

Friedhelm Boll / Anja Kruke (Hg.)

## Der Sozialstaat in der Krise

Deutschland im internationalen Vergleich

Der Sammelband vereint Beiträge renommierter Historikerinnen, Politik- und Sozialwissenschaftler zu Entwicklung und Krise des Sozialstaats im 20. Jahrhundert. Der Schwerpunkt der meisten Beiträge liegt hierbei auf dem Vergleich der unterschiedlichen europäischen Nationalstaaten.

- Sozialstaatsdebatten der 1970er und die Entwürfe der Moderne
- BRD und DDR
- Bildungspolitik als Sozialpolitik
- Alterssicherung in Europa
- soziale Sicherung von Frauen
- Krise des Wohlfahrtsstaats im Gesundheitssektor
- Wirtschaftskrise und Transformation des Sozialstaats



Friedhelm Boll / Anja Kruke (Hg.)  
**Der Sozialstaat in der Krise**  
Deutschland im internationalen Vergleich

384 Seiten, Broschur  
29,90 Euro

ISBN 978-3-8012-4185-8

[www.dietz-verlag.de](http://www.dietz-verlag.de)



Verlag J. H. W. Dietz Nachf. – Dreizehnmorgenweg 24 – 53175 Bonn  
Tel. 0228/238083 – Fax 0228/234104 – [info@dietz-verlag.de](mailto:info@dietz-verlag.de)

Beat Weber

## Krise der Finanzmärkte, Krise der Risikoindividualisierung<sup>1</sup>

Während die 2007 ausgebrochene Finanzkrise von liberalen Ökonomen vorwiegend als Destabilisierung der Märkte infolge technokratischen Versagens von Aufsicht, Regulierung und Geldpolitik begriffen wird (Blundell-Wignall/Atkinson/Lee 2008), haben kritische Ansätze auf strukturelle Ursachen der Krise in inhärenter Instabilität (Aglietta 2008) und langfristigen Verwertungsproblemen im Kapitalismus (Brenner 2008), weltwirtschaftlichen Ungleichgewichten (Panitch/Gindin 2008) und Verteilungsproblemen (Fricke 2008) hingewiesen.

Dass die Krise sich als Finanzkrise artikuliert hat, wirft darüber hinaus die Frage auf, wie sie im Kontext der Finanzialisierung zu verorten ist. Finanzialisierung kann als Prozess der Veränderung der Flüsse, Regeln und Motive bzw. Anreize definiert werden, die die Interaktion zwischen Unternehmen und Haushalten sowie dem Staat bestimmen, so dass der Finanzsektor dabei ein größeres Gewicht bekommt. Ihre Durchsetzung bringt neue gesamtwirtschaftliche Widersprüche, Inkonsistenzen und Probleme mit sich (Froud/Williams 2002). Ein zentrales Element dieses Prozesses ist eine zunehmende Übertragung von Risiken an das Individuum. Im folgenden Beitrag will ich die Rolle dieses Elements für die aktuelle Krise beleuchten.

Die Individualisierung des Umgangs mit gesellschaftlichen Risiken, die aus der kapitalistischen Produktionsweise und der Lohnarbeit resultieren (Risiken des Einkommensverlusts, der Altersarmut, der Wohnungslosigkeit etc.) liegt der Finanzkrise von 2007/08 auf zwei Ebenen zugrunde: Erstens hat sie die Expansion des Finanzsektors in den letzten Dekaden entscheidend befördert. Zweitens hat die Vorstellung, durch Finanzinnovationen seien Risiken der Kapitalverwertung vom Finanzsektor auf Privathaushalte verschoben worden, die Bildung der „Blase“ befördert, die jetzt geplatzt ist.

### 1. Individualisierung des Umgangs mit gesellschaftlichen Risiken

Die Individualisierung sozialer Risiken ist Kernbestandteil neoliberaler Politiken seit drei Jahrzehnten. In Europa wie in Nordamerika sind der Druck von Unternehmen zur Herstellung verbesserter Verwertungsbedingungen und Erschließung neuer Akkumulationsfelder sowie der Widerstand von wohlhabenden

<sup>1</sup> Ich danke Pirmin Fessler, Claus Pühr, Vanessa Redak, Thomas Sablowski, Christa Schlager, Stefan Schmitz und Martin Schürz für wertvolle Kommentare zu diesem Text.

den Bevölkerungsschichten gegen Steuerzahlungen eine wesentliche Ursache für die Tendenz, staatliche Aufgaben zu privatisieren. Der Staat überlässt diese Aufgaben anderen und geht verstärkt zu einer indirekten Steuerung über, indem er nur noch einen regulativen Rahmen setzt (Picciotto 2007). In vielen Bereichen ersetzt die Förderung und Regulierung der Finanzmärkte wohlfahrtsstaatliche Leistungen. Auch wird verstärkt versucht, Unternehmensrisiken an die Lohnabhängigen zu delegieren. Drei Elemente der Risikoindividualisierung haben in den USA im neuen Jahrtausend einen starken Beitrag zur Expansion des Finanzsektors, die der jüngsten Krise vorausging, geleistet.

Das erste Element ist die Verschuldung privater Haushalte. In den USA sind die Unternehmensgewinne in diesem Jahrzehnt stark gestiegen, während die Lohn-einkommen (mit Ausnahme der höchsten Einkommensklassen) stagnierten (vgl. Evans 2008, 518). Das reale Pro-Kopf-Einkommen in den USA ist von 26.163 US-Dollar im Jahr 2000 auf 25.517 US-Dollar im Jahr 2003 gefallen, um bis 2006 wieder auf 26.352 US-Dollar zu steigen (US Census Bureau 2008a). 75% des Einkommenswachstums (inklusive Kapitalerträge) im Aufschwung von 2002-2006 kamen dabei den höchsten 1% Einkommensbeziehern zugute (Saez 2008). Hacker (2007) stellt zudem eine wachsende Instabilität der Lohneinkommen in den letzten Dekaden fest, die nicht nur die Armen treffe. Seine Untersuchung von Längsschnittdaten der US-Haushaltseinkommen zeigt, dass die Volatilität des Einkommens von Haushalten mit mindestens einem College-Abschluss von 1980-89 im Schnitt bei 0,2 lag, von 1990-2002 bei 0,4 (auf einer Skala von 0 bis 1). Bei Haushalten ohne High School-Abschluss stieg sie von 0,6 auf 0,8 (Hacker 2007, 29). Die steigende Instabilität der Einkommen und der tendenzielle Rückzug des Staates von Aufgaben zum Ausgleich von Einkommensausfällen haben die Risiken für den persönlichen Lebensstandard vergrößert.

Der private Konsum, der im jüngsten Aufschwung einen dominanten und im historischen Vergleich außergewöhnlich großen Beitrag zum Wirtschaftswachstum leistete (Evans 2008, 517), wird angesichts stagnierender und volatiler Lohneinkommen für die breite Bevölkerung zu einem wachsenden Teil durch private Verschuldung finanziert. Heterodoxe Ökonomen haben diesen Sachverhalt als „privatisierten Keynesianismus“ bezeichnet, um darauf hinzuweisen, wie sich die im Keynesianismus als Staatsaufgabe vorgesehene konjunkturstützende Politik des *deficit spending* auf den Privatsektor verschoben hat, ermuntert durch eine Niedrigzinspolitik der Notenbank (Crouch 2008, Marazzi 2008). Die Verschuldung der Privathaushalte hat sich in den USA von 2000 bis 2007 auf 13,8 Billionen Dollar (99,9% des Bruttoinlandsprodukts) beinahe verdoppelt.

Das zweite Element der Individualisierung sozialer Risiken betrifft die Sozialversicherung: Die USA geben zwar weniger für öffentliche Sicherungssysteme aus als westeuropäische Staaten, dafür spielen betriebliche Renten- und Gesundheitsversicherungen, die durch Steuerbegünstigungen gefördert werden, traditionell eine wichtige Rolle. Diese betrieblichen Systeme werden jedoch

zunehmend abgebaut bzw. verändern ihren Charakter. Boten vor 25 Jahren 83% der mittleren und großen US-Unternehmen ihren Beschäftigten so genannte *defined benefit plans*, also Rentensparpläne mit garantierter Auszahlung, so ist es heute kaum noch ein Drittel (Hacker 2007, 36). Jetzt werden zunehmend *defined contribution plans* angeboten, die eigentlich nicht den Charakter einer Versicherung haben, denn es handelt sich um von den Unternehmen geförderte Investmentkonten, bei denen die Einzahlungen zwar fixiert sind, die Auszahlungen jedoch von den Investitionsstrategien der Unternehmen und der Kapitalmarktlage abhängen. Eine weitere Individualisierung der Verantwortung ist mit den so genannten *401(k) plans* verbunden, bei denen die Lohnabhängigen selbst individuell die Investitionsentscheidungen treffen können bzw. müssen. Diese Veränderungen führen zu einer massiven Erhöhung des Risikos und der Verantwortung für das Individuum. Auch die vollständige Privatisierung der Sozialversicherung war geplant, konnte aber in Bushs Amtszeit politisch nicht durchgesetzt werden (Schürz/Weber 2008).

Während die Umstellung auf *defined contribution*-Systeme in den USA schon früher einsetzte, folgten vor allem Ende der 90er Jahre eine Reihe anderer OECD-Staaten in unterschiedlichem Ausmaß nach. Damit einher ging eine verstärkte internationale Diversifikation der Anlagen von Pensionsfonds, was dem US-Finanzsystem Kapitalzuflüsse bescherte.

2007 betrug das von Pensionsfonds, Versicherungen und sonstigen institutionellen Anlegern zum Zweck der Rentenvorsorge gehaltene Vermögen im OECD-Raum 28 Billionen US-Dollar (das entspricht 70% des Bruttoinlandsprodukts), mehr als 60% davon im Eigentum des US-Rentensystems (OECD 2008, 10). Das Vermögen der Pensionsfonds allein verdoppelte sich im OECD-Raum nahezu von 2002 bis 2007, und zwar von 9,89 Billionen US-Dollar auf 17,86 Billionen (ebd., 11). Während Pensionsfonds in den meisten Staaten die vergleichsweise sichere Anlageform der Anleihen gegenüber Aktien stärker gewichten, ist es in den USA umgekehrt. Darüber hinaus wurde in den letzten Jahren auch vermehrt in „alternative“ (d.h. riskantere) Anlageformen investiert - Hedgefonds, Private Equity und Rohstoffe (ebd., 7).

Als drittes Element ist die wirtschaftspolitische Leitidee der *Ownership Society* zu nennen. Im Zentrum der von Präsident Bush propagierten Version des Besitzindividualismus stand das selbstverantwortliche Individuum, dessen Existenz auf Vermögensbesitz (insbesondere Hausbesitz) basiert, was Unabhängigkeit insbesondere von staatlichen Leistungen ermöglicht. Die Verbreitung von Immobilieneigentum wurde zum zentralen politischen Ziel erklärt. Kreditfinanzierte Eigenheime sollten einen Bedarf decken, der in einem anderen wohlfahrtsstaatlichen Regime als Argument für den Bau staatlicher Sozialwohnungen gelten könnte. Statt Miete zahlen zu müssen, tragen die Individuen beim Erwerb kreditfinanzierter Eigenheime andere Risiken (überteuerter Kauf, Vermögensverlust bzw. Scheitern bei Weiterverkauf oder Vermietung der Immo-

lie, Instandhaltungsinvestitionen, finanzielle Überlastung durch Kreditrückzahlung, Zinsänderungen etc.). Staatliche Förderungen wie die steuerliche Abzugsfähigkeit von Hypothekenzinsen und die Absicherung von Hypothekarkrediten durch quasistaatliche Garantiegeber machten den Immobilienerwerb und das Engagement in der Immobilienfinanzierung für Finanzinstitute attraktiv.

Die Finanzindustrie vermochte Hauseigentum als Anlageform darzustellen, mit deren Hilfe die Altersvorsorge, der Vermögensaufbau und (in ihrer Eigenschaft als Sicherheit für Kredite) die Finanzierung des laufenden Konsums bestritten werden konnte. Quantitative und qualitative Erweiterungen des Hypothekarkredits begleiteten einen massiven Immobilienboom.

Es kam auch zur Ausweitung der Kundschaft auf bislang als nicht kreditwürdig geltende Kreditnehmer, das so genannte *Subprime*-Segment. Der Anteil der Eigenheimbesitzer stieg von 64,2% der US-Haushalte Anfang 1995 auf 69,1% Anfang 2005 (US Census Bureau 2008b). Die Expansion wurde mit Hypotheken finanziert. Die Summe verbriefteter Hypothekenforderungen in Form von *Residential Mortgage Backed Securities* und von Konsumkrediten, die mit den neu erworbenen Immobilien besichert wurden, explodierte von 7,2% des Bruttoinlandsprodukts im ersten Quartal 2004 auf 17,7% im zweiten Quartal 2007 (Blundell-Wignall/Atkinson 2008, 6). Der Anteil variabel verzinsten (und somit für den Kreditnehmer riskanteren) Verträge an den Hypothekarkrediten stieg vom langjährigen Durchschnitt um die 10% auf mehr als das Dreifache in den Jahren 2004 und 2005 (Freddie Mac 2008). In Folge des Booms kam es nahezu zu einer Verdoppelung des Werts durchschnittlicher Häuser zwischen 2002 und 2006 (Evans 2008, 523).

Der Druck, sich zu verschulden, um das Konsumniveau aufrechtzuerhalten, die gestiegene individuelle Verantwortung für die private Altersvorsorge und die staatlich vorangetriebene Propagierung des Immobilienbesitzes bilden die drei Hauptkomponenten der politisch gewollten Individualisierung des Umgangs mit gesellschaftlichen Risiken, die zur Expansion des US-Finanzsektors im neuen Jahrtausend beigetragen haben.

## 2. Risikoindividualisierung und Finanzmärkte

Langfristige Veränderungstrends im Verhältnis von Haushalten und Finanzmärkten haben sich im jüngsten Finanzmarktboom verstärkt. Das Sparen der Haushalte ist nun größeren Ertragsrisiken ausgesetzt und das Ausmaß der Verschuldung zur Finanzierung der Haushaltsnachfrage ist gestiegen, was eine wachsende Zahl von Haushalten verstärkt Zwängen und Risiken aussetzt, die aus einem Schuldverhältnis erwachsen. Dem Finanzsektor erwachsen daraus erweiterte Geschäftsmöglichkeiten, was der Finanzialisierung des Alltags, also der Verknüpfung von immer mehr Aspekten des Lebens mit Finanztransaktionen, einen Schub versetzte.

Damit einher gingen qualitative Veränderungen im Finanzsektor. Die Finanziali-

sierung „ermutigt Haushalte, sich wie Unternehmen zu verhalten, Unternehmen wie Banken, und Banken wie Hedgefonds“, skizziert Blackburn (2008, 38) pointiert die durch die Risikoindividualisierung und die Einschaltung des Finanzsektors als Absicherungsinstrument in Gang gesetzten Verhaltensänderungen.

Für die Haushalte bedeutet die Individualisierung von Risiken Druck zur Ausbildung einer finanzierten Verhaltensweise. Das heißt, dass an Entscheidungen wie Rentenvorsorge, Wohnen und Finanzierung des Konsums ein unternehmerisches Investitionskalkül angelegt werden soll. Im Gegensatz zu traditionellen Spartugenden der Geduld und Risikovermeidung ist ein aktives Management von Risiken mittels der Angebote des Finanzsektors gefordert.

Die Rolle der Unternehmen ändert sich insofern, als große Unternehmen vermehrt selber ins Finanzgeschäft einsteigen und zum Teil bedeutende Finanzabteilungen unterhalten. Vom traditionellen Schuldner mutierte der Unternehmenssektor im laufenden Jahrzehnt in den USA und anderen großen Industriestaaten zum Nettogläubiger (IMF 2006).

Im Finanzsektor selbst kommt es durch die Expansion jenseits traditioneller Geschäftsfelder und Deregulierung zur Verwischung der qualitativen Unterscheidungsmerkmale verschiedener Finanzmarktakteure. Der Anteil an den Einkünften der Banken, der nicht aus Zinsgeschäften resultiert, ist von weniger als 10% Anfang der 1980er Jahre auf über 50% im Jahr 2005 gestiegen (Crotty 2008, 174). Der Schwerpunkt ihrer Aktivitäten hat sich also weg von der Kreditvermittlung hin zu Gebühren abwerfenden Geschäftsfeldern bewegt, und zum Teil in riskante Geschäfte, die bislang das vorrangige Betätigungsfeld von Hedgefonds waren. Notfalls durch Gründung ausgelagerter Zweckgesellschaften, falls Unvereinbarkeiten mit regulatorischen Vorschriften drohten. Im traditionellen Bank- und Versicherungsmodell absorbierten Finanzinstitute das Investitionsrisiko und boten Haushalten eine fixe Verzinsung ihrer Einlagen, Versicherungen und Kredite. Nun werden die Risiken vermehrt auf die privaten Haushalte verschoben. Dass die Krise im Hauptzentrum des globalen Finanzsystems, den USA, ausgebrochen ist, ist folgerichtig, weil hier auch die Tendenz zur Risikoindividualisierung und Finanzialisierung früher begann und weiter fortgeschritten ist als in anderen Industriestaaten.

## 3. Risikoindividualisierung, das Narrativ vom Risikotransfer und die Krise

Phasen der Finanzmarktexpansion sind in der Regel durch die Konzentration auf bestimmte Anlageobjekte gekennzeichnet, deren Wertanstieg mit einem bestimmten Narrativ plausibilisiert wird und so weitere Anleger anlockt. In jeder Boomphase der letzten Jahrzehnte lässt sich ein solches Narrativ mit einem zentralen Anlageobjekt ausmachen: Der Sekundärschuldenmarkt in den 80er Jahren, *Junk Bonds* und *Leveraged Buy Outs* in den späten 80er Jahren,

Telekom- und Medienaktien in den 90er Jahren, Internet Start-ups in den späten 90er Jahren (Engelen et al. 2008).

Das zu Anfang des neuen Jahrtausends dominierende Narrativ kreiste um das Immobiliengeschäft und darauf aufgebaute Wertpapiere und Derivate, die angeblich eine quasi risikolose Kapitalanlage ermöglichten. Die Tatsache, dass Finanzanleger etwa ab 2002 zunehmend in riskante Anlagen investierten, wurde unter anderem damit erklärt, dass das Anlagerisiko dank neuer Finanzinstrumente nun breiter gestreut sei, was wiederum riskantere Investitionen erlaube. Man ging davon aus, dass die privaten Haushalte als Sparer einen wachsenden Anteil der Anlagerisiken tragen (Crotty 2008, 176; ECB 2008b, 11; IMF 2005). Der IWF sprach von einem Paradigmenwechsel der Risikodiversifikation: Die Risiken würden sich weg von den Banken und zunehmend weg vom Finanzsektor insgesamt verlagern, weil Pensionsfonds, Investmentfonds und Versicherungen das Ertragsrisiko und Banken das Zinsrisiko zunehmend an die Haushalte weitergeben würden (IMF 2005). Dieses Narrativ bestärkte Banken und institutionelle Anleger darin, weitere Risiken einzugehen, und Aufsichtsbehörden darin, nicht dagegen einzuschreiten. Sie vertrauten auf die erfolgreiche Abwälzung möglicher Verluste auf die privaten Haushalte durch entsprechende Vertragsgestaltung und Portfoliozusammensetzung. Als Werkzeug zum Risikotransfer innerhalb des Finanzsektors fungierte eine Reihe von so genannten „strukturierten Produkten“.

Zunächst wurde die Verbriefung von Hypothekar- und anderen Haushaltskrediten massiv ausgeweitet. In so genannten *Asset Backed Securities* (ABS) bündeln die Banken (meist mit Hilfe ausgelagerter Zweckgesellschaften) mehrere tausend Kredite zum Weiterverkauf, vor allem Hypothekarkredite. Werden ausschließlich letztere verbrieft, spricht man von *Mortgage Backed Securities* (MBS). Der Käufer erwirbt nun ein Wertpapier, dessen Erträge aus den Zahlungen der Hypothekarschuldner stammen, die beim Wertpapieremittenten eingehen. Durch die Verteilung der Kreditrisiken auf eine große Zahl von Anlegern sei das Risiko diversifiziert und somit für die Käufer solcher Wertpapiere insgesamt geringer als die Summe der einzelnen Risiken, so der Gedanke. Ratingagenturen versahen die ABS und MBS mit attraktiven Benotungen, was die Papiere für Investoren interessant machte.

Der Vorteil für die Wertpapieremittenten (meist Zweckgesellschaften von Banken) bestand darin, dass sie das durch den Weiterverkauf der Kredite eingenommene Geld gewinnbringend investieren konnten, statt wie im traditionellen Kreditgeschäft auf die Rückzahlung bis zum Ende der Laufzeit warten zu müssen. Zudem mussten sie für die weiterverkauften verbrieften Kreditforderungen kein Eigenkapital vorhalten, wie es sonst bei Krediten gesetzlich vorgeschrieben ist. In einer weiteren Form der Verbriefung, so genannten *Collateralized Debt Obligations* (CDOs), wurden auf bis zu 150 MBS basierende Pools geschaffen, die in verschiedene Risikoklassen tranchiert und mit verschiedenen

Risiko- und Ertragsseigenschaften weiterverkauft wurden. Hedgefonds und andere institutionelle Anleger kauften solche Papiere in den Jahren vor Ausbruch der Krise in großem Umfang, und setzten so letztlich ihre Kunden verstärkten Risiken aus. Finanziert wurden diese Operationen vielfach auf der Basis zusätzlicher Kredite, die aufgrund des niedrigen Zinsniveaus billig zu haben waren. Das Emissionsvolumen von CDOs stieg von 80 Milliarden US-Dollar im Jahr 2002 auf 500 Milliarden 2007 (Guttman 2008, 4).

Um die mit den Hypotheken und anderen Krediten verbundenen Risiken, das Zinsrisiko und das Zahlungsausfallsrisiko, zu versichern, wurden auch spezielle Derivate entwickelt. Das wichtigste Instrument waren *Credit Default Swaps* (CDS). Gegen eine Gebühr verpflichteten sich die Käufer dieser Derivate, im Falle eines Bonitätsverlusts oder Zahlungsausfalls des zugrunde liegenden Kredits Kompensationszahlungen zu leisten. Der Markt für CDS explodierte von beinahe Null zehn Jahre zuvor auf 62 Billionen US-Dollar 2007 (wobei nach Streichung gegenläufiger Positionen in diesem aggregierten Betrag laut Economist vom 6.11.2008 immer noch etwa 1,6 Billionen US-Dollar Nettorisiken übrig bleiben). Damit wurde das mit Hypotheken und anderen Krediten verbundene Risiko kommodifiziert und handelbar gemacht.

Das Geschäft der Verbriefung und Derivate-Bildung wurde für die Finanzinstitute zur attraktiven Quelle hoher Gebühreneinnahmen. Mit ihrer Hilfe sollten Risiken aus dem Kreditgeschäft nicht wie im traditionellen „*originate and hold*“-Modell von der Bank getragen, sondern durch den Weiterverkauf an eine Vielzahl von Anlegern breit gestreut und somit reduziert werden („*originate and distribute*“-Modell).

Weil das Kreditausfallsrisiko weitergereicht und zerstückelt wurde und auch für die Käufer Absicherungsinstrumente zur Verfügung standen, wurde schließlich zunehmend die Überprüfung der Kreditwürdigkeit der Schuldner vernachlässigt. Das ermutigte den Zustrom neuer, unregulierter Akteure und das Aufkommen dubioser Kreditvergabepraktiken im Hypothekarkreditsektor, und führte zur Ausweitung der Kredite an Schuldner mit geringen Rückzahlungsfähigkeiten, das so genannte „*Subprime*“-Segment (Kuttner 2008).

Der mit dem *originate and distribute*-Modell verbundene Risikotransfer versprach laut dem herrschenden Narrativ eine optimale Streuung des Risikos, also seine Verteilung auf so viele Schultern, dass das System insgesamt dadurch krisenresistenter werde. Aus diesem Grunde wurde in objektiv riskanteren Anlagen keine Gefährdung der Systemstabilität gesehen. Der IWF konstatierte 2005 in seinem Finanzmarktstabilitätsbericht, der Privathaushaltssektor sei zunehmend zum „*shock absorber of last resort*“ mutiert, was günstig für die Stabilität des Finanzsektors sei (IMF 2005, 5).

In einem Umfeld vergleichsweise niedriger Renditen für Staatsanleihen führte die Suche nach ertragreicheren Anlagen selbst traditionell risikoscheue Anleger wie Pensionsfonds (und damit auch die privaten Haushalte, die sich bei ihnen

versichert hatten) in immer riskantere Gefilde. Pensionsfonds und Versicherungen wurden Schlüsselakteure im Kreditderivatemarkt. Seit Anfang des Jahrtausends erfuhr dieser Markt ein explosives Wachstum; Investitionen erschienen hier angesichts geringer Zahlungsausfälle in den Jahren davor als gutes Geschäft (Crotty 2008, 179). Pensionsfonds hatten Ende 2007 8% ihres Vermögens in „strukturierte Produkte“ investiert, das sind 1,44 Billionen US-Dollar. Wie sich jetzt zeigt, könnten davon bis zu 700 Milliarden „vergiftet“, also letztlich wertlos, sein (Financial Times 20.10.2008). In den ersten drei Quartalen 2008 mussten Pensionsfonds bereits Verluste von 20% ihres Vermögens (5 Billionen US-Dollar) hinnehmen (OECD 2008, 1).

Die Verknüpfung des Immobilienpreisanstiegs mit neuen Finanzinstrumenten und -mechanismen, die hohe Erträge bei weitgehend abgesicherten Risiken versprachen, trug massiv zur Festigung der internationalen Attraktivität des US-Finanzsystems bei. Der US-Markt behauptete sich als Hauptaufnahmebecken des Überschusssparens der expandierenden Volkswirtschaften in Asien und anderswo. Die vorangegangenen Erschütterungen in Folge der geplatzten *New Economy*-Blase und einer Reihe von Finanzskandalen (Enron, Worldcom) und spektakulären Pleiten (LTCM) (vgl. Sablowski 2003) wurden so als vorübergehende Störungen abgehakt.

Das Aufkommen von Staatsfonds, die Teile der Devisenreserven der *Emerging Markets* weniger konservativ anlegen als die traditionell in US-Staatspapiere investierenden Zentralbanken ihrer Staaten, hängt damit zusammen. Auch Banken aus Europa investierten in großem Stil in „strukturierte Produkte“, sodass ihre daraus entstehenden Verluste schließlich größer waren als jene von US-Banken (ECB 2008a, 20). Insgesamt wurde rund ein Drittel der *Subprime*-Verbriefungen ans Ausland verkauft (Blundell-Wignall/Atkinson 2008, 11).

#### 4. Krise

Der Anstieg der Zinsen in den USA führte angesichts des hohen Anteils variabel verzinsten Hypothekarkredite im Laufe des Jahres 2006 zu zunehmenden Zahlungsausfällen zunächst bei den *Subprime*-Krediten. Pensionsfonds (zumindest jene, die *defined benefit plans* anboten) wurden vorsichtiger beim Ankauf „strukturierter Produkte“, und irgendwann begann das Angebot dieser Papiere die Nachfrage zu übersteigen. Eine Reihe von Hypothekarkreditvermittlern ging Anfang 2007 Bankrott (Blackburn 2008, 2). Versicherer von Kommunalschuldverschreibungen (*Monolines*), die sich in den letzten Jahren in den Markt für private CDS diversifiziert hatten, bekamen Probleme. Als erste Hedgefonds, die stark in Kreditderivate investiert hatten, bekannt gaben, dass sie ihre Guthaben nicht bewerten konnten, brach die Krise aus (BIS 2008).

Von da an begannen alle Finanzakteure, ihre eigenen Positionen zu überprüfen und zu entdecken, dass sich einige der von ihnen gehaltenen Papiere als riskanter erwiesen, als ursprünglich gedacht, denn sie konnten sie nicht mehr

weiterverkaufen. „Strukturierte Produkte“ mutierten nun in den Augen der Branche plötzlich zu „Giftmüll“. Die herrschende Einschätzung hatte sich gewandelt. Aufgrund der nur schrittweisen Veröffentlichung von Verlusten durch die Betroffenen, bedingt durch Geheimhaltung aus Angst vor dem Verlust der Kreditwürdigkeit, vorgeschriebene Berichtsperioden und Veröffentlichungsregeln, die in bestimmten Zeitabständen die Bewertung der Aktiva zu Marktpreisen vorschreiben, schwelte die Krise in einem Zustand der Unsicherheit vor sich hin. Trotz Kapitalaufstockungen einzelner Banken wuchs die Sorge, ob die Kapitalpuffer der Banken für die erst nach und nach auftauchenden Verluste letztlich ausreichen würden.

Nach zwölf Monaten schleppender Finanzkrise und den staatlichen Rettungsmaßnahmen für die Hypothekengarantieanstalten Fannie Mae und Freddie Mac sowie die Investmentbank Bear Stearns war der Zusammenbruch des Instituts Lehmann Brothers ein entscheidender Wendepunkt. Die US-Behörden ließen die Investmentbank fallen, offenbar um ein Exempel zu statuieren und dem Vorwurf zu begegnen, der Staat würde in „sozialistischer“ Manier das Versagen privater Finanzinstitute unbegrenzt auffangen und damit *moral hazard* unterstützen. Die Entscheidung erwies sich als Auslöser einer Welle von Zusammenbrüchen und Schwierigkeiten von Instituten in den USA und in anderen Ländern. Banken hörten auf, einander Kredite zu gewähren, da Angst um sich griff, jeder könnte der nächste sein.

Das untergrub das Finanzierungsmodell vieler Banken, die sich über kurzfristige Kredite am Interbankenmarkt finanzieren, und brachte sie in Zahlungsschwierigkeiten. Notverkäufe, zu denen sich einige verschuldete Institute gezwungen sahen, um fällige Kredite zu bedienen, brachten die Preise einer Vielzahl von Wertpapieren unter Druck. Die Kosten der Versicherungen gegen Zahlungsausfall stiegen in die Höhe. Das brachte die Aktien zahlreicher Banken unter Druck, was wiederum das Misstrauen der Anleger schürte und die Gefahr eines massenhaften Abzugs von Bankeinlagen heraufbeschwor. Aus diesem Grund wurden Finanzinstitute in den USA und zahlreichen europäischen Staaten vom Staat gerettet. Nach einigen Anlaufschwierigkeiten, die das Spannungsverhältnis von durch die Finanzkrise erzeugtem Handlungsdruck und demokratischen Verfahren deutlich machen, kam es zur Bekanntgabe einigermaßen konsistenter Maßnahmenpläne durch die USA und die EU (diese sehen Bürgschaften, Kapitalzufuhr und temporäre Verstaatlichungen vor). Seit Herbst 2008 tritt die gesamtwirtschaftliche Abschwächung in Wechselwirkung mit der Finanzkrise.

#### 5. Das Risiko kehrt zurück

Die Krise zeigte schlagartig, dass das Ausmaß des durch die neuen Finanzinstrumente bewerkstelligten Risikotransfers überschätzt worden war. Die außerbilanziellen Zweckgesellschaften, die von Banken gegründet worden waren, um

kreditfinanzierte „strukturierte Produkte“ zu verkaufen, mussten von den Banken zurück in die eigenen Bilanzen geholt werden, als die weitere Kreditfinanzierung am Markt für diese Einrichtungen zusammenbrach, weil der Wert der von ihnen gehaltenen Papiere ins Bodenlose fiel. Das Risiko entpuppte sich als konzentrierter als gedacht, weil die Banken voneinander zwecks Portfolio-diversifizierung „strukturierte Produkte“ gekauft hatten bzw. weil sie auf einem Teil der von ihnen emittierten hypothekenbesicherten Anleihen selbst sitzen blieben (Blundell-Wignall/Atkinson 2008). Nach und nach erwies sich, dass einige Banken heillos überschuldet waren. Mit der Sozialisierung der Risiken, die die Bankenrettungen darstellten, fielen jene Risiken auf den Staat zurück, die der Finanzsektor nicht an die Haushalte weiterzureichen vermochte. Im Zusammenhang mit der Analyse, dass die Risiken zunehmend auf den Haushaltssektor übertragen worden seien, warnte der IWF in seinem Finanzstabilitätsbericht 2005, dass die Haushalte im Krisenfall zwar verantwortlich bleiben werden, aber die Gefahr eines politischen *Backlash* mit Forderungen nach staatlicher Unterstützung und Reregulierung bestehe (IMF 2005, 5 und 84).

Die im Herbst 2008 einsetzende Debatte in den USA, ob das staatliche Krisenhilfspaket nur den Finanzinstituten offen stehen soll oder auch Hypothekarkreditnehmern, war ein erstes Indiz dafür. Ob infolge der Krise politischer Druck für die Rücknahme der Risikoindividualisierung aufgebaut wird und wie die Kosten der Krisenbewältigung verteilt werden, wird sich im Verlauf der weiteren Entwicklung zeigen. Dabei wird es auch darauf ankommen, welche Faktoren als Krisenursachen identifiziert werden und infolgedessen unter Veränderungsdruck geraten.

Auf den Beitrag struktureller und zyklischer Aspekte der Akkumulationsdynamik, der Makropolitik sowie interner und internationaler Ungleichgewichte zur Krise ging bereits Evans (2008) ein. Die Antworten der Regierungen auf die strukturellen Krisenursachen beschränken sich bislang jedoch auf Anpassungen der Finanzmarktregulierung. Damit werden nicht nur entscheidende Krisenursachen ausgeblendet, die dürrftigen Reformpläne laufen auf eine Fortführung bestehender Modelle hinaus. Die Selbstregulierung des privaten Sektors war der Regulierungsmodus, der die Individualisierung der Risikoverantwortung begleitete. Obgleich der Finanzsektor ein traditionell vergleichsweise stark regulierter Sektor ist, vertraute der Staat im Rahmen einer wettbewerbsorientierten Gesetzgebung eine Reihe von Regulierungsaufgaben Marktprozessen und -akteuren an und beschränkte sich somit auf eine indirekte Steuerung. Konzeptionell liegt diesem Modell die Annahme der Selbststabilisierungsfähigkeit des Finanzsektors zugrunde. Schwächen der Selbstregulierung des Finanzsektors sind seit Ausbruch der Krise auch von offizieller Seite anerkannt worden, und die G20 haben einen Aktionsplan zur Reform der Finanzmarktregulierung verabschiedet. Doch die Grundannahme der Selbststeuerungs- und Selbststabilisierungsfähigkeit des Finanzsektors (sowie des Kapita-

lismus insgesamt) wird dabei nicht hinterfragt. Eher wird die Re-Regulierung als Beseitigung der regulativen Verzerrungen von Marktprozessen verstanden.

## 6. Alles nur eine Frage der Transparenz?

In der aktuellen Reformdebatte wird kritisiert, dass im „*originate and distributed*“-Modell Informationen über Schuldner verloren gehen, weil angesichts des Weiterverkaufs von Krediten Anreize zur Prüfung der Kreditwürdigkeit fehlen und weil durch das Auseinanderziehen der Kette zwischen Gläubiger und Schuldner in einem Schachtelwerk komplizierter Transaktionen Informationen zerstört werden. Gegen die Verpflichtung, wie im traditionellen Bankgeschäft Forderungen in den eigenen Büchern zu halten, statt sie weiterzukaufen, wehren sich Banken aber heftig. Deshalb konzentriert sich die offizielle Diskussion auf die Herstellung von Transparenz. Die Akteure versprechen sich viel von der Erhöhung der Menge an Informationen. Dabei wird unter anderem ausgeblendet, dass nicht nur die Produktion von Informationen aufwändig ist, sondern auch ihre Absorption.

Die Expansion der Finanzmärkte war in den letzten Jahrzehnten begleitet von einer aufgeblähten medialen Informations- und Meinungsproduktion, die als handlungsrelevant für Investoren präsentiert wurde. Die Akteure können Informationen jedoch nur begrenzt aufnehmen und stehen vor dem Problem, ihre Verlässlichkeit richtig einzuschätzen. Je größer und unübersichtlicher der Finanzsektor, desto größer ist die Bedeutung von Reputationsintermediären, also Instanzen, die die Bewertungsarbeit, die den Finanzmarkt als „permanentes ökonomisches Tribunal“ auszeichnet, strukturieren, indem sie Informationen erheben, aggregieren, zertifizieren und konventionelle Einschätzungen für deren Beurteilung vorgeben. Neben Analysten, die nach dem Platzen der *New Economy*-Blase als Hauptschuldige ins Kreuzfeuer gerieten (Financial Times 20.3.2001), sowie Rechnungsprüfern, die nach dem Enron-Skandal im Zentrum der Kritik standen, kommt diese Rolle vor allem privaten Ratingagenturen zu.

Bereits in der Asien-Krise 1997/98 und der *New Economy*-Krise 2001 wurde den Ratingagenturen vorgeworfen, an der Krise mit Schuld zu sein, da sie zu spät reagiert und zu lange positive Bewertungen für Schuldner abgegeben hätten, bei denen das Risiko des Zahlungsausfalls längst gestiegen war. In der aktuellen Krise hat diese Kritik eine neue Intensität erreicht. Den Ratingagenturen wird vorgeworfen, „strukturierte Produkte“ in irreführender Weise gut bewertet zu haben. Das wird zum einen auf den Einsatz von Computermodellen zurückgeführt, deren Resultate auf unzureichenden Daten aus der prosperierenden Vergangenheit basieren und die deshalb die Wahrscheinlichkeit von Krisen unterschätzen. Zum anderen wird den Ratingagenturen vorgeworfen, geschönte Urteile über Wertpapiere abgegeben zu haben, da sie mit deren Urhebern gleichzeitig Beratungsverträge in Fragen der Bilanzkosmetik unterhielten (Sinclair 2008).

In der EU haben nun jene Stimmen an Gewicht gewonnen, die sich bereits seit langem daran stoßen, dass die Ratingbranche von drei US-Firmen beherrscht wird. Der Verdacht steht im Raum, deren Bewertungskriterien würden einen *Bias* aufweisen, der US-Regulierungsvorstellungen entspricht und in der EU dominierende Haltungen diskriminiert. Ratingagenturen sollen deshalb einer EU-Aufsicht unterworfen werden und der Wettbewerb um Ratings soll gefördert werden. Es ist jedoch fraglich, ob mehr Wettbewerb im Ratingmarkt einen Beitrag zur Problemlösung bieten kann. Ratings werden benutzt, um die Datenflut, der Marktteilnehmer ausgesetzt sind, auf einfache Noten zu reduzieren. Wird die Zahl konkurrierender Ratings erhöht, so wird dieser Service unterminiert statt verbessert.

Der Beitrag bestehender Ratingagenturen zur Förderung marktliberaler Denkmodelle entsteht weniger durch die US-Dominanz im Ratingmarkt, sondern durch die Tatsache, dass sich die Finanzmärkte ausdehnen und Regulierungsmodelle wie Basel II die Verbreitung der von Ratingagenturen verwendeten Risikobewertungsmethoden ausweiten (Kader 2005).

Neben den Ratingagenturen sind auch die internationalen Bilanzierungsregeln für die Verstärkung der Krise verantwortlich gemacht worden. Das Prinzip der Bewertung der Aktiva zu aktuellen Marktpreisen („*fair value*“), das sich erst im Zuge der Internationalisierung der Rechnungslegungsstandards in den letzten Jahren allgemein durchgesetzt hat, wurde als krisenverschärfend kritisiert und teilweise wieder außer Kraft gesetzt. Kaum kritisiert wurde jedoch das ganze Verfahren der Standardsetzung in diesem Bereich. Das *International Accounting Standards Board* (IASB), das die internationalen Bilanzierungsregeln ausarbeitet, ist ein privates Gremium, in dem Vertreter von Unternehmen tonangebend sind (Perry/Nölke 2006). Der Beitrag des *fair value*-Prinzips zur Risikoindividualisierung bleibt in der Reformdebatte bislang völlig ausgeblendet. Es erschwert die Bildung stiller Reserven in Unternehmen, die traditionell die Grundlage von Betriebsrenten mit garantierter Auszahlung bildeten. Deren Auflösung hat den Druck in Richtung der *defined contribution*-Modelle bei den Betriebsrenten befördert.

Als der Interbankenmarkt im Zuge der Krise vorübergehend austrocknete, brach eine Diskussion über die Verlässlichkeit des zentralen Preisindikators auf diesem Markt aus, des *Libor* (*London Interbank Offered Rate*). Dieser ist ein Indikator hypothetischer Kreditpreise auf der Basis von Meldungen ausgewählter Banken, kein Durchschnitt tatsächlicher Preise, also beinhaltet er ein Element der Wertung. US-Finanzinstitute kritisierten ihre mangelnde Beteiligung beim Zustandekommen des *Libor* (MacKenzie 2008).

Ratings, Bilanzierungsregeln und Referenzpreise bilden zentrale Elemente der Informationsinfrastruktur der Finanzmärkte. Ihre private Bereitstellung birgt Glaubwürdigkeitsprobleme, die besonders in Krisenzeiten destabilisierende Folgen haben können. Das wird nur ansatzweise problematisiert. Dass subal-

terne Gruppen, deren Alltag durch Finanzialisierung immer stärker mit dem Weltfinanzsystem verknüpft ist, nicht an der Erstellung des Regelwerks der Finanzmärkte partizipieren, ist überhaupt kein Thema. Folglich bleibt weitgehend unthematisiert, wie bestimmte Berechnungsmethoden bestimmte Interessen und Denkmodelle fördern.

Dafür wird die Rolle der Informationstransparenz für die Marktstabilität überschätzt. Die in der Reformagenda der G 20 betonte Bedeutung unverzerrter Informationen (durch korrekte Ratings, Verbuchungsprinzipien und Referenzpreise) für das reibungsfreie Funktionieren der Finanzmärkte blendet inhärente Instabilitäten des Wirtschaftssystems aus. Auf Finanzmärkten, wo die Preise subjektive Einschätzungen inhärent unsicherer Zukunftsaussichten widerspiegeln, kann es keine „korrekte“ Bewertung geben. Auch mit völlig transparenten Wertpapieren kann es zu Blasenbildung und Krisen kommen, wie die geplatzte New Economy-Blase zuletzt bewiesen hat (Orléan 2008).

## 7. Mangel an stabilisierenden Mechanismen

Das Paradigma der Selbstregulierung ist darauf ausgelegt, Regulierungsaufgaben an Marktakteure zu delegieren. So erlaubt „Basel II“, das Regelwerk zur Sicherung ausreichender Eigenkapitalunterlegung für Bankgeschäfte, großen Banken, mittels ihrer eigenen Risikomodelle zu berechnen, wie viel Eigenkapital sie brauchen. Die Berechnungen werden von Regulierungsbehörden einer Überprüfung unterzogen und abgesegnet. Wenige Monate vor Ausbruch der Krise war etwa Northern Rock, einem der ersten Krisenopfer im Bankensektor, gestattet worden, auf Basis der Basel II-Modellberechnungen sein Eigenkapital zu senken – ein fataler Fehler. Die Verantwortung für das Risikomanagement wurde in die betreffenden Unternehmen selbst verlagert. In den Unternehmen stehen jedoch die für die Risikosteuerung zuständigen Bereiche in Konflikt mit den Verkaufsbereichen. Fallstudien zeigen, dass zur Vorsicht mahnende Stimmen insbesondere in einem Klima allgemeiner Expansion keine Chance haben, sich unternehmensintern durchzusetzen (Blundell-Wignall/Atkinson 2008, 33; ECB 2008b, 14).

Eine zentrale Rolle im Modell der Selbstregulierung spielt die Problematik der *Corporate Governance*, der Kontrolle der Firmenleitung durch die Eigentümer. Die Krise wird auch als Resultat mangelnder Kontrolle seitens der Aktionäre interpretiert. Demnach hätten die riskanten Strategien des Managements von Finanzinstituten, die nach Ausbruch der Krise zu fallenden Aktienkursen führten, schon viel früher zu Einsprüchen der Aufsichtsräte führen müssen (Financial Times 18./19.10.2008). Es ist aber kein systematischer Zusammenhang zwischen Krisenbetroffenheit und gängigen Kriterien „guter“, d.h. durch die Eigentümer bestimmter *Corporate Governance* zu erkennen. Daher ist fraglich, ob es Varianten der Unternehmenskontrolle durch Aktionäre gibt, die zu einer wirklichen Begrenzung der Risiken, die das Management eingeht, führen können.

Die staatliche Regulierung des Finanzsektors stellt auch kein Gegengewicht zu den Profitinteressen der Banken und Unternehmen dar. Die US-Finanzmarktaufsicht ist zersplittert und ermöglicht vielfach den Regulierten, die Konkurrenz zwischen den Regulierungsinstanzen für die eigenen Zwecke einzusetzen. In der EU ist die Entwicklung widersprüchlich. Der *Financial Services Action Plan* etablierte 1999 eine Agenda zur Herstellung eines Binnenmarkts für Finanzdienstleistungen. Der Plan folgte einer Liberalisierungsagenda und wurde von der Finanzindustrie forciert. Zudem wurde der Prozess der Regulierung mit Hilfe des so genannten *Lamfalussy-Verfahrens* technokratisch gestaltet, mit dem Ziel, politische Widerstände gegen die Agenda zu schwächen. Mit der Schaffung europäischer Gremien, die von nationalen Regulierungs- und Aufsichtsbehörden besetzt wurden, wurde aber gleichzeitig eine Bündelung von bürokratischer Expertise durchgeführt, die eine Stärkung der Regulierungsmacht auf EU-Ebene bedeutete. Mit der Einführung der Praxis, alle Gesetzesvorschläge zur öffentlichen Konsultation auszuschreiben, wurde auch formal eine erhöhte Transparenz und Partizipationsmöglichkeit geschaffen. An den Stellungnahmen im Rahmen dieser Konsultationsverfahren lässt sich jedoch ablesen, dass die Finanzindustrie diesen Prozess dominiert und durch die Konsultationsverfahren möglicherweise noch mehr Einfluss erhält als vorher (Weber 2006). Von der Ausweitung der internationalen Debatten auf Regierungsvertreter aus einem größeren Kreis von Staaten (G 20) abgesehen, ist die verbreiterte Partizipation an der Finanzmarktregulierung jedoch bislang kein Thema in offiziellen Reformdebatten.

Das gilt auch für die Regelung des Verhältnisses zwischen Konsumenten und Anbietern von Finanzdienstleistungen. Als zentrale Maßnahme gegen die strukturelle Informationsasymmetrie zwischen den Anbietern von Finanzdienstleistungen und ihren Kunden wurde im Selbstregulierungsparadigma die Bildung in finanziellen Angelegenheiten betrachtet. Durch Wissen ermächtigte Konsumenten sollen ein Gegengewicht zur Finanzindustrie bilden und so Betrug und Fehlentscheidungen verhindern. Dadurch wird aber von der unüberbrückbaren Asymmetrie zwischen Finanzdienstleistern und Kundschaft ebenso abgelenkt wie von der staatlichen Verantwortung für die Risikobegrenzung (sei es durch staatliche Risikoübernahme oder zumindest staatlichen Konsumentenschutz). Die Risikoindividualisierung wird verstärkt bzw. legitimiert, indem suggeriert wird, es käme auf individuelles Wissen und geschicktes Agieren an. Somit wird die Zuweisung von Eigenverantwortung zum impliziten Lerngegenstand. Das Subjektmodell „Finanzbildungsbürgertum“ ist die Version des Bildungsbürgers in Zeiten der Finanzialisierung und der „*Ownership Society*“ (Schürz/Weber 2008). Dass die britische Regierung ihr im Oktober 2008 geschürtes Hilfspaket für die Banken unter anderem mit der Auflage versehen hat, unterstützte Institute müssten bestehende *Financial Capability*-Initiativen (d.h. den staatlichen Aktionsplan für Finanzbildung) unterstützen, ist ein

Hinweis sowohl auf die erstaunliche Beharrlichkeit der Vorstellung, aufgeklärte Akteure könnten ein Gegengewicht zu expansiven Kräften und Instabilitäten im Finanzsektor bilden, als auch auf den politischen Willen, den allgemeinen Rahmen der Risikoindividualisierung langfristig unbedingt beizubehalten.

## 8. Überlastung und Überdehnung des Finanzsektors

Dass die Individualisierung von Risikoverantwortung und die Positionierung des Finanzsektors als zentrale gesellschaftliche Instanz zur Risikobewältigung in eine Krise geführt hat, könnte als Zeichen dafür gewertet werden, dass der Finanzsektor mit dieser Aufgabe und dem Ausmaß des damit verbundenen Zuflusses von Kapital schlicht überfordert war. Eine Reihe von Indikatoren sprechen für eine Überdehnung des Finanzsektors in den letzten Jahren: Der Anteil des Finanzsektors an den Unternehmensgewinnen in den USA ist von 10% Anfang der 80er Jahre auf 40% im Jahr 2007 gestiegen, an der Börsenkaptalisierung von 5,2% (1980) auf 23,5% (2007) (Economist 18.10.2008, 76). Währenddessen lag sein Anteil an der Bruttowertschöpfung bei 15%, der Anteil an den Beschäftigten im Privatsektor bei 5% (Economist 22.3.2008). Die wettbewerbsbedingte Verwischung der Unterschiede und Grenzen zwischen verschiedenen Typen von Finanzakteuren und Finanzinstrumenten sowie die Risikobündelung und -verlagerung haben die Netzwerkverbindungen im globalen Finanzsystem erhöht, und somit auch die Komplexität und Unübersichtlichkeit in neue Dimensionen gesteigert (Jenkinson et al. 2008). Das Wachstum der Ausgabe innovativer Finanzinstrumente war zeitweise derart rasant, dass es die Abwicklungskapazitäten der „*back offices*“ der Banken überforderte. Unbestätigte Abschlüsse im Ausmaß des Handelsvolumens mehrerer Wochen waren in der Hochphase Ende 2005 üblich, und ihre Zahl stieg trotz Ermahnungen von Regulatoren immer wieder an – zuletzt unmittelbar vor Ausbruch der Krise im Sommer 2007 (Jenkinson et al. 2008, 14). Ratingagenturen waren überfordert mit der Bewertung „strukturierter Produkte“, die unzählige Kleinkredite mit unklarer Kreditwürdigkeit bündelten. Doch diese brachte ihnen zeitweise 40% ihrer Einnahmen ein (Sinclair 2008, 20); deshalb verließen sie sich auf Wahrscheinlichkeitsberechnungen von Computermodellen mit zweifelhafter Datengrundlage.

Die Expansion des Finanzsektors und seine daraus folgende Krise erscheint somit als Überhitzung, die eine Überforderung der beteiligten Akteure in quantitativer, qualitativer und zeitlicher Hinsicht erzeugte. Mangelnde Übersicht und Vernachlässigung von Risiken waren die Folge auch davon. In der unübersichtlichen Situation gigantischer Beträge, aufgeteilt auf ein Wirrwarr komplexer Verträge, das Risiko zu messen, dem ein einzelnes Institut (geschweige denn ein einzelner Anleger) ausgesetzt ist, ist hochkomplex und erfordert enorme Ressourcen. Selbst Insidern bereitet es Schwierigkeiten. Für Outsider (Regulierungsinstanzen) ist eine wirklich eingehende Überprüfung



dieser Angaben beinahe unmöglich (Blundell-Wignall/Atkinson 2008, 22). Obwohl sich vor Ausbruch der Krise die Indizien verdichteten, dass das Ausmaß der Risiken zu Problemen führen könnte, herrschte Unklarheit darüber, wo die Risiken letztlich lagen (ECB 2008b, 16).

Eine Überforderung des Aufmerksamkeitspotenzials der beteiligten Akteure – Behörden, Ratingagenturen, Investoren etc. – ist sicher ein wesentlicher Faktor für das Entstehen der Krise, der durch andere „Anreize“ und Regeln nicht aus der Welt geschafft wird. So steht die grundsätzliche Frage im Raum, ob die Absicherung gegen gesellschaftliche Risiken auf breiter Front nicht eine Nummer zu groß für den Finanzsektor ist. Das mangelnde private Angebot an Anlageformen mit langen Laufzeiten, die für die Versicherung des Langlebkeitsrisikos für Pensionsfonds notwendig sind, führt auch in Finanzkreisen zur Diskussion, ob nicht letztlich der einzige Akteur, der für so langfristige Risiken als Versicherer in Frage kommt, der Staat ist (IMF 2005, 80).

### 9. Finanzialisierung des Subjekts

Eine Reihe von Analysen hat herausgearbeitet, wie der Prozess der Finanzialisierung auf subjektiver Ebene verarbeitet werden muss, um gesellschaftlich verfestigt wirkungsmächtig zu werden. Die Veränderung von Prioritäten, Verhaltensweisen und Einstellungen, die Aneignung bestimmter Subjektivitätsleitbilder, Rechtfertigungsweisen und Kalkulationsmodi müssten demnach über kurz oder lang in einem finanzierten Subjektmodell münden (Weber 2009). Initiativen zur Finanzbildung der Bevölkerung und die Werbung des Finanzsektors bemühen sich um die Etablierung eines solchen finanzierten Subjektmodells.

Das Verhalten der Sparer in der Krise verdient in diesem Kontext eine genauere Untersuchung. Als sich im Zuge der Vertiefung der Krise die Sorge um die Krisenfestigkeit der Banken ausbreitete, stand die Gefahr von *bank runs* im Raum. Nach einem kurzen Zeitraum des Zögerns reagierten die USA und verschiedene EU-Staaten mit einer massiven Anhebung der garantierten Ersatzbeträge der Einlagensicherung. Die Sicherung der Einlagen verhinderte, dass den Banken durch massenhafte Abhebungen Mittel entzogen wurden, deren Verlust sie hätte destabilisieren können. Genauere Untersuchungen liegen derzeit nicht vor, aber drei Indizien sprechen dafür, dass es vor allem wohlhabende Kunden waren, die ihre Einlagen frühzeitig abzuziehen begannen, während die Masse mit geringen Sparguthaben ruhig blieb und somit das Bankensystem sicherte:

1. Empirische Untersuchungen zeigen, dass Wohlhabende ihr Vermögen häufiger und schneller umschichten (Campbell 2007).
2. Als im September 2008 die Fortis Bank in die Krise geriet, wurde über das Wochenende ein Rettungspaket durch die Behörden der Niederlande, Belgiens und Frankreichs geschnürt. Während des Wochenendes wurden über elektronische Kontozugänge Beträge in Höhe der Hälfte dieses frischen Kapitals, rund 4 Mrd. Euro, bereits von Kunden abgezogen (Economist 11.10.2008).

Geht man davon aus, dass technologische Avanciertheit mit Bildung und Einkommen korreliert und Wohlhabende folglich überproportional *Electronic Banking* nützen, könnte vermutet werden, dass vor allem höhere Spareinlagen früh abgezogen wurden.

3. Die Anhebung der Einlagensicherung in der EU und den USA auf ein Niveau, das weit über den durchschnittlichen Spareinlagen liegt, bzw. die teilweise sogar unbegrenzte Sicherung deuten auf die offensichtliche Notwendigkeit hin, insbesondere Besitzer hoher Spareinlagen zu beruhigen.

Während Wohlhabende ihr Vermögen vergleichsweise schnell umschichteten, bewahrte die Tatsache, dass Besitzer kleinerer Spareinlagen nicht oder erst mit Verzögerung reagierten, die Banken vor einem *bank run*, bis die Anhebung der Einlagensicherung die Situation beruhigen konnte. Dass die Besitzer kleiner Spareinlagen zum stabilisierenden Rettungsanker des Systems wurden, liegt offenbar daran, dass die Bemühungen um die Durchsetzung eines finanzierten Subjekts bzw. eines Finanzbildungsbürgertums (Schürz/Weber 2008), das das eigene Finanzportfolio beständig unter Optimierungsgesichtspunkten beobachtet, bislang nur in oberen Einkommens- und Vermögensbereichen erfolgreich waren. In mittleren und unteren Bereichen der Reichtumspyramide scheinen die Maßnahmen (noch) nicht gegriffen zu haben. Dies erwies sich in der Krise als günstig für das System – destabilisierende mimetische Prozesse, wie sie sich unter den Besitzern großer Vermögen und institutionellen Anlegern ausgebreitet hatten, griffen nicht auf die Masse der kleinen Sparer über. Gerade das Versagen des Modells im Bereich der Subjektivierung hat sich also in der Krise als Stabilisierungsfaktor erwiesen.

Bei den Akteuren im Finanzsektor, wo das finanzierte Subjektmodell seinen Hauptstützpunkt hat, haben sich seine problematischen Aspekte besonders deutlich gezeigt: Neben den destabilisierenden Herdeneffekten, die durch mimetisches Benchmarking und kurzfristige Optimierungskalküle ausgelöst wurden, ist insbesondere die Selbstüberschätzung der Akteure zu nennen. Tatsächlich scheinen computergesteuerte Risikomodelle und Finanzinnovationen in den letzten Jahren bei Finanzakteuren eine Kontrollillusion erzeugt zu haben, die zu mangelndem Risikobewusstsein geführt hat (vgl. Clark et al. 2004, Langley 2006). Diese Kontrollillusion ist jetzt angekratzt, wenn nicht gar zerbrochen. Wie sehr sie mit Konstruktionen von Männlichkeit verknüpft ist, haben feministische Autorinnen gezeigt (Madörin 1998). Dass die Krise zu Problemen bei der Anpassung der Selbstdarstellung führt, veranschaulicht die Bildpolitik in Finanzmedien: Üblicherweise zeigen Bilder vom Börsengeschehen beinahe ausschließlich Männer. Zur Illustration der Krise im Herbst 2008 fand jedoch ein Bild auffällig häufig Verwendung, das eine weibliche Händlerin zeigt, die erschrocken die Hände vor den Mund schlägt. Ein ähnliches Bild zirkulierte bereits während der Asien-Krise 1998. Die Krise wird so als weiblich konstruiert, und das Eingeständnis zerbrochener männlicher Kon-

trollphantasien wird vermieden. Dies schließt an eine Tradition an, den Finanzmarkt als weiblich zu beschreiben, dem männliche Händler durch ihr Handeln individuelle Kontrolle aufzwingen müssen (vgl. Stäheli 2007).

## 11. Resümee

Die Finanzkrise ist auch eine Krise der Individualisierung der Verantwortung im Umgang mit Risiken. Die gesellschaftliche Risikoindividualisierung hat zur Expansion des Finanzsektors mittels Haushaltsverschuldung, Hypothekarkrediten und individueller Rentenvorsorge beigetragen. Spezifische Finanzinnovationen zum Risikotransfer haben zur Unterschätzung der im Finanzsektor aufgebauten Risiken geführt.

Nach Ausbruch der Krise ist das für privat gehaltene Risiko zum Finanzsektor als Ganzem und letztlich zum Staat zurückgekehrt: Im Zuge dessen wird die Frage der gesellschaftlichen Risikoteilung sowie die Organisation und Stellung des Finanzsektors repolitisiert. Die bislang von offizieller Seite verlautbarten Lehren aus der Krise bleiben jedoch der Vorstellung verhaftet, über eine geringfügige Änderung der Spielregeln für den Finanzsektor könne eine Fortschreibung des bisherigen Entwicklungspfades gesichert werden. Das kommt in den Vorhaben zu einer Verbesserung der finanzmarktrelevanten Informationen und der Mobilisierung von checks and balances innerhalb des Finanzsektors durch Aufklärung zum Ausdruck. Konsequenzen aus dem Versagen des Finanzsektors in der Verwaltung der ihm übertragenen Risiken für die gesellschaftliche Risikoteilung bleiben bislang aus.

## Literatur

- Aglietta, Michel (2008): Les crises financières: plus ca change, plus c'est la meme chose. In: *Revue d'Économie Financière. Hors-serie Crise financière*, 39-46.
- BIS - Bank of International Settlements (2008): *78th Annual Report*. Basel.
- Blackburn, Robin (2008): The Subprime Crisis. In: *New Left Review*, Nr. 50, März/April, 1-44.
- Blundell-Wignall, Adrian; Atkinson, Paul (2008): *The Subprime Crisis: Causal Distortions and Regulatory Reform*. Paper für die Konferenz „Lessons from the Financial Turmoil of 2007 and 2008“, Reserve Bank of Australia, 14.-15.7.2008.
- Blundell-Wignall, Adrian; Atkinson, Paul; Lee, Se Hoon (2008): The Current Financial crisis: Causes and Policy Issues. In: *OECD Financial Market Trends* Nr.95, Vol. 2008/2, 1-21.
- Brenner, Robert (2008): *Devastating Crisis Unfolds*, www.solidarity-us.org/node/1297
- Campbell, John Y. (2007): Households, Institutions and Financial Markets. In: *NBER Report* Nr. 2, 7-10.
- Crotty, James (2008): If financial market competition is intense, why are financial firm profits so high? In: *Competition & Change*, 12. Jg., Nr. 2, 167-183.
- Crouch, Colin (2008): *The Role of Financial Risk in Privatised Keynesianism*, Vortrag bei dem Workshop „The Political Economy of the Subprime Crisis“, University of Warwick, 25.9.2008, www2.warwick.ac.uk/newsandevents/audio/more/spc/?podcastItem=subprime3a.mp3.
- ECB - European Central Bank (2008a): *EU Banking Structures*, Oktober 2008, Frankfurt/M.
- ECB - European Central Bank (2008b): *Financial Stability Review*, Juni 2008, Frankfurt/M.
- Engelen, Ewald; Erturk, Ismail; Froud, Julie; Leaver, Adam; Williams, Karel (2008): *Financial innovation: frame, conjuncture and bricolage*, Vortrag bei dem Workshop „The Political Economy of the Subprime Crisis“, University of Warwick, 25.9.2008.

- Evans, Trevor (2008): Die gegenwärtige Finanzkrise und die Grenzen der US-amerikanischen Geldpolitik. In: *PROKLA* 153, 38. Jg., Nr. 4, 513-534.
- Freddie Mac (2008): *Economic and Housing Market Outlook*, www.freddiemac.com/news/finance/
- Fricke, Thomas (2008): Das Märchen vom bösen Billiggeld. In: *Financial Times Deutschland* 12.12.2008, 31.
- Froud, Julie; Williams, Karel (2002): Financialisation and the coupon pool. In: *Capital and Class* 78, 119-151.
- Guttman, Robert (2008): *The Global Credit Crunch of '07*, www.pssp.org/bbs/download.php?board=document&id=1509&idx=2
- Hacker, Jacob (2007): The real dangers to the American Middle Class. In: *Challenge*, 50. Jg., Nr. 3, 26-41.
- IMF - International Monetary Fund (2005): *Global Financial Stability Report*, April, Washington.
- IMF - International Monetary Fund (2006): *World Economic Outlook*, Spring, Washington.
- Jenkinson, Nigel; Penalver, Adrian; Vause, Nicholas (2008): *Financial innovation: What have we learnt?* Paper für die Konferenz „Lessons from the Financial Turmoil of 2007 and 2008“, Reserve Bank of Australia, 14.-15.7.2008.
- Kader, Maria (2005): Risiko, Rating, Rendite: Zur Reorganisation der Kreditvergabe durch Basel II. In: *Kurswechsel* 3, 80-89.
- Kuttner, Robert (2008): Seven deadly sins of deregulation - and three necessary reforms. In: *The American Prospect*, 17.9.2008, www.publicvalues.ca/ViewArticle.cfm?Ref=00192.
- Langley, Paul (2006): Securitising Suburbia: The Transformation of Anglo-American Mortgage Finance. In: *Competition & Change*, 10. Jg., Nr. 3, 283-299.
- MacKenzie, Donald (2008): What's in a number? In: *London Review of Books*, 25.9.2008.
- Madörin, Mascha (1998): Wie das internationale Finanzsystem Zukunft kontrolliert. In: *Widerspruch*, Zürich, 18. Jg., Nr. 36, 42-50.
- Marazzi, Christian (2008): La monnaie et la finance globale. In: *Multitudes* 32, 115-126.
- OECD - Organisation for Economic Co-operation and Development (2008): *Pension markets in focus*, Issue 5, December, Paris
- Orléan, André (2008): *Beyond transparency*, http://www.eurozine.com/articles/2008-12-18-orlean-en.html
- Panitch, Leo; Gindin, Sam (2008): The current crisis: A socialist perspective. In: *The Bullet. Socialist Project - E-Bulletin* Nr. 142, 30.9.2008, http://www.socialistproject.ca/bullet/bullet142.html
- Perry, James; Nölke, Andreas (2006): The political economy of International Accounting Standards. In: *Review of International Political Economy*, 13. Jg., Nr. 4, 559-586.
- Picciotto, Sol (2007): Internationale Transformationen des Staates. In: *PROKLA* 147, 37. Jg., Nr. 2, 251-272.
- Sablowski, Thomas (2003): Bilanz(en) des Wertpapierkapitalismus. In: *PROKLA* 131, 33. Jg., Nr. 2, 201-233.
- Schürz, Martin; Weber, Beat (2008): *Das Wissen vom Geld. Auf dem Weg zum Finanzbildungsbürgertum*, Graz/Wien.
- Saez, Emmanuel (2008): *Striking it Richer: The Evolution of Top Incomes in the United States*, http://elsa.berkeley.edu/l/saez/saez-USTopIncomes-2006prel.pdf.
- Sinclair, Timothy J. (2008): *Subprime: Misunderstanding the crisis of global finance*. Paper für den Workshop „The Political Economy of the Subprime Crisis“, University of Warwick, 25.9.2008, www.allacademic.com/meta/p251734\_index.html
- Stäheli, Urs (2007): *Spektakuläre Spekulation. Das Populäre der Ökonomie*. Frankfurt am Main.
- US Census Bureau (2008a): *Historical Income Tables*, http://www.census.gov/hhes/www/income/histinc/p01ar.html.
- US Census Bureau (2008b): *Housing Vacancies and Homeownership*, http://www.census.gov/hhes/www/housing/hvs/historic/index.html.
- Weber, Beat (2006): The Construction of the Single Market in Financial Services and the Politics of Inclusion and Exclusion. In: Peter Mooslechner, Helene Schuberth, Beat Weber (Hg.): *The Political Economy of Financial Market Regulation*. Cheltenham/Northampton.
- Weber, Beat (2009): Wege zum Finanzbildungsbürgertum. Theorien der Popularisierung des Finanzwesens im Vergleich. In: Peter Mooslechner, Vanessa Redak, Martin Schürz, Elisabeth Springler (Hg.): *Auf der Suche nach dem Selbst. Finanzmärkte, Individuum und Gesellschaft*. Im Erscheinen.