

## Vom staatlichen zum privatisierten Keynesianismus

Der globale makroökonomische Kontext der Finanzkrise und der Privatverschuldung

*Der folgende Beitrag analysiert die Finanzkrise und die Finanzialisierung des globalen Wirtschaftsregimes im Kontext eines Wandels in der US-amerikanischen Makroökonomie hin zu einem privatisierten Keynesianismus. Mit dem Begriff des privatisierten Keynesianismus wird auf die Wende von einem über die Makroökonomie gesteuerten Sozial- und Wirtschaftsmodell zu einem konsumfinanzierten und privat verschuldeten Modell hingewiesen, das sich in den USA institutionell während der 1990er Jahre etablierte. Im Mittelpunkt der globalen Rekonfiguration von Gläubigern und Schuldner stand der US-amerikanische Immobilienmarkt. Der Immobilienmarkt fungierte als eine Form von Wohnimmobilien-Kapitalismus, der sich durch die internationalen Liquiditätsüberschüsse finanzierte. Diese Kapitalflüsse wiederum förderten innerhalb der hoch verschuldeten US-amerikanischen Konsumökonomie die Wachstumsdynamik. Das privat verschuldete Eigenheim wurde im Verlauf dieses Prozesses selbst zur Investmentbank und zum Casino für die US-amerikanischen BürgerInnen. Gleichzeitig fungierte der Immobilienmarkt, der tief mit US-amerikanischen, konservativen Wertevorstellungen der ownership society verwurzelt ist, trotz stagnierender Löhne und Abbau von Sozialleistungen, als funktionales Äquivalent für die keynesianische Nachfragepolitik.*

### 1. Einleitung<sup>1</sup>

Die aktuelle globale Finanzkrise entstand zwar durch die Implosion der Subprime-Hypotheken in den USA und den Liquiditätsproblemen der damit verbundenen Investmentbanken (*Bear Stearns, Lehman Brothers, Merrill Lynch*), sie löste jedoch gleichzeitig einen weltweiten Abschwung in der realen Wirtschaft aus. So schrumpfte der Index für die monatliche Produktionsleistung des Privatsektors in der Eurozone im Oktober 2008 bereits zum fünften Mal in Folge und dies in einer seit zehn Jahren nicht mehr erlebten Geschwindigkeit.<sup>2</sup> Der vom Internationalen Währungsfonds ver-

---

1 Ich bedanke mich für die hilfreichen Anregungen zu diesem Beitrag bei den TeilnehmerInnen des *International Political Economy*-Kolloquiums an der *Science-Politique* in Paris, Cornelia Woll, Emiliano Grossman, Nicolas Jabko, Jérôme Sgard, Francesco Saraceno; den Kollegen des ZIB-Forums Hans-Jürgen Bieling, Oliver Kessler und Andreas Nölke, sowie den TeilnehmerInnen der Konferenz an der *University of Warwick* zum Thema »The Political Economy of the Subprime Crisis«. Ganz besonderen Dank möchte ich dem *Network of Excellence Global Governance, Regionalisation and Regulation: The Role of the EU*, für die finanzielle Unterstützung eines *mobility grant* an der *Science-Po*, Paris, aussprechen, welches mir ermöglichte, die Recherche für diesen Aufsatz durchzuführen.

2 *Financial Times* Deutschland, 25./26.10.2008: 1.

fasste *World Economic Outlook* hat seine Prognosen demnach für 2008/2009, insbesondere für die »alten« Industrieländer, deutlich nach unten korrigiert und eine Wachstumsverlangsamung bzw. Stagnation prognostiziert (IWF 2008).<sup>3</sup> Deshalb ist es auch nicht verwunderlich, dass trotz der weltweiten finanziellen Rettungsaktionen zur Stabilisierung der Banken und somit auch des globalen Kreditwesens durch Zentralbanken und Regierungen, die Volatilität auf den Kredit- und Aktienmärkten in Industrie- und Schwellenländern weiter anhält. Eine Analyse des Boom-*bust*-Zyklus der Immobilienkrise (Semmler/Young 2009) wird erheblich dadurch erschwert, dass die Kettenwirkungen zwischen einer Subprime-Krise, die sich überwiegend auf dem US-amerikanischen Immobilienmarkt abspielt, der drastischen Ausweitung der Finanzkrise auf andere Finanzbereiche und ferne Regionen sowie den konjunkturellen Einbrüchen in den Industrieländern des Zentrums mit gravierenden Auswirkungen auf die Exportindustrien der Schwellen- und osteuropäischen Länder nur vage erkennbar sind.

Der folgende Beitrag stellt die Aktualitäten der Finanzkrise und der *moral panic* (Watson 2008), die diese Krise ausgelöst hat, vorerst in den Hintergrund und analysiert die Immobilienblase und die *Finanzialisierung* des globalen Akkumulationsregimes (siehe den Beitrag von Nölke in diesem Forum) im Kontext eines Wechsels in der US-amerikanischen Makroökonomie hin zu einem *privatisierten Keynesianismus*.<sup>4</sup> Mit dem Begriff des *privatisierten Keynesianismus* wird auf die Wende von einem über die Makroökonomie gesteuerten Sozial- und Wirtschaftsmodell zu einem konsumfinanzierten und privatverschuldeten Modell hingewiesen, welches sich insbesondere in den USA institutionell etablierte. Im Mittelpunkt der globalen Rekonfiguration von Gläubigern und Schuldern stand der US-amerikanische Immobilienmarkt. Mit anderen Worten, der Immobilienmarkt fungierte als Form eines *Wohnimmobilien-Kapitalismus* (Schwartz/Seabrooke 2008), der sich durch die internationalen Liquiditätsüberschüsse finanzierte. Diese Kapitalflüsse wiederum förderten innerhalb der hoch verschuldeten US-amerikanischen Konsumökonomie die Wachstumsdynamik. Der Immobilienmarkt, der tief mit US-amerikanischen, konservativen Wertevorstellungen der *ownership society* verwurzelt ist, fungierte somit als *funktionales Äquivalent* für die keynesianische Nachfragepolitik.

In der Interpretation des *privatisierten Keynesianismus* unterscheidet sich dieser Beitrag in zwei wesentlichen Punkten von der Colin Crouchs. Die Erklärung für den *circulus virtuosus* der Immobilienblase von 2002 bis 2007 liegt nach der Analyse von Crouch im Wandel des staatlichen Keynesianismus (1945-1976), welcher durch eine antizyklische, staatliche Nachfragepolitik die Stabilität des kapitalistischen Systems

3 In der Zwischenzeit (März 2009) hat sich die Weltwirtschaftslage noch weiter verschärft und die Mehrzahl der Ökonomen, wie z. B. Javier Perez de Azpillage (*Goldman Sachs*), gehen von einer »deep and accelerating industrial contraction« aus (Financial Times Deutschland, 3.3.2009: 1). Deshalb kann derzeit auch keine Prognose darüber abgegeben werden, ob sich die Weltwirtschaft im freien Fall befindet, bereits den Tiefstand erreicht hat und dort verharrt oder möglicherweise den Tiefpunkt überschritten hat.

4 Der Begriff »privatisiert Keynesianismus« wurde von Colin Crouch (2008) eingeführt. Wie im folgenden Beitrag noch gezeigt werden soll, unterscheidet sich meine Anwendung des *privatisierten Keynesianismus* jedoch in wesentlichen Punkten von Crouchs Interpretation.

garantierte, hin zu einem privatisierten Keynesianismus seit 1979 der den Konsum durch Immobilienfinanzierung und Privatverschuldung förderte. Unberücksichtigt bleibt in dieser stark innenpolitischen Fokussierung der internationale Kontext für die US-amerikanische Immobilienentwicklung. Als eines der größten Schuldnerstaaten gelang es den Vereinigten Staaten nämlich die US-Dollars, die sich als globale Liquiditätsüberschüsse (Reinhart/Rogoff 2008: 31) in Schwellenländern (vor allem in China) anhäufte, durch eine Recyclingstrategie als Investment in hypotheckenbesicherte Wertpapiere<sup>5</sup> wieder in die USA einfließen zu lassen (Wade 2008; Seabrooke 2008). Somit wurde das US-amerikanische Immobilienfinanzsystem ein wichtiger Kanal für den internationalen Kapitalfluss, der die nominale Zinsrate weltweit reduzierte<sup>6</sup> und somit nicht nur eine Wachstumsspirale in den USA in Gang setzte, sondern einen weltweiten wirtschaftlichen Boom auslöste. Politisch kann diese privatverschuldete Immobilienpolitik durchaus als eine Politik der US-amerikanischen Hegemonie verstanden werden, mit der die Bush-Regierung eine marktfreundliche konservative *ownership society* global propagierte (Schwartz 2008: 262 f).

Die Interpretation des *privatisierten Keynesianismus* unterscheidet sich noch in einem zweiten Punkt von Crouch. Es mag zwar für heuristische Zwecke einleuchtend sein, die Nachkriegszeit durch zwei Regime zu trennen: staatlicher Keynesianismus (1945-1976) und privatisierter Keynesianismus (seit 1979), aber theoretisch ist die Trennung aus zwei Gründen problematisch. Erstens kann kaum – trotz populistischer Gegenbehauptungen<sup>7</sup> – mit dem Amtsantritt von Margaret Thatcher in Großbritannien 1979 und von Ronald Reagan 1980 in den USA von einem intendierten Wechsel hin zu einem Regime der kollektiven Privatverschuldung als Lokomotive für die Nachfrage gesprochen werden. Natürlich haben beide PolitikerInnen nach 1979 maßgeblich die strukturellen Rahmenbedingungen für einen angebotsorientierten Kapitalismus geschaffen. Aber die Innovationen auf den internationalen Finanzmärkten, die den hypotheckenfinanzierten und privatverschuldeten Immobilienmarkt ermöglichten, sind nicht durch funktionalistische, neo-marxistische oder interessengeleitete Ansätze erklärbar. Finanzinnovationen, die in der Zwischenzeit einen fast heroischen Kultstatus in den Medien erreicht haben, sind vielmehr das Produkt von unintendierten und ungeplanten historischen Konstellationen. In ihrer Analyse zur Entwicklung von Finanzinnovationen schlussfolgern Ewald Engelen et al. (2008: 17), dass diese vielmehr mit »the attempt by financial intermediaries (within a given frame) to find profit by exploiting a conjunctural opportunity and to stop loss by recognising conjunctural change in real time« zu erklären sind.

---

5 Der geläufigere ökonomische Ausdruck ist der englische Begriff *Mortgage-Backed Security Obligations* (MBOs).

6 Die *Federal Reserve* (Fed) unter Alan Greenspan drückte zwar den Leitzins von 2001 bis 2004 auf 1 % und unterstützte dadurch eine Politik des billigen Geldes, aber diese Niedrigzinspolitik ist ohne die internationalen Liquiditätsüberschüsse aus den Schwellenländern und deren Recycling in *US-Asset-Backed Securities* nicht zu erklären.

7 So schrieb die *Financial Times* (21.9.2008: 9), dass »on September 15, 2008, the era of Ronald Reagan officially came to an end« Am 15. September kollabierte die Investmentbank *Lehmann Brothers* und wurde von der US-amerikanischen Regierung nicht durch Interventionsmaßnahmen »gerettet«.

Dies bedeutet, wie auch Hay (2008: 2) in Bezug auf die Immobilienblase in Großbritannien und Irland erklärt, dass dieser konsumorientierte und privatschuldenfinanzierte ökonomische Wachstumspfad in den frühen 1990er Jahren vor allem in angelsächsischen Ländern mehr oder weniger zufällig eingeschlagen wurde. Mit anderen Worten, der privatisierte Keynesianismus ist ein Produkt von internationalen Zufälligkeiten sowie auch von gewachsenen Möglichkeiten der Informationstechnologie. Im Vergleich dazu entwickelte sich die staatliche Nachfragepolitik in der Nachkriegszeit (1946-1976) auf Grundlage der theoretischen Arbeiten von John Maynard Keynes. Für unsere Zwecke ist diese Unterscheidung insofern wichtig, da man einerseits die Periodisierung von zwei Akkumulationsregimen in der Nachkriegszeit heuristisch als durchaus sinnvoll bezeichnen kann, die Entwicklung hin zu einem *privatisierten Keynesianismus* und der *Finanzialisierung* der Weltökonomie aber nicht linear aus der neoliberalen angebotsorientierten Politik von Thatcher und Reagan abstrahieren kann.

Im nächsten Abschnitt des Beitrages wird die Entwicklung und Funktion des *globalen privatisierten Keynesianismus* in seiner internationalen Verkettung mit hypothekenbesicherten Wertpapieren (MBOs) aus den globalen Liquiditätsüberschüssen erklärt und es wird der Frage nachgegangen, warum der Immobilienmarkt sich zum *funktionalen Äquivalent* der keynesianischen Nachfrage entwickeln konnte. Diese Analyse ist deshalb notwendig, da durch eine einseitige Fokussierung auf die Finanzmärkte und die Geldpolitik – wie wichtig sie auch immer sein mag – ohne die Einbettung dieser Ereignisse in den konservativen Entwicklungspfad hin zu einer *Immobilien-Eigentumsgesellschaft*, die als *Sozialhilfe für die Massen* propagiert wurde (Seabrooke 2008: 8), die globale Kreditkrise nicht zu verstehen ist. Bereits Ende Oktober 2008 hat der Finanzdammbruch die reale Ökonomie weltweit in den Bann der Deflation gezogen. Übrigens hat bereits der verstorbene Finanzexperte Hyman Minsky in seiner Analyse der Finanzkrisen auf den *Finanzakzelerator* und dessen Verstärkerrolle bei Wirtschaftsaufschwüngen und Abschwüngen hingewiesen.<sup>8</sup> Eine effektive Lösungsstrategie für die globale Kreditkrise, die nur Bandagen von *best practices* beinhaltet, ohne den Verstärkereffekt auf der Realseite der Wirtschaft zu berücksichtigen, ist deshalb zum Scheitern verurteilt.

Um diese innenpolitischen und globalen Verkettungen zu illustrieren, wird hier in vier Schritten vorgegangen. Erstens, wird die Rolle der keynesianischen Nachfragepolitik im Goldenen Zeitalter des Nachkriegskapitalismus (Hobsbawn 1995) mit dem Verweis auf John Maynard Keynes' theoretische Einsichten zur Rolle der Nachfrage in der Wirtschaftspolitik erklärt, um anschließend den Wechsel hin zum privatfinanzierten Keynesianismus zu beschreiben, der mit der Frage verbunden ist, warum gerade der Immobilienmarkt und die *home-ownership society* zum Mittelpunkt der US-amerikanischen Nachfragepolitik wurden. Der dritte Teil befasst sich mit den finanziellen Innovationen, die durch die gewachsenen Möglichkeiten der Informationstechnologie und der Liberalisierung der Finanzmärkte, die Verkettung zwischen dem US-amerikanischen Immobilienmarkt und der Finanzierung der Hypotheken

8 Minsky (2008); Semmler (2007); siehe auch den Beitrag von Bieling in diesem Forum.

durch globale Kapitalströme ermöglicht wurden. Zum Abschluss wird dann gezeigt, wie das hoch privatverschuldete Eigenheim dann selbst zur Investmentbank und zum Casino für die US-amerikanischen BürgerInnen wurde.

## 2. Von der staatlichen keynesianischen Nachfragepolitik zum privatisierten Keynesianismus

Der Keynesianismus, der die Rahmenbedingungen für eine nachfrageorientierte Wirtschaftspolitik nach dem Zweiten Weltkrieg etablierte, war vor allem ein institutionalisierter Kompromiss zwischen Gewerkschaften und Unternehmern. Bob Jessop (2001) beschrieb den nationalen keynesianischen Wohlfahrtsstaat (NKWS) als ein System, das auf der Basis eines eigenzentrierten Kreislaufes von Massenproduktion und Massenkonsumption existierte und in dem der Staat über monetäre Steuerungsmechanismen die Nachfrage organisierte. Ökonomisch bezog sich der NKWS auf die Sicherung von Vollbeschäftigung in geschlossenen, nationalstaatlichen Territorien durch die Steuerung der Nachfrageseite und durch die Regulation kollektiver Lohnverhandlungen. Die Kopplung der Reallöhne an die Produktivität und die nationalstaatliche Geld- und Wirtschaftspolitik sorgten für den wirtschaftlichen Aufschwung (Shonfield 1965). Sozial hatte der NKWS vor allem die Funktion, die Nachfrage zu regeln und die sozialen Rechte über neue Normen des Massenkonsums auszuweiten. Politisch bezog sich der NKWS auf die makroökonomische Steuerung der nationalstaatlichen Wachstumsdynamik. Die Geldpolitik in dieser Ära des Goldenen Zeitalters des Kapitalismus war mittelfristig expansiv ausgerichtet und die Zinspolitik unterstützte nicht nur den Wachstumsprozess, indem der Realzins unterhalb der BIP-Wachstumsrate gehalten wurde, sie ermöglichte auch einen nationalen Verteilungskonsens zwischen Kapital und Arbeit (Hein 2000). Die internationalen Institutionen des *Bretton Woods*-Systems mit dem Handelssystem des GATT machten es möglich, die Vollbeschäftigung und die Ausweitung der wohlfahrtstaatlichen Rechte zu sichern (Jessop 2001: 147).

Die ökonomischen Annahmen der nachfrageorientierten Wirtschaftslehre beziehen sich auf John Maynard Keynes, der in der »General Theory of Employment, Interest and Money« 1936 eine Theorie der Beschäftigung ausarbeitete, die die orthodoxen Prämissen seiner Fachgenossen während der 1930er Jahre Depression theoretisch widerlegte. Die Beschäftigung ist für die keynesianische Nachfrage vor allem deshalb so wichtig, weil

»wenn die Beschäftigung zunimmt, nimmt das gesamte Realeinkommen zu. Die Psychologie der Bevölkerung ist derart, dass bei einer Zunahme des gesamten Realeinkommens auch der gesamte Verbrauch zunimmt, obschon nicht im gleichen Maße wie das Einkommen. [...] Der Hang zum Verbrauch und die Rate der Neuinvestition bestimmen unter sich die Menge der Beschäftigung, und die Menge der Beschäftigung steht in einer einzigartigen Beziehung zu einem gegebenen Niveau der Reallöhne – und nicht umgekehrt« (Keynes 1966: 26).

In seiner theoretischen Betonung zur Funktion der gesamten Nachfrage für eine Wirtschaftsdynamik richtet sich Keynes gegen den Sieg der orthodoxen ökonomischen Lehre von David Ricardo, der mit dem klassischen Postulat, dass es in einer funktionierenden Gesellschaft eine »natürliche Neigung zur Optimumsbeschäftigung der Betriebsmittel« gebe, erreichte, dass die Frage der wirksamen Funktion der Nachfrage »aus der wirtschaftlichen Literatur [verschwand]«. Mit dieser orthodoxen Lehre der natürlichen Neigung zur Beschäftigung hat Ricardo »England vollständig erobert wie die Heilige Inquisition Spanien« und es ermöglicht zu rechtfertigen, »dass jeder Versuch, solche Zustände zu ändern, im ganzen voraussichtlich mehr Harm als Gutes bringen würde« (Keynes 1966: 27 f).

Die Berufung auf die natürlichen Gesetzmäßigkeiten des Marktes hatte auch zur Folge, dass die orthodoxen Ökonomen die Theorie der Neutralität der monetären Sphäre als einzig »wahre« Lehre gelten ließen. Mit anderen Worten, die von der Notenbank kontrollierte Geldmenge und der Geldzinssatz hätten keinen Einfluss auf die realen Faktoren der Wirtschaft (Beschäftigung, Produktion, Wirtschaftswachstum, Produktivität), sondern nur einen Effekt auf das Preisniveau. Im Vergleich dazu vertrat Keynes die Position, dass die Geldmenge, wie sie durch die Zentralbank mittels Zinspolitik bestimmt wird, Einfluss auf die reale Ökonomie hat. Wenn man nämlich von der Position keynesianischer Geldpolitik ausgeht, dann hat Geld in diesem Ansatz eine doppelte Rolle inne. Über die Steuerung des Zinssatzes wird einerseits die Stabilität von Einkommensbildung und Wachstum beeinflusst. Zum anderen hat die Geldpolitik auch eine zentrale Rolle für Verteilungseffekte, und daher wird die Geldpolitik selbst Gegenstand von Verteilungsaueinandersetzungen (Hein 2000: 108).

### 3. *Der US-amerikanische Immobilienmarkt als Motor des privatisierten Keynesianismus*

Das nationale keynesianische Wohlfahrtsstaatsmodell mit dem institutionalisierten Kompromiss zwischen Gewerkschaften und Kapital kam durch die Stagflation Ende der 1970er Jahre in die Krise. Die Ursachen der Krise werden zwar unterschiedlich gewichtet,<sup>9</sup> sind aber für den Wandel hin zu einem privatisierten Keynesianismus von zweitrangiger Bedeutung. Wichtiger für unsere Diskussion ist vielmehr, dass die Mehrheit der Autoren die Rekonfiguration des keynesianischen Wohlfahrtsstaates nur in der Verschiebung der Machtverhältnisse zwischen Kapital und Arbeit analysierten. *Land* (z. B. Immobilienbesitz) als Wertbestand wird von keinem der Autoren als mögliche Substitution für staatliche Sozialversicherungssysteme erkannt.<sup>10</sup> So hat Joachim Hirsch (1995) mit dem Begriff *Wettbewerbsstaat* auf die neue Rolle des Staates in der internationalen Konkurrenzfähigkeit hingewiesen und Jessop den Wandel von einem *nationalen keynesianischen Wohlfahrtsstaat* zu einem *schumpeterianischen workfare state* analysiert (Jessop 1994). Im Mittelpunkt beider Autoren steht

9 Vgl. Jessop (2001); Hirsch (1995); Streeck (1996); Hein (2000).

10 Ich bedanke mich bei Cornelia Woll für diesen Hinweis.

der Machtverlust der Gewerkschaften durch die angebotsorientierte Förderung von Flexibilität und ständige Innovation im Rahmen von grenzüberschreitenden, offenen Märkten. Die Nachfragepolitik des keynesianischen Wohlfahrtsstaates wurde durch die angebotsorientierte Politik der »Workfare-Policies« ersetzt, sodass die Sozialversicherungssysteme, die nicht der Erhöhung der Flexibilität und Konkurrenzfähigkeit dienten, um- oder abgebaut wurden. Gleichzeitig symbolisierte der *schumpeterianische workfare state* eine Aufhebung des institutionalisierten Kompromisses zwischen Kapital und Arbeitnehmer der Nachkriegszeit. »Die »Workfare-Policies« stellen«, so Jessop, »auch den Versuch dar, jene wohlfahrtsstaatlichen Rechte zurückzunehmen, die in den Nachkriegsjahren als Klassenkompromiss etabliert wurden« (Jessop 2001: 88). Die Transformation des keynesianischen Wohlfahrtsstaates hatte zur Folge, dass die gesamte Nachfrage als Motor der Wirtschaftsdynamik durch die Flexibilisierung und Deregulierung der Arbeitsmärkte und den damit verbundenen realen Lohnsenkungen schrumpfte (Seabrooke 2008). Gleichzeitig führte die von Präsident Reagan begonnene und dann von Präsident Bill Clinton vollendete Transformation der New Deal Sozialversicherungssysteme 1996 »to end welfare as we knew it«<sup>11</sup> (vgl. Pierson 1996) zu Verlusten von verfügbarem Einkommen für Sozialhilfeempfänger.

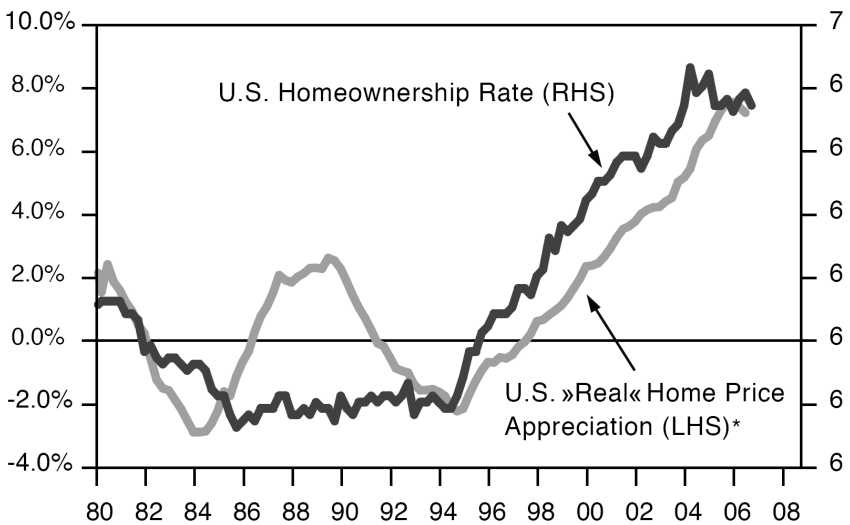
Durch bisher größtenteils noch ungeklärte und nicht-intendierte Gegebenheiten, wie historisch niedrige Zinsraten in den USA seit den 1990er Jahren und internationale Liquiditätsüberschüsse, die die nominalen Kosten der Kreditaufnahme global in den letzten zwanzig Jahren stark nach unten drückten, wurde Immobilieneigentum in den USA (später auch in Großbritannien und Irland, Spanien und Australien) zum neuen Motor eines von Konsumenten angeführten und über Privatschulden finanzierten ökonomischen Wachstumsmodells.<sup>12</sup> Die Entwicklung eines sogenannten *welfare-trade offs* hat Francis Castles (1997) anhand einer komparativen Studie sehr überzeugend analysiert, indem er auf eine inverse Relation »between the level of home ownership and the degree of welfare state provision« aufmerksam machte. Er schlussfolgerte daraus, dass »widespread home ownership may reduce the need for generous income maintenance for the aged and may redress the overall extent of inequality amongst the population« (Castles 1997: 5). Der Wechsel hin zu einem auf Wertbestände basierenden Wohlfahrtssystem der Immobilieneigentümerschaft,<sup>13</sup> der über private Hypothekenschulden finanziert wurde, war insofern kein radikaler Wandel für die US-amerikanische politische Kultur des Individualismus, in der Eigentum im Vergleich zu Sozialhilfe historisch schon immer positiv konnotiert war (Seabrooke 2008; Langley 2008).

- 
- 11 Clinton hat in seiner *State of the Union*-Ansprache vor beiden Häusern des US-amerikanischen Kongresses 1993 versprochen, »to end welfare as a way of life and make it a path to independence and dignity« (<http://query.nytimes.com/gst/fullpage.html?res=9F0CEEDB1F3CF93-BA25751C0A965958260&sec=&spon=&pagewanted=5>; 10.3.2009). Das Gesetz zur *welfare*-Reform wurde 1996 von Kongress und Senat verabschiedet.
- 12 Schwartz (2008); Hay (2008); Seabrooke (2008); Watson (2008).
- 13 Im Englischen »asset-based welfare of the ownership society« Langley (2008); Watson (2008); Schwartz (2008); Seabrooke (2008).

Nicht überraschend ist es deshalb, wenn George W. Bush, parteipolitisch gefärbt, die Vorteile einer Eigentümergesellschaft propagierte, die den Jeffersonschen Traum eines Eigenheims verkörpern und konservative Werte von Tugendhaftigkeit, Selbstverantwortung und Unternehmertum symbolisieren. Diese marktfreundliche, konservative Politik der Eigentümergesellschaft ist, wie dies bereits Margaret Thatcher mit der Privatisierung von britischen Sozialwohnungen in den 1980er Jahren vertrat, im Kontext einer hegemonialen globalen Strategie des Individualismus, Demokratie und Freiheit zu sehen. In einer Rede am 17.6.2004 erläuterte Präsident George W. Bush die Eckpfeiler dieser *ownership society*:

»if you own something, you have a vital stake in the future of our country. The more ownership there is in America, the more vitality there is in America, and the more people have a vital stake in the future of this country« (Bush 2004).

Abbildung 1: Anstieg der US-Hauseigentümer (linke Achse) und Anstieg der realen Immobilienpreise (rechte Achse)



\* »Real« Home Price Appreciation is a trailing 5-yr CAGR difference between the OFHEO Home Price Index and Core CPI

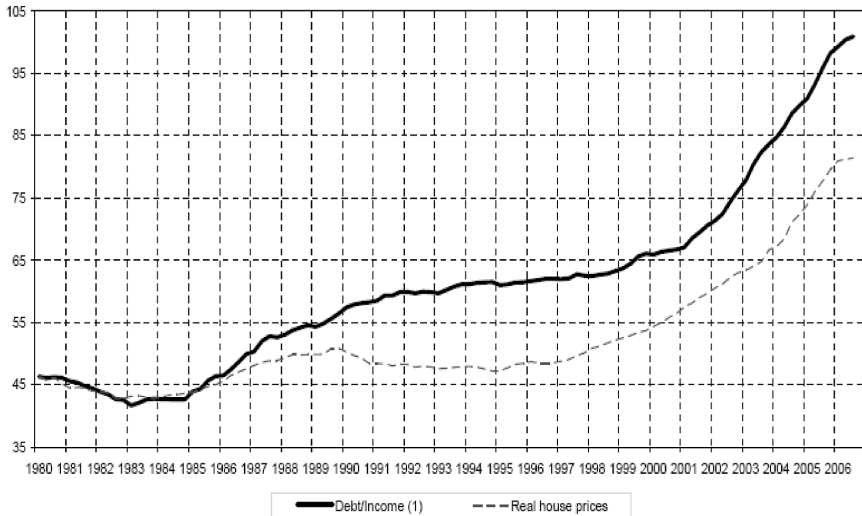
Quelle: McCulley (2007: 2)

So zeigt Abbildung 1 exemplarisch, dass die Rate der US-amerikanischen Hausbesitzer bereits Mitte der 1990er Jahre anstieg, aber nach 2001 astronomische Höhen erzielte. Interessant an dieser Abbildung ist vor allem der Vergleich zweier Perioden 1984 bis 1994 und 1995 bis 2006. Während in der ersten Periode zwar die realen Immobilienpreise anstiegen, blieb der Anteil der Hauseigentümer eher statisch. An-



ders in der zweiten Periode, in der der reale Anstieg der US-Hauseigentümer mit dem Anstieg der US-Immobilienpreise korrelierte. Der Unterschied zwischen diesen beiden Perioden ist die stark ansteigende Hypothekenschuldung der privaten Hauseigentümer, die zwar, wie Abbildung 2 zeigt, mit dem Anstieg der realen Immobilienpreise korreliert, allerdings fällt der Anstieg der Kurve der Privatverschuldung im Verhältnis zum Einkommen nach 2001 steiler aus, als die des Anstiegs der realen Immobilienpreise.

Abbildung 2: Haushaltshypothekenschuld und reale Hauspreise



Quelle: Semmler/Young (2009)

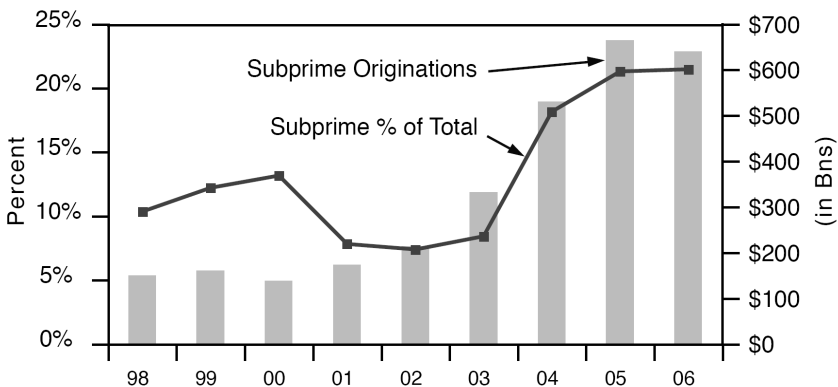
Die Entwicklung eines *Wohnimmobilien-Kapitalismus* wurde in den USA maßgeblich finanziell unterstützt, vor allem durch, wie im nächsten Abschnitt noch gezeigt werden soll, Anreize großzügiger Steuerabsetzbarkeit des Hypothekenzinssatzes, durch liberale Verbriefungsinstrumente auf den Immobilienmärkten, sowie durch den Zugang zu billigen Krediten über quasi staatlich-geförderte Hypothekenbanken wie *Fannie Mae*<sup>14</sup> und *Freddie Mac*.<sup>15</sup> Die beiden Hypothekenbanken, in der Zwischenzeit »verstaatlicht«, ermöglichten es auch Geringverdienern in die über Privatschulden finanzierte *Immobilien-Eigentümergeellschaft* integriert zu werden. Die zunehmend wichtige Entwicklung des sogenannten Subprime-Sektors (siehe Abb. 3), der

14 *Fannie Mae* wurde während des New Deals als *Federal National Mortgage Agency* gegründet.

15 *Freddie Mac* wurde 1970 als Teil des *Emergency Home Finance Act* von der US-amerikanischen Regierung als eine *Federal Home Loan Mortgage Corporation* gegründet.

folglich zum Auslöser der Immobilienkrise im Juli 2007 wurde, ist aber nicht nur auf die unzulängliche Bankenüberprüfung von Subprime-Darlehensnehmern und auf die liberalen Verbriefungsinstrumente durch die Banken zu interpretieren. Die Integration von Subprime-Kunden in die Klasse der Eigentümer ist nämlich unmittelbar verbunden mit einem »Rechtsanspruchsdiskurs und Alltagspolitik« (Seabrooke 2008: 3). Damit weist Leonard Seabrooke auf die Tatsache hin, dass die Vergabe von billigen Krediten an Geringverdiener eine Form von »Sozialhilfe für die Massen« (Seabrooke 2008: 8) symbolisierte, die nicht mit den traditionell negativen Vorbehalten gegenüber den staatlichen Wohlfahrtsprogrammen der US-amerikanischen Unterklasse konnotiert war. Das Recht auf ein Eigenheim wurde zur Normalität im Diskurs der täglichen Politik mit der weit verbreiteten Annahme, dass Wohnimmobilien eine sichere Anlage für die Altersversorgung und gleichzeitig ein funktionales Äquivalent für stagnierende Reallöhne und gekürzte Sozialleistungen sein könnten. In diesem Kontext sind nicht nur Subprime-Hypotheken sondern auch die Milliardenhypotheken der Oberschicht mit den staatlich-finanzierten Steuerabschreibungen eine Form von staatlicher Sozialhilfe; sie unterscheiden sich aber dadurch, dass diese Art von Unterstützung dem konservativen Unternehmungssinn von Eigentum entspricht.

Abbildung 3: Subprime-Vergabe und deren Anteil an der Gesamtvergabe



Quelle: McCulley (2007: 3)

Die bisherige Fokussierung auf die innenpolitischen Veränderungen in den USA in diesem Beitrag diente dazu, die Entwicklung der Immobilienkrise und die darauffolgende globale Kreditkrise im Kontext der Verschiebung der Koordinaten in der US-amerikanischen Makroökonomie und ihrer Interdependenz mit der Politik der Transformation der Sozialpolitik zu analysieren. Rückblickend auf den wirtschaftlichen Boom nach 2002, der sich durch den gesteigerten privaten Immobilienbesitz, den relativ hohen Grad an Hypothekenschulden in Relation zum Bruttosozialprodukt, niedrige Zinsraten, geringe Barrieren zur Hypothekenkreditfinanzierung auch ohne

Eigenkapital, sowie die Kreditverbriefungen erklären lässt, setzte durch den keynesianischen Multiplikatorenfaktor einen Nachfragestimulus ein. Daraus schlussfolgert Hermann Schwartz, dass

»Countries with housing finance markets most like those in the US received the greatest increment to purchasing power, causing rising employment through normal Keynesian multiplier mechanisms. Countries with housing finance market institutions least like those in the US, and which in addition stifled growth of aggregate demand through wage restraint (wie z. B. in Deutschland – BY) did not experience rising aggregate demand and employment« (Schwartz 2008: 268).

#### 4. Finanzierung des Immobilienmarktes im Kontext der globalen Finanzmärkte

Während Immobilieneigentum als US-amerikanisches Produkt des Individualismus, der Demokratie und der Freiheit (auch für verschuldete Subprime-Besitzer) lange als Erfolgsmodell gegenüber den europäischen Sozialstaatsmodell(en) gepriesen wurde, lag das Problem gerade in der internationalen Recyclingstrategie des US-amerikanischen Leistungsbilanzdefizits durch die hypothekenbesicherten Wertpapiere (MBOs). Diese Erklärung unterscheidet sich von der gängigen, welche die Niedrigzinspolitik der US-Notenbank unter Alan Greenspan, der den Leitzins zwischen 2001 und 2004 auf ein Prozent senkte, für die Kreditblase durch günstige Hypothekenkredite verantwortlich macht. Dies ist zwar nicht falsch, aber eben nur eine Seite der Medaille und lässt den Prozess der internationalen Finanzialisierung außen vor.

Das System funktionierte folgendermaßen: Die Vereinigten Staaten verbuchten seit Beginn der 1990er ein hohes Leistungsbilanzdefizit, das 2007 739 Milliarden US-Dollar betrug, oder 6 % des US-Bruttosozialprodukts (BSP) (Reinhart/Rogoff 2008 a: 8; Bergsten 2007); sie waren aber gleichzeitig ein Nettoimporteur von Kapital. Leistungsbilanzüberschussländer, u. a. in Asien und die Ölexportländer, horteten Umengen von US-Dollars als harte Währungsreserve<sup>16</sup> in Relation zu ihren nationalstaatlichen Investitionsausgaben. Dadurch entstand ein globaler Liquiditätsüberschuss. Allein China, das größte Leistungsbilanzüberschussland, hatte 2007 einen Liquiditätsüberschuss von 372 Milliarden US-Dollar. Dies entspricht mehr als 11 % ihres eigenen BSPs. Dieser Leistungsbilanzüberschuss von 372 Milliarden US-Dollar allein für China steht im krassen Verhältnis zu dem Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten mit 739 Milliarden. Die weltweiten Gesamtliquiditätsüberschüsse der Überschussländer kamen 2007 auf einen Betrag von 1.700 Milliarden US-Dollar,<sup>17</sup> wobei die Vereinigten Staaten allein 44 % dieser Gesamtüberschüsse für sich in Anspruch nahmen (IWF 2008).

---

16 Diese Politik des Hortens von harter Währung als Reserve hat vor allem mit der Asienfinanzkrise 1997/1998 zu tun und dem Bestreben – insbesondere der Länder Asiens – finanziell unabhängig von dem IWF zu sein.

17 Die zehn wichtigsten Überschussländer sind China, Japan, Deutschland, Saudi Arabien, Russland, die Schweiz, Norwegen, Kuwait, die Niederlande und die Vereinten Arabischen Emirate (IWF 2008).

Diese internationale Asymmetrie zwischen Defizitländern auf der einen und Überschussländern auf der anderen Seite hatte zur Folge, dass die US-Dollars des globalen Überschusses in Form von ausländischen Direktinvestitionen (FDIs), Investitionen in Wertbestände (Aktien), Bonds und Krediten wieder zurück in die USA flossen. Die Schwellenländer subventionierten mit ihren Liquiditätsüberschüssen nicht nur die globale Expansion von *Corporate America*, wichtiger für unsere Diskussion ist die Tatsache, dass »fifty-nine percent of foreign investment in US bonds as of December 2005 occurred as purchases of US government and government-guaranteed agency debt« (Schwartz 2008: 265). *Agency Debt* wiederum sind Investitionen in hypotheckenbesicherte Wertpapiere (MBOs), welche die beiden quasi-staatlichen Hypothekenbanken *Fannie Mae* und *Freddie Mac* in forderungsbesicherte Schuldpapiere (CDOs)<sup>18</sup> verpackten und zum Verkauf anboten. Der globale Liquiditätsüberschuss sowie die Verbindung mit den Verbriefungen von Immobilienhypotheken durch Finanzinnovationen mittels der neuen Möglichkeiten der Informationstechnologie haben die Krisendynamik der hypotheckenbesicherten Wertpapiere verstärkt. Erstens drückten die internationalen Kapitalströme, mit denen US-amerikanische Schatzanweisungen und hypotheckenbesicherte Wertpapiere gekauft wurden, die nominalen Zinsraten global.<sup>19</sup> Greenspan unterstützte diese Niedrigzinspolitik kräftig. Martin Wolf, Chefökonom der *Financial Times*, erklärte die niedrige US-amerikanische Zinspolitik im Kontext der internationalen Finanzströme folgendermaßen:

»In this world of massive savings surpluses in a range of important countries and weak demand for capital from non-financial corporations, central banks ran easy monetary policies. They did so because they feared that the possibility of a shift into deflation. The Fed, in particular, found itself having to offset the contradictory effects of the vast flow of private, and above all, public capital into the US« (Wolf 2008: 9).

Der aufmerksamen LeserIn ist die Parallele zu den Petro-Dollar-Recycling Aktionen der 1970er Jahre und der darauffolgenden Schuldenkrise insbesondere in Lateinamerika in den 1980er Jahren sicher nicht entgangen. Auch in diesem Fall agierte das US-amerikanische Bankensystem als ein Intermediär zwischen den Ölexportüberschüssen und den Kreditnehmern in Lateinamerika und anderswo. Dieses Petro-Dollar Recyclingsystem hat dann die Schuldenkrise der 1980er Jahre hervorgerufen. Zwar fließen erneut erhebliche Summen von Dollars in die USA, aber das Verhältnis zwischen Schuldner und Gläubigern hat sich verdreht. Einige Schwellenländer verzeichnen in der Zwischenzeit einen Leistungsbilanzüberschuss und sind nun Gläubiger und nicht mehr Schuldner. Interessant ist nun, dass ein Großteil der ausländischen Kapitalflüsse aus diesen Schwellenländern in eine unterentwickelte Ökonomie rezykliert wird, die aber innerhalb der Grenzen der USA existiert. Dadurch wurden Milliarden von Dollars in den Subprime-Immobilienmarkt investiert und in Kreditform an Schuldner vergeben, die von vielen Depositbanken nicht als kreditwürdig aufgenommen worden wären. Die Akteure haben sich seit den 1970er Jahren geändert, aber

18 Der gängige ökonomische Begriff ist *Collateral Debt Obligations* (CDOs).

19 Schwartz (2008:266) zitiert eine Studie, in der die asiatische Recyclingstrategie während der 1990er und Anfang 2000 die Rendite von 10-jährigen Schatzanweisungen fast 90 Basispunkte und 2005 sogar um 150 Basispunkte nach unten drückte.

in vieler Hinsicht ähneln sich die Mechanismen zwischen dem Petro-Dollar Recycling der 1970er Jahre und dem Recycling der Liquiditätsüberschüsse in der derzeitigen Finanz- bzw. Kreditkrise (Reinhart/Rogoff 2008 a: 12).

Aber zurück zu den derzeitigen Krisenauslöserfaktoren. Der Erwerb von hypothekebesicherten Wertpapieren für ausländisches Kapital war auch deshalb so attraktiv, weil – trotz der Privatisierung von *Fannie Mae* 1968 bis 1970 und *Freddie Mac* 1989 – die Finanzprodukte der beiden Hypothekenbanken<sup>20</sup> als sichere Anlagen galten.<sup>21</sup> Zwar wurden sie nach der Privatisierung nicht mehr vollständig durch staatliche Kreditgarantien abgesichert, jedoch hatten sie weiterhin Zugang zu einem Kreditfenster bei der *US-Treasury*.<sup>22</sup> Diese quasi *Government-Sponsored Agencies* (GSAs) waren darüber hinaus äußerst kreativ in der Entwicklung von neuen Finanzinstrumenten. *Fannie Mae* und *Freddie Mac* haben in den 1980er Jahren den Handel mit hypothekebesicherten Wertpapieren (MBOs) und den forderungsbesicherten Wertpapieren (CMOs) initiiert. *Collateralized Mortgage Obligations* sind Derivate, die die Rückzahlungen des Hypothekensbetrages von den Zinsraten trennt und diese dann als Anleihen mit unterschiedlichen Laufzeiten an Investoren anbietet. CMOs und MBOs sind somit Teil der Kategorie von *Credit Debt Obligations* (CDOs),<sup>23</sup> die zusammen mit den *Credit Default Swaps*<sup>24</sup> in der Zwischenzeit als die Hauptauslöser der Finanzkrise genannt werden (siehe Bieling in diesem Forum).

Die beiden Hypothekenbanken haben ihre MBOs in den letzten zehn Jahren verdreifacht und kontrollierten – bis zu ihrer quasi Verstaatlichung am 6.9.2008 – 5.2 Billionen US-Dollar in Hypotheken, das ist fast die Hälfte des gesamten US-amerikanischen Hypothekenmarktes mit 12 Billionen.<sup>25</sup> Im Jahr 2007 war jede zehnte Hypothek in den Händen ausländischer Unternehmen und Institutionen. Zu den größten Gläubigern gehören China, Japan, Luxemburg und Belgien. *Fannie Mae* und *Freddie Mac* fungierten in dieser Finanzkrise als die wichtigste Schleuse »connecting international credit markets to the domestic US housing market via the sale of securitized mortgages« (Schwartz 2008: 266; Seabrooke 2008).

Die Konsequenzen der Verbriefungsinnovationen der Hypotheken sind deshalb so toxisch, da die Hypothekenbanken die Kredite als MBOs verkaufen und somit ein Outsourcing von Kreditrisiken stattfindet, welches wiederum den Anreiz vermindert, die Bonität der Kreditnehmer zu überprüfen. Tranchen (CDOs), die dann von Invest-

---

20 Es gibt noch eine dritte Hypothekenbank, *Ginnie Mae*, die durch den *Civil Rights Act* von 1968 (Title VIII) für Kreditnehmer mit niedrigem Einkommen und für Minderheiten gegründet wurde und nur den reinen öffentlichen Markt bedient (Seabrooke 2008: 7).

21 *Fannie Mae* und *Freddie Mac* wurden am 6. September 2008 nach deren katastrophalen Verlusten in die Obhut der *Federal Housing Finance Agency* (FHFA) gebracht. (<http://www.fanniemae.com/aboutfm/index.jhtml;jsessionid=1DJZG2KGOJCLJ2FQSHSFGI?p>About+Fannie+Mae>; 15.9.2008).

22 »Fannie Mae and Freddie Mac currently can borrow up to \$2.25 billion each from the Treasury, although they've never tapped those lines«, ([http://latimesblogs.latimes.com/money\\_co/2008/07/the-government.html](http://latimesblogs.latimes.com/money_co/2008/07/the-government.html); 11.3.2009).

23 *Credit Debt Obligations* sind Tranchen von Anrechtsscheinen mit unterschiedlichen Risiken von hypothekebesicherten Wertpapieren (MBOs).

24 *Credit Default Swaps* sind Versicherungsprämien gegen Kreditrückzahlungsproblemen.

25 *Financial Times*, 21.8.2008: 13.

mentbanken in Paketen mit unterschiedlichen Risiken verpackt und durch günstige Begutachtung von Rating-Agenturen aufgewertet werden, werden dann von Hedgefonds mit wenig Eigenkapital gekauft um sie mit hohen Gewinnen auf internationalen Finanzmärkten zu verkaufen. Wenn der Immobilienpreis inflationär in die Höhe schnellte (Hay 2008) steigt dadurch auch der »Wert« der CDOs. Diese hochriskanten Tranchen fungieren dann als Gegenwert (*collateral*), wenn Hedgefonds sowie Hypothekenbanken Kredite bei den in der Zwischenzeit umgewandelten Investmentbanken (z. B. *Merrill Lynch, Citigroup, J.P. Morgan*) einholen oder diese als Gegenwert für ausländische Kredite aus den Liquiditätsüberschüssen anbieten. Der inflationäre Immobilienpreisanstieg wirkte somit als Finanzakzelerator (Minsky 2008: 115-127), der die Gegenwerte bei den Kreditnehmern erhöhte und damit einen positiven Verstärkereffekt auf die Aufwärtsspirale der Immobilienpreise ausübte. Die Abwärtsspirale, die dann mit sinkenden Immobilienpreisen im Sommer 2007 begann, indem Kredite zu Schulden wurden, zeigt dieselben Mechanismen nur eben umgekehrt.<sup>26</sup>

##### 5. *Das Privateigentum als Investmentbank*

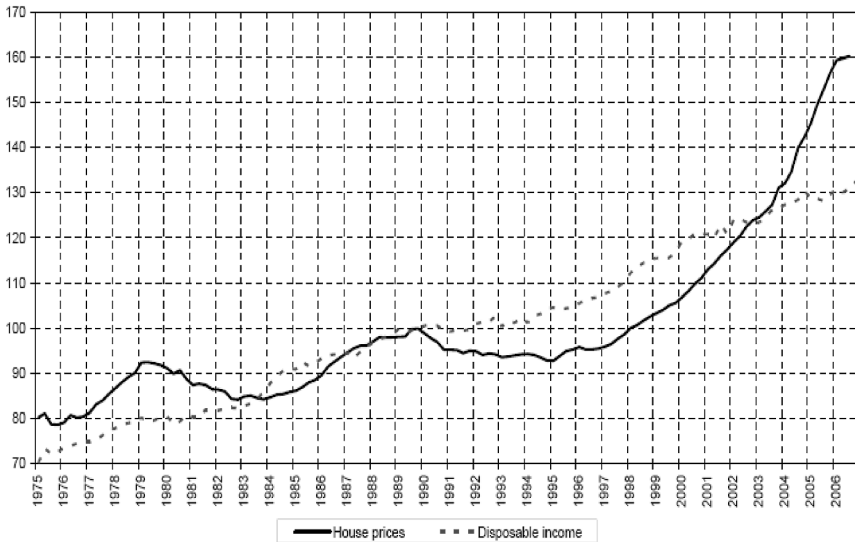
Durch die ungeplanten und nicht-intendierten Überlappungen und Zufälle zwischen US-amerikanischen innenpolitischen und globalen wirtschaftlichen Faktoren gelang es der US-Hegemonie diese Widersprüche in ihrem Interesse zum Motor einer globalen Wirtschaftsdynamik zu gestalten, in dessen Mittelpunkt der privatverschuldete Immobilienmarkt stand, der sich übrigens nicht nur auf die Subprime-Klientel beschränkt. Auch war der Immobilienmarkt keineswegs die einzige ökonomische Triebkraft, aber durch den keynesianischen Multiplikatorenfaktor und die Recyclingstrategie des Liquiditätsüberschusses begann nach der Dotcom-Blase 2001 eine neue Ära der *irrational exuberance* (Shiller 2000).

Dabei bleibt die Frage offen, wie ein System funktionieren kann, in dem die BürgerInnen hoch verschuldet sind, sich aber immer weiter verschulden und sich gleichzeitig individuell und kollektiv »reicher« fühlen. Der erste Schritt dafür war die Niedrigzinspolitik, ausgelöst durch den globalen Kapitalüberschuss und die drastische Senkung der Zinsraten durch die FED nach 2001. Fallende Zinsraten, mit teils variablen Zinsraten auf die Hypotheken, die in manchen Fällen fast gegen null tendierten, haben den Scheineffekt, dass das nominale Dollareinkommen für immer höhere Hypothekenservices eingesetzt werden könne. »People entering the housing market thus bid up housing prices because they could enjoy more »housing« at the same monthly mortgage price« (Schwartz 2008: 268). Abbildung 4 ist Ausdruck dieses *gefühlten* Reichtums. So drohte das Verhältnis zwischen steigenden realen Immobilienpreisen und dem pro-Kopf-Einkommen nach 2003 immer weiter auseinanderzuklaffen. Mit anderen Worten, die Immobilienpreise stiegen übermäßig im Verhältnis zum verfügbaren pro-Kopf-Einkommen. Gleichzeitig deutet Abbildung 2 bereits darauf hin, dass

26 Semmler (2007); Seabrooke (2008); Schwartz (2008); Semmler/Young (2009).

sich die privaten Hypothekenschulden im Vergleich zu den realen Immobilienpreisen in den 1990er Jahren bereits negativ entwickelten. Die Privatschulden der Immobilienbesitzer waren demnach höher als die realen Hauspreise.

Abbildung 4: Reale Hauspreise und pro-Kopf verfügbares Einkommen



Quelle: Semmler/Young (2009)

Ein zusätzlicher Anreiz für den Immobilienerwerb ist die Steuerabsetzbarkeit des Hypothekenzinssatzes in den USA. Bis zu einem Immobilienwert von einer Million US-Dollar sind die Zinsen absetzbar. Hinzu kommen zusätzliche 100.000 US-Dollar auf Eigenkapitaldarlehen. Über 40 Millionen Eigenheimbesitzer, mit einer Steuerersparnis von ungefähr 80 Milliarden US-Dollar, haben von diesem Angebot Gebrauch gemacht (Caldwell 2008: 11). Die Steuerbegünstigungen und laxen Kredite führten dazu, dass die Immobilie selbst zur *Investmentbank* und Casino für die Eigentümer wurde. Durch den Anstieg der Immobilienpreise hat sich der Wertbestand der Immobilie vergrößert und dadurch vergrößerte sich auch der *gefühlte* Reichtum der Eigentümer. Daraus ergab sich die irrationale Situation, dass Eigentümer den Kapitaleigenanteil so niedrig wie möglich hielten und den steigenden Wertbestand der Immobilie als *bares Geld* für weitere Immobilienakquirierungen einsetzten. Dies soll an einem Beispiel erläutert werden: Wenn man eine Immobilie für 300.000 US-Dollar kaufte und dieser Wert sich dann verdoppelte, kann die daraus entstehende Steuerbegünstigung nur realisiert werden, wenn man das Haus verkauft und eine neue Immobilie damit erwirbt. Die Spekulation mit dem eigenen Haus wurde vom renom-

mierten Wirtschaftsmagazin *Forbes* 2004 in einem Artikel »Hock your House« mit dem Untertitel, »Some advisers say to pay off your mortgage. We say leverage up and invest« als rationale Strategie gepriesen.<sup>27</sup>

Hauseigentümer konnten weitere Kredite auf bereits hohe Verschuldungen durch *collateral* aufnehmen, die aber nur durch inflationäre Hauspreise gedeckt waren. Das System beruhte auf der fatalen Annahme, dass die Häuserpreise sich nur nach oben entwickeln. Der privatisierte Keynesianismus hatte somit den realen Effekt, dass der *gefühlte* Reichtum auch der ärmsten Schichten, trotz stagnierender Löhne und Reduzierung von Sozialleistungen, immer größer wurde. Die Irrationalität des Immobilienmarktes wurde somit zu einem unintendierten, kollektiven, öffentlichen und makroökonomischen Gut. Das die Pyramide aber nur auf dem Gerüst der Verschuldung aufgebaut war und die derzeitige Welle der Entschuldung die Kreditpyramide und damit das gesamte globale Finanzsystem an den Rand des Abgrundes stürzen könnte, war zwar die theoretische Einsicht von Hyman Minsky, der ist aber schon seit längerem tot und mit ihm seine These, dass es gerade die Phasen der scheinbaren Stabilität sind, die Instabilitäten hervorrufen (Semmler 2007).

## 6. Schlussbemerkungen

Ohne die Argumentation hier noch einmal zu wiederholen, soll an dieser Stelle auf drei Aspekte hingewiesen werden. Erstens kann die Subprime- und darauffolgende Kreditkrise nicht linear aus dem sogenannten Neoliberalismus der Thatcher/Reagan-Jahre abgeleitet werden. Vielmehr sind die Entwicklungen Teil von unintendierten Zufälligkeiten, die einerseits innenpolitisch mit der Transformation des US-amerikanischen Sozialsystems zu tun haben, aber auch mit dem US-amerikanischen Traum von Immobilieneigentum, einer konsumorientierten und risikobereiten US-amerikanischen Gesellschaft, die zwar eine Sparquote von fast null aufweist, aber dafür Vertrauen in das Eigenheim als Sparschwein für die Altersversorgung und unerwartete Krankheitsfälle hat(te) und andererseits mit der Machtverschiebung und dem Aufstieg wichtiger Schwellenländer. Zweitens greift die gängige Argumentation, dass die Fed unter der Regie von Greenspan für die Niedrigzinspolitik nach 2001 verantwortlich sei, zu kurz. Wie in diesem Bericht gezeigt wurde, ist die Niedrigzinspolitik vorerst ein Resultat des Liquiditätsüberschusses einiger Schwellenländer auf die Greenspan, wie Wolf argumentierte, mit weiteren Zinsreduzierungen reagierte. Das Problem der globalen Niedrigzinspolitik stammt nicht von der Geldpolitik der Zentralbank, sondern ist vielmehr die Asymmetrie zwischen einerseits dem hohen Leistungsbilanzdefizit der USA und den globalen Leistungsbilanzüberschüssen geschuldet. Die US-Hegemonie hatte es zwar möglich gemacht, sich jeglicher Währungsdisziplin zu entziehen, da der US-Dollar als nationale sowie internationale Währung fungiert. Die USA profitierten somit von einem System der »global financial arbitrage, in which

---

27 Siehe [www.forbes.com/forbes/20004/1213/236.html](http://www.forbes.com/forbes/20004/1213/236.html); 7.7.2007.



the US economy as a whole borrowed short term, at low interest rates, from the rest of the world, while lending back long term at higher returns« (Schwartz 2008: 262).

Drittens klingen die derzeitigen Rufe nach mehr Regulierung der Finanzbranche, weiteren finanziellen Rettungspaketen, mehr Staatsintervention und mehr Transparenz etwas hohl. Regulierung und effektive Aufsichtsbehörden zur Kontrolle der Rating-Agenturen, der Derivate und Hedgefonds sind natürlich erforderlich um das Vertrauen in das derzeitige Finanzwesen wieder zurückzugewinnen und damit das Finanzsystem zu stabilisieren. Die Gefahr besteht aber darin, dass diese Aktionen nicht mehr als Bandagen mit kurzfristiger Wirkung sein werden, da wie Oliver Kessler in diesem Forum argumentiert, die Lösungsstrategien der globalen Finanz- und Kreditkrise nur bedingt durch die traditionellen Theorien und Instrumente der neoklassischen Ökonomen zu bewältigen sind. Neoklassiker haben nämlich, wie bereits Keynes in den 1930er Jahren demonstrierte, eine abstrakte Welt kreiert, in der die »Welt den Modellen angepasst wird« ohne Rücksicht auf die Realität. Gleichermaßen verfehlen die stark national geprägten und in Unschuld wiegenden Angriffe, insbesondere von Peer Steinbrück, deutscher Finanzminister, dass die Finanzkrise auf die Regulierungsdefizite der US-Behörden zurückzuführen sei, die Realität.<sup>28</sup> Steinbrück lässt nämlich außer Acht, dass Deutschland mit seinen riesigen Exportüberschüssen für die weltweite Asymmetrie in Leistungsbilanzüberschuss- und Leistungsbilanzdefizitstaaten mitverantwortlich ist. Deshalb sind alle Unkenrufe nach mehr Regulierung der Finanzinnovationen (z.B. MBSs, CDOs, CMOs, Hedgefonds, *Private Equities*) und nach mehr Transparenz der Banken nur psychologische Bandagen.

Der derzeitige finanzielle *melt-down* zeigt nämlich dramatisch den Widerspruch zwischen einer globalen ökonomischen Vernetzung der Finanzmärkte einerseits und dem Defizit von internationalen Governance-Strukturen andererseits. Das fundamentale Problem der globalisierten Finanzmärkte liegt gerade in der Tatsache, dass die staatlichen sowie privaten Regulierungsbehörden die Risiken der liberalisierten Finanzmarkttransaktionen mit ihren Innovationen in Derivaten und strukturierten Finanzmarktprodukte weder richtig einschätzen noch kontrollieren konnten. Einerseits verkörpern die globalen Finanzmärkte den zentralen Motor der ökonomischen Globalisierung. Andererseits signalisieren diese grenzüberschreitenden Transnationalisierungsprozesse den zunehmenden Verlust der staatlichen Souveränität. Der Schlüssel der derzeitigen Krise liegt in einer koordinierten multilateralen Lösungsstrategie, die die neuen Realitäten der Machtverschiebung und den Aufstieg wichtiger Schwellenländer berücksichtigt. Anstatt einen ökonomischen Nationalismus mit den *beggary-neighbor policies* der 1929er Krise wieder auferstehen zu lassen, könnte die derzeitige Krise auch ein *policy*-Fenster sein, um globale und vor allem multilaterale Strukturen im Finanzbereich zu etablieren. Auch wenn dieser Hoffnungsschimmer einer koordinierten globalen Finanzarchitektur in weiter Ferne liegt, so zeigt die Finanzkrise nach Robert Wade,

»that it is the first crisis in history where hopes are pinned on growth in developing countries to rescue the world economy, and the first time that troubled banks in the US and Europe

---

28 Financial Times, 15.12.2008: 9.

have been rescued by capital injections from developing countries, should jolt the US and G7 out of complacency about their own leadership and about the truth of market fundamentalism« (Wade 2008: 15).

### Literatur

- Bergsten, Fred C.* 2007: The Current Account Deficit and the US Economy (Testimony before the Budget Committee of the United States Senate, 1.2.2007), in: [www.iie.com/publications/papers/paper.cfm?ResearchID=705](http://www.iie.com/publications/papers/paper.cfm?ResearchID=705); 3.10.2008.
- Bush, George W.* 2004: President Bush's Policies to Promote the Ownership Society, (White House, Office of the Press Secretary, 17.6.2004).
- Caldwell, Christopher* 2008: Reality Dawns in Real Estate, in: *Financial Times* 27./28.9.2008, 11.
- Castles, Francis G.* 1997: The Really Big Trade-Off: Home Ownership and the Welfare State in the New World and the Old, in: *Acta Politica* 32: 4, 440-443.
- Crouch, Colin* 2008: The Role of Financial Risk in Privatised Keynesianism (Vortrag auf der Konferenz The Political Economy of the Subprime Crisis – The Economics, Politics and Ethics of Response, Warwick, 18-19.9.2008).
- Engelen, Ewald/Erturk, Ismail/Froud, Julie/Leaver, Adam/Williams, Karel* 2008: Financial Innovation: Frame, Conjunction and Bricolage, (Papier für die Konferenz The Political Economy of the Subprime Crisis – The Economics, Politics and Ethics of Response, Warwick, 18-19.9.2008), unv. Ms.
- Hay, Colin* 2008: Good Inflation, Bad Inflation: The Housing Boom, Economic Growth and the Disaggregation of Inflationary Preferences in the UK and Ireland, (Papier für die Konferenz The Political Economy of the Subprime Crisis – The Economics, Politics and Ethics of Response, Warwick, 18-19.9.2008), unv. Ms.
- Hein, Eckhard* 2000: Zentralbankpolitik, Arbeitsmarktinstitutionen und makroökonomische Resultate, in: *WSI-Mitteilungen* 2: 2, 107-117E.
- Hirsch, Joachim* 1995: Der nationale Wettbewerbsstaat. Berlin.
- Hobsbawn, Eric* 1995: Das Zeitalter der Extreme. Weltgeschichte des 20. Jahrhunderts 1914–1991, München.
- Internationaler Währungsfonds (IWF)* 2008: World Economic Outlook October 2008: Financial Stress, Downturns, and Recoveries, Washington, D.C.
- Jessop, Bob* 1994: Post-Fordism and the State, in: Amin Ash (Hrsg.): *Post-Fordism*, Oxford, 251-279.
- Jessop, Bob* 2001: Die Globalisierung des Kapitals und die Zukunft des Nationalstaates. Ein Beitrag zur Kritik der globalen politischen Ökonomie, in: Hirsch, Joachim/ Jessop, Bob/ Poulantzas, Nicos: *Die Zukunft des Staates. Denationalisierung, Internationalisierung, Renationalisierung*, Hamburg, 139-170.
- Keynes, John Maynard* 1966 [1936]: *Allgemeine Theorien der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes*, Berlin.
- Langley, Paul* 2008: When Credit Becomes Debt: Foreclosures and Forbearance in Sub-Prime Mortgages, (Papier für die Konferenz The Political Economy of the Subprime Crisis – The Economics, Politics and Ethics of Response, Warwick, 18-19.9.2008), unv. Ms.
- McCulley, Paul* 2007: The Plankton Theory Meets Minsky, in: [http://media.pimco-global.com/pdfs/pdf/GCB%20Focus%20MAR%2007%20WEB.pdf?WT.cg\\_n=PIMCO-US&WT.ti=GCB Focus MAR 07 WEB.pdf](http://media.pimco-global.com/pdfs/pdf/GCB%20Focus%20MAR%2007%20WEB.pdf?WT.cg_n=PIMCO-US&WT.ti=GCB Focus MAR 07 WEB.pdf); 30.9.2008.
- Minsky, Hyman P.* 2008: *John Maynard Keynes*. New York, NY.
- Pierson, Paul* 1996: The New Politics of the Welfare State, in: *World Politics* 48: 2, 143-179.
- Reinhart, Carmen M./Rogoff, Kenneth S.* 2008: This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crisis, (National Bureau of Economic Research Working Paper Nr. 13882), Cambridge, MA.

- Reinhart, Carmen M./Rogoff Kenneth S. 2008 a: Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis so Different? An International Historical Comparison, (National Bureau of Economic Research Working Paper Nr. 13761), Cambridge, MA.
- Seabrooke, Leonard 2008: Embedded Liberalism is Dead, Long Live Embedded Liberalism: National Welfare Concerns and International Policy Responses to the Sub-prime Crisis, (Papier für die Konferenz The Political Economy of the Subprime Crisis – The Economics, Politics and Ethics of Response, Warwick, 18-19.9. 2008), unv. Ms.
- Schwartz, Hermann 2008: Housing, Global Finance and American Hegemony: Building Conservative Politics One Brick at a Time, in: Comparative European Politics 6: 3, 262-284.
- Schwartz, Hermann/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.
- Semmler, Willi 2007: Finanzkrise. Warum Amerikas Grippe so ansteckend ist, in: www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,507469,00.html; 27.9.2007.
- Semmler, Willi/Young, Brigitte 2009: Transatlantic Financial Liberalization and Regulation. Capital Markets and the Role of Central Banks in the Light of Recent Financial Market Events (i. E.).
- Shonfield, Andrew 1965: Modern Capitalism: The Changing Balance of Public and Private Power, Oxford.
- Shiller, Robert J. 2000: Irrational Exuberance, Princeton, NJ.
- Streeck, Wolfgang 1996: Neo-Voluntarism: A New European Social Policy Regime? in: Marks, Gary/Scharpf, Fritz/Schmitter, Philippe/Wolfgang, Streeck (Hrsg.): Governance in the European Union, London.
- Wade, Robert 2008: The First World Debt Crisis in Global Perspective, (Papier für die Konferenz The Political Economy of the Subprime Crisis – The Economics, Politics and Ethics of Response, Warwick, 18-19.9. 2008), unv. Ms.
- Watson, Matthew 2008: Headlong into the Polanyian Dilemma. Reaction and Overreaction in Banking Sector Distress, (Papier für die Konferenz The Political Economy of the Subprime Crisis – The Economics, Politics and Ethics of Response, Warwick, 18-19.9. 2008), unv. Ms.
- Wolf Martin 2008: Asia's Revenge: Roots of the crisis, in: Financial Times, 9.10.2008, 9.
- Wyplosz, Charles 2008: French and German Anger Misses the Fact, in: Financial Times, 30.9.2008, 15.