

**Die Deregulierung der Finanzmärkte
als Ursache ihrer Krise**

Stefan Schiman

Die Deregulierung der Finanzmärkte als Ursache ihrer Krise

Stefan Schiman

WIFO Working Papers, Nr. 524

August 2016

Inhalt

Die Finanzmarktreformen nach der Depression in den 1930er Jahren und die Neuordnung des internationalen Finanzsystems in Bretton Woods 1944 bildeten die Grundlage für eine marktwirtschaftliche Ordnung mit stark regulierten Finanzmärkten, die sich im Westen nach dem Zweiten Weltkrieg etablierte. Die Instabilität des Wechselkursregimes aufgrund der asymmetrischen Rolle des Dollars bewirkte den Zusammenbruch dieses Ordnungsrahmens. Starke Wechselkursschwankungen folgten Erdölpreisschocks, die eine Hochzinspolitik auslösten, welche die Regulierung der Finanzmärkte in den USA und in Großbritannien untergrub. Die durch die Erdölkrise beschädigte nachfrageorientierte Wirtschaftspolitik wurde zudem von einer neoliberalen Doktrin abgelöst, die den Deregulierungsprozess theoretisch fundierte. Der mit dessen kompetitivem Charakter einhergehende Druck auf geschützte Finanzdienstleistungen und auf deren Profitabilität erzeugte eine Welle an Zusammenschlüssen in der Finanzwirtschaft und ermöglichte den dadurch entstandenen Finanzkonglomeraten immer riskantere Geschäfte, die mit dem Einlagen- und Kreditgeschäft eng verzahnt waren. Diese Gemengelage, die an die Ursprünge der Finanzmarktkrise 1929 erinnert, entzündete sich schließlich am Immobilienpreisboom in den USA und mündete in die Finanzmarktkrise 2007/08.

E-Mail-Adresse: Stefan.Schiman@wifo.ac.at
2016/247/W/0

© 2016 Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung
Medieninhaber (Verleger), Hersteller: Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung • 1030 Wien, Arsenal, Objekt 20 •
Tel. (43 1) 798 26 01-0 • Fax (43 1) 798 93 86 • <http://www.wifo.ac.at> • Verlags- und Herstellungsort: Wien
Die Working Papers geben nicht notwendigerweise die Meinung des WIFO wieder
Kostenloser Download: <http://www.wifo.ac.at/www/pubid/58996>

1. Einleitung¹⁾

Die volkswirtschaftlichen Entwicklungen, die mit der Finanzmarktkrise 2007/08 in Verbindung gebracht werden, sind vielfältig: Sie erstrecken sich von den Ungleichgewichten im Außenhandel über verzerrte Anreize im Wertpapierrating bis zu den Auswüchsen des Schattenbankwesens und den Übertreibungen am amerikanischen Häusermarkt (vgl. *Ramskogler, 2015; Schuberth, 2013; Beirat für Wirtschafts- und Sozialfragen, 2009; Url, 2009*). Diese Vielfalt illustriert die weitreichenden Verzweigungen der Krise und ihres Zustandekommens. Im historischen Blickfeld stellt sich die Finanzmarktkrise als Kulminationspunkt eines Prozesses dar, der in den 1970er Jahren seinen Ausgang nahm und die Weltwirtschaft seither entscheidend geprägt hat: der Deregulierung der Finanzmärkte (*Tichy, 2014, S. 224-225*).

Wie die Finanzmarktkrise nur im Kontext der Deregulierung zu verstehen ist, kann der Prozess der Deregulierung selbst nur vor dem Hintergrund der Finanzmarktregulierung und des sie umgebenden Ordnungsrahmens verstanden werden. Für die weitreichende Regulierung, insbesondere in dem für die Entwicklung der Finanzmärkte maßgeblichen angloamerikanischen Raum, waren zwei zentrale historische Ereignisse des 20. Jahrhunderts bestimmend. Das erste, die Große Depression 1929-1933, war ihrerseits die Folge von Übertreibungen an den Finanzmärkten (*Eichengreen, 2015, S. 3*). Aufgrund der augenscheinlichen Parallelen zur Großen Rezession 2008/09²⁾ wird sie hier als historischer Ausgangspunkt gewählt, dem unmittelbar eine Epoche überwiegend regulierter Finanzmärkte folgte (bis in die 1970er Jahre). Neben der Großen Depression war das zweite für die Beschaffenheit des Währungssystems und der Kapitalmärkte bestimmende Ereignis der Zweite Weltkrieg 1939-45. Er erzeugte große Verwerfungen in der Industrielandschaft der Achsenmächte, die einen Wiederaufbau erforderlich machten, der stark von öffentlichen Interessen geprägt war und Regulierungen ein günstiges Umfeld bot (*Eichengreen, 2007, S. 91-92, S. 95*). Außerdem führte der Krieg zu einem starken

¹⁾ Dieser Artikel entstand im Rahmen eines Seminars der Arbeiterkammer Niederösterreich am 15. Oktober 2015 in Hirschwang. Der Autor dankt Paul Ramskogler, Stephan Schulmeister und Gunther Tichy für wertvolle Kommentare zu einer ersten Fassung und Martha Steiner für die wissenschaftliche Assistenz.

²⁾ Was die unmittelbare wirtschaftspolitische Reaktion betrifft, unterscheiden sich die beiden Wirtschaftskrisen maßgeblich voneinander: Während die Große Depression durch restriktive Budget- und Einkommenspolitiken, protektionistische Maßnahmen und Währungsabwertungen verstärkt wurde, war die Wirtschaftspolitik 2008/09 viel stärker von den Einsichten geprägt, die Keynes durch die wirtschaftspolitischen Irrungen seinerzeit gewonnen hatte.

Anstieg der Staatsverschuldung, deren Rückführung unter anderem durch Maßnahmen der Finanzmarktregulierung erzielt wurde („Financial Repression“, *Reinhart – Sbrancia, 2015, S. 299*). Darüber hinaus erzeugte er ein günstiges Umfeld für Kooperation und Zusammenarbeit, auf dem sich das auf Koordination und Finanzmarktregulierung beruhende Weltwährungssystem von Bretton Woods etablieren konnte (*Helleiner, 2010, S. 621*). Dieses war aber nicht nur ein Resultat kooperativen Verhaltens der Nationen, sondern vor allem ein Abbild des hegemonialen Anspruchs der USA, der seinen Ausdruck in der Sonderrolle des US-Dollar als Ankerwährung fand. Die Ausgestaltung des Währungssystems führte letztlich zu dessen Scheitern (*Schulmeister, 2000, S. 365*); und in weiterer Folge zum sukzessiven Abbau der Finanzmarktregulierung.

Im folgenden, zweiten Abschnitt werden die zentralen Regulierungsmaßnahmen im Rahmen der New-Deal-Finanzmarktreformen und die Funktionsweise von „Financial Repression“ behandelt. Der dritte Abschnitt erläutert die Einbettung der Finanzmarktregulierung in den marktwirtschaftlichen Ordnungsrahmen von Bretton Woods. Wie nach dessen Zusammenbruch die Finanzmarktderegulierung in Gang kam, zeigt der vierte Abschnitt. Der fünfte beschreibt den Übergang vom keynesianischen zum neoliberalen Paradigma in den 1970er Jahren, der in den Prozess der kompetitiven Deregulierung ab den 1980er Jahren mündete. In Abschnitt sechs wird gezeigt, dass sich durch die zunehmende Entfesselung der Finanzmärkte riesige Finanzkonglomerate bildeten, deren Transaktionen und Finanzinnovationen aufs engste miteinander verwoben waren und die sich schließlich im Epizentrum der Finanzmarktkrise 2007/08 wiederfanden.

2. New Deal und „Financial Repression“ als Grundlagen der Finanzmarktregulierung

Die Finanzmarktreformen des New Deal

Der Banking Act von 1933 (auch: Glass-Steagall-Act) war eine wirtschaftspolitische Reaktion auf die Große Depression in den USA und deren Ursachen. Die damit einhergehende umfassende Regulierung des amerikanischen Finanzwesens wurde zu einem integralen Bestandteil eines neuen Ordnungsrahmens, der die Volkswirtschaft der USA und die Weltwirtschaft in den

folgenden Jahrzehnten prägte (Eichengreen, 2015, S. 244ff und S. 318). Im Wesentlichen sind mit dem Banking Act folgende Maßnahmen verbunden:

- die Schaffung einer Einlagensicherung,
- die institutionelle Trennung von Einlagen- und Wertpapiergeschäft („Spartentrennung“),
- die Deckelung der Zinssätze.

Die Einlagensicherung entkoppelte die Sicherheit der Bankeinlagen (bis zu einer gewissen Höhe) vom wirtschaftlichen Schicksal der jeweiligen Bank. Dadurch wurden der Teufelskreis aus gegenseitigem Misstrauen an den Finanzmärkten unterbrochen und Bank-Runs unterbunden. Die Spartentrennung sah wiederum eine Trennung von Geschäfts- und Investmentbanken vor, die den Kreditkreislauf der Realwirtschaft von den Vermögenmärkten entkoppelte. Regulation Q bewirkte eine Deckelung der Zinssätze auf Spareinlagen und ein Zinsverbot für Sichteinlagen. Ein Ziel war es, den Preiswettbewerb unter den Anbietern, also den Wettbewerb der Banken um Kundeneinlagen über höhere Zinssätze, zu verringern (Gilbert, 1986, S. 23). Die Elemente der New-Deal-Finanzmarktreform ergänzten einander; so wirkte die Zinssatzregulierung der Profitdämpfung, die die Spartentrennung verursachte, entgegen. Es ist daher nicht verwunderlich, dass auf die Beendigung der Zinssatzdeckelung in der Frühphase der Deregulierung in den 1980er Jahren die sukzessive Aushöhlung der Spartentrennung folgte.

Ein weiterer Aspekt von Finanzmarktregulierung ist, dass sie den Zuwachs der Vermögenseinkommen schmälert. Der Erfolg der Deregulierung ab den 1980er Jahren beruhte nicht zuletzt darauf, dass auch breitere Bevölkerungsschichten durch kapitalgedeckte Vorsorgesysteme von einem besseren Zugang zu ertragreicheren (und riskanteren) Anlageformen – vermeintlich – profitierten (Gilbert, 1986, S. 29-30; Enkyo, 1989, S. 101), während das gesamtwirtschaftliche Risiko deregulierter Finanzmärkte mit dem wachsenden zeitlichen Abstand zur Großen Depression immer stärker in den Hintergrund trat.

Zinssatzdeckelung – Stabilisierung des Finanzsystems

Die Zinssatzdeckelung wurde in den USA in Form der Regulation Q im Rahmen des Banking Act 1933 eingeführt. Sie sah ein Verbot von Zinssätzen auf Sichteinlagen vor, sowie eine De-

ckelung jener auf Spareinlagen bei Geschäftsbanken. Für gemeinnützige Bausparkassen („savings and loan associations“) wurde die Deckelung ab 1966 etwas höher angesetzt, um den privaten Wohnbau zu fördern (Eichengreen, 2015, S. 68).

Mit der Deckelung der Einlagenzinssätze wurden mehrere wirtschaftspolitische Ziele verfolgt (Gilbert, 1986, S. 22ff): Erstens sollte damit ein aggressiver Wettbewerb um Kundeneinlagen unterbunden werden. Im Vorfeld der Großen Depression übertrafen sich die Geschäftsbanken mit immer höheren Einlagenzinssätzen, da das Kreditangebot in der Endphase des Kreditbooms kaum mit der steigenden Nachfrage Schritt hielt. Die Deckelung war ein Versuch, eine neuerliche Kreditblase zu unterbinden, indem deren Finanzierung erschwert wurde. Ein weiteres Ziel von Regulation Q war, die Rentabilität von Finanzanlagen zu senken und so Kredite stärker in realwirtschaftliche Investitionen zu lenken. Banken sollten angehalten werden, weniger in Finanzprodukte zu investieren und mehr Kredite an den Nichtbankensektor (an die Realwirtschaft) zu vergeben. Dies sollte zudem die Forderungen der Banken untereinander reduzieren und so – als drittes Ziel – die Anfälligkeit des Interbankenmarkts für Vertrauenseffekte verringern, sodass er in Krisensituationen weniger rasch zum Erliegen kommt. Hinsichtlich der Stabilisierung des Finanzsystems war die Regulierung im Großen und Ganzen erfolgreich, wie die Finanzmarktkrise von 2007/08 kontrafaktisch zeigt: Der Deregulierung seit den 1980er Jahren folgte genau jene enge Verflechtung innerhalb der Finanzwirtschaft, die für die Tiefe der späteren Krise letztlich eine wichtige Rolle spielte.

Neben den Zielen, das Entstehen von Kreditblasen zu verhindern, die Attraktivität von Finanzinvestitionen zu verringern und das Finanzwesen langfristig zu stabilisieren, wurde mit der Zinssatzdeckelung aber auch die Absicht verfolgt, die Geschäftsbanken für Erschwernisse, die sie im Zuge des Banking Act tragen mussten, zu kompensieren: Aufgrund der Spartenentrennung nahm die Profitabilität der Banken ab, da Netzwerkeffekte wegfielen. Die Zinssatzdeckelung erhöhte dagegen tendenziell die Profitabilität der Banken auf Kosten der Vermögenseinkommen der Sparer.

„Financial Repression“ im Lichte der Finanzmarktregulierung

Aus Sicht der privaten Haushalte handelte es sich bei der Zinssatzdeckelung also um eine Beschränkung ihrer Vermögenseinkommenszuwächse. Dieser Effekt wurde durch spätere Regu-

lierungsmaßnahmen, die in der Literatur als „Financial Repression“ bezeichnet werden (vgl. *Reinhart – Sbrancia, 2015; Battilossi, 2005*), verstärkt. Es handelt sich dabei im Wesentlichen um die Besserstellung heimischer Anlagemöglichkeiten (insbesondere Staatsanleihen) gegenüber Veranlagungen im Ausland durch:

- Kapitalverkehrskontrollen,
- hohe Reservevorschriften für Banken,
- variierende Hinterlegungsvorschriften je nach Veranlagungsdestination,
- Finanztransaktionssteuern.

Derlei Maßnahmen prägten den finanzpolitischen Ordnungsrahmen der Industrieländer über mehrere Jahrzehnte hinweg, bis zum Einsetzen der Deregulierung in den 1980er Jahren. Ähnlich wie Regulation Q dämpften sie die Vermögenszuwächse der Sparer. Während hingegen die Geschäftsbanken von Regulation Q profitierten, da ihre Finanzierungskosten gedeckelt wurden, war „Financial Repression“ eine Umverteilung des gesamtwirtschaftlichen Vermögenszuwachses zugunsten der öffentlichen Hand. Auf diese Weise wurde einer Entwicklung begegnet, die ursächlich mit dem Zweiten Weltkrieg (1939-1945) in Zusammenhang steht: der stark angestiegenen Staatsverschuldung (*Reinhart – Sbrancia, 2015, S. 294-295*). In den USA bewegte sich die Staatsschuldenquote im Zeitraum zwischen dem Ende der Großen Depression 1933 und dem Eintritt in den Zweiten Weltkrieg 1941 stabil um 40% bis 45% des BIP. Innerhalb der folgenden fünf Jahre verdreifachte sie sich kriegsbedingt auf über 120% des BIP. Die wirtschaftspolitischen Maßnahmen von „Financial Repression“ führten dazu, dass die Veranlagung von Vermögen in öffentlichen Schuldverschreibungen gegenüber anderen Veranlagungsformen begünstigt wurde. Gleichzeitig erschwerte „Financial Repression“ den Sparern und den Banken den Zugang zu ertragreicheren Anlageformen und senkte so – ähnlich wie Regulation Q – die durchschnittliche Rendite von Finanzanlagen (*Reinhart – Sbrancia, 2015, S. 301*).

3. Finanzmarktregulierung als Element der Bretton-Woods-Ordnung

Bestimmend für die Regulierung der Finanzmärkte bis Anfang der 1980er Jahre waren demnach zwei zentrale historische Ereignisse des 20. Jahrhunderts: die Große Depression 1929-

1933 (damit verbunden: die Popularität des keynesianischen Gedankenguts) und der Zweite Weltkrieg 1939-1945. Die Finanzmarktregulierungen des New Deal waren eine unmittelbare Folge der Großen Depression; der Krieg wiederum erzeugte ein für Regulierung und wirtschaftspolitische Kooperation günstiges Umfeld. Daraus erwuchs ein wirtschaftspolitischer Ordnungsrahmen, der als „embedded liberalism“ (vgl. *Ruggie*, 1982) oder als „restrictive financial order“ (*Helleiner*, 1994, S. 3ff) bezeichnet wurde. Bestimmte Elemente der Wirtschaftsordnung wurden eingeschränkt (Freiheit des Kapitalverkehrs), um andere zu bewahren (Freihandel) und gleichzeitig neue wirtschaftspolitische Ansprüche (nationalstaatliche Spielräume in der Wirtschaftspolitik) einzulösen (*Ruggie*, 1982, S. 385 und S. 392). Es geht also um die Abwendung von einem Laissez-faire-Liberalismus hin zu einer marktwirtschaftlichen Ordnung, in der finanzwirtschaftliche Möglichkeiten zugunsten von realwirtschaftlichen Zielen beschränkt wurden (*Ghosh – Qureshi*, 2016, S. 4 und S. 15). Der Beginn dieser Epoche kann mit der Konferenz von Bretton Woods (1944) datiert werden, bei der die wesentlichen Eckpfeiler der künftigen internationalen Wirtschaftsordnung festgelegt wurden; einer Wirtschaftsordnung, die stark auf den keynesianischen Ideen der 1930er Jahre beruhte und in der die Regulierung der Finanzmärkte eine zentrale Rolle einnahm.

Die wirtschaftspolitische Autonomie der Nationalstaaten, die in diesem neuen Ordnungsrahmen eine wichtige Stellung hatte, umfasste nicht nur fiskal- und geldpolitische Eingriffe im Sinne der Konjunkturpolitik. Für Regionen mit wirtschaftlichem Aufholbedarf, zu denen nach dem Zweiten Weltkrieg auch Westeuropa und Japan zählten, schloss es außerdem den Aufbau und die Förderung nationaler Industrien mit ein. Diese wirtschaftspolitischen Ansprüche wurden durch eine Beschränkung der freien Marktkräfte der Finanzmärkte eingelöst, die im Wesentlichen durch folgende Maßnahmen erzielt wurde:

- Beschränkung des Kapitalverkehrs,
- Fixierung der Wechselkurse,
- Regulierung des Finanzsystems.

Dadurch wurden Zinssätze und Wechselkurse, zwei für die langfristige ökonomische Planbarkeit zentrale Vermögenspreise, reguliert. Effektive Kapitalverkehrsbeschränkungen unterbanden einen Deregulierungswettbewerb zwischen den Ländern, indem sie Ausweichverhalten erschwerten (*Battilossi*, 2005, S. 11). Diese Komplementarität der ordnungspolitischen Eingriffe

verlieh der Bretton-Woods-Ordnung eine gewisse Stabilität und die Finanzmarktregulierung erlangte damit eine tragende, systemisch relevante Rolle im wirtschaftspolitischen Ordnungsrahmen nach 1944.

Im Bretton-Woods-Wechselkursregime wurde der US-Dollar als Ankerwährung festgelegt. Sein Preis wurde in Goldeinheiten fixiert (35 \$ pro Feinunze) und die amerikanische Zentralbank verpflichtete sich zum unbeschränkten Umtausch von Dollar und Gold zum festgelegten Kurs. Im Gegensatz zum Goldstandard früherer Jahre galt diese Verpflichtung nur gegenüber anderen Zentralbanken; eine Einschränkung, die sich aus der Logik der Kapitalverkehrsbeschränkung für den privaten Sektor ergab. Mit dieser asymmetrischen Ausgestaltung des Wechselkursregimes, die letztlich zum Scheitern des Bretton-Woods-Systems führte und den Weg für die Deregulierung der Finanzmärkte bereitete, setzte sich die USA durch. Großbritannien hatte ein multilaterales Regime mit einer internationalen Währung (Bancor) und einer zentralen Clearingsstelle bevorzugt (*Handler, 2008, S. 5-6*). Die USA trachtete hingegen danach, ihren hegemonialen Anspruch durch die Sonderstellung ihrer Währung zu festigen (*Helleiner, 1994, S. 14*).

Im Gegensatz zur Ausgestaltung des Wechselkurssystems herrschte hinsichtlich der Rolle des Finanzsystems zwischen den beiden Hauptakteuren von Bretton Woods (die USA, vertreten durch Harry Dexter White, und Großbritannien, vertreten durch John Maynard Keynes) sowie den anderen Teilnehmerländern im Großen und Ganzen Übereinstimmung: Finanzdienstleistungen wurden nicht auf einer Ebene mit den realwirtschaftlichen Sektoren gesehen, sondern ihnen nachgeordnet (*Helleiner, 1994, S. 37*). Das vorrangige wirtschaftspolitische Ziel war es, den materiellen Wohlstand für breite Bevölkerungsschichten zu erhöhen. Eingedenk der negativen Erfahrungen im Zuge der Großen Depression wurden unregulierte Finanzmärkte als schädlich erachtet. Eine wohlstandsmehrende marktwirtschaftliche Ordnung und ein unreguliertes Finanzsystem schlossen sich entsprechend der vorherrschenden keynesianischen Sichtweise aus. Diese Sichtweise prägte die folgenden zwei Jahrzehnte; Finanzdienstleistungen führten ein Schattendasein im wirtschaftlichen Fortschritt der Nationen.

4. Aufkeimende Deregulierung in einem instabilen Währungssystem

Im Schatten des beispiellosen Wachstums des materiellen Wohlstands in den aufholenden Industrienationen, aber auch in den USA, wird bereits in den 1950er Jahren die Saat für die spätere Deregulierung der Finanzmärkte gelegt. In makroökonomischer Hinsicht wurzelte sie in der Asymmetrie des Wechselkursregimes bzw. der Doppelrolle des US-Dollar als nationale und als Reservewährung (Eichengreen, 1996, S. 107)³⁾. Die damit einhergehende starke Dollarnachfrage setzte bereits in der zweiten Hälfte der 1940er Jahre ein, als die Unsicherheit um das wirtschaftliche Los Europas zu einer Kapitalflucht in die USA führte (Kapitalkontrollen waren zu dieser Zeit noch schwach), die zum Teil durch die Marshall-Hilfe kompensiert wurde (Helleiner, 1994, S. 58-59). Ein systematischerer Dollarengpass ergab sich durch das hohe weltweite Wirtschaftswachstum und die starke Zunahme des Außenhandels: Da die Zentralbanken veranlasst waren, ausreichend Dollarreserven zu halten, um die Stabilität der Wechselkurse ihrer Währungen gegenüber dem US-Dollar zu gewährleisten, beschleunigte sich die internationale Dollarnachfrage. In der amerikanischen Zahlungsbilanz führte dies zu dauerhaften Ungleichgewichten. Da die Ausweitung des Dollarangebots wegen der Goldpreisbindung limitiert war, wurden die hohen Kapitalimporte anderweitig ausgeglichen; z.B. durch den Kauf ausländischer Unternehmen, oder durch Auslandshilfe (Marshallplan; *Der Spiegel*, 1961, S. 19).

Mit dem Anstieg der weltweiten Dollarreserven sank jedoch gleichzeitig das Vertrauen in die US-Zentralbank, diese in unbeschränktem Maße gegen den fixen Betrag von 35 \$ je Feinunze zu tauschen, da die Goldvorräte beschränkt waren. Diese dynamische Instabilität des Bretton-Woods-Systems wird als „Triffin-Dilemma“ bezeichnet; die Verbindlichkeiten der amerikanischen Zentralbank übertrafen 1960 erstmals die US-Goldreserven; es setzte zunehmend ein Umtausch von Dollarreserven in Gold ein und die Dollarknappheit kehrte sich in ein Überangebot um (Eichengreen, 1996, S. 116). Die Dollarverkäufe hätten durch höhere Zinssätze gedrosselt werden können; eine restriktivere Geldpolitik hätte jedoch konjunkturdämpfende Effekte mit sich gebracht und daher nicht der noch vorherrschenden keynesianisch inspirierten Wachstumspolitik entsprochen. Der realwirtschaftliche Erfolg der Bretton-Woods-Ordnung

³⁾ Gleichzeitig entstanden wissenschaftliche Arbeiten, die die spätere Deregulierung theoretisch untermauerten (z.B. Friedman, 1953)

(gemessen am hohen Wirtschaftswachstum) war damit gleichsam Vorbote seines Untergangs.

Der Eurodollarmarkt und die Konsolidierung der Finanzwirtschaft

Im Lichte der zunehmenden weltweiten Dollarskepsis nahmen die USA Ende der 1950er Jahre eine Entwicklung in Kauf, die in London ihren Ausgang hatte (*Enkyo*, 1989, S. 57ff): die Etablierung des **Eurodollarmarkts**. Am Eurodollarmarkt wurden außerhalb der USA und unter anderem von nichtamerikanischen Banken Kredite vergeben, die in US-Dollar denominiert waren. Der Eurodollarmarkt wurde nicht nur von kommunistischen Staaten genutzt, um Dollartransaktionen außerhalb der USA zu tätigen. Einen Popularitätsschub erhielt er auch durch die Pfundkrise 1957 bzw. die Kapitalverkehrskontrollen, die zu deren Eindämmung eingesetzt wurden (*Helleiner*, 1994, S. 83-84); diese konnten nämlich durch das Ausweichen auf in US-Dollar denominierten Krediten umgangen werden.

Das wesentliche Merkmal des Eurodollarmarkts in Bezug auf das Verständnis von Finanzmarktderegulierung ist, dass es sich um einen höchst unregulierten Markt handelte. Eurodollarkredite unterlagen nicht den Mindestreserveanforderungen der amerikanischen Zentralbank, sie waren nicht durch die Einlagensicherung gedeckt und die Zinssatzdeckelung kam nicht zur Anwendung. Durch diesen Mangel an Regulierung wurden höhere Zinserträge erzielt. Dies wiederum stärkte die Dollarnachfrage ohne die konjunkturschädlichen Nebenwirkungen einer restriktiven Geldpolitik; darüber hinaus beeinträchtigte der unregulierte Eurodollarmarkt die Finanzmarktregulierung in den USA selbst (noch) nicht. Großbritannien sah in dessen Etablierung zudem die Möglichkeit, London als internationales Finanzzentrum zu bewahren.

Somit war der Anspruch auf eine keynesianisch-expansive Wirtschaftspolitik innerhalb des asymmetrischen Ordnungsrahmens von Bretton Woods, verbunden mit den hegemonialen Ansprüchen der USA und den Ansprüchen Londons als internationales Finanzzentrum, mitbestimmend dafür, dass der Deregulierungsprozess „offshore“, also außerhalb nationalstaatlicher Regeln, in Gang gesetzt wurde. Die Konstruktionsfehler von Bretton Woods – das Ungleichgewicht zwischen den USA und den anderen westlichen Industrienationen und das damit verbundene Triffin-Dilemma – wurden aber mit der Etablierung des Eurodollarmarktes

nicht behoben, sondern nur zeitweilig überdeckt. Die Handlungsmöglichkeiten des internationalen Finanzkapitals nahmen hingegen erheblich zu. Die Finanzwirtschaft konnte ihre gesamtwirtschaftliche Stellung, die sie vor der Weltwirtschaftskrise 1929 innegehabt und durch die Regulierung eingebüßt hatte, zunehmend konsolidieren.

Die expansive Wirtschaftspolitik in den USA in den 1960er Jahren, insbesondere steigende Militärausgaben für den Vietnamkrieg, aber auch steigende Sozialausgaben im Rahmen der „Great Society“ Initiative, verstärkten die Krisenanfälligkeit des Dollars (Helleiner, 1994, S. 86). Der Rückgang der US-Goldreserven setzte sich fort. Kollektive Rettungsversuche wie der „Gold Pool“ blieben erfolglos. Insbesondere Frankreich empfand die Sonderstellung des US-Dollar und damit der USA im Währungsgefüge als „exorbitantes Privileg“ und beschleunigte den Tausch seiner Dollarreserven in Gold (Eichengreen, 1996, S. 116 und S. 119). Der Systemkollaps in den frühen 1970er Jahren war die logische Konsequenz.

Zusammenbruch des Systems fester Wechselkurse

Ab April 1968 war die US-Zentralbank nicht mehr in der Lage, den Goldpreis von 35 \$ je Unze zu verteidigen, die Nachfrage nach US-Goldreserven beschleunigte sich daraufhin erheblich. Einseitige Kapitalverkehrskontrollen in Europa stellten sich als ineffektiv heraus. Auf beiderseitige Kontrollen, wie in der Bretton-Woods-Vereinbarung vorgesehen, wurde nicht zurückgegriffen; multinationalen Unternehmen fiel es zudem zunehmend leichter, Kontrollen durch konzerninterne Transaktionen zu umgehen (Helleiner, 1994, S. 102ff). Auch die zwischenzeitliche Einführung der IWF-Sonderziehungsrechte als Anlehnung an die von Keynes vorgeschlagene globale Reservewährung konnte die Dollarflucht nicht mehr stoppen. Im August 1971 wurde die Goldkonvertibilität des Dollars von der amerikanischen Regierung unilateral ausgesetzt („Nixon-Schock“). Im August 1972 betrug der Goldpreis vorübergehend 70 \$; der Dollar hatte also die Hälfte seines Goldwerts im Vergleich zum fixierten Tauschverhältnis verloren.

Im März 1973 gaben Japan und die EWR-Länder die Dollarbindung ihrer Währungen auf, der Goldpreis erhöhte sich auf 90 \$. Vordergründig begünstigte dies wiederum die USA, denn durch die starke Dollarabwertung verbesserte sich ihre Leistungsbilanz (Helleiner, 1994, S. 112-113). Mit der Entkoppelung des US-Dollar vom Goldpreis löste sich jedoch das System fester Wechselkurse, ein Grundpfeiler der Bretton-Woods-Ordnung, auf. Es war ein Bruch mit jener

gesamtwirtschaftlichen Ordnung, die durch Finanzmarktregulierung (seit 1933) sowie feste Wechselkurse und Kapitalkontrollen (seit 1944) geprägt war. Erhalten blieb die wirtschaftliche und politische Hegemonie der USA: War sie vor 1973 durch die Sonderstellung des Dollar als Reservewährung gegeben, so sicherten nun die zunehmende Prominenz der Finanzmärkte und deren starke Konzentration in den USA ihre globale ökonomische Vormachtstellung. Der US-Dollar behielt seinen Status als Weltwährung, in der die meisten internationalen Transaktionen und der Großteil des Rohstoff- und Warenhandels stattfanden.

Erster Ölpreisschock und Diskreditierung des Keynesianismus

Nachdem der Goldpreis im Sommer 1973 vorübergehend auf über 120 \$ gesprungen war, stieg der Ölpreis im September 1973 erstmals deutlich an. Ein veritabler Preisschock folgte Anfang 1974; innerhalb eines halben Jahres verdreifachte sich der Erdölpreis dadurch nahezu. Die Dollarabwertung hatte zuvor einen starken (Gold-)Preisverfall von Rohöl bewirkt, da Rohöl in US-Dollar gehandelt wird; dieser Preisverfall wurde durch den Rohölschock in etwa ausgeglichen. Der „Erste Ölpreisschock“ kann somit als Folge der starken Dollarabwertung verstanden werden (*Schulmeister, 2000, S. 369*). Nachdem die Dollarspekulation das System fester Wechselkurse zum Einsturz gebracht hatte, stieß der Ölpreisschock die Industrieländer in die Stagflation.⁴⁾ Dies beschränkte die Effektivität antizyklischer Nachfragepolitik zunehmend, da sie den hohen Preisauftrieb weiter beschleunigte (*Enkyo, 1986, S. 76*). Der Ölpreisschock traf die fortgeschrittenen Volkswirtschaften an einer äußerst verwundbaren Stelle, denn die Industrie war die Triebfeder der Wirtschaftsentwicklung, Dienstleistungen hatten noch keinen so hohen Stellenwert wie heute. Es war daher ein Schock für das als „Fordismus“ bezeichnete Wachstumsmodell und stellte dieses gleichsam in Frage (*Stockhammer, 2008, S. 15*).

5. Übergang vom keynesianischen zum neoliberalen Paradigma

Die Ölkrise schwächte die keynesianisch inspirierte Wirtschaftspolitik. Der aufkeimende Neoliberalismus unterschied sich vom Liberalismus keynesianischer Prägung dadurch, dass die Frei-

⁴⁾ In Teilen der Literatur, die die Stagflation nicht als Folge des Ölpreisschocks betrachtet, erfolgt – über eine verfehlte Geldpolitik in den USA – ein direkter Bezug zwischen dem Fall des Festkurssystems und der gestiegenen Inflation (vgl. *Barsky – Kilian, 2000*).

zügigkeit der Finanzmärkte und die Freizügigkeit der Gütermärkte als komplementär betrachtet wurden (Ghosh – Qureshi, 2016, S. 5-6; Helleiner, 1994, S. 115-116). Die Vorstellung eines gutmeinenden Wohlfahrtsstaates wurde verworfen und durch das Bild eines Leviathanstaates, in dem die Politik durch den Druck freier Finanzmärkte diszipliniert werden müsse, ersetzt. Expansive Fiskalpolitik wurde aufgrund rationaler Erwartungen als ineffektiv oder über steigende Inflation und Zinsen als wachstumsschädlich betrachtet. Geldpolitik wurde auf die monetaristische Rolle beschränkt, das Geldmengenwachstum zu stabilisieren. Unternehmer und Industrielle, die innerhalb des Bretton-Woods-Systems von steigender Kaufkraft und wachsenden Absatzmärkten profitiert hatten, wandten sich den neoliberalen Ideen zu, da der Abbau nationalstaatlicher Kapitalbeschränkungen ihre zunehmend globalisierten Geschäftstätigkeiten begünstigte (Helleiner, 1994, S. 119).

Mit der praktischen und theoretischen Diskreditierung des Keynesianismus kippte ein weiterer Grundpfeiler des bestehenden makroökonomischen Ordnungsrahmens. Die ideologische Zeitenwende ist an der Pfundkrise 1976 ablesbar: Sie wurde nicht durch fundamentale makroökonomische Probleme ausgelöst – das britische Leistungsbilanzdefizit nahm ab – sondern durch die Unzufriedenheit der Investoren mit der keynesianisch agierenden Labour-Regierung (Helleiner, 1994, S. 125). Die Unterstützung durch den IWF wurde auf Druck der USA und Westdeutschlands an straffe monetaristisch geprägte Sparvorgaben geknüpft. Eine Zurückweisung dieser Bedingungen hätte eine starke Beeinträchtigung des Außenhandels, den Reputationsverlust an den internationalen Finanzmärkten und unabsehbare Folgen für die Konjunktur zur Folge gehabt. Es war dem darauf folgenden „Thatcherismus“, also der neoliberalen Politik britischer Prägung, vorbehalten, dieses systematische Dilemma nationalstaatlicher Wirtschaftspolitik innerhalb einer zunehmend auf Konkurrenz abzielenden internationalen Wirtschaftsordnung aufzulösen.

Zweiter Ölpreisschock und Hochzinspolitik

Die US-Zentralbank verfolgte als Reaktion auf den ersten Ölpreisschock eine expansive Geldpolitik, die den Dollarkurs wieder stark sinken ließ. Durch die Dollarabwertung sollten auch andere Länder zu einer expansiven Politik angehalten werden (Eichengreen, 1996, S. 144; vgl. auch Mihm, 2010). Nachdem der Goldpreis im August 1976 auf knapp über 100 \$ zurückge-

gangen war, stieg er kontinuierlich an und kletterte Anfang 1979 auf über 240 \$. Im März 1979 setzte der zweite Ölpreisschock ein; der Preisanstieg dauerte diesmal länger und erfolgte parallel zur anhaltenden Dollarentwertung. Zwischen März 1979 und April 1980 stieg der Rohölpreis um das Anderthalbfache und trieb die Inflation immer weiter an. Die amerikanische Zentralbank reagierte, unter ihrem neuen Gouverneur Paul Volcker, mit einem Zinsschock, durch den der Dollarabfluss gestoppt wurde (vgl. *The Economist*, 2010): Von Juli bis Dezember 1980 wurde der Leitzinssatz von 9% auf knapp 19% mehr als verdoppelt. Erst ab August 1981 wurde er wieder schrittweise verringert, und erst im Oktober 1982 sank er wieder unter 10%.

Geldmarktfonds

Mit der Hochzinspolitik wurde die Finanzmarktregulierung als konstitutives Element jenes makroökonomischen Ordnungsrahmens preisgegeben, denn sie konterkarierte die Zinssatzdeckung und provozierte Ausweichverhalten. Der zwei Jahrzehnte zuvor etablierte Eurodollarmarkt bot dafür die besten Bedingungen (s.u.). Aber auch am heimischen Markt gelang es Finanzmarktakteuren, die Zinssatzdeckung zu umgehen, nämlich über **Geldmarktfonds**. Begünstigt wurde dies durch die Deregulierung der New Yorker Börse 1975 („Mayday“, *Enkyo*, 1989, S. 76ff); die Abschaffung gesetzlich geregelter Handelsgebühren schmälerte die Profite der Finanzdienstleister und drängte sie in neue Geschäftsfelder.

Geldmarktfonds veranlagten Kapital in US-Staatsanleihen und gaben die Renditen an die Anleger weiter. Da es sich dabei strenggenommen nicht um Zinserträge handelte, kam Regulation Q nicht zur Anwendung. Im Gegensatz zu anderen Anlageformen, wie etwa Unternehmensanleihen oder Aktien, war die Veranlagung in heimische Staatsanleihen aber nicht mit höherem Risiko behaftet als die Veranlagung am Sparkonto, eher mit geringerem. Geldmarktfonds generierten also höhere Renditen als Bankeinlagen bei maximal gleich hohem Risiko; die Zinssatzdeckung wurde damit effektiv umgangen. Gegründet 1977 von Merrill Lynch waren sie eine der ersten Formen von „Schattenbanken“, also von Institutionen, die die Aufgaben von Banken wahrnehmen, ohne den Regeln, die für Banken galten, zu unterliegen (*Enkyo*, 1989, S. 84-87). Im Zuge der kompetitiven Finanzmarktderegulierung wurden ihre Aktivitäten später immer weitreichender und sie mutierten zu komplexen Finanzinstrumenten, die in der Krise von 2007/08 eine prominente Rolle einnahmen (*Eichengreen*, 2015, S. 177, S. 207).

Bis in die 1970er Jahre war der Renditevorsprung von Staatsanleihen gegenüber Spareinlagen unerheblich, denn Bankeinlagen waren zwar durch die Zinssatzdeckelung reguliert, gleichzeitig sorgte aber „Financial Repression“ dafür, dass die Renditen auf Staatsanleihen gering waren. Der „Volcker-Shock“ (der Zinsschock 1980-1982) hob den Prozess der kompetitiven Finanzmarktderegulierung auf eine neue Ebene: Während die Zinssatzdeckelung im Rahmen des beschränkten Wettbewerbs die Profitabilität der Bankgeschäfte erhöht hatte, wirkte sie sich im neuen Umfeld konkurrierender Anbieter, die sie umgehen konnten, abträglich aus und führte zu einem starken Kapitalabfluss von Banken zu den Geldmarktfonds (Gilbert, 1986, S. 30). Die Divergenz zwischen Bankeinlagen und Geldmarktfonds brachte aber auch eine Benachteiligung kleiner Anleger mit sich, denen der Zugang zu Geldmarktfonds oft verwehrt blieb (Enkyo, 1989, S. 101). Der Gesetzgeber sah sich der Aufgabe gegenüber, diese Divergenz zu beseitigen, indem er entweder

1. die Rendite von Geldmarktfonds deckelt, oder
2. die Verzinsungen von Bankeinlagen dereguliert.

Variante eins hätte die Sparer, die in Geldmarktfonds investiert waren, und den öffentlichen Haushalt belastet, da Geldmarktfonds wichtige Abnehmer von Staatsanleihen waren. Zudem hätte sie das Ziel, den Dollarabfluss zu stoppen, konterkariert. Von einer Deregulierung der Bankeinlagen ging hingegen kein unmittelbares Konjunkturrisiko aus. Die Sorge um die Finanzmarktstabilität, die 1933 zur Zinssatzdeckelung geführt hatte, rückte angesichts des Zusammenbruchs des wirtschaftlichen Ordnungsrahmens, in dem die Finanzmarktregulierung eingebettet war, in den Hintergrund. Zwar waren die Risiken, die mit Finanzmarktderegulierung einhergingen, durchaus bekannt; sie wurden aber von der Zuversicht, die von den boomenden Finanzmärkte ausging, überdeckt (Mayer, 2015, S. 188). Mit dem **Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act (DIDMCA)** beschloss der amerikanische Gesetzgeber 1980, Regulation Q bis 1986 vollständig auslaufen zu lassen.

6. Kompetitive Finanzmarktderegulierung

Mit diesem Gesetz gewann der legislative Prozess der kompetitiven Finanzmarktderegulierung, der bis zur Finanzmarktkrise 2007 anhielt, an Schwung. Wettbewerbsvorteile, die sich für einen Teil der Finanzbranche aus der Umgehung bestehender Regulierungen ergaben, wur-

den durch Deregulierungen ausgeglichen. Die mögliche Alternative zu dieser Vorgehensweise, nämlich eine stärkere Regulierung der im Wettbewerb bevorzugten Gruppe, setzte sich mangels Koordinationsfähigkeit bzw. Kooperationswilligkeit auf internationaler Ebene („kooperative Re-Regulierung“) nicht durch; Deregulierung erwuchs hingegen aus einzelstaatlichen Initiativen.

Dies zeigte sich am Beispiel des Eurodollarmarkts, der in der Anfangsphase der kompetitiven Deregulierung eine entscheidende Rolle spielte: Seine Freizügigkeit, die im alten Ordnungsrahmen die Dollarnachfrage stärkte ohne konjunkturell restriktiv zu wirken, benachteiligte nun die Finanzwirtschaft in den USA, die nach wie vor der Zinnsatzdeckelung unterlag (Helleiner, 1994, S. 135ff). Der Versuch der USA, den Eurodollarmarkt zu re-regulieren, scheiterte am Widerstand jener Staaten, die von ihm durch die Stärkung ihrer jeweiligen Finanzzentren profitierten: Großbritannien (London) und die Schweiz (Zürich). Während also kompetitive Deregulierung durch einzelstaatliche Handlungen in Gang gehalten wurde, scheiterte die Re-Regulierung an der mangelnden Kooperationswilligkeit der Länder; zumal im neuen Ordnungsrahmen flexibler Wechselkurse und zunehmend freien Kapitalverkehrs die Notwendigkeit kooperativen Verhaltens (d.h. kooperativ gegenüber der hegemonialen US-Politik) abnahm.

Deregulierung entfesselt die Finanzwirtschaft

Da die Re-Regulierung des Eurodollarmarkts scheiterte, wurden in den USA 1981 „**internationale Bankfazilitäten**“ (IBF) als explizite Konkurrenz zum Eurodollarmarkt zugelassen (Helleiner, 1994, S. 138). IBF waren Zweiggesellschaften von US-Banken, deren Einlagen- und Kreditgeschäft nur US-Ausländern offenstand und die von der Einlagensicherung, den Mindestreservevorschriften und von Besteuerung befreit waren (Wikipedia, 2016). Als direkte Konkurrenz zum Eurodollarmarkt schwächten IBF den Finanzplatz London. Dieser wurde zudem von den Wellen, die die Nachbeben des Volcker-Schocks schlugen, erfasst: Der Zinsschock in den USA löste eine Schuldenkrise in Lateinamerika aus; er verteuerte den Schuldendienst der zu einem beträchtlichen Teil in variabel verzinsten Dollaranleihen verschuldeten Länder signifikant. Die Dollaraufwertung verschlimmerte deren Liquiditätsslage. Die britischen Banken waren die

wichtigsten Player im internationalen Bankgeschäft und wurden von der lateinamerikanischen Schuldenkrise besonders hart getroffen (Enkyo, 1989, S. 191).

Diese beiden Einflussfaktoren, die Einführung der IBF in den USA und die lateinamerikanische Schuldenkrise, die mit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems und der einsetzenden Finanzmarktderegulierung ursächlich in Zusammenhang stehen, gingen der Liberalisierung der Finanzmärkte in Großbritannien ab 1983 voran. Ähnlich den Mayday-Reformen in den USA 1975 wurde v.a. der Wertpapierhandel durch die Abschaffung der Börsengebühren liberalisiert. Dies bewirkte eine Beschleunigung an Zusammenschlüssen, Konsolidierungen und Beteiligungen ausländischer Finanzunternehmen. Die entsprechenden Gesetzesänderungen, der „**Big Bang**“, traten 1986 in Kraft (Enkyo, 1989, S. 203f und S. 210). Die Einführung von IBF in den USA beschleunigte nicht nur den Deregulierungsprozess im Ausland, sie öffnete auch das Tor zu weiteren Deregulierungsschritten im Inland: Mit dem **Garn-St. Germain Depository Institutions Act (GGDIA)** von 1982 wurden den Bausparkassen neue Betätigungsfelder eröffnet, insbesondere die Unternehmensfinanzierung (Sherman, 2009, S. 7). Der GGDIA war eine Reaktion auf die Abschaffung der Zinssatzdeckelung durch den DIDMCA, durch die den Bausparkassen die Zinsvorteile abhanden gekommen waren. Die Bevorzugung der „savings and loans associations“ in Regulation Q war ursprünglich als Förderung von Bauinvestitionen konzipiert gewesen (Gilbert, 1986, S. 28).

Während die Einführung der IBF prototypisch für die kompetitive Deregulierung auf internationaler Ebene war, war es der GGDIA für die innerstaatliche Deregulierung: Die ursprünglich Bevorzugten, deren Vorteile durch Deregulierung endeten (die Bausparkassen), wurden entlastet, indem ihr Betätigungsfeld erweitert und ihnen neue Geschäftsmöglichkeiten eröffnet wurden. Gleichzeitig schränkte dies die Profitabilität der in diesen Bereichen angestammten Unternehmen ein und erzeugte neue Risiken (Sherman, 2009, S. 7). Die „Big Bang“- und „Mayday“-Reformen entzogen den Investmentbanken einen gesicherten Strom an Einkünften (Beratungsgebühren) und exponierten sie der direkten Konkurrenz zu anderen Finanzdienstleistern. Die kleinteiligen Personengesellschaften waren nicht mehr wettbewerbsfähig und wurden durch kapitalgesellschaftliche Organisationsformen oder Zusammenschlüsse mit anderen Banken ersetzt (The Economist, 2008, S. 75-76).

Megafusionierungen: Die zunehmende Vormachtstellung des Finanzkapitals

Die Aufhebung der Zinssatzdeckelung hatte also eine zunehmende Überlappung der Geschäftsfelder von Banken, Bausparkassen und Geldmarktfonds zur Folge. Dies stellte wiederum die strikte **Spartentrennung**, die neben der Zinssatzdeckelung ein weiterer Grundpfeiler des Banking Act 1933 war, in Frage. Die vagen Formulierungen des Gesetzestextes ließen der US-Zentralbank einen hohen Interpretationsspielraum, den sie im Lichte der neuen makroökonomischen Rahmenbedingungen für eine weitere Deregulierung nutzte. 1986 wurde der Glass-Steagall Act neu ausgelegt und Geschäftsbanken der Einstieg in Wertpapiergeschäfte im Ausmaß von maximal fünf Prozent ihrer Gesamterträge ermöglicht (*Sherman, 2009, S. 9*). Zentralbankgouverneur Volcker stand der Neuauslegung skeptisch gegenüber. Gegen seine Stimme wurde es Geschäftsbanken ermöglicht, Unternehmensanleihen, hypothekenbesicherte und Gemeindeschuldverschreibungen zu begeben. Mit der Wahl des prononcierten Deregulierungsbefürworters Alan Greenspan zum Zentralbankgouverneur 1987 setzte sich die Aushöhlung der Spartentrennung fort. Erst wurde die Obergrenze für Wertpapiergeschäfte auf 10% der Gesamterträge erhöht, später (1996) auf 25%, was einer faktischen Abschaffung der Spartentrennung gleichkam. Der Großteil der faktischen Deregulierung – weniger Kreditlenkung, Reduktion von Reservevorschriften, Abschaffung von Zinsobergrenzen, Verringerung von Markteintrittsbarrieren, Abschaffung von Kapitalverkehrskontrollen – war in den Industrieländern bis Mitte der 1990er Jahre umgesetzt, wie der Finanzmarktliberalisierungsindex von *Abiad – Detragiache – Tressel (2010, S. 291, Abb. 1)* zeigt.

Dieses neue Umfeld weitreichend deregulierter Finanzmärkte, insbesondere die Aushöhlung der Spartentrennung zwischen 1986 und 1999, löste eine Welle an Unternehmenszusammenschlüssen in der Finanzwirtschaft aus; zwischen 1990 und 1998 reduzierte sich die Anzahl an Banken in den USA um fast ein Drittel. 1998 erfolgte die bis dahin größte Fusion zweier Unternehmen, jene zwischen „Travelers Insurance Group“, einem Versicherungsunternehmen, und „Citicorp“, dem Mutterkonzern von „Citibank“, einer Bank. Gemäß den Vorschriften des Glass-Steagall Act hätte das neu entstandene Finanzkonglomerat, „Citigroup“, die Versicherungssparte innerhalb von zwei Jahren abtreten müssen (*Sherman, 2009, S. 9-10*). Dies geschah jedoch nicht; stattdessen wurden gemäß der Deregulierungslogik die Gesetze geändert: Der Glass-Steagall-Act wurde 1999 durch den „**Financial Modernization Act**“ (auch:

„Gramm-Leach-Bliley Act“) ersetzt und das Verschmelzen unterschiedlicher Sparten (Investment-, Makler- und Versicherungsaktivitäten) mit dem normalen Einlagengeschäft, das Geschäftsbanken vorbehalten war, legitimiert. Die gesetzliche Abschaffung der Sparten-trennung war ein weiterer Meilenstein im Prozess der Finanzmarktderegulierung und ein Wegbereiter der Finanzmarktkrise 2007/08. Caprio – Honohan – Stiglitz (1999) fassten die bis dahin erfolgte Liberalisierung der Finanzmärkte in drei Kategorien zusammen:

- Abschaffung von Zinssatz- und anderer Preiskontrollen
- Privatisierung von Finanzdienstleistungen und Reduktion der Kreditlenkung durch den Staat
- Zulassung neuer Marktteilnehmer, Abbau von Branchenbarrieren und Beseitigung gesetzlicher Bestimmung zur Verhinderung von Wettbewerb

Financial Engineering am Höhepunkt der Deregulierung

In den 2000er Jahren verfestigte sich die Vormachtstellung der Finanzwirtschaft innerhalb des zunehmend nach neoliberalen Gesichtspunkten umgestalteten marktwirtschaftlichen Ordnungsrahmens weiter: Nachdem die Deregulierung in den 1980er Jahren mit dem Auslaufen der Zinssatzdeckelung in Schwung gekommen war und sich in den 1990er Jahren mit der Aushöhlung der Sparten-trennung beschleunigt hatte, brachten die 2000er Jahre den Aufstieg der (unregulierten) **Derivative**. Wie die Genese der Deregulierungsmaßnahmen wurzelt auch die der Derivate in den Trümmern des Bretton-Woods-Systems: Die Wechselkursturbulenzen, die dessen Zusammenbruch erzeugte, verliehen den als Absicherung konzipierten Zins- und Währungsswaps einen wichtigen Auftrieb (*The Economist*, 2008, S. 75). So komplex und intransparent Derivate in den 2000er Jahren wurden, so schlicht und einfach ist ihr Grundprinzip: nämlich den Wert aus der Wertentwicklung eines anderen Produktes oder aus anderen Vermögenspreisen in einer systematischen Weise abzuleiten bzw. zu „derivieren“. Ein Swap ist ein Tauschgeschäft zu einem vereinbarten zukünftigen Zeitpunkt, bei dem der Zinssatz oder der Wechselkurs für den Käufer fixiert wird; d.h. sein Wert ist abhängig von der künftigen Zinssatz- bzw. Wechselkursentwicklung.

Entworfen als Versicherung kann ein Derivat ebenso gegenteilig eingesetzt werden, also spekulativ. Durch den im Jahr 2000 beschlossenen **Commodity Futures Modernization Act** wurden

Derivate explizit von der Regulierung ausgenommen (Sherman, 2009, S. 11). Ihr Handel blieb „over the counter“, also bilateralen Vereinbarungen ohne Kontroll- oder Clearinginstanz überlassen. Dies entsprach der neoliberalen Idee größtmöglicher Effizienz, da unterstellt wurde, dass die Händler über umfassende Informationen verfügten und durch Risikoabwägung stabilitätswahrend handelten (Mayer, 2015, S. 190). Der bilaterale, unkontrollierte Handel nährte jedoch Wildwuchs und erzeugte Intransparenz; stabilisierende Transaktionen sind gerade bei einer durch Herdenverhalten getriebenen Marktentwicklung oft nicht profitabel (Shiller, 2000, S. 151, S. 172). Als Zins- und Wechselkursinstrumente legten Swaps in den 1970er Jahren den Grundstein für den späteren Höhenflug von Derivatprodukten im Zuge der voranschreitenden Finanzmarktderegulierung; als Kreditausfallsversicherungen („**credit default swaps**“) spielten sie eine Schlüsselrolle in der Finanzmarktkrise 2007/08 (The Economist, 2008, S. 76-77).

Verquickung finanzwirtschaftlicher Instrumente

Ohne die Entwicklungen im Rahmen der kompetitiven Deregulierung seit den 1980er Jahren wäre die Finanzmarktkrise in ihrer Ausprägung von 2007/08 nicht möglich gewesen. Dies zeigt sich am besten am Geschäftsmodell jener Finanzkonglomerate, die im Zuge der Finanzmarktderegulierung entstanden waren und sich ab 2007 im Zentrum der Krise befanden. Wilmarth (2009, S. 994) benennt 17 Finanzkonglomerate („large complex financial institutions“); darunter 11 „Universalbanken“, also Unternehmen, die als ursprüngliche Geschäftsbanken gleichzeitig Wertpapiergeschäfte tätigten. Dazu zählten in den USA Bank of America, JP Morgan Chase, Citigroup und Wachovia, in Großbritannien Barclays, Royal Bank of Scotland und HSBC, in der Schweiz Credit Suisse, in Deutschland Deutsche Bank und in Frankreich BNP Paribas und Société Générale. Darüber hinaus zählten zu den großen Finanzkonglomeraten von 2007 die fünf US-Investmentbanken Bear Stearns, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch und Morgan Stanley; durch ihr Einlagengeschäft waren sie auch als Geschäftsbanken tätig. Der Versicherer American International Group (AIG) war schließlich intensiv im Derivatgeschäft involviert. Das Geschäftsmodell dieser Finanzkonglomerate wird als „originate to distribute“ bezeichnet (Wilmarth, 2009, S. 969, S. 981). Finanzdienstleistungen, die im Rahmen der Finanzmarktregulierung strikt voneinander getrennt waren, werden zusammengefasst und so in einen zusammenhängenden Kreislauf gebunden:

1. Kreditvergabe
2. Kreditverbriefung
3. Kreditverbriefungsderivate
4. Vertrieb der Wertpapiere

In dieser Sequenz von Finanzdienstleistungen ist die Vermischung der vormals getrennten Sparten evident: Die Kreditvergabe (Punkt 1) war im Rahmen regulierter Finanzmärkte die ausschließliche Aufgabe von Geschäftsbanken; der Wertpapierhandel (Punkt 4) ausschließliches Betätigungsfeld der Investmentbanken. Am Anfang und am Ende des für die Finanzkrise maßgeblichen „originate to distribute“-Modells standen also Finanzdienstleistungen, die ursprünglich durch die Spartentrennung explizit voneinander getrennt waren.

Durch die Kombination dieser beiden Dienstleistungen wurde Punkt 2, die Kreditverbriefung, also die Erzeugung von Wertpapieren auf Basis von Kreditgeschäften, ermöglicht. Kreditverbriefungen wie „Asset Backed Securities“ (ABS) und „Collateralized Debt Obligations“ (CDOs) standen im Zentrum der Finanzmarktkrise 2007/08 (Eichengreen, 2015, S. 75-77, S. 100). Potenziert wurde ihre Wirkung durch den spekulativen Einsatz von Kreditverbriefungsderivaten (v.a. „Credit Default Swaps“, CDS), die die Verschränkung des Kredit- und des Wertpapiergeschäfts über die Kreditverbriefung hinaus erweiterten.

Bankeinlagen sind die günstigste Form der Finanzierung, nicht zuletzt da sie wegen der Einlagensicherung vergleichsweise geringe Zinskosten verursachen (Wilmarth, 2009, S. 978). Gleichzeitig bilden die Kredite, die auf Basis der Einlagen vergeben werden, die Geschäftsgrundlage für die äußerst rentablen Verbriefungen. So können die Erträge von Investmentbanken erwirtschaftet werden, ohne auf Kapitalmarktfinanzierung beschränkt zu sein. Durch die Erstellung von Derivaten werden darüber hinaus die Erträge von Versicherungen abgeschöpft. Indem sie sich der Finanzierungsstruktur von Geschäftsbanken und den Vermögensstrukturen von Investmentbanken und Versicherungen bedienten, kombinierten die Finanzkonglomerate diese drei Formen von Finanzdienstleistungen durch „originate to distribute“ also in optimaler Weise.

Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht ergibt sich durch die Verquickung von Wertpapier- und Einlagengeschäft hingegen genau jene verheerende Wirkung, die die Krisen 1929-1933 und 2007/08 zu Weltwirtschaftskrisen mit sehr hohen öffentlichen und sozialen Kosten machte. Die

Verzahnung unterschiedlicher Formen von Finanzdienstleistungen durch dominante Finanzkonglomerate, welche aufgrund der Deregulierung der Finanzmärkte entstanden waren, ermöglichte erst die Finanzmarktkrise von 2007/08.

Nachtrag: Die Rolle der Geldpolitik

Als Ursache der Finanzmarktkrise 2007/08 wird oft die expansive Geldpolitik in den USA ab 2001 genannt, mit der die Zentralbank auf einen Aktienkursrutsch und einen Konjunkturabschwung reagierte (vgl. *Taylor, 2012; Breuss, 2009*). Sie stand auch im Zeichen der Entwicklungen in Japan, das sich seit Kurzem in der Deflation befand, was die amerikanische Zentralbank unbedingt vermeiden wollte (*Eichengreen, 2015, S. 84*). Darüber hinaus zielte die Geldpolitik genau darauf ab, was ihr später zum Vorwurf gemacht wurde, nämlich ihre expansive Wirkung über den Vermögenskanal, also durch Ankurbelung der Vermögenspreise, zu entfalten (*Wilmarth, 2009, S. 1005*). Die in diesem Beitrag skizzierte Geschichte der Finanzmarktderegulierung in den USA zeigt, dass sich das makroökonomische und regulatorische Umfeld in den frühen 2000er Jahren ganz erheblich von früheren Phasen der konjunkturellen Unterauslastung unterschied. Das enorme Gewicht, das die Finanzmärkte im gesamtwirtschaftlichen Kreislauf nunmehr einnahmen, wurde zu einem Hindernis für eine Geldpolitik, die auf eine Glättung des realwirtschaftlichen Konjunkturzyklus abzielte. Die Finanzmarktkrise wurde erst durch die Präsenz großer Finanzkonglomerate, durch die massive Spekulation mit Finanzderivaten sowie die Verzahnung von Einlagen-, Wertpapier- und Derivatengeschäft ermöglicht. Die US-Zentralbank ist daher weniger für die lockere Geldpolitik zu kritisieren, die im Rahmen der heimischen und weltwirtschaftlichen Umstände am Beginn der 2000er Jahre durchaus nachvollziehbar war, sondern vielmehr für die anhaltende Deregulierung der Finanzmärkte, die sie über Jahrzehnte zugelassen und aktiv betrieben hatte.

Literaturverzeichnis

Abiad, A., Detragiache, E., Tressel, T. (2010): *A New Database of Financial Reforms*. IMF Staff Papers, 57(2), International Monetary Fund (IMF), Washington

Barsky, R., Kilian, L. (2000): *A Monetary Explanation of the Great Stagflation of the 1970s*. NBER Working Paper, No. 7547. National Bureau of Economic Research (NBER), Cambridge

Battilossi, St. (2005): *The Second Reversal: The Ebb and Flow of Financial Development in Western Europe, 1950-1991*. Department of Economic History and Institutions, Universidad Carlos III Madrid

Beirat für Wirtschafts- und Sozialfragen (2009): *Österreich und die internationale Finanzkrise*. Beirat für Wirtschafts- und Sozialfragen, Nr. 83, Ueberreuter, Wien

Breuss, F. (2009): *The Financial Crisis as an Overshooting Phenomenon*. WIFO Working Papers, Nr. 336, WIFO, Wien

Caprio, G., Honohan, P., Stiglitz, J.E. (1999): *Financial Liberalization: How Far? How Fast? Introduction and Overview*. mimeo, www.econ.chula.ac.th/public/members/sothitorn/liberalization_2.pdf

Der Spiegel (1961): *Angst vor dem Run*. Der Spiegel, Nr. 10/1961, S. 18-25

Eichengreen, B. (2015): *Hall of Mirrors – The Great Depression, the Great Recession, and the Uses – and Misuses – of History*. Oxford University Press, New York

Eichengreen, B. (2007): *The European Economy since 1945 – Coordinated Capitalism and Beyond*. Princeton University Press, Princeton

Eichengreen, B. (1996): *Globalizing Capital – A History of the International Monetary System*. Princeton University Press, Princeton

Enkyo, S. (1989): *Financial Regulation and International Safeguards*. PhD Thesis, London School of Economics, London

Friedman, M. (1953): *The Case for Flexible Exchange Rates*, in: *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press, S. 157-203

Gilbert, R.A. (1986): *Requiem for Regulation Q: What It Did and Why It Passed Away*. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, February 1986, S. 22-37

Ghosh, A.R., Qureshi, M.S. (2016): *What's In a Name? That Which We Call Capital Controls*. IMF Working Paper, WP/16/25, International Monetary Fund (IMF), Washington

Handler, H. (2008): *Vom Bancor zum Euro. Und weiter zum Intor?* WIFO Working Papers, Nr. 317, WIFO, Wien

- Helleiner, E. (2010): *A Bretton Woods moment? The 2007-2008 crisis and the future of global finance*. *International Affairs*, 86(3), S. 619-636
- Helleiner, E. (1994): *States and the Reemergence of Global Finance – From Bretton Woods to the 1990s*. Cornell University Press, Ithaca
- Mayer, C. (2015): *Big Bang: new beginning or beginning of the end?* *Oxford Review of Economic Policy*, 31(2), S. 186-198
- Mihm, A. (2010): *Obama, Carter und die Konjunkturlokomotive*, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 26.6.2010, <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/konjunktur/sparpolitik-obama-carter-und-die-konjunkturlokomotive-1997011.html>
- Ramskogler, P. (2015): *Tracing the origins of the financial crisis*. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2014/2, S. 47-61
- Reinhart, C.M., Sbrancia, M.B. (2015): *The liquidation of government debt*. *Economic Policy*, 30(82), S. 291-333
- Ruggie, J.G. (1982): *International regimes, transactions, and change: embedded liberalism in the post-war economic order*. *International Organization*, 36(2), S. 379-415
- Schuberth, H. (2013): *Finanzmarktregulierung in der Europäischen Union – Fünf Jahre nach Lehman*. *Wirtschaft und Gesellschaft*, 39(4), S. 509-543
- Schulmeister, St. (2000): *Globalization without global money: the double role of the dollar as national currency and world currency*. *Journal of Post Keynesian Economics*, 22(3), S. 365-395
- Sherman, M. (2009): *A Short History of Financial Deregulation in the United States*. Center for Economic and Policy Research (CEPR), Washington
- Shiller, R.J. (2000): *Irrational Exuberance*. Princeton University Press, Princeton
- Stockhammer, E. (2008): *Finanzkrise: Chronologie, Ursachen und wirtschaftspolitische Reaktionen – Kasinokapitalismus mit staatlichen Fremdheilungskräften*, in: *grundrisse – zeitschrift für linke theorie & debatte*, 28, Wien, S. 13-22
- Taylor, J.B. (2012): *The Great Deviation*, in: Koenig, E., Leeson, R., Kahn G. (Hrsg.): *The Taylor Rule and the Transformation of Monetary Policy*. Hoover Institution Press, S. 163-172
- The Economist (2008): *Link by link – A short history of modern finance*. *The Economist*, 389(8602), S. 75-77
- The Economist (2010): *Who beat inflation? The Volcker recession*. *The Economist*, *Free Exchange Economics*, http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2010/03/volcker_recession (abgerufen am 24.5.2016)

Tichy, G. (2014): *Banken- und Staatsschuldenkrise: Ursachen, Folgen, Lösungsansätze*, in: Hilpold, P., Steinmair, W. (Hrsg.): *Neue europäische Finanzarchitektur – Die Reform der WWU*, Springer-Verlag Heidelberg Berlin, S. 223-247.

Url, T. (2009): *Finanzmarktkrise: Entstehung, kurzfristige Reaktion und langfristiger Anpassungsbedarf*. WIFO-Monatsberichte, 82(12), S. 909-931

Wikipedia (2016): *International Banking Facility*,

https://en.wikipedia.org/wiki/International_Banking_Facility (abgerufen am 24.5.2016)

Wilmarth, A.E.jr. (2009): *The Dark Side of Universal Banking: Financial Conglomerates and the Origins of the Subprime Financial Crisis*. Connecticut Law Review, 41(4), S. 963-1050