch diese Verschiebungen die strukturelle Macht des Finanzsektors und der Finanzmärkte über den Rest der Wirtschaft und der Gesellschaft erhöht. Unter dem Einfluss der Finanzialisierung, so im Folgenden unser Argument, wurde ein enormer Überschuss von Kapital auf der Suche nach rentablen Investitionsobjekten freigesetzt und dadurch die Renditeerwartungen und die Risikobereitschaft auf den Finanzmärkten verändert. Diese Entwicklungen trugen zur Volatilität und Krisenanfälligkeit des Finanzsystems bei und stellten damit eine strukturelle Voraussetzung für den Ausbruch der Finanzkrise dar. Jene Maßnahmen, die der Vertiefung der Finanzialisierung dienten, gehörten demnach auch zu den Faktoren, welche die Krise mit verursacht und intensiviert haben. Der nächste Abschnitt untersucht diese Verbindungen zwischen den Prozessen der Finanzialisierung und der Finanzkrise.

3 Finanzialisierung und Finanzkrise

Selbstverständlich gibt es keine eine, beste und umfassende Erklärung für die jüngste Finanzkrise. Grundsätzlich ist aber klar, dass ihr Ausmaß nicht ohne die Prozesse der Finanzialisierung der letzten Dekaden denkbar gewesen wäre. Offensichtlich entstand diese Krise im direkten Zusammenhang mit einer zentralen Innovation der Finanzialisierung: der Transformation von konventionellen, durch einen greifbaren Gegenwert gesicherten, Hypotheken in verbrieft Finanzprodukte. Unser Ansatzpunkt ist allerdings weniger der unmittelbare Ausbruch der Finanzkrise, sondern vielmehr der Versuch, jene Elemente der Finanzialisierung herauszuarbeiten, welche diese Krise erst ermöglicht und schließlich intensiviert haben.

3.1 *Fragilität der Finanzialisierung: boom and bust*

Bereits vor dem Ausbruch der aktuellen Krise wurde unter dem Eindruck der Technologie-Blase der 1990er Jahre und der sich abzeichnenden Immobilienblase der frühen 2000er intensiv darüber diskutiert, ob die zunehmende Finanzialisierung der Ökonomie tatsächlich in einem stabilen Wachstumsmodell münden könnte, wie es zuvor der Fordismus war (Aglietta 2000, Boyer 2000, Deutschmann 2005, Stockhammer 2008). Die fordistische Periode zeichnete sich durch eine standardisierte Massenproduktion für Massenkonsum auf der Grundlage von an Produktivitäts- und Preisentwicklung gekoppelten Löhnen aus, die zwischen Großunternehmen, gut organisierten Gewerkschaften und dem keynesianischen Staat jeweils auf nationaler Basis ausgehandelt wurden. Abgesichert wurde dieses Modell durch relativ stark kontrollierte nationale Finanzmärkte und Restriktionen für grenzüberschreitende Finanzflüsse.

Mit der allmählichen Abschwächung der Produktivitätszuwächse in der industriellen Basis der USA, geriet das Wachstumsmodell des Fordismus ab Ende der 1960er Jahre ins Stocken (Sablowski 2003). Durch den Aufstieg der Chicago-Schule in den Wirtschaftswissenschaften bestärkt, setzten die westlichen Länder unter Führung der USA und Großbritanniens nach dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems 1973 konsequent auf die Liberalisierung der Finanzmärkte und auf den Finanzsektor als neuen Wachstumsmotor ihrer Ökonomien. Der private Konsum der Haushalte stellte weiterhin eine zentrale Triebfeder dieses Wachstums dar – wurde dies im Fordismus allerdings durch stetig steigende Löhne erreicht, über die Arbeiter an den Produktionszuwächsen ihrer Arbeit partizipieren konnten, so wurde der gesunkene Lohnzuwachs nun zunehmend durch Gewinne aus Finanzanlagen kompensiert. Vor diesem Hintergrund wurde eine enorme Ausweitung des privaten Besitzes an Finanzanlagen wie Aktien oder Anteilen an Investmentfonds, insbesondere durch die Privatisierung der Altersversorgung, sowie von kreditfinanziertem Immobilienbesitz gefördert. Eine immer stärker werdende Verschuldung der privaten Haushalte wurde dabei in Kauf genommen, da der durch den Wertzuwachs der Finanzanlagen angelegte Konsum das Wirtschaftswachstum und damit auch den Wert der Finanzanlagen befördern würde – quasi die Antwort des Neoliberalismus auf die keynesianische Nachfragestimulierung (siehe auch den Beitrag von Brigitte Young).

Für einen begrenzten Zeitraum wurde das Wirtschaftswachstum, insbesondere in den hochgradig finanzialisierten Ökonomien der USA und Großbritanniens, dann auch tatsächlich durch eine erhebliche Nachfragestimulierung aufgrund von Wertsteigerungen auf den Aktien- und Immobilienmärkten befeuert (Stockhammer 2007: 8-12). Im Nachhinein betrachtet führte diese Politik aber zu massiven Überbewertungen und Spekulationsblasen, wie zuletzt der Technologie- oder eben der Immobilienblase.

Finanzialisierte Ökonomien sind wesentlich von solchen „boom and bust“-Zyklen geprägt, da Spekulationsblasen einen notwendigen Bestandteil der Finanzialisierung darstellen: Um in finanzialisierten Ökonomien Wachstum zu schaffen, werden immer wieder neue Anlageperspektiven benötigt, deren Dynamik sich steigert, bis kaum noch ein Bezug zu den ursprünglichen realwirtschaftlichen Veränderungen besteht (Aalbers 2008: 149). Diese dynamische Entwicklung geht einher mit relativ hohen Wachstumsraten und der Steigerung von Vermögenswerten, endet jedoch regelmäßig im Platzen der Blase und in einer Krise, bei der die geschaffenen Werte wieder vernichtet werden, was die Fragilität des damit verbundenen Wachstumsschubs demonstriert.

3.2 *Finanzialisierung und die Überdimensionalisierung des Finanzsektors*

Dass sich die Immobilienblase zu einer dermaßen weitreichenden Finanzkrise entwickeln konnte, lässt sich selbstverständlich nicht ohne das extreme Aufblähen des Finanzsektors durch die Verschiebungen im Zuge der Finanzialisierung verstehen. Zwar hat es auch früher Phasen von Spekulationen und Finanzkrisen gegeben (Arrighi 1994), die aktuelle Periode ist aber wegen der Größe und der Vernetztheit ihrer Finanzmärkte wesentlich volatiler und krisenanfälliger. Ohne Finanzmärkte von hypertrophen Ausmaßen hätte sich eine Krise in einem obskuren Sektor des US-Immobilienmarktes kaum zur schwersten Wirtschaftskrise seit den 1920er Jahren ausweiten können.

Das enorme Wachstum des Finanzsektors während der letzten Dekaden lässt sich vor allem dadurch erklären, dass ihm enorme Mengen an Kapital zugeflossen sind, die durch die Prozesse der Finanzialisierung mobilisiert wurden, um sie auf den Finanzmärkten zu investieren, z.B. stille Reserven von Unternehmen oder private Einlagen zur Alterssicherung. Zudem änderten viele Finanzinstitutionen ihr Geschäftsmodell dahingehend, dass sie sich neben ihrer traditionellen Rolle als Finanzdienstleister und Intermediäre nun auch selber als Mitspieler an den Spekulationen auf den Finanzmärkten beteiligten (Erturk/Solari 2007). Da dem durch die Finanzialisierung mobilisierten Kapital jedoch ein Mangel an tatsächlich verfügbaren rentablen Anlagemöglichkeiten gegenüberstand, floss dieses Kapital zunehmend in hochriskante Anlageobjekte (Deutschmann 2005: 67-71). Letztere wurden nicht nur im für die Regulierungsbehörden sichtbaren Teil des Finanzsystems verwaltet, sondern flossen in riesigen Mengen durch ein „Schattenbanksystem“ aus wenig bis gar nicht regulierten Hedgefonds und Zweckgesellschaften. Den risikoreichen Investitionen in diesem Schattenbanksystem standen oft keine oder nur völlig unzureichende Sicherheiten gegenüber.

Die Kombination aus einem Überschuss an zu investierenden Kapital und der Bereitschaft der Finanzmarktakteure deutlich überhöhten Risiken einzugehen, führte zu der paradoxen Situation, dass der Finanzsektor trotz eines (durch seine zunehmende Liberalisierung) mutmaßlich verschärften Wettbewerbsdrucks stark wachsen und eine außerordentlich hohe Profitabilität erzielen konnte (Crotty 2007, 2008). Die im Zuge der Finanzialisierung überhöhten Profitziele des Finanzsektors setzten den produktiven Sektor weiter unter Druck, ähnliche Ergebnisse zu erzielen und machten die Finanzialisierung dadurch zu einem sich selbst verstärkenden Prozess.

3.3 *Institutionelle Voraussetzungen der Finanzkrise*

Einige weitere konkrete institutionelle Merkmale der Finanzialisierung haben auch ganz erheblich zur Entstehung und Verschlimmerung der jüngsten Finanzkrise beigetragen. Hierbei möchten wir insbesondere die Rolle von Securitization und Kreditderivaten, irreführenden Risikobewertungen durch Rating-Agenturen sowie die Umstellung auf Rechnungslegung auf der Basis von Marktbewertungen hinweisen.

„Securitization“ oder Verbriefung war eine zentrale Innovation der Finanzialisierung, die zumindest in der Theorie dazu dienen sollte, durch die Transformation von Krediten und Hypotheken in handelbare Kreditpakete, die Liquidität auf dem Finanzmärkten zu erhöhen und dadurch mehr Kredite zu günstigeren Konditionen vergeben zu können. In der Praxis verwendeten Banken die Möglichkeit der Verbriefung jedoch dazu, Kredite zu vergeben, ohne die Bonität der Schuldner ausreichend zu prüfen, um sie dann alsbald wieder aus ihren Büchern zu verschieben. Durch die enorme „Innovationskraft“ der Banken erlangte der Handel mit verbrieften Krediten bald eine Komplexität, die praktisch nicht mehr zu überschauen oder gar zu kontrollieren war (Langley 2006, siehe auch den Beitrag von Daniel Mügge).

Anreize für diese Praktiken wurden gerade durch die Form des in der Bankenregulierung vorgeschriebenen Risikomanagements geschaffen. Zwar müssen Banken ausreichende Sicherheiten für ihre Kredite vorhalten, diese Anforderung führte aber dazu, dass sie ihre risikoreichen Verbindlichkeiten verbrieften und an Zweckgesellschaften weiterreichten, um wieder über ihr Sicherungskapital zur Vergabe neuer Kredite verfügen zu können (King/Sinclair 2003: 59–60, Langley 2006: 293). Das Ausfallrisiko der weitergereichten Kreditpakete wurde durch private Rating-Agenturen irreführend bewertet (siehe auch den Beitrag von Timothy Sinclair). Rating-Agenturen spielten nicht erst in der jüngsten Krise eine äußerst unglückliche Rolle, sondern standen bereits nach der Südostasienkrise und den Betrugsfällen von Enron und Worldcom in die Kritik.

Die besondere Rolle von Rating-Agenturen in der Periode der Finanzialisierung liegt darin begründet, dass auf liberalisierten und globalisierten Finanzmärkten nur noch selten direkte und längerfristige Beziehungen zwischen Kreditgebern und -nehmern (wie z.B. im Hausbankensystem) bestehen und Finanzinvestoren daher auf externes Wissen zur Bewertung der Bonität eines Schuldners angewiesen sind. Die Autorität der Rating-Agenturen wird dadurch gestützt, dass ihr Urteil in das Risikomanagement inkorporiert wird, z.B. im Rahmen des Basel-Abkommens zur Bankenregulierung. In der jüngsten-Krise hat dieses Modell der Bewertung durch Rating-Agenturen versagt, weil Pakete aus Subprime-Hypotheken viel zu optimistisch bewertet bzw. falsch interpretiert wurden. Die Ratings waren irreführend, weil sie nur die Möglichkeit eines individuellen Kreditausfalls berücksichtigten, die Möglichkeit einer systemischen Krise in den ihnen zugrundeliegenden Modellen allerdings nicht ausreichend einkalkulierten (Goodhard 2008: 337-339).

Eine weitere Verbindung von Finanzialisierung und Finanzkrise ergibt sich aus der Umstellung von Rechnungslegungsstandards auf Basis historischer Anschaffungswerte hin zu aktueller Marktbewertung („Fair Value“ oder „Mark-to-Market Accounting“). Diese Umstellung, die maßgeblich durch die Finanzialisierung bedingt war und zur Vertiefung dieses Prozesses beigetragen hat (Perry und Nölke 2006, Nölke und Perry 2007), gehörte zu den ersten Maßnahmen, die im Rahmen der Krisenbekämpfung zumindest teilweise wieder korrigiert wurden: Während die Bewertung von Finanzgütern zu Marktpreisen in einer Aufschwungsperiode – im Vergleich zur Bewertung nach den historischen Anschaffungspreisen – höher ausfällt (und damit zur oben dokumentierten Steigerung des Anteils von Finanzgütern an den Gewinnen führt), führt die gleiche Vorgehensweise in einer Abschwungsphase zu einer niedrigeren Bewertung dieser Güter. In einer Krise werden die Schwierigkeiten von Banken und anderen Finanzinvestoren durch diesen prozyklischen Effekt ganz erheblich intensiviert, zumal diese Akteure durch die Wertberichtigungen und damit einhergehenden Verluste zu Verkäufen gezwungen werden, die wiederum einen weiteren Preisverfall nach sich ziehen.

4 Fazit: Politische Perspektiven zur Überwindung der Finanzialisierung

Zusammenfassend stellen wir erstens fest, dass die Phase der Finanzialisierung wesentlich anfälliger gegenüber Finanzkrisen ist, als die vorherige Periode des Fordismus und zweitens, dass Finanzialisierung entscheidend zur Entstehung und Verschärfung der jüngsten Krise beigetragen hat. Aus finanzialisierungstheoretischer Perspektive war diese Krise dann auch keine Überraschung und wurde bereits seit einiger Zeit erwartet:

„The stability of an equity-based regime depends on monetary policy which controls financial bubbles and thus the diffusion of finance may push the economy into a zone of structural instability. The next major crisis may originate in the USA whose economy approximates most closely to the model” (Boyer 2000: 111).

Allerdings muss unserer Auffassung nach nicht nur die Krisenanfälligkeit finanziellierter Ökonomien als hochgradig problematisch gelten. Vielmehr scheint diese Form des Kapitalismus insgesamt aus einer Reihe von Gründen, die mit den in diesem Beitrag beschriebenen mehrfachen Verschiebungen zusammenhängen, nicht sonderlich erstrebenswert. Zum einen kann gezeigt werden, dass Finanzialisierung ganz erheblich zur Verschärfung von Einkommensunterschieden beigetragen hat, trotz (bzw. gerade wegen) der Ausweitung des Besitzes an Immobilien und Anteilen an Investmentfonds, da nur ein Teil der Bevölkerung über überschüssige Mittel verfügt, die in Finanzprodukte investiert werden können (Froud/Williams 2001: 13; Palley 2007: 10-14). Zudem hat die durch den Druck des Shareholder-Value in Form von Lohn- und Sozialkürzungen bedingte Vermögensumschichtung von unten nach oben auch gesamtwirtschaftlich eher wachstumsbremsend gewirkt, da Rentiers generell über eine geringere Konsumneigung verfügen (Van Treeck et al. 2007: 640). Weiterhin hat Finanzialisierung zu einer Verkürzung des Kalkulationshorizonts in Unternehmen geführt: Interne Finanzreserven und Investitionen in Forschung und Entwicklung werden reduziert, um Dividenden und den Aktienkurs zu erhöhen, was sich wiederum längerfristig negativ auf die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen und damit auch der Gesamtwirtschaft ausgewirkt hat (Crotty 2002, Stockhammer 2004, Orhangazi 2007).

In unserer Diskussion sollte insgesamt deutlich geworden sein, dass die Finanzialisierung keine naturgegebene Entwicklung des Kapitalismus darstellt, sondern durch entsprechende politische Weichenstellungen herbeigeführt wurde. Was aber politisch befördert wurde, sollte ebenso politisch reversibel sein, auch wenn sich durch Verschiebungen der Interessenlagen, wie z.B. durch die Herausbildung einer Eigentümergesellschaft, oder durch institutionelle „lock-ins“ im Rahmen internationaler oder regionaler Verpflichtungen, eine gewisse Pfandabhängigkeit eingestellt hat, die nur mit Mühe durchbrochen werden kann.

Die Finanzkrise hat allerdings durchaus ein Umdenken befördert und zu einer Vielfalt von Initiativen geführt, die sich um eine Re-Regulierung der Finanzmärkte bemühen. Es sollte unmittelbar einleuchten, dass die Profitziele der letzten Jahre nicht nur unrealistisch, sondern vielmehr schädlich waren. Die oben diskutierten institutionellen Voraussetzungen der Finanzialisierung stellen hierbei konkrete Ansatz-

punkte zur Umkehrung dieser Entwicklung dar. Notwendig ist eine Rückbesinnung auf die eigentliche Funktion des Finanzsektors, der als Infrastruktur dem Rest der Wirtschaft und der Gesellschaft zu dienen hat und nicht umgekehrt. Aus der von uns entworfenen Perspektive reichen die bisherigen Bemühungen allerdings bei weitem nicht aus, um die Tendenzen der Finanzialisierung umzukehren und damit die Gefahr zukünftiger Finanzkrisen nachhaltig zu verringern.

Die bisher diskutierten Schritte zur verstärkten Kontrolle von Rating-Agenturen beschränken sich beispielsweise lediglich auf die Überwachung dieser Organisationen und lösen die bestehenden Interessenkonflikte in ihrer Arbeit nicht auf. Auch ihre Einbeziehung in nationale und internationale Regulierung wurde nicht angetastet. Die im Rahmen der Finanzkrise angestossene selektive Abkehr von der mark-to-market-Bewertung für einige Finanzprodukte war nur sehr begrenzt und bei den an der Konsistenz ihrer Regelsysteme interessierten Institutionen der Rechnungslegungsstandardisierung (zum Beispiel dem International Accounting Standards Board) hochgradig umstritten. Zur Überwindung der Finanzialisierung notwendig wäre eine grundsätzliche Rückkehr zu historischen Anschaffungskosten als grundlegendem Paradigma der Rechnungslegung. Darüber hinaus ist dringend eine Reform des opaken Geschäfts mit Kreditderivaten angezeigt.

Notwendig ist insgesamt eine Dekonzentration des Finanzsektors und eine radikale Beschneidung der Geschäftsmodelle von Finanzmarktakteuren wie Investmentbanken und Hedge-Fonds. Letztlich wird sich eine Reform aus unserer Sicht daran messen lassen müssen, inwiefern sie die überhöhte Profitabilität des Finanzsektors beeinflusst, die durch die Krise zwar kurzzeitig eingebrochen war, sich inzwischen aber wieder erholt hat. Ein Zurückdrehen der Finanzialisierung erfordert zwangsläufig eine Beschränkung lukrativer aber gefährlicher Geschäftsfelder im Finanzsektor und ist daher notwendigerweise mit einem Rückgang der Profitabilität gegenüber der Zeit vor der Krise verbunden.

Insgesamt hoffen wir, gezeigt zu haben, dass die Transformation des modernen Kapitalismus durch die Finanzialisierung ausschlaggebend für Ausbruch und Schwere der Finanzkrise war. Bisherige Maßnahmen zur Re-Regulierung der Finanzmärkte reichen allerdings bei weitem nicht aus, um diese grundlegende Prägung des aktuellen Wirtschaftssystems zu überwinden. Vollkommen hoffnungslos ist dieses Bestreben allerdings nicht, denn wie die Finanzialisierung politisch eingeleitet wurde, sollte sie auch zu überwinden sein.

5 Literatur

- Aalbers, Manuel B. (2008): The Financialization of Home and the Mortgage Market Crisis, in: *Competition and Change*, 12: 2, 148-166.
- Aglietta, Michel (2000): Ein neues Akkumulationsregime. Die Regulationstheorie auf dem Prüfstand. Hamburg: VSA-Verlag.
- Arrighi, Giovanni (1994) *The Long Twentieth Century: Money, Power, and The Origins of Our Times*. London: Verso.
- Boyer, Robert (2000): Is a Finance-led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis. In: *Economy and Society* 29. 1. 111-145.
- Crotty, James (2002): The Effects of Increased Product Market Competition and Changes in Financial Markets on the Performance of Nonfinancial Corporations in the Neoliberal Era. PERI Working Paper 44. Amherst: Political Economy Research Institute, University of Massachusetts at Amherst.
- Crotty, James (2007): If Financial Market Competition is so Intense, Why are Financial Firm Profits so High? Reflections on the Current „Golden Age of Finance“. PERI Working Paper 134. Amherst: Political Economy Research Institute, University of Massachusetts at Amherst.
- Crotty, James (2008): Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the „New Financial Architecture“. PERI Working Paper 2008-14. Amherst: Political Economy Research Institute, University of Massachusetts at Amherst.
- Deutschmann, Christoph (2005): Finanzmarkt-Kapitalismus und Wachstumskrise. In Windolf, Paul (2005a): 58-83.
- Deutschmann, Christoph (2008): Der kollektive „Buddenbrooks-Effekt“. Die Finanzmärkte und die Mittelschichten. MPIfG Discussion Paper 08/5. Köln: Max-Planck Institut für Gesellschaftsforschung.
- Dörre, Klaus/Brinkmann, Ulrich (2005): Finanzmarkt-Kapitalismus: Triebkraft eines flexiblen Produktionsmodells? In: Windolf, Paul (2005a): 85-116.
- Epstein, Gerald A. (Hrsg) (2001a): *Financialization and the World Economy*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Epstein, Gerald A. (2001b): Introduction: Financialization and the World Economy. In: Ders. (2001a): 3-16.
- Erturk, Ismail/ Froud, Julie/ Johal, Sukhdev/ Leaver, Adam/ Williams, Karel (2007): The democratization of finance? Promises, outcomes and conditions. In: *Review of International Political Economy* 14. 4. 553-575.
- Erturk, Ismail/ Froud, Julie/Johal, Sukhdev/Leaver, Adam/Williams, Karel (2008): *Financialization at Work: Kex Texts and Commentary*. London/New York: Routledge.
- Fichtner, Jan (2009): Activist hedgefunds and the erosion of Rhenish capitalism: The impact of impatient capital. Canadian Centre for German and European Studies (CCGES) Working Paper #17. Toronto: York University.
- Froud, Julie/Haslam, Colin/Sukhdev, Johal/Williams, Karel (2000): Shareholder Value and Financialization. Consultancy Promises, Management Moves. In: *Economy and Society* 29. 1. 80-110.
- Froud, Julie/Williams, Karel (2001): Finanzialisierung und ihre Folgen. In: *Kurswechsel* 8. 8-17.
- Goodhard, Charles (2008): The background to the 2007 financial crisis. In: *International*

- Economics and Economic Policy 4. 4. 331-346.
- Helleiner, Eric (1994): States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s. Ithaca: Cornell University Press.
- Huffschmid, Jörg/Köppen, Margit/Rhode, Wolfgang (Hrsg.) (2007): Finanzinvestoren: Retter oder Raubritter? Neue Herausforderungen durch die internationalen Kapitalmärkte, Hamburg: VSA-Verlag.
- Krippner, Greta R. (2005): The Financialization of the American Economy. In: Socio-Economic Review 3. 2: 173-208.
- King, Michael R. / Sinclair, Timothy J. (2003): Private Actors and Public Policy: A Requiem for the New Basel Capital Accord. In: International Political Science Review 24. 3. 345-362.
- Langley, Paul (2006): Securitising Suburbia: The Transformation of Anglo-American Mortgage Finance. In: Competition and Change 10. 3. 283-299.
- Langley, Paul (2007): Uncertain Subjects of Anglo-American Financialization. In: Cultural Critique, 65. 67-91.
- Leyshon, Andrew/Nigel Thrift (2007): The Capitalization of Almost Everything: The Future of Finance and Capitalism. In: Theory, Culture & Society 24: 7-8, 97-115.
- Magdoff, Harry and Sweezy, Paul M. (1983): Production and Finance. In: Monthly Review 35. 1. 11-12.
- Montgomerie, Johnna (2006): The Finanzialisierung of the American Credit Card Industry. In: Competition and Change 10. 3. 301-319.
- Nölke, Andreas (1998): Nichtkonventionelle Nichtmarktstrukturen bei der Unternehmensfinanzierung: Kapitalismustypen und die Auswirkungen der Globalisierung am Beispiel der institutionellen Investoren. In: Comparativ 8. 4. 45-62.
- Nölke, Andreas (2009): Finanzkrise, Finanzialisierung und die kapitalistische Vielfalt. In: Zeitschrift für Internationale Beziehungen 16. 1..
- Nölke, Andreas/Perry, James (2007): The Power of Transnational Private Governance: Financialization and the IASB. In: Business and Politics 9. 3.
- Orhangazi, Özgür (2007): Financialization and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation of the U.S. Economy: 1973-2003. PERI Working Paper 149. Amherst: Political Economy Research Institute, University of Massachusetts at Amherst.
- Overbeek, Henk, Van Appeldoorn, Bastiaan/Nölke, Andreas (Hrsg.) (2007): The Transnational Politics of Corporate Governance Regulation. London/New York: Routledge.
- Palley, Thomas I. (2007): Financialization: What it is and why it matters? IMK Arbeitspapier 525. Düsseldorf: IMK Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung in der Hans-Böckler-Stiftung
- Perry, James/Nölke, Andreas (2006): The Political Economy of International Accounting Standards. In: Review of International Political Economy 13. 3. 559-586.
- Polanyi, Karl (1978): The Great Transformation: Politische und ökonomische Ursprünge von Gesellschaften und Wirtschaftssystemen. Frankfurt: Suhrkamp.
- Sablowski, Thomas (2003b): Krisentendenzen der Kapitalakkumulation. In: Das Argument 251. 438-452.
- Stockhammer, Engelbert (2004): Financialisation and the slowdown of accumulation. In: Cambridge Journal of Economics 28. 719-741.

- Schwartz, Herman M./Seabrooke, Leonard (2008): Varieties of Residential Capitalism in the International Political Economy: Old Welfare States and the New Politics of Housing. In: *Comparative European Politics* 6. 3. 237-261.
- Strange, Susan (1986): *Casino Capitalism*, Oxford: Oxford University Press.
- Strange, Susan (1998): *Mad Money: When Markets Outgrow Governments*, Ann Arbor: University of Michigan Press.
- Stockhammer, Engelbert (2008): Some Stylized Facts on the Finance-dominated Accumulation Regime. In: *Competition and Change* 12. 2. 184–202 .
- Van Treeck, Till/Hein, Eckhard/Dünhaupt, Petra (2007): Finanzsystem und wirtschaftliche Entwicklung in den USA und in Deutschland im Vergleich - Eine makroökonomische Skizze. WSI Mitteilungen 12/2007. Düsseldorf: Hans-Böckler-Stiftung.
- Windolf, Paul (Hrsg.) (2005a): *Finanzmarkt-Kapitalismus: Analysen zum Wandel von Produktionsregimen*. Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie Sonderheft 45. Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften.
- Windolf, Paul (2005b): Was ist Finanzmarkt-Kapitalismus? In: Ders. (2007a): 20-57.
- Windolf, Paul (2008): Eigentümer ohne Risiko. In: *Zeitschrift für Soziologie* 37. 6. 516-535.