

Minsky, Finanzialisierung und die Weltfinanzkrise von 2007/2008

von Sven-Jakob Sieg

WAO!Soziologie

2013, Jg. 3, S. D1-12.

ISSN 2196-615X

Inhaltsverzeichnis

1. Einleitung	02
2. Minskys Krisentheorie	03
2.1 Financial Instability Hypothese	03
2.2 Money Manager Capitalism	04
3. Minskys Theorie als Erklärungsansatz der Weltfinanzkrise	05
4. Zum Erklärungsgehalt von Minskys Krisentheorie	06
4.1 Empirische Bestätigung	06
4.2 Grenzen der Erklärungskraft	07
5. Finanzialisierung der Wirtschaft	08
5.1 Finanzmarktregulation	08
5.2 Strategiewechsel der Unternehmen	09
5.3 Performativität	09
6. Schlussbemerkungen	10
7. Literatur- und Quellenverzeichnis	11

1. Einleitung

„Aside from Keynes, no economist seems to have benefitted so much from the financial crisis of 2007-08 as the late Hyman Minsky. The collapse of the sub-prime market in August 2007 has been widely labeled a ‘Minsky moment’” (Palley 2010: 28).

Auch in der deutschen Öffentlichkeit hat Minsky im Kontext der Krise einen gewissen Stellenwert erreicht (vgl. etwa Lindner 2007, Misik 2012). Seine Theorie versucht die Entscheidungsmuster von Wirtschaftssubjekten in Zeiten des Aufschwungs als eine dem Kapitalismus inhärente Dynamik zu erklären: Kollektive Euphorie führt zu risikoreichen Überschuldungen und schließlich zum Entstehen von Finanzkrisen. Obwohl Minsky auch langfristige und strukturelle Veränderungen im Wirtschafts- und Finanzsystem analysiert hat, die über seine Financial Instability Hypothesis (FIH) hinausgehen, wird angemerkt, dass diese nicht für eine erschöpfende Erklärung der Finanzkrise ausreichen (Palley 2010; vgl. auch Russo 2012).

Vielversprechend scheint in dieser Hinsicht die wirtschaftssoziologische These einer Finanzialisierung der Wirtschaft zu sein. In diesem Feld sind Beiträge erschienen, die eine Bedeutungsveränderung des Finanzsektors für die Wirtschaft und Gesellschaft konstatieren. Die gemeinsame Kernaussage bildet dabei die „Machtverschiebung zwischen dem Finanzsektor und dem ‚produktiven‘ Wirtschaftssektor“ (Heires/Nölke 2011: 38, vgl. auch Krippner 2005). Heires und Nölke zeigen, dass sich die einzelnen Befunde des Forschungsfeldes gut für eine Analyse der Weltfinanzkrise eignen (Heires/Nölke 2011): Es ist vor allem die Einbettung der Akteure in einen veränderten strukturellen Kontext, die mit Hilfe des Begriffes der Finanzialisierung in den Blick genommen werden kann. Vor diesem Hintergrund verfolgt die vorliegende Arbeit zwei Ziele: Das Erkenntnisinteresse liegt in der Herstellung einer Verbindung der wirtschaftssoziologischen Forschung zur Finanzialisierung mit der Theorie der finanziellen Instabilität von Minsky. Hierdurch ließe sich ein hoch komplexes und gesellschaftlich relevantes Phänomen wie die Finanzkrise noch umfassender bearbeiten als bisher. Das zweite Ziel ist ein strategisches. Will man die Wirtschaft in einem Luhmann’schen Sinne wieder als ein Teil des Sozialen begreifen und auch als solchen analysieren, darf nicht die Abgrenzung zur ökonomischen Disziplin das Ziel der Wirtschaftssoziologie sein (vgl. hier Ralfs 2006). Damit sich der (orthodoxe) Mainstream von den Erkenntnissen der Soziologie „irritieren“ lässt (vgl. Ralfs 2006: 7) muss nach interdisziplinären Anknüpfungspunkten gesucht werden. Erst hierdurch ließe sich bspw. eine sozialökonomische Wissenschaft realisieren.¹ Das zweite Ziel ist nicht ohne Gewicht, wenn man die Wirkmächtigkeit wirtschaftswissenschaftlicher Diskurse und ihrer Modelle für das realwirtschaftliche Handeln berücksichtigt (vgl. Kapitel 5.3). Zunächst werden Minskys Hypothese finanzieller Instabilität und seine Überlegungen zum „Money Manager Capitalism“ nachvollzogen (2). Diese werden auf die Weltfinanzkrise angewandt (3). Sodann soll die Theorie im Hinblick auf ihre Erklärungskraft beurteilt werden (4). Mit Hilfe der Befunde aus dem wirtschaftssoziologischen Forschungsfeld zur Finanzialisierung wird eine Verbindung der ökonomischen und soziologischen Perspektive angestrebt (5). Abschließend werde ich diese im Angesicht der zwei formulierten Ziele kritisch reflektieren (6). Obwohl dieses Vorhaben hier zwangsläufig nur in aller Oberflächlichkeit stattfinden kann, hoffe ich doch, wenigstens mögliche Perspektiven für die inhaltliche Richtung zukünftiger Forschung als auch für deren (inter-)disziplinäre Ausrichtung aufzeigen zu können.

¹ Ich habe an anderer Stelle ausgeführt, dass eine Zusammenarbeit soziologischer und heterodox-ökonomischer Forschung aufgrund teilweise ähnlicher Annahmen eine Möglichkeit zur Herausforderung des neoklassischen Paradigmas in der Ökonomik bietet und daher einer „Abarbeitung“ am Mainstream – aus strategischer Perspektive – vorzuziehen ist (Sieg 2013).

2. Minskys Krisentheorie

Minsky ging es in seiner Forschung darum, „zu Unrecht vernachlässigte Keynesche Ideen bei der Entwicklung einer Theorie zu nutzen, die das Funktionieren eines modernen Kapitalismus mit hochentwickelten Finanzinstitutionen besser erklärt als die bisherige Standardtheorie“ (Minsky 1990a).² In Analogie zu Keynes' Ausführungen in der „Allgemeinen Theorie“ betont der Post-Keynesianer Hyman Minsky (1919-1996) die Wichtigkeit der Investitionsnachfrage im Wirtschaftssystem, die er als die „unmittelbar tonangebende Größe für die aggregierte Nachfrage“ (Minsky 1990a: 169) bezeichnet. Die Investitionen, die „auf aggregierter Ebene typischerweise externe Finanzierung“ (ebd.: 172) verlangen, bzw. ihre Finanzierungsvorgänge sind es, die Minsky als die „vernachlässigte Botschaft“ Keynes beschreibt: „[Sie] sind es, die als manchmal dämpfende, manchmal verstärkende Lenkungsgröße der Investitionen wirken. Die Finanzierung bestimmt infolgedessen das Entwicklungstempo der Wirtschaft“ (ebd.: 169). Zwei Größen nehmen für Minsky eine zentrale Rolle im Wirtschaftssystem ein: Zum einen die Verschuldung von Akteuren im Zuge von Investitionstätigkeiten, zum anderen der Einfluss der Bewertung dieser Verschuldung für das ökonomische Handeln (Minsky 1992: 6).

2.1 Financial Instability Hypothesis

Um den Einfluss von wirtschaftlichen Schwankungen (business cycles) auf die Finanzierungs- und Verschuldungsstrukturen der Wirtschaftsakteure zu untersuchen, unterscheidet Minsky drei „distinct income-debt relations for economic units“ (Minsky 1992: 6), die sich am ehesten als Finanzierungs- oder Schuldenstrukturen übersetzen lassen (im Folgenden: Minsky 1992: 7). „Hedge financing units“ sind Akteure, die ihren vertraglichen Verpflichtungen mit dem laufenden Einkommen nachkommen können. „Speculative financing units“ hingegen können lediglich die Zinsen bestehender Schulden zurückbezahlen, während die Rückzahlung der Kredite nur über Umschuldung zu bewerkstelligen ist. Als dritte Schuldenstruktur nennt Minsky die „Ponzi units“: „[The] cash flows from operations are not sufficient to fulfill either the repayment of principle or the interest due on outstanding debts by their cash flows from operations“ (ebd.). Im Falle einer Ponzifinanzierung müssen die Wirtschaftssubjekte also neue Kredite aufnehmen (wie bei „speculative financing“) oder aber Vermögenswerte verkaufen, um ihre fälligen Schulden und Zinsen zu begleichen.

Nach Minsky ist ein Wirtschaftssystem stabil solange „hedge financing units“ dominieren. In Zeiten wirtschaftlichen Aufschwungs verändern sich die Verschuldungsstrukturen der Wirtschaftssubjekte und „speculative financing“ und „Ponzi units“ nehmen einen wachsenden Anteil im System ein. Minsky erklärt diese Veränderung der Finanzierungsstrukturen damit, dass steigende Kurse von Vermögenswerten die Akteure zur Überschuldung und risikoreicheren Investitionen ermutigen, um am allgemeinen Aufschwung teilhaben zu können. Solange die Kurse der eigenen Aktiva steigen und der Zins, zu dem neue Kredite erworben werden können, niedrig ist, können mit dem potenziellen Verkauf von Vermögenswerten oder der Aufnahme neuer Schulden nicht nur die eigene Zahlungsunfähigkeit vermieden, sondern beträchtliche Gewinne erzielt werden. In Zeiten wirtschaftlichen Aufschwungs führt diese Logik des Verschuldens dazu, dass sich ein stabiles System mit einer Dominanz von „hedge financing units“ zu einem instabilen System entwickelt, das von „speculative financing“ und „Ponzi units“ beherrscht wird: „[Over] periods of prolonged prosperity, the economy transits from financial relations that make for a stable system to financial relations that make for an unstable system“ (Minsky 1992: 8).

Hierin drückt sich die oben angesprochene und für Minsky als zentral aufgefasste Rolle der Verschuldung aus. Wenn ein überschuldeter Wirtschaftsakteur bestehenden Verpflichtungen nicht mehr nachkommen kann und Vermögenswerte abstoßen muss, kommt es zu einer Neubewertung des

² So der Buchrückentext der deutschen Ausgabe von „John Maynard Keynes“ (1990a).

Verschuldungsniveaus. „[This] can lead to quick and wide revaluations for desired and acceptable financial structures“ (Minsky 1982b: 67, zitiert nach Whalen 2008: 9), sodass der plötzliche Zahlungsausfall die allgemeine Verfügbarkeit neuer Kredite senken lässt und damit auch andere Wirtschaftssubjekte in akute Zahlungsschwierigkeiten geraten. Durch die Notwendigkeit der betroffenen Einheiten, sich über den Verkauf von Vermögenswerten Liquidität zu beschaffen, kommt es zum Wertverfall von Anlagen, Aktien und Kapitalvermögen. Aufgrund dieser „Verschuldungs-Deflation“ können bestehende Schulden nicht mehr über den Verkauf von Aktiva getilgt werden. Es kommt zu Insolvenzen, zum Stopp von Neuinvestitionen, sinkender Produktion und damit zu einem Anstieg der Arbeitslosigkeit. Dieser Moment der Neubewertung des Schuldenniveaus ist jener, der als „Minsky moment“ beschrieben wurde (vgl. Lahart 2007). Ohne ein Eingreifen der Zentralbank als ein „lender of last resort“ (vgl. Minsky 1982a) kommt es zu einer Finanz- und als Folge der zentralen Rolle der extern finanzierten Investitionstätigkeiten zu einer Wirtschaftskrise.

2.2 Money Manager Capitalism

Obwohl er vor allem wegen seiner FIH bekannt ist, hat Minsky – in Anlehnung an Joseph Schumpeter (vgl. Whalen 2008: 10) – auch Überlegungen zu den strukturellen, mithin historischen Entwicklungen der Wirtschaft angestellt. „It is enough to say that the evolution has been from a financial structure where external finance was mainly used for trade to a structure where there is ever greater use of external funds to finance the long-term capital development of the economy.“ (Minsky 1996: 362)

Die ab 1980 vorherrschende Form des Kapitalismus zeichnet sich für Minsky im Wesentlichen durch drei Aspekte aus (vgl. Whalen 2008: 10-12): Die Dominanz von institutionellen Anlegern, die Entwicklung von Finanzinnovationen und die zunehmende Globalisierung. Institutionelle Anleger („money manager“) haben eine dominante Rolle im Wirtschafts- bzw. Finanzierungssystem übernommen. „This involves the intrusion of a new layer of intermediation, by pension and mutual funds, into the financial structure“ (Minsky 1996: 363). Über die Dominanz dieser Akteure hat sich auch die Logik wirtschaftlichen Handelns geändert: Zum einen streben die Fonds danach die Rendite ihrer Investitionen zu maximieren (ebd.). Dieses geschieht über die Ausnutzung des so genannten Leverage-Effekts, also der Investition von niedrig verzinstem Fremdkapital zur Steigerung der Eigenkapitalrendite. Zum anderen führt dieses Streben danach, dass sich institutionelle Anleger nur kurzfristig an Investitionsvorhaben beteiligen und aufgrund unsicherer Renditeentwicklungen in der Zukunft nicht an langen Unternehmungen und Schuldnerbeziehungen interessiert sind. Das bedeutet eine wachsende Unsicherheit auf der Unternehmensseite. Für Minsky sind die institutionellen Anleger damit ein „essential ingredient in accentuation of the predatory nature of current American capitalism (ebd.: 363).

Minsky begreift Banken und andere Finanzintermediäre wie die angesprochenen institutionellen Anleger als Wirtschaftsakteure, die als profitmaximierende Einheiten auftreten: Sie sind „merchants of debt who strive to innovate in the assets they acquire and the liabilities they market“ (Minsky 1992: 6). Diese „innovative characteristic“ hat zur Entwicklung neuartiger Finanzprodukte geführt. Minsky betont in diesem Zusammenhang „a symbiotic relation between the growth of securitization and of managed money“ (Minsky 1990b: 71, zitiert nach Whalen 2008: 11). Diese Verbriefungen („securitization“) ermöglichen die rentable Emission von eigentlich illiquiden Zahlungsansprüchen (z.B. Hypotheken, Kreditkartenansprüche) in den Markt. Minsky befürchtet, dass sich dadurch die Standards der Kreditvergabe aufweichen könnten, da sich auch unsichere Kredite durch Verbriefung für die Gläubiger als rentabel erweisen (Minsky 1992: 23, zitiert nach Whalen 2008: 11).

Durch die Logik der Profitmaximierung drängen die Finanzintermediäre auch auf ausländische Märkte, um neue Anlagemöglichkeiten zu erschließen oder die Emission von Finanzprodukten zu ermöglichen (vgl. Minsky 1990b). Das führt dazu, dass die zwei benannten Aspekte auch international an Bedeutung gewinnen und die Finanzierungsmöglichkeiten der Wirtschaftssubjekte beeinflus-

sen. Diese Abhängigkeit der (Unternehmens-)Finanzierung von den Finanzmärkten „has led to a heightening of uncertainty at the firm and plant level“ (Minsky 1996: 363).

3. Minskys Theorie als Erklärungsansatz der Weltfinanzkrise

Eine Anwendung der Financial Instability Hypothesis, die auch als „basic Minsky cycle“ (Palley 2010: 30) beschrieben wird, müsste die Veränderung der Finanzierungs- bzw. Verschuldungsstrukturen der am US-amerikanischen Hypothekenmarkt beteiligten Wirtschaftssubjekte zeigen. Auch der Einfluss der drei benannten Aspekte des Money Manager Capitalism – auch als „super Minsky cycle“ beschrieben (Palley 2010: 30) – wäre herauszuarbeiten.

Als Folge des Platzens der Dot-Com-Blase und zur Stützung der Konjunktur in den USA Anfang des Jahrtausends senkte die Fed den Leitzins bis 2003 schrittweise auf 1% (Abbildung 1). Das billige Geld und stetig steigende Immobilienpreise (Abbildung 2) machten den US Immobilienmarkt zum lohnenden Investitionsschauplatz der internationalen Investoren. Die Einführung sog. ARMs (adjustable-rate mortgages) ermöglichte es, die Nachfrage nach Eigenheimen von einkommensstarken Haushalten, dessen Bedarf irgendwann gesättigt war, mit Hilfe variabler oder an den Leitzins gebundener Zinssätze auf einkommensschwache Haushalte umzulenken. Die Aufnahme von Hypothekarkrediten bei Kreditnehmern von geringer Bonität stieg im Jahr 2001 von 180 Mrd. auf 625 Mrd. US-Dollar an (Mock/Kappius 2009: 6). Zusammen mit der Möglichkeit der Verbriefung von eigentlich illiquiden Zahlungsansprüchen wie Hypotheken zu emittierbaren Wertpapieren (z.B. als CDOs) – Anfang 2007 wurden 65% aller Hypotheken verbrieft (Whalen 2008: 12, Fußnote) – führten diese Entwicklungen zu nachlassenden Standards der Kreditvergabe. In der Folge kam es zu einer weiter steigenden Immobiliennachfrage (ebd.) und zur Vergabe der berüchtigten Subprime-Kredite. Der niedrige Leitzins stellte für Investoren (Fonds und Banken) wiederum eine günstige Voraussetzung zur Nutzung des Leverage-Effekts dar, also der Steigerung der Eigenkapitalrendite durch die Aufnahme von billigem Fremdkapital (Sachverständigenrat 2007: 97).

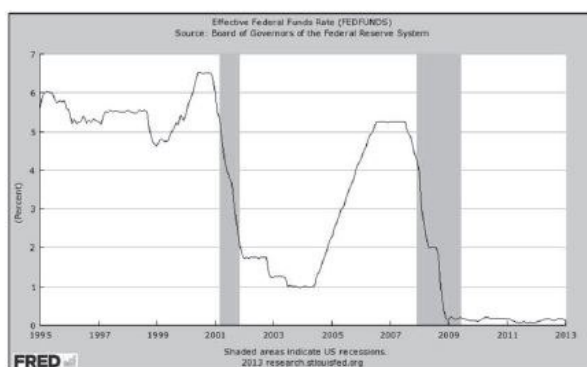


Abbildung 1: Effective Federal Funds Rate 1995
Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis

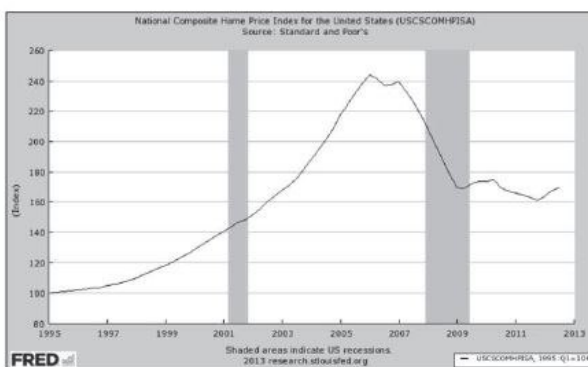


Abbildung 2: House Price Index USA 2013
Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis

Diese Entwicklungen auf dem US-Hypothekenmarkt lassen sich aus der Perspektive von Minskys Theorie als eine Veränderung der Risikoaversion der Wirtschaftssubjekte verstehen, die einer allgemeinen Euphorie über mögliche Profite sowie dem Ausblick auf den Erwerb eines Eigenheims weicht. Während die Gläubiger mit Hilfe der Entwicklung neuer Finanzinnovationen die Höhe möglicher Gewinne bei gleichzeitig steigendem Risiko zu maximieren suchten, verschuldeten sich private Haushal-

te trotz nur ungenügender Einkommen in hohem Maße.³ Beides geschah vor dem Hintergrund steigender Immobilienpreise sowie eines niedrigen Leitzinses, was dem allgemeinen Aufschwung im „basic Minsky cycle“ gleichkommt. Dies ermutigte die Akteure dazu bestehende Risiken als gering einzuschätzen und ihre Finanzierungsstrukturen (ex-ante) von einer hedge- und speculative schließlich zur Ponzi-Finanzierung zu verändern. Im Angesicht einer zunehmenden Inflationsgefahr hob die Fed den Leitzins 2005 an. Dadurch wurde es für Ponzi-Finanzierer auf der einen Seite unmöglich ihren steigenden Schuldenstand über neue Kredite zu refinanzieren, auf der anderen Seite führten steigende Zinsen ihrer – an den Leitzins gekoppelten – Hypotheken zu einem Anstieg der Bonitätsanforderungen (Sachverständigenrat 2007: 100). Auf diese Weise kam es zu vermehrten Kreditausfällen einkommensschwacher Schuldner. Als Folge mussten die ersten Häuser versteigert werden, um Forderungen der Gläubiger begleichen zu können. An dieser Stelle setzt der Abwärtstrend der Immobilienpreise ein (siehe Abbildung 2). Je mehr Kredite ausfielen, desto schwieriger wurde es die als Sicherung dienenden Häuser wieder in Geldmittel umzutauschen. Allmählich überstieg das Angebot an Häusern die bestehende Nachfrage, was den negativen Preistrend weiter verstärkte und die Gewinnaussichten der Investoren hinter den Erwartungen zurück bleiben ließ. Es kommt zum „Minsky moment“ und dem drastischen Einsturz der Vermögenswerte: „Die ‚Sicherheit‘ der Kredite resultierte aus der Fiktion, dass bei steigenden Immobilienpreisen der Wert jederzeit realisiert werden könnte. Dies funktioniert jedoch nur so lange, wie genügend Käufer den Verkäufern gegenüberstehen. Es war also abzusehen, dass diese Kreditblase irgendwann platzen würde, da es sich hierbei auch nur um ein Ponzi-Schema handeln konnte.“ (Voß 2010: 34)

4. Zum Erklärungsgehalt von Minskys Krisentheorie

4.1 Empirische Bestätigung

Die regelrechte Renaissance von Minskys FIH im Zuge der Weltfinanzkrise scheint sich durch ihre Übereinstimmung mit den empirischen Entwicklungen zu rechtfertigen: Wie die oben nur oberflächlich aufgezeigte Anwendung seiner Überlegungen auf die Finanzkrise zeigt, hat die Euphorie über mögliche Profite und über den Erwerb einer eigenen Immobilie vor dem Hintergrund billiger Kredite und steigender Vermögenspreise die Risikobereitschaft der Wirtschaftsakteure auf dem US-Immobilienmarkt beträchtlich erhöht. Nicht nur nahmen private Haushalte die Risiken eines variablen Zinses in Kauf und muteten sich auch bei sehr geringem Einkommen eine hohe Schuldenlast durch Hypotheken zu, auch die Finanzinstitute setzten sich über bestehende Standards der Kreditvergabe hinweg und nahmen im Angesicht hoher Profite das Risiko von Kreditausfällen in Kauf. Die Konkurrenz zwischen den institutionellen Anlegern verstärkte das Bestreben nach hohen Renditen, die entsprechende Nutzung des Leverage-Effekts und der hohe Anteil von Fremdkapital machte sie abhängig von billigem Zentralbankgeld. Aufgrund der Undurchsichtigkeit der – teilweise mehrfach – verbrieften Kredite, wurde das Risiko der CDOs unterschätzt und die faulen Kredite gelangten über den US-Markt an Banken und Investoren auf der ganzen Welt. Ex-ante kann also mit einiger Plausibilität von einer Entwicklung gesprochen werden, deren Mechanismen Minsky in seiner Theorie beschreibt (vgl. Voß 2011: 33): Vor dem Hintergrund der Überpreisung von Immobilienhypotheken kam es zu einer Wandlung der Finanzierungsstrukturen bis hin zur Ponzifinanzierung. Die Instabilität des Systems steigerte sich bis zu den ersten Kreditausfällen und der darauf folgenden Finanz- und Wirtschaftskrise.

³ Die Verschuldung privater Haushalte stieg von unter 80% des verfügbaren Einkommens im Jahr 1986 auf 140% im Jahr 2007 (Campbell 2010: 72).

Während institutionelle Anleger wie Pensions-, Investment- und Hedgefonds durch die Entwicklung innovativer Finanzprodukte maßgeblich die Vergabe neuer Kredite vorangetrieben haben (Mock/Kappous 2009: 5), sind es die langfristigen (Globalisierungs-)Tendenzen, die die Krise erst zu einer globalen Krise werden ließen (Bieling 2009: 108). Dies hat Minsky mit dem Begriff des Money Manager Capitalism berücksichtigt. Doch erschöpfen sich diese eher langfristigen Ursachen im „super Minsky cycle“ tatsächlich in der Dominanz institutioneller Anleger, der Existenz profitsteigernder Finanzinnovationen und dem Grad der Globalisierung der Finanzmärkte? Und ist deren Entstehung nicht auch wichtiger Bestandteil einer möglichen Erklärung der Krise?

4.2 Grenzen der Erklärungskraft

„Die Frage, ob die aktuelle Finanzkrise mit der FIH von Minsky erklärt werden kann, ist weder mit einem klaren ‚Ja‘ noch mit einem klaren ‚Nein‘ zu beantworten“ (Voß 2011: 33). Für Voß ist gerade die Analyse der langfristigen Entwicklungen zum Money Manager Capitalism „nur deskriptiv und betreibt keine Ursachenforschung“ (ebd.). Die Ursachen der Krise liegen für ihn nicht so sehr in einer „zunehmenden Gier der Bankiers, sondern in einem Verfall der Margen im Kreditgeschäft, welche die Banken dazu zwangen, riskantere Wege zu beschreiten“ (ebd.). So sei die Liberalisierung der Märkte, das Zurückdrängen der Gewerkschaften und die Verlagerung arbeitsintensiver Produktion in Billiglohnländer eine Ursache dafür, dass das BIP zwar steigen konnte, dabei jedoch vor allem die Bedeutung der Finanzwirtschaft zunahm (ebd.: 34). Auf diese Weise schossen die Einkommen aus Vermögenswerten in die Höhe, während „die durchschnittlichen Gehälter und Löhne...stagnierten und die Mittelschicht zurückgedrängt wurde“ (ebd., siehe auch Palley 2010: 29).

Auch Palley kritisiert, dass Minskys Fokussierung auf den Finanzmarkt zu einseitig ist, um die strukturellen Ursachen der Krise erfassen zu können (Palley 2010): „The processes identified in Minsky’s financial instability hypothesis played a critical role in the crisis, but that role was part of a larger economic drama involving the neoliberal growth model that was implemented around 1980“ (ebd.: 39). Palley argumentiert, dass vor allem die Verteilung von Einkommen eine zentrale Rolle für die Krise spielte. Es war die Übernahme des „new neoliberal growth model that was fuelled by borrowing and asset price inflation, which became the engines of aggregate demand growth in place of wage growth“ (ebd.: 35). Es folgten wachsende Einkommensunterschiede und Wirtschaftspolitiken „weakening the position of workers and strengthening the position of corporations“ (ebd.). Die Nachfrage der Haushalte mit stagnierendem Einkommen wurde über die Aufnahme von Krediten aufrecht erhalten, wodurch sich auch die Verschiebung der Profite auf die Finanzmärkte erklären lässt (ebd.: 36).

Eine zweite wichtige Ursache der Krise identifiziert Palley in der internationalen US Wirtschaftspolitik (ebd.: 38): Steigende Importe durch einen starken Dollar, das Outsourcing von Jobs in Billiglohnländer und die Tendenz neue Investitionen eher im Ausland zu tätigen führten zu einem Abfluss von Jobs und Einkommen oder dienten als Abschreckungspotenzial zur Legitimation niedriger Löhne. Gleichzeitig machte diese Politik gerade sog. Entwicklungsländer von den Exporten in und den Direktinvestitionen aus den USA abhängig. Umso mehr wurden auch sie von der Krise getroffen (ebd.: 39). Obwohl Minskys Theorie diese wichtigen Ursachen nicht explizit erklärt, lassen sich seine Überlegungen – wie Palley betont – dennoch gut in die beschriebenen Entwicklungen integrieren (ebd.: 37). Dennoch fehlen auch mit dem Bezug auf das neoliberale Wachstumsmodell konkrete Erklärungsmechanismen, die die vorherrschende Ideologie – möchte man denn diesen Befund mitgehen – in handlungsbeeinflussende Strukturen übersetzbar macht. Hier kommt die wirtschaftssoziologische Debatte um eine Finanzialisierung der Wirtschaft ins Spiel.

5. Finanzialisierung der Wirtschaft

Die zwei zentralen Befunde der Finanzialisierung zur Erklärung der Krise sind für Heires und Nölke zum einen die erhöhte Anfälligkeit der „finanzialisierten“ Wirtschaft gegenüber Finanzkrisen im Vergleich zum vormaligen Fordismus und zum anderen die Tatsache, dass die „Finanzialisierung entscheidend zur Entstehung, Diffusion und Verschärfung der Subprime-Krise beigetragen hat“ (Heires/Nölke 2011: 47). Nach Beyer (2012) lassen sich drei wesentliche Ursachen der Finanzialisierung identifizieren: Finanzmarktregulation, Strategiewechsel der Unternehmen und Performativität der Wirtschaftswissenschaften.

5.1 Finanzmarktregulation

Unter dem Begriff der Finanzmarktregulation wird untersucht, wie der Staatliche Abbau von Beschränkungen des (internationalen) Kapitalverkehrs zu einer (globalen) Liberalisierung und Modernisierung der Börsenmärkte geführt hat (Lütz 2008: 350). Anhand der USA liefert Campbell hierfür eine ausgezeichnete Analyse (Campbell 2010: 72-85): So wurden die „two government-backed mortgage giants“ (ebd.: 73) Fannie Mae und Freddie Mac auf Druck der Regierung ab 2004 dazu angehalten massiv Subprime-Kredite zu kaufen, um der US-Mittelklasse ein Eigenheim zu finanzieren. Gesetzliche Regelungen öffneten den Hypothekenmarkt zudem für private Institute wie Investment Banken und schufen steuerliche Anreize für private Haushalte auch noch eine zweite Hypothek auf ihr Eigenheim aufzunehmen. Interne Standards für die Vergabe von Krediten wurden durch keine Behörde kontrolliert und die bundesstaatliche Überprüfung für einige Finanzinstitute ausgesetzt, sodass „the state helped create a set of institutional conditions that aligned incentives toward riskier and more competitive market behaviour“ (ebd.: 76).

Campbell weist außerdem darauf hin, dass die US-Gesetzgebung politisch an der Schaffung bestimmter Finanzmärkte beteiligt war: So wurde Interstate Banking 1997 erlaubt, was zu einem Liberalisierungswettbewerb zwischen den bundesstaatlichen Regierungen führte, um die Abwanderung von Banken und anderen Finanzinstituten aus ihrem Staat zu verhindern. Die Außerkraftsetzung des im Zuge der Weltwirtschaftskrise 1933 eingeführten Glass-Steagall Acts „facilitated the rapid growth of the so-called ‚shadow banking system,‘ [sic] which was populated by increasingly large nonbank financial companies that channeled funds from investors to corporations through new securities, such as asset-backed securities and credit default swaps“ (ebd.: 77). Die Entwicklung innovativer Finanzprodukte wurde dadurch massiv gefördert. Schon in den 1990er Jahren unterstützte die Securities and Exchange Commission (SEC) die Schaffung des Marktes für forderungsbesicherte Wertpapiere und Kreditausfall-Swaps. Letztere trugen durch ihre Mechanismen der Bepreisung von Risiko massiv zur Ausweitung des Marktes für asset-backed securities bei, da sie deren Risiken für ihre Käufer bilanzierbar machten (ebd.: 80). 2004 erlassene Reformen der SEC senkten zudem den Mindestreservesatz der Banken, indem sie ihn an die Höhe des Risikos getätigter Investitionen koppelten. Mit Hilfe der beschriebenen Ausfall-Swaps konnte dieses einfach über teurere Versicherungen niedrig gehalten werden: „This freed up more capital to use as collateral in order to borrow money for leveraging investments“ (ebd.).

Die fehlende Kontrolle der drei großen Rating Agenturen Moody's, Standard and Poor's und Fitch, die durch „overly optimistic assessments“ (ebd.: 82) die Bildung der Hypothekenblase vorantrieben, verhinderte zusätzlich, dass man den Interessenkonflikt bearbeiten konnte, der sich aus der Bezahlung der Rating Agenturen durch die Emittenten der zu bewertenden Wertpapiere ergab (ebd.). Die Rating Agenturen können zudem als zentrale Akteure der Internationalisierung der Finanzmärkte betrachtet werden (vgl. Beyer 2008: 7): Durch die einheitliche Bewertung von Finanzprodukten und Anlageobjekten machen sie den direkten Kontakt zwischen Investor und Unternehmen überflüssig. Internationale Anleger erhalten über die Rating Agenturen somit Informationen

über die Sicherheit ihrer Investitionen, die sonst nur durch persönlichen Kontakt oder Expertenwissen zu erlangen wäre.

5.2 Strategiewechsel der Unternehmen

Windolf beschreibt eine Veränderung der Unternehmensfinanzierung (in Deutschland) von einem kredit- zu einem aktienbasierten Finanzierungsmodell. Während die „Kredite der Banken...geduldiges, kontrollierendes und risikoaverses Kapital [waren]“ (Windolf 2005: 22), überträgt sich im Zuge der Finanzierung über Investmentfonds die Konkurrenz zwischen diesen institutionellen Anlegern um Spareinlagen auf die Unternehmensstruktur selbst (ebd.: 25). So kommt es zu einer Neuorientierung der Unternehmen an ihren Aktionären, bei der langfristige und risikobegrenzende Strategien dem Ziel kurzfristiger Profitsteigerung weichen.

Am Beispiel der Deutschland AG untersucht Beyer, wie sich der globale Finanzmarkt als neue Kontrollinstanz der Unternehmensführung durchgesetzt hat (Beyer 2008): Als Finanziere nehmen Investmentfonds massiv Einfluss auf die Unternehmensstrategie, während der Aktienkurs als „geeigneter Indikator der Leistung des Managements aufgefasst [wird]“ (ebd.: 4). Die im Verflechtungsnetzwerk der Deutschland AG unternehmensübergreifende Definitionsmacht bzgl. der Ziele der Unternehmensführung wird „gegen die Aussicht auf höhere eigene Rendite ausgetauscht“ (ebd.: 6). Private-Equity und Hedgefonds nehmen in „zum Teil aggressiver Weise“ (ebd.: 7) auf die Unternehmensstrategie Einfluss, sodass langfristige Planung durch das Management nur noch schwer zu leisten ist.

Während der „risikovermindernde Vorteil der Verflechtung“ (ebd.: 5) innerhalb der Deutschland AG dem Risiko einer globalisierten und marktabhängigen Finanzierung gewichen ist, wird nur das Management durch die Kopplung ihrer Gehälter am Aktienkurs für die gestiegene Unsicherheit entschädigt (ebd.: 11). Vor allem die USA dienten Deutschland in den 1990er Jahren als Vorbild, seine Wirtschaftsordnung „den neuen Gegebenheiten einer internationalisierten Weltwirtschaft [anzupassen]“ (ebd.: 5).⁴ Auf den Einfluss dieser „Shareholder-Value-Revolution“ in der US-Wirtschaft weist Campbell ausdrücklich hin (Campbell 2010: 83-84).

5.3 Performativität

Die These einer Performativität untersucht den Einfluss der wissenschaftlichen Analyse der Wirtschaft auf die Wirtschaft und das wirtschaftliche Handeln.⁵ Prominent geworden ist dabei Callons Feststellung, dass „economics, in the broad sense of the term, performs, shapes and formats the economy, rather than observing how it functions“ (Callon 1998: 2, vgl. auch Callon 2006). Ökonomische Theorien werden entsprechend als „Blaupause“ beschrieben, die den Akteuren als Vorlage für die Organisation von Märkten und die Erlangung einer kognitiven Basis für die Kalkulation von Entscheidungen dient (Aspers/Beckert 2008: 249). Im Kontext der Finanzialisierung der Wirtschaft ist v.a. MacKenzies Untersuchung des US-Finanzmarktes interessant (MacKenzie 2006): So hätte die wissenschaftliche Ausarbeitung mathematischer Modelle zur Berechnung etwa der Kursveränderung von Wertpapieren in den 70er Jahren einen Beitrag zur Aufhebung des Verbots spekulativen Börsenhandelns geführt. Das Black-Scholes-Modell zur Bewertung von Finanzoptionen etwa fand (und findet) Verwendung auf dem Finanzmarkt. MacKenzie (2004) hat herausgearbeitet, wie die Ausrichtung nach diesem Modell den US-Aktienmarkt-Crash von 1987 mit beeinflusste.

Im Kontext der aktuellen Finanzkrise weist Palley daraufhin, dass die Euphorie am US Immobilien- und Hypothekenmarkt durch die wirtschaftswissenschaftliche These einer „Great Moderation“

⁴ Auch rechtliche Standards der Risikobegrenzung und des Anlegerschutzes werden in den Blick genommen (Lütz 2008: 256). Diese stärken „das Vertrauen der Marktteilnehmer in die Funktionsweise und damit den Fortbestand des globalisierten Finanzmarktes“ (ebd.: 357).

⁵ Für eine Kritik am Performativity-Ansatz siehe Henriksen 2009 oder Du Gay 2010.

zusätzlich befeuert wurde, „that claimed central banks had tamed the business cycle through improved monetary policy based on improved theoretical understanding of the economy“ (Palley 2010: 31). Nachdem im Jahr 1999 und 2000 Artikel publiziert worden waren, die eine signifikante Abnahme der Volatilität der US-Wirtschaftskraft berechnet hatten, erlangte die These 2004 durch Ben Bernanke (Vorsitzender der Fed) öffentliche Aufmerksamkeit.

Auch Campbell macht deutlich, dass mathematisch-wissenschaftliche Modelle einen Einfluss auf die Bewertung der Risiken im US-Hypothekenmarkt gespielt haben könnten. Obwohl es durchaus einige warnende Stimmen gegeben haben soll, wurden diese weitgehend ignoriert. „[It] became easy to ignore these warnings because firms that had created these financial instruments developed complicated mathematical models to assess the risk involved“ (Campbell 2010: 81).

6. Schlussbemerkungen

Diese Arbeit verfolgte zwei Ziele. Zum einen sollte eine Verbindung zwischen Minskys Krisentheorie und der wirtschaftssoziologischen These einer Finanzialisierung der Wirtschaft hergestellt werden. Zum anderen wurde aus einer eher wissenschaftssoziologischen Perspektive heraus die Hoffnung geäußert, mit Hilfe Disziplinen übergreifender Gemeinsamkeiten Anknüpfungspunkte für weitere Zusammenarbeit zwischen Soziologie und Ökonomik aufzuzeigen. Dies wurde vor dem Hintergrund einer Dominanz neoklassischer Wirtschaftswissenschaft als strategischer Versuch formuliert.

Im Kontext der Weltfinanzkrise von 2007/08 wurden in dieser Arbeit die These der finanziellen Instabilität von Hyman Minsky sowie seine Überlegungen zum Money Manager Capitalism untersucht. Es wurde gezeigt, dass sich seine Theorie zunächst gut verwenden lässt, um die Entwicklungen am US-Hypothekenmarkt zu erklären, die schließlich zur Krise geführt haben. Vor allem aus wirtschaftswissenschaftlicher Richtung wurde daraufhin angemerkt, dass Minskys Fokussierung auf den Finanzmarkt makroökonomische Entwicklungen wie den Verlauf der Einkommensverteilung oder die internationale Wirtschaftspolitik der USA außer Acht lässt. Wichtig waren dabei etwa die Hinweise, dass die Verschiebung von Jobs der Realwirtschaft ins Ausland und ein sinkendes Einkommen der Mittel- und Unterschicht kreditfinanzierten Konsum beschleunigten und so die Dominanz des Finanzmarktes weiter vergrößerten.

Während Minskys Theorie vor allem die Mechanismen beschreibt, die die Wirtschaftsakteure zu Überschuldungen und risikoreicherem Verhalten animieren, ist der Hinweis auf den kreditfinanzierten Konsum privater Haushalte deshalb ein so zentraler Befund, weil er erklärt, warum die Entwicklung auf dem US-Finanzmarkt eine so entscheidende Rolle für die gesamte US-Wirtschaft und -Gesellschaft einnehmen konnte. Noch genauer konnte das Verhältnis von Finanzmarkt und Gesellschaft mit Hilfe der Befunde aus der Wirtschaftssoziologie analysiert werden. Als wichtige strukturelle Bedingung der Krise ist hier zuerst der Einfluss staatlich-politischer Entscheidungen in den USA zu nennen. Nicht nur durch die Aufhebung von Beschränkungen oder Kontrollen, sondern auch durch die Schaffung von Anreizen trug der Staat massiv zur Vergrößerung bestimmter Finanzmärkte bei. So ermöglichte er durch die Aufhebung des Trennbankensystems die Bildung großer Finanzinstitute und beförderte damit die Entwicklung neuer Finanzprodukte. Während Minsky zwar die Dominanz institutioneller Anleger und die Existenz dieser Produkte feststellt, verweist die Wirtschaftssoziologie auf deren politischen und gesellschaftlichen – und mit Hilfe der These der Performativität auch wissenschaftlichen – Entstehungskontext. Auch die Veränderung der Unternehmensstrategie liefert einen umfassenden Blick darauf, wie Unternehmen tendenziell an Unabhängigkeit verlieren und sich immer mehr den Interessen des Marktes anpassen müssen, wollen sie nicht in Finanzierungsschwierigkeiten geraten.

Die Erkenntnisse der Wirtschaftssoziologie liefern eine Erklärung, warum der Finanzmarkt eine derart wichtige Rolle im Wirtschafts- und Gesellschaftssystem einnehmen konnte. Erst vor diesem

Hintergrund gewinnt Minskys Hypothese der finanziellen Instabilität an Erklärungskraft, weil die strukturellen Bedingungen ihrer Wirkungsweise nachvollziehbar werden. Eine interdisziplinäre Zusammenarbeit scheint sich hier also anzubieten. Wenn im Zuge der Weltfinanzkrise politische Reformen des Finanzmarktes angestoßen oder EU-Mitgliedsstaaten unter Sparzwang gesetzt werden, dann wird es notwendig die Frage stellen zu können, in welcher (sozioökonomischen) Welt wir eigentlich leben wollen. Durch eine Kombination aus ökonomischer und soziologischer Perspektive, die dem ökonomischen Mainstream ihre hegemoniale Position streitig macht, verschafft man dieser Frage vielleicht wieder etwas mehr Gehör.

Literatur- und Quellenverzeichnis

- Aspers, Patrick/Beckert, Jens 2008: Märkte, in: Maurer, Andrea (Hrsg.): Handbuch der Wirtschaftssoziologie, Wiesbaden: VS Verlag, S. 225-246.
- Beyer, Jürgen 2008: Globalisierung und Entgrenzung: Die Auflösung der Deutschland AG, in: Stichweh, Rudolf/Windolf, Paul (Hrsg.): Inklusion und Exklusion, Wiesbaden: VS Verlag, S. 303-321.
- Beyer, Jürgen 2012: Seminarplan zum Seminar *Finanzialisierung der Wirtschaft*, Institut für Soziologie; Fakultät Wirtschafts- und Sozialwissenschaften der Universität Hamburg.
- Bieling, Hans-Jürgen 2009: Wenn der Schneeball ins Rollen kommt. Überlegungen zur Dynamik und zum Charakter der Subprime-Krise, in: Zeitschrift für Internationale Beziehungen 16. (1), S. 107-121.
- Callon, Michel 1998 (Hrsg.): *The Laws of the Market*, Blackwell Publishers, Oxford.
- Callon, Michel 2006: What does it mean to say that economics is performative?, CSI Working Paper Series 2006/5.
- Campbell, John L. 2010: Neoliberalism in Crisis: Regulatory Roots of the US Financial Meltdown, in: Lounsbury, Michael/Hirsch, Paul M. (Hrsg.): *Markets on Trial. The Economic Sociology of the US Financial Crisis*, Emerald Group, S. 65-102.
- Du Gay, Paul 2010: Performativities: Butler, Callon and the Moment of Theory, in: *Journal of Cultural Economy* 3/2, S. 171-179.
- Heires, Marcel/Nölke, Andreas 2011: Finanzkrise und Finanzialisierung, in: Kessler, Oliver (Hrsg.): *Die Internationale Politische Ökonomie der Weltfinanzkrise*, Wiesbaden: Springer VS, 37-52.
- Henriksen, Lasse F. 2009: Are financial markets embedded in economics rather than society? A critical review of the performativity thesis, DIIS Working Paper 2009:10, Kopenhagen.
- Krippner, Greta 2005: The Financialization of the American Economy, *Socio-Economic Review* 3/2, S. 173-208.
- Lahart, Justin 2007: In Time of Tumult, Obscure Economist Gains Currency – Mr. Minsky Long Argued Markets Were Crisis Prone; His ‘Moment’ Has Arrived, in: *The Wall Street Journal* 18.08.2007, zu finden auf: <http://online.wsj.com/public/article/SB118736585456901047.html#>, letzter Aufruf 27.03.2013.
- Linder, Fabian 2007: Minsky und die Krisen des Kapitalismus, in: *DIE ZEIT* 22.08.2007, zu finden auf: http://blog.zeit.de/herdentrieb/2007/08/22/minsky-und-die-krisen-des-kapitalismus_196, letzter Aufruf 27.03.2013.
- Lütz, Susanne (2008): Finanzmärkte, in: Andrea Maurer (Hrsg.) *Handbuch der Wirtschaftssoziologie*, Wiesbaden: VS Verlag, S. 341-360.
- Mackenzie, Donald 2004: The big, bad wolf and the rational market: portfolio insurance, the 1987 crash and the performativity of economics, *Economy and Society*, Volume 33, Number 3, S. 303-334.
- Mackenzie, Donald 2006: *An Engine, Not a Camera. How Financial Models Shape Markets*, Cambridge: MIT Press.
- Minsky, Hyman P. 1982a: Can “It” happen again – A reprise, in: Hyman P. Minsky Archive, paper 155, http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/155, letzter Aufruf 27.03.2013.

- Minsky, Hyman P. 1982b: Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance, Armonk, NY: M.E. Sharpe.
- Minsky, Hyman P. 1990a [1975]: John Maynard Keynes – Finanzierungsprozesse, Investition und Instabilität des Kapitalismus, Metropolis Verlag, Marburg/Lahn.
- Minsky, Hyman P. 1990b: Schumpeter and Finance, in: Biasco, Salvatore/Roncaglia, Alessandro/Salvati, Michele (Hrsg.): Markets and Institutions in Economic Development, St. Martin's, New York, S. 51-74.
- Minsky, Hyman P. 1992: The Financial Instability Hypothesis, Working Paper No. 74, The Jerome Levy Institute of Bard College.
- Minsky, Hyman P. 1996: Uncertainty And The Institutional Structure Of Capitalist Economies, in: Hyman P. Minsky Archive, paper 24, http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/24, letzter Aufruf 27.03.2013.
- Misik, Robert: Eine tägliche Dosis Gift, in: Die TAZ 31.07.2012, zu finden auf: <http://taz.de/Debatte-Wirtschaftskrise/198356/>, letzter Aufruf 27.03.2013.
- Mock, Matthias/Kappius, Robert (2009): Verlauf der Finanzkrise. Entstehungsgründe, Verlauf und Gegenmaßnahmen, Berlin: Wissenschaftlicher Dienst des Deutschen Bundestages.
- Palley, Thomas (2010): The Limits of Minskys Financial Instability Hypothesis as an Explanation of the Crisis, in: Monthly Review, Volume 61, Issue 11 (April), S. 28-43.
- Ralfs, Ulla 2006: Von der Sozialökonomie zur Soziologie des Ökonomischen, in: Discussion Papers, Zentrum für Ökonomische und Soziologische Studien, No. 11.
- Russo, Alberto 2012: Elements of novelty, known mechanisms, and the fundamental causes of the recent crisis, MPRA Paper No. 41088, <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/41088/>, letzter Aufruf am 27.03.2013.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 2007: Das Erreichte nicht verspielen. Jahresgutachten 2007/2008, http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/download/gutachten/jg07_ges.pdf, letzter Aufruf am 27.03.2013.
- Sieg, Sven-Jacob 2013: Sozialökonomie heute – Strategiewechsel für ein interdisziplinäres Projekt?, Essay für das Seminar: Lernwerkstatt Propädeutikum, Dozentin: Ulla Ralfs.
- Voß, Stefan 2011: Kann die Hypothese der finanziellen Instabilität von Minsky die aktuelle Finanzkrise 2007/09 erklären?, Vortrag gehalten am 4. November 2010 an der FH Hannover, in: Buchholz, Günter (Hrsg.): Die Wirtschafts- und Finanzkrise mit Blick auf Marx und Keynes - Teil I, Fachhochschule Hannover, Arbeitspapier 02/2011, <http://f4.hs-hannover.de/fileadmin/media/doc/f4/Aktivitaeten/Veroeffentlichungen/2011/gb-02-11.pdf>, letzter Aufruf am 27.03.2013.
- Whalen, Charles J. 2008: The Credit Crunch: A Minsky Moment, in: Studi e Note di Economia, Anno XIII, n. 1-2008, S. 03-21.
- Windolf, Paul 2005: Was ist Finanzmarktkapitalismus?, in: Windolf, Paul (Hrsg.): Finanzmarktkapitalismus, Sonderheft 45 der Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Wiesbaden, S. 20-57