

Philipp P. Metzger

**Die Finanzialisierung der
deutschen Ökonomie am Beispiel
des Wohnungsmarktes**

WESTFÄLISCHES DAMPFBOOT

1. Einleitung

Als Queen Elizabeth II im Jahr 2008 im Zuge der Finanzkrise die London School of Economics and Political Science (LSE) besuchte – eine der renommiertesten Universitäten der Welt, deren Wirtschaftswissenschaftler etliche Nobelpreise gewannen –, stellte sie nur eine Frage: „Why did nobody notice it?“ (The Telegraph, 05.09.2008). Aber keiner der versammelten Ökonomen konnte erklären, warum er die Krise nicht hat kommen sehen. Das im Zentrum der größten Wirtschafts- und Finanzkrise die Finanzialisierung des US-Immobilienmarktes stand, darüber scheint im Nachhinein weitgehend Konsens zu herrschen. So schreibt die Bundeszentrale für Politische Bildung:

Der Crash auf dem US-amerikanischen Immobilienmarkt gilt als Auslöser der globalen Finanzkrise. Im Zuge der Subprime-Krise wurde die Banken-Praxis der Verbriefung einer breiten Öffentlichkeit bekannt: Riskante Kredite wurden mit Hilfe von Rating-Agenturen als Top-Geldanlage verkauft (Bundeszentrale für politische Bildung, 2012).

Aber es ist noch nicht so, dass in der Wissenschaft jenseits des neoklassischen Mainstreams niemand vor einer krisenhaften Tendenz einer finanzdominierten Akkumulation gewarnt hätte. In den 1980er Jahren entwickelte sich das kritische Forschungsprogramm der Finanzialisierung, in dem insbesondere vor den krisenhaften Entwicklungen gewarnt wurde (vgl. Strange, 1986). Mit dem Begriff der Finanzialisierung wird eine Hegemonie des Finanzkapitals gegenüber dem Realkapital verstanden: „But now FIRE [Finance, Insurance, Real Estate, Anm. P.M.] also appears as an industry in which significant growth has taken place over the postwar period. These data could be interpreted as providing evidence for both the post-industrial thesis and for financialization“ (Krippner, 2011, S. 32) – oder wie sich Costas Lapavitsas pointiert ausdrückt: „Profiting without Producing“ (vgl. Lapavitsas, 2013b). Die Veränderungen im Verhältnis zwischen fiktivem Kapital und Realkapital begannen mit dem Ende des Bretton-Woods-Systems und der anschließenden Deregulierung des internationalen Finanzsystems (vgl. Helleiner, 1994). Das führte zur Ausbreitung von Finanzinstrumenten wie Derivate und anderer strukturierter Produkte sowie den zugehörigen Ratings (Phillips, 1994; Dodd, 2005; Sinclair, 2005; Rügemer, 2012; Prager, 2012). Damit einher ging

der Bedeutungszuwachs institutioneller Anleger, zum Beispiel Versicherungen, Pensionskassen, Hedgefonds, Investmentbanken usw. (vgl. Huffs Schmid, 2002). Auch das Verhältnis zwischen Finanzmärkten und Industrie veränderte sich durch Shareholder-Value-Strategien, mit deren Hilfe Unternehmensstrategien an die Bedürfnisse des Finanzmarktes angepasst werden konnten (vgl. Menz/Becker/Sablowski, 1999; Froud et al., 2000; Lazonick/O’Sullivan, 2000; Williams, 2000; Nadvornik, 2006). Parallel wurde der fordistische wohlfahrtsstaatliche Klassenkompromiss aufgekündigt (vgl. Hirsch, 1998). In der Folge stieg die Verschuldung von Staaten und Konsumenten und die Arbeitslosigkeit und prekäre Beschäftigungsverhältnisse sowie niedrigere Löhne in den OECD-Staaten wurden häufiger (vgl. Huffs Schmid, 2002). Innerhalb dieser globalen finanzdominierten Akkumulation war die Finanzialisierung des Immobilienmarktes wichtig, um die Privathaushalte in diesen Prozess zu integrieren (vgl. Martin, 2011). Insbesondere in der US-Ökonomie entwickelte sich eine krisenhafte Dynamik aus einerseits steigenden Vermögenswerten und andererseits der daraus resultierenden Option, sich stärker verschulden zu können (vgl. Krippner, 2005, 2011; Lapavitsas, 2013a). Die Kredite von privaten Haushalten wurden zum Teil zusammengefasst und weiterverkauft, wodurch lokale Immobilienmärkte Teil des globalen Finanzsystems wurden (vgl. Aalbers, 2008). Der daraus entstandene kreditfinanzierte Konsum wurde nicht zuletzt dafür genutzt, die Lohnrückgänge sowie Lohnstagnationen zu kompensieren (vgl. Sablowski, 2008; Zeise, 2009). Außerdem bestand aufgrund der zunehmenden Privatisierung sozialer Sicherungssysteme für viele Lohnabhängige die Notwendigkeit, diese vormals staatlichen Leistungen mithilfe von Krediten zu finanzieren. Diesen Prozess bezeichnete Colin Crouch treffend als „privatisierten Keynesianismus“ (Crouch, 2009, S. 318). In der Folge entwickelte sich ein krisenhaftes, aber scheinbar stabiles schuldenfinanziertes Wachstumsmodell. Die neoklassischen Ökonomen, die die Queen befragte, erkannten nicht das krisenhafte Potenzial dieses Trends und begrüßten in Vergangenheit sogar diese finanzialisierte Akkumulation (vgl. Heine/Herr, 2003; Zeise, 2010; Wendel, 2012), galten doch in der neoklassisch geprägten Mainstreamökonomie Finanzmärkte als die effizientesten, quasi als die perfekten Märkte (vgl. Walter, 2009). Aufgrund dieser unterstellten Effizienz wurden endogene Krisentheorien aus dem Bereich des Möglichen verbannt. Krisen wären, wenn überhaupt nur durch exogene Gründe vorstellbar, wie zu starke politische Regulierung des Marktes, Naturkatastrophen usw. Es wurde weiter unterstellt, dass sich Wirtschaftssubjekte rational verhielten. Ein Anhänger dieser Theorie war der ehemalige Wirtschaftsprofessor der Princeton University Ben Bernanke. Einige Jahre, bevor er Chef der US-Notenbank wurde, argumentierte

er, dass eine extreme Schuldenfinanzierung die zu einem Crash führe, unmöglich sei, weil sich die Akteure schließlich nicht irrational verhalten würden (vgl. Dittli, 2013). Dass genau das in seiner Amtszeit als Notenbank-Chef passiert ist, entbehrt nicht einer gewissen Ironie. Jenseits des Mainstream, innerhalb des Finanzialisierung-Ansatzes, gab es viele warnende Stimmen (vgl. Arrighi, 2010).

Auch wenn es bis jetzt schien, als sei die Finanzialisierungstheorie ein homogener Ansatz, ist dem nicht so. Stattdessen ist sie ein pluralistisches und interdisziplinäres kritisches Forschungsprogramm. Inmitten dieses Wissenschaftsdiskurses finden sich sowohl marxistische, postkeynesianische als auch konstruktivistische und poststrukturalistische Zugänge, wobei die marxistischen und postkeynesianischen innerhalb des Diskurses relevanter sind. Das kann auch damit zusammenhängen, dass diese sich eventuell besser für ein politökonomisches Thema anbieten oder damit, dass konstruktivistische und poststrukturalistische Zugänge noch nicht so lange verankert sind im Forschungsfeld Finanzialisierung wie marxistische und postkeynesianische Analysen.

Vor dem Hintergrund der jeweiligen Theorie weichen die Definitionen darüber, was genau Finanzialisierung ist, voneinander ab. In der marxistisch und postkeynesianisch beeinflussten Regulationstheorie gelangte man beispielsweise zum Fazit eines objektiv bestimmbar finanzdominierten Akkumulationsregimes (vgl. Aglietta, 2000; Boyer, 2000; Stockhammer, 2010; Demirović/Sablowski, 2012). Konstruktivistisch und poststrukturalistisch beeinflusste Ansätze stehen der Möglichkeit, überhaupt ein objektiv bestimmbar finanzdominiertes Akkumulationsregime identifizieren zu können, kritischer gegenüber. Nach Ansicht dieser Theorien ist die Finanzialisierung weniger ein objektiv messbares Phänomen, sondern eher ein unabgeschlossenes, diskursives und widersprüchliches Projekt (vgl. Montgomerie, 2008).

Aber die Definitionen darüber, was Finanzialisierung eigentlich ist, weichen nicht nur aufgrund der jeweiligen Theorie ab, sondern hängen auch von dem Hintergrund des jeweiligen zu untersuchenden Forschungsgegenstand ab (vgl. Epstein, 2005b). Marcel Heires und Anders Nölke argumentieren, dass die Debatte anhand der Makro-, Meso- und Mikroebene einzuteilen wäre (vgl. Heires/Nölke, 2014, S. 257f.). Auf der Mikroebene werde beispielsweise die Finanzialisierung des täglichen Lebens von Individuen und Haushalten analysiert (vgl. Martin, 2002). Diese Arbeiten thematisieren, wie Hypothekenschulen private Haushalte von der Dynamik von Finanzmärkten abhängig gemacht hätten, aber auch, dass die Privatisierung von ehemals sozialstaatlichen Leistungen dazu geführt habe, dass mithilfe der Ausbreitung von Anlageprodukten für Privathaushalte diese

auch als Anleger in den Finanzmarkt integriert würden, z.B. durch die private Altersvorsorge (vgl. Heires/Nölke, 2013, S. 257). Auf der Makroebene werde das Verhältnis von Finanzmarkt und dem Industriekapital untersucht. Auf der einen Seite werde der Profitanteil der FIRE-Branchen analysiert und gegenüber allen anderen Branchen verglichen.

Einen vielfach erwähnten und exzellenten Überblick über den eher marxistisch und postkeynesianisch inspirierten Teil der Debatte leistet auch Greta R. Krippner (vgl. Krippner, 2011, S. 27-58), angefangen bei den Arbeiten, die die Finanzialisierung mit der Shareholder-Value-Strategie identifizieren, über Arbeiten mit Bezug zu den Anfängen des 20. Jahrhunderts bis zu den Arbeiten, die die Werke von Rudolf Hilferding und Wladimir Iljitsch Lenin diskutieren. War doch Hilferding einer der ersten Theoretiker, der das Verhältnis von Krediten und Unternehmenskontrolle diskutierte (vgl. Windolf, 2005a, S. 21). Damit verknüpft sind auch Arbeiten, die eine mögliche Dominanz des market financial systems über ein bank-based financial system diskutieren. Einen anderer Teil der Debatte analysiert den politischen und ökonomischen Einfluss der rentier class (wie z.B. vgl. Duménil/Lévy, 2011). Ein neuere Studie in diesem Kontext, die nach der Zusammenfassung von Krippner erschienen ist, ist „Capital in the Twenty-First Century“ von Thomas Piketty (vgl. Metzger, 2014; Piketty, 2014), in der dieser eine steigende soziale Ungleichheit beschreibt von einerseits vermögenden Privathaushalten auf der einen Seite und Lohnabhängigen, die kaum Vermögenswerte aufbauen können, auf der anderen Seite. Diese Theorie ergänzt sich mit dem 1%-vs.-99%-Bild der Occupy Wall-Street Bewegung. Krippner argumentiert, dass all diese Arbeiten nur einzelne Phänomene erfassen, die die Finanzialisierung ausmachen. Folglich definiert sie Finanzialisierung als „pattern of accumulation in which profit making occurs increasingly through financial channels rather than through trade and commodity production“ (Krippner, 2005, S. 174).

Im Anschluss an die Definition von Krippner schließt Gerald A. Epstein an, liefert aber eine sehr viel breitere Definition: „Financialization refers to the increasing importance of financial markets, financial motives, financial institutions, and financial elites in the operation of the economy and its governing institutions, both at the national and international level“ (Epstein, 2005b, S. 3). Autoren wie Heires und Nölke kritisieren diese Definition als zu breit bzw. es wirke, als sei die Finanzialisierung ein sich „in alle Lebensbereiche erstreckendes Phänomen“ (Heires/Nölke, 2014, S. 259) und nicht mehr klar, wo die Grenzen zu anderen Konzepten wie Neoliberalismus und Globalisierung liegen würden. Ich halte diese

Kritik zwar für hilfreich, die Kategorie zu schärfen, aber auch für übertrieben, weil die Definition Epsteins durchaus der politökonomischen Breite des sozialen Verhältnisses Finanzialisierung angemessen ist. Auch stellt sich z.B. nicht die Frage: Finanzialisierung oder Neoliberalismus? Weil beide Konzepte sich nicht ausschließen, sondern integral miteinander verbunden sind. Das *oder* kann durch ein *und* ersetzt werden: Finanzialisierte Akkumulation, Internationalisierung der Produktion und neoliberale Politik sind kein Widerspruch, sondern ein reales Ganze (das allerdings analytisch getrennt untersucht werden kann).

Neben Krippner und Epstein gibt es noch eine Vielzahl von Definitionsversuchen. Eine stammt zum Beispiel aus der deutschen Debatte darüber, was Finanzialisierung sei: „Im Vergleich zum organischen Kapitalismus hat das System von Institutionen, das hier als ‘Finanzmarkt-Kapitalismus’ bezeichnet wird, eine andere Konfiguration. Das dominante Finanzierungsinstrument ist nicht der Kredit, sondern die Aktie“ (Windolf, 2005a, S. 23). Diese eher industriesoziologische Definition ist meiner Ansicht nach wiederum zu eng, weil sich Finanzialisierung nicht nur auf den Kapitalmarkt beschränkt, sondern den gesamten Finanzmarkt umfasst. Und in diesem Sinne hat sich die Funktion des Kredits selbst verändert. Oder anderes formuliert: Diese Definition wäre zu eng, um die Subprimekrise des US-Immobilienmarktes zu beschreiben. Neben all diesen Definitionen gibt es auch immer noch Arbeiten, die eine Hegemonie des Finanzmarktes bestreiten (vgl. Krumbein/Fricke/Hellmer et al., 2014). Auf diese werde ich an dieser Stelle nicht näher eingehen, aber das Fazit meines Dissertationsprojekts könnte auch als Antwort auf diese Arbeiten verstanden werden. Ich kann aber vorwegnehmen, dass ich die Argumentation von Wolfgang Krumbein nicht für überzeugend halte. Eine Irritation könnte auch damit zusammenhängen, dass die Analysen der Finanzialisierung nicht ohne weiteres auf Deutschland zu übertagen sind.

Innerhalb der Finanzialisierungsliteratur sind die USA und Großbritannien die Musterbeispiele (vgl. Montgomerie, 2008, S. 241). Und diese Länder unterscheiden sich traditionell vom deutschen Kapitalmarkt. So bemerkt Lapavitsas:

Ascertaining the balance between credit system and capital market within the financial system is a complex theoretical problem that underpins the traditional distinction among financial systems into, respectively, bank-based (or German-Japanese) and capital market-based (or Anglo-Saxon) (Lapavitsas, 2013b, S. 135).

In Ländern mit einem market-based finance system besitzt der Finanzmarkt eine stärkere Bedeutung und ist weiter entwickelt als in Ländern, in denen ein bank-based finance system vorherrscht (vgl. Lapavitsas, 2013b, S. 212). Und Windolf bemerkt zu diesem Komplex bezogen auf die Unternehmensebene:

Daher finden wir in Ländern, in denen die Unternehmen überwiegend über Kredite finanziert werden (z.B. Deutschland, Japan) andere Formen der 'corporate governance' als in Ländern, in denen die Unternehmen überwiegend über Aktien finanziert werden (USA, Großbritannien). Unterschiedliche Typen des Kapitalismus sind nicht nur durch jeweils variierende Institutionen des Arbeitsmarktes oder des Wohlfahrtsstaates geprägt, sondern auch durch unterschiedliche Finanzmarktinstitutionen (Windolf, 2005a, S. 21).

Andererseits relativiert Lapavitsas insoweit seine Aussage, als dass „the character of the financial system cannot be captured fully by the distinction between bank-based and market-based system“ (Lapavitsas, 2013b, S. 137).

Da der Fokus des Finanzialisierungsdiskurses auf den USA und Großbritannien liegt und dieser nicht ohne Weiteres aufgrund der unterschiedlichen Struktur des Finanzmarktes übertragbar ist, stellt sich die Frage, inwieweit die deutsche Ökonomie überhaupt finanzialisiert ist.

Die konkrete Finanzierung der deutschen Ökonomie ist also eine Forschungslücke. Dennoch gab es einige wissenschaftliche Publikationen, auch wenn der Themenkomplex noch nicht ausreichend behandelt wurde. Diese Arbeiten deuten an, dass die deutsche Ökonomie sich transformiert. Seit Mitte der 1990er Jahre begann sich die sogenannte Deutschland AG aufzulösen (vgl. Kreppe/Höpner, 2006). Mit der Deutschland AG waren die traditionell engen Verflechtungen zwischen Industrie und Banken gemeint. Die Banken zogen sich aus den Aufsichtsräten der großen deutschen Unternehmen zurück und verkauften ihre Unternehmensbeteiligungen. In vielen deutschen Unternehmen waren die neuen Eigentümer plötzlich Pensionsfonds, Private-Equity-Fonds und andere institutionelle Investoren (vgl. Windolf, 2005a, S. 7). Auch die Shareholder-Value-Strategie fand in vielen Unternehmen ihren Niederschlag. Besonders gut erforscht sind die Auswirkungen in der deutschen Chemieindustrie (Menz/Becker/Sablowski, 1999; Sablowski, 2005; Kädtler, 2006; Nadvornik, 2006; Müller, 2012). Auch wenn in Deutschland der Neoliberalismus schon länger angekommen war (vgl. Stütze, 2013a), setzte doch die ehemalige rot-grüne Bundesregierung massiv auf Privatisierung, Deregulierung und Sozialabbau. Martin Höpner argumentiert, dass die Steuergesetze und diversen Finanzmarktfördergesetze das Ende der Deutschland AG beschleunigten (vgl. Höpner, 2005). Es wurde versucht, den Sozialabbau in Form der Agenda 2010 mit der teilweisen Finanzierung der Sozialversicherungssysteme zu begleiten, z.B. in Form der Riester-Rente. Das warf die Frage auf, ob sich dadurch in Deutschland auch eine exorbitante Privatverschuldung entwickelte. In einer neueren Studie geht Daniel Mertens dieser Frage nach, kann aber keine Vergleichbare Privatverschuldung wie in den USA finden.

Auch in dem Finanzstabilitätsbericht der Deutschen Bundesbank kommt diese zu dem Schluss, dass die Schuldentragfähigkeit der privaten Haushalte robust und sogar gemessen am verfügbaren Einkommen rückläufig sei (vgl. Deutsche Bundesbank, 2012, S. 61f.). Das legt den Schluss nahe, dass der deutsche Immobilienmarkt nicht finanzialisiert sei. Zwar bemerkt die Bundesbank im gleichen Bericht, dass die Nachfrage nach privaten Immobilienkrediten deutlich ansteige, allerdings sei die Kreditvergabe der Banken dennoch weiter konservativ. „Die Zinsbelastung ist in Relation zum verfügbaren Einkommen seit Jahren rückläufig und befindet sich seit dem Jahr 2009 auf einem historisch niedrigen Stand von gut 3 %“ (Deutsche Bundesbank, 2012, S. 63) oder anders formuliert: Es gibt in Deutschland für private Haushalte keinen Kredit-Subprimemarkt für Immobilienkredite. Außerdem ist der deutsche Immobilienmarkt im internationalen Vergleich besonders: In Deutschland ist die Eigentumsquote im Vergleich mit anderen OECD-Ökonomien besonders niedrig. Aufgrund fehlender expansiver Privatverschuldung und fehlendem Eigentum könnte man meinen, der deutsche Immobilienmarkt sei nicht finanzialisiert. Dass der Immobilienmarkt trotzdem ganz anders finanzialisiert ist als in den USA, ganz ohne massive Verschuldung der Privathaushalte oder Erhöhung der Eigentumsquote, ist die These dieser Arbeit. Gerade vor dem Hintergrund der enormen Bedeutung des Immobilienmarktes für die US-Finanzialisierung und die internationale Krise ist die Analyse der Finanzialisierung des deutschen Immobilienmarktes ein wichtiges Forschungsthema.

Als ich mit meiner Arbeit eigentlich schon fertig war, las ich die Schlagzeile: „Dank steigender Mieten. Vonovia wird zur Gewinnmaschine“ (Boerse.ARD.de, 06.03.2018). Das deutet schon an, welche Entwicklung sich auf dem deutschen Mietmarkt vollzieht: Keine Finanzialisierung hin zu einer Eigentumsnation, sondern eine Finanzialisierung auf dem Boden einer Mieternation. Große Aktiengesellschaften wie die Vonovia oder die Deutsche Wohnen usw. spielen eine zunehmend relevante Rolle auf dem Immobilienmarkt. Dass die stark steigenden Mieten in Deutschland Teil der Finanzialisierung der deutschen Ökonomie sein könnte, wird im öffentlichen Diskurs noch nicht wahrgenommen.