

Marina Hübner

Wenn der Markt regiert

Die Politische Ökonomie der
Europäischen Kapitalmarktunion

Schriften aus dem Max-Planck-Institut
für Gesellschaftsforschung

campus

Wenn der Markt regiert

MAX-PLANCK-INSTITUT FÜR GESELLSCHAFTSFORSCHUNG
MAX PLANCK INSTITUTE FOR THE STUDY OF SOCIETIES



Marina Hübner ist Postdoktorandin am Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung in Köln.

Marina Hübner

Wenn der Markt regiert

Die Politische Ökonomie der
Europäischen Kapitalmarktunion

Campus Verlag
Frankfurt/New York

ISBN 978-3-593-51154-2 Print

ISBN 978-3-593-44318-8 E-Book (PDF)

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Trotz sorgfältiger inhaltlicher Kontrolle übernehmen wir keine Haftung für die Inhalte externer Links.

Für den Inhalt der verlinkten Seiten sind ausschließlich deren Betreiber verantwortlich.

Copyright © 2019 Campus Verlag GmbH, Frankfurt am Main

Umschlaggestaltung: Campus Verlag GmbH, Frankfurt am Main

Umschlagmotiv: Gebäude des Max-Planck-Instituts für Gesellschaftsforschung, Köln

Satz: Thomas Pott, MPIfG

Gesetzt aus der Garamond

Druck und Bindung: CPI buchbücher.de, Birkach

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier.

Printed in Germany

www.campus.de

Inhalt

Vorwort	9
Kapitel 1	
Einleitung	11
1.1 Fiskalische Solidarität als Risikoteilung in der Eurozone	14
1.2 Das Argument: Der Markt als Ausweg aus der Euro-Reformblockade	20
1.3 Methodologie, empirisches Vorgehen und Aufbau der Arbeit	30
Kapitel 2	
Die globale Finanzkrise und die Resilienz von Vermarktlichung	39
2.1 Grenzen der Machtressourcenthese	39
2.2 Politische Steuerung in einer »Währungsunion ohne Staat«	46
2.2.1 Steuerungsmodi in der EU: Regieren durch Regulierung	46
2.2.2 Das Euro-Experiment: Selbstentmachtung der Politik	53
2.2.3 Wenn der Markt regiert: Regulative Steuerungstechniken zur Stabilisierung des Euros	65

Kapitel 3

Das Kreditgeldsystem als öffentlich-private Partnerschaft:

Sonderfall Europäische Währungsunion 71

3.1 Eine kleine Geschichte des Geldes 74

3.2 Vertikaler Aufbruch der öffentlich-privaten Partnerschaft als
Auslöser der Eurokrise 80

3.3 Zusammenfassung 94

Kapitel 4

Risikoeinhegung, Risikoteilung und Risikokonzentration

in der Finanz- und Eurokrise 97

4.1 Das Krisenmanagement der EZB in der globalen Finanzkrise,
2007 bis 2009 102

4.2 Die Euro-Rettungspolitik der EZB, 2010 bis 2012 121

4.3 Die risikokonzentrierenden Effekte geldpolitischer
Kriseninterventionen 142

4.4 Zusammenfassung 147

Kapitel 5

Vom Risiko zur Lösung der Risikoteilungsproblematik:

Das Comeback der Kreditverbriefung 149

5.1 Für Verbriefungsmärkte gegen Verbriefungsmärkte:
Die marktformende Rolle der EZB, 2009 bis 2012 151

5.2 Grenzen der Austerität: Neue Handlungsspielräume durch
innovative Finanzinstrumente, 2012 bis 2017 161

5.3 Zusammenfassung 181

Kapitel 6	
Das Gespenst der Transferunion: Der transnationale Markt als automatischer makroökonomischer Stabilisator	185
Kapitel 7	
Schlussbetrachtung	201
7.1 Theoretische Reflexion und kontingente Generalisierung der Ergebnisse	206
7.2 Quo vadis, Euro? Tentative Überlegungen zur Zukunft der Europäischen Währungsunion	213
Anhang	219
A Das Projekt Kapitalmarktunion im Überblick	219
B Geldpolitische Implementation und Transmission – technische Details	223
C Interviews, Konferenzen und Workshops	237
Abbildungen und Tabellen	239
Abkürzungen	241
Literatur	243

Vorwort

Die Erinnerungen an die Schrecken der globalen Finanzkrise sind weitgehend verblasst. »Kreditmüll«, »toxische Verbriefungen« und »Schattenbanken« – Schlagworte, die damals in aller Munde waren, sind mittlerweile aus dem öffentlichen Diskurs verschwunden. Der Schattenbankensektor läuft längst unter dem Stichwort marktbasierendes Finanzsystem. Und auch die politische Bewertung von Kreditverbriefungen hat sich gewandelt. Mehr noch: In der Europäischen Union steht mit der Kapitalmarktunion ein Projekt auf der politischen Agenda, dessen Ziel gerade darin besteht, den Anteil marktbasierter Finanzintermediation in Europa zu erhöhen. Wie lässt sich diese Entwicklung erklären?

Als Doktorandin am Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung hatte ich die Gelegenheit, dieser Frage in den Jahren zwischen 2014 und 2018 nachzugehen. Die Ergebnisse werden in dem vorliegenden Buch vorgestellt. Dass dieses Projekt einen guten Abschluss gefunden hat, verdanke ich vor allem Martin Höpner. Sein Vertrauen in meine Fähigkeiten, die kritische Auseinandersetzung mit meinen Ideen sowie seine vielen wertvollen Impulse waren für mich von unschätzbarem Wert. Ein besonderer Dank gilt auch meinem Zweitgutachter Matthias Thiemann, von dessen analytischem Verstand und enormen Finanzmarktwissen ich sehr profitieren konnte. André Kaiser stand dankenswerterweise als Drittgutachter zur Verfügung.

Einen entscheidenden Anteil am Erfolg dieser Arbeit tragen Benjamin Braun und Fritz W. Scharpf. Beide haben mich in den letzten Jahren in vielerlei Hinsicht sehr unterstützt. Den zahlreichen Gesprächen mit ihnen verdanke ich viele wichtige Denkanstöße – ihr intellektueller Scharfsinn und ihre Neugierde beeindruckten mich dabei immer wieder aufs Neue. Auf Benjamin Braun geht die Idee zu dem Buchtitel zurück.

Ich danke dem Direktor des Max-Planck-Instituts für Gesellschaftsforschung, Jens Beckert, für die exzellenten Forschungsbedingungen, unter denen ich dieses Buch schreiben konnte. Die offene und integrative Arbeitsatmosphäre wie auch der hohe fachliche Anspruch machen das MPIfG zu einem einzigartigen Ort der Wissenschaft. Besonders habe ich von den regelmäßigen Diskussionen mit vielen meiner Kolleginnen und Kollegen profitiert: Fabio Bulfone, Matías Dewey,

Donato Di Carlo, Lea Elsässer, Timur Ergen, Florian Fastenrath, Jiska Gojowczyk, Alexandra Hees, Annina Hering, Agnes Janssen, Sebastian Kohl, Alina Marktanner, Daniel Meyer, Daniel Monninger, Dennis Mwaura, Arjan Reurink, Daniel Seikel, Michael Schwan, Nico Sonntag und Lisa Suckert. Andreas Nölke danke ich für seine Bereitschaft, in einem frühen Projektstadium meine Ideen mit mir zu diskutieren. Mein Dank gilt auch allen Kolleginnen und Kollegen aus den Servicegruppen – Bibliothek, EDV, Haustechnik, Redaktion und Verwaltung – für ihre kompetente Unterstützung und Hilfsbereitschaft. Thomas Pott danke ich für die professionelle redaktionelle Bearbeitung des Manuskripts.

Die empirische Tiefe qualitativer Forschung hängt nicht zuletzt von der Bereitschaft von Expertinnen und Experten aus der politischen Praxis ab, ihre Einsichten und Erfahrungen zu teilen. Ich bin deshalb allen Interviewpartnern, die sich die Zeit genommen haben, meine zahlreichen Fragen zu beantworten, zu großem Dank verpflichtet. Dass sich mir die gesellschaftliche Relevanz des Finanzmarktsektors überhaupt erschlossen hat, ist maßgeblich das Verdienst von Thomas Rixen. Widmen möchte ich dieses Buch meinen Eltern und Tobi, die mich in all den Jahren immer bedingungslos unterstützt haben.

Köln, im August 2019

Marina Hübner

Kapitel 1

Einleitung

Der Euro muss das Gesicht und das Werkzeug der neuen europäischen Solidarität werden. Das erste, was wir dafür tun müssen, ist, unser Haus in Ordnung zu bringen, indem wir die Wirtschafts- und Währungsunion noch weiter vorantreiben. (Juncker 2018)

Eine vertiefte Wirtschafts- und Währungsunion als Unterpfand einer neuen Solidarität in Europa – dies ist der Arbeitsauftrag, den Jean-Claude Juncker in seiner letzten Rede zur Lage der EU als Kommissionspräsident im September 2018 seinem Nachfolger auf den Weg gibt. Er ist zugleich Eingeständnis, das seine »Kommission der letzten Chance« (Juncker 2014c) dem selbst gesteckten Ziel einer weiterentwickelten Euro-Architektur auf der Grundlage von »Verantwortung und Solidarität« (Europäische Kommission 2017b, 18) nicht gerecht werden konnte. Am Ende ihrer fünfjährigen Amtszeit hat die Juncker-Kommission auf dem Feld der Euro-Reformpolitik nur wenig vorzuweisen. Heraus ragt lediglich ein groß angelegtes Integrationsprojekt: die Europäische Kapitalmarktunion.

Ogleich alle EU-Mitgliedsstaaten daran beteiligt werden sollen, handelt es sich bei der Europäischen Kapitalmarktunion im Kern um ein Projekt zur Stabilisierung der Europäischen Währungsunion, das jedoch nur schwerlich an den europäischen Solidaritätsgedanken anzuschließen vermag. Die Idee hierzu hatte Jean-Claude Juncker seit seiner Kandidatur um das Amt des Kommissionspräsidenten begleitet. In seiner am 15. Juli 2014 vor dem Europäischen Parlament gehaltenen Bewerbungsrede stellte er die Kapitalmarktunion als ein zentrales Element seiner Agenda für Arbeitsplätze, Wachstum, Gerechtigkeit und demokratischen Wandel erstmals vor (Juncker 2014b).¹ Ein Jahr später präsentierte die Europäische Kommission in einem Aktionsplan zur Schaffung einer Europäischen Kapitalmarktunion ihre inhaltlichen Pläne in detaillierter Form. Darin finden sich über dreißig geplante Einzelmaßnahmen, die zur Schaffung eines

¹ Der hohe politische Stellenwert, der dem Projekt von Beginn an eingeräumt wurde, lässt sich an der Einrichtung eines neuen Generaldirektorats Finanzstabilität, Finanzdienstleistungen und Kapitalmarktunion (DG FISMA) ablesen, das die Kapitalmarktunion direkt im Namen trägt.

»echten Binnenmarkt[es] für Kapital« beitragen sollen.² Integrierte europäische Finanzmärkte werden dabei vor allem als ein Mittel zu einem größeren Zweck gehandelt: Der Markt soll die Politik darin unterstützen, »Wachstum [in Europa] zu finanzieren« und die Stabilität des Euroraums durch bessere Mechanismen der ökonomischen Schockabfederung zu erhöhen (Europäische Kommission 2015a, 3).

Das Vorhaben, mithilfe der Regulierungspolitik Finanzmärkte in den Dienst von Wirtschaftswachstum und Währungsstabilität zu stellen, setzt an die Stelle einer europäischen Solidarität zwischen den Mitgliedsländern der Eurozone die Fiktion einer privaten Marktsolidarität. Der Markt soll Wohlstand und Zusammenhalt in Europa fördern und wird auf diese Weise von einem Problem zum Teil einer Lösungsstrategie umgedeutet. Denn tatsächlich fördert die EU mit der Europäischen Kapitalmarktunion Finanzinstrumente und Marktpraktiken, die noch wenige Jahre zuvor unter dem Eindruck der globalen Finanzkrise als wichtige Transmissionsriemen diskutiert worden waren, die eine anfänglich lokale Krise im US-amerikanischen Subprime-Hypothekemarkt in ein weltweites Finanzmarktbeben übertragen halfen. Im Besonderen ist die Kreditverbriefung zu nennen, eine Finanzmarktinnovation, die auf dem Höhepunkt der Finanzkrise als »toxisch« und »Giftmüll« gebrandmarkt worden war (Ruhkamp 2008). Geschwundenes Anlegervertrauen und weitreichende regulatorische Auflagen hatten nach 2008 zu einem Einbruch des Marktvolumens in Europa geführt (BoE und EZB 2014). Im Rahmen der jüngsten Integrationsanstrengungen wird die Kreditverbriefung dagegen als ein wichtiges »Risikostransferinstrument« gehandelt (Europäische Kommission 2015a, 24), deren Revitalisierung oberste Priorität beigemessen wird. Eine Lockerung der Regulierungsbestimmungen für dieses Marktsegment zählte folgerichtig zu einer der ersten Maßnahmen, die im Kontext der Kapitalmarktunion beschlossen werden sollten. Daneben befinden sich mit der Förderung von Kreditfonds, Crowdfunding und P2P-Lending Plattformen, Venture Capital Fonds und Business Angels – um nur einige wenige Beispiele zu nennen – eine Reihe weiterer Vorhaben in der Umsetzung, welche dem bankbasierten Finanzmarktmodell Kontinentaleuropas eine stärkere marktbasiertere Ausrichtung geben. Es handelt sich dabei um eben jene Formen von Finanzbeziehungen, die im Epizentrum der Finanzkrise gestanden hatten und unter dem Label Schattenbankensystem bekannt geworden sind.

Die Eurokrise stellte eine erste ernsthafte Bewährungsprobe für den Bestand der weltweit einzigen Währungsunion jenseits des Nationalstaats dar. Herman Van Rompuy, der als damaliger Präsident des Europäischen Rates eine wichtige

² Eine detaillierte Übersicht der im Einzelnen unter das Dach der Europäischen Kapitalmarktunion fallenden Maßnahmen findet sich in Anhang A.

Rolle im Euro-Krisenmanagement eingenommen hatte, verortete deren Ursache in einer unzureichenden institutionellen Einbettung des Euros. Das in Maastricht festgeschriebene Währungsdesign beruhe demnach auf einer ungünstigen Disbalance zwischen einer supranationalisierten Geldpolitik und dem Fehlen schlagkräftiger Steuerungsinstrumente im fiskal- und wirtschaftspolitischen Bereich:

Responsibility and solidarity must go hand in hand. [...] Our political generation has discovered a lack of policy and a lack of instruments to combat the crisis in the euro area. [...] The euro has never had the infrastructure that it requires. [...] A common monetary policy is not enough. [...] This crisis in the euro zone will strengthen European integration. That is my firm belief. (Van Rompuy 2011)

Die Entwicklungen der vergangenen Jahre bestätigen Van Rompuys optimistischen Ausblick, wonach die Krise zu einem weiteren Integrations Schub führen würde. Überraschend ist indessen, dass sich die Reformaufmerksamkeit seit 2014 zunehmend auf den Finanzmarktsektor richtet. Anstatt neue effektive Steuerungsinstrumente auf supranationaler Ebene zu schaffen, wurden Wachstumsstimulierung und makroökonomische Stabilisierung verstärkt als Aufgaben des Marktes definiert. Eine Begleiterscheinung dieser Entwicklung ist ein Wiedererstarken von Vermarktlichungstendenzen in der EU, denen noch in der Zeit der globalen Finanzkrise der Kampf angesagt worden war.

Es ist das Ziel der vorliegenden Arbeit, zu verstehen, warum dem Appell für mehr Solidarität in Europa bisher nur wenige konkrete politische Schritte folgten und stattdessen Stabilisierungsverantwortung an den Markt übertragen wurde. Viele politikwissenschaftliche Arbeiten zur Finanzmarktregulierung führen den inkrementellen Charakter vieler Finanzmarktrefor men im Anschluss an die globale Finanzkrise auf das hohe Machtressourcenpotenzial der Finanzindustrie zurück. Lobbying und gezielte politische Einflussnahme werden als wichtige Erklärungsvariablen für die beobachtbare »Status-quo-Krise« (Helleiner 2014) gehandelt. Meine Untersuchung ergänzt diese Perspektive um einen in der Literatur bisher nur wenig beachteten Mechanismus, der seine Ursache in einer dysfunktional strukturierten Europäischen Währungsunion und der in ihr angelegten Blockadeanfälligkeit verteilungssensibler Problemlösungen hat, die zu einer Verlagerung des Staatshandelns in den Markt führt.

1.1 Fiskalische Solidarität als Risikoteilung in der Eurozone

Im Kern handelt es sich bei Jean-Claude Junckers Appell für eine »neue Solidarität in Europa«, die in einer vertieften Europäischen Währungsunion institutionelle Verankerung finden soll, lediglich um die jüngste Wendung in einer Jahrzehnte alten Debatte. Die Frage nach Funktion und Relevanz von Solidarität stellte sich bereits in den frühen Überlegungen zur Schaffung eines gemeinsamen europäischen Währungsraums in den 1970er-Jahren. Solidarität wurde dabei stets im Sinne *fiskalischer Solidarität* verstanden. Ein einseitig instrumenteller Zugang zu dieser Frage war von jeher unverkennbar. Fiskalische Solidarität zwischen den teilnehmenden Währungsländern wird bis heute primär als ein Mittel zur Gewährleistung stabiler makroökonomischer Verhältnisse verstanden, welche die Akzeptanz der Währungsunion als eine legitime Ordnung sicherstellen sollen. Gewandelt haben sich gleichwohl die mit dem Begriff Solidarität in Verbindung gebrachten politischen Forderungen und Inhalte.

Nach Robert Musgraves klassischer Unterscheidung erfüllt die staatliche Fiskalpolitik drei wesentliche Funktionen. Sie dient der Allokation meritotischer Güter, der Korrektur von Einkommensunterschieden zwischen Individuen und Regionen sowie der Stabilisierung konjunktureller Schwankungen (Musgrave 1959). Diese funktionale Dreiteilung lässt sich in Verbindung zu der folgenden Typologie ökonomischer Schockszenarien setzen. Sie differenziert zum einen zwischen symmetrischen Schocks, die alle Teileinheiten einer Währungsgemeinschaft gleichermaßen betreffen, und asymmetrischen Schocks, die also regional spezifisch sind. Zum anderen werden strukturelle ökonomische Schocks, die etwa infolge eines Strukturwandels die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit einer Region oder eines Landes dauerhaft negativ betreffen und zyklischen Schocks, die konjunkturell und damit von kurzzeitiger Dauer sind, voneinander abgegrenzt. Während sich strukturell bedingte Schocks nur durch permanent gestellte fiskalische Transfers abfedern lassen und damit redistributiven Charakter haben, sind fiskalische Instrumente zur Glättung konjunktureller Zyklen vom Ansatz her reziprok, da zu erwarten ist, dass sich die Finanzströme auf lange Frist ausgleichen (siehe Abbildung 1-1).

Mithilfe dieses analytischen Ordnungsrahmens, der staatliche Fiskalpolitik nach ihren unterschiedlichen Funktionen und Zielen unterscheidet, lässt sich nachzeichnen, wie sich der Begriff der fiskalischen Solidarität im Kontext der europäischen Währungsdebatte im Zeitverlauf gewandelt hat. Wie im Folgenden näher ausgeführt wird, dominierte in den 1970er-Jahren die Überzeugung, dass eine Währung jenseits der bekannten Grenzen des Nationalstaats nur dann tragfähig sein würde, wenn ihr ein umfassender fiskalischer Instrumentenkasten zur Seite gestellt wird. Fiskalische Solidarität war demzufolge als ein sehr weit um-

Abbildung 1-1 Typologie ökonomischer Schocks

	<i>strukturell</i>	<i>zyklisch</i>
<i>asymmetrisch</i>	(I) Permanente, redistributive Transfers	(II) Temporärer Schock-absorptionsmechanismus
<i>symmetrisch</i>	(III) Permanente, hohe gemeinsame Kreditaufnahme	(IV) Temporäre, geringe gemeinsame Kreditaufnahme

Quelle: nach Vallée (2014, 51).

fassendes Konzept verstanden worden, das in Anlehnung an Musgrave sowohl den umverteilenden Ausgleich von Markteinkommen als auch die Konjunktur-stabilisierung beinhaltet. Eine europäisierte Fiskalpolitik musste demnach in der Lage sein, ökonomische Schocks sowohl von Typ I (asymmetrisch/strukturell) als auch von Typ II (asymmetrisch/zyklisch) fiskalisch wirksam abzufedern. Heutige Appelle für mehr Solidarität in Europa wollen dagegen öffentliche Umverteilung zwischen den beteiligten Euroländern explizit ausgeschlossen wissen. Einseitige Transferzahlungen fallen nicht unter den neuen Solidaritätsbegriff. Fiskalische Solidarität wird reduziert auf reziproke Instrumente der zyklischen Konjunktur-stabilisierung und der asymmetrischen Schockabfederung (Typ I) und unter dem Begriff der *fiskalischen Risikoteilung* verhandelt.

Nachdem die Auflösung des Bretton-Woods-Systems eine Neuordnung der internationalen Währungsbeziehungen erzwungen hatte, gab die Kommission Expertenstudien zu den Machbarkeitsaspekten einer europäischen Währungsunion in Auftrag. Zu den bekanntesten zählen der Marjolin-Report aus dem Jahr 1975 sowie der zwei Jahre später veröffentlichte MacDougall-Report, die in Unterkapitel 2.2.2 noch eingehender diskutiert werden. Die von Robert Marjolin, einem der Architekten der Römischen Verträge und Vize-Präsidenten unter den beiden Hallstein-Kommissionen, geführte Arbeitsgruppe Economic and Monetary Union 1980 erachtete fiskalische Solidarität als eine wichtige Säule für eine auf Dauer gestellte gemeinsame Währung. Ihr sollte über fiskalische Transfers zwischen den Ländern einer Währungsunion Ausdruck verliehen werden:

The development of *financial solidarity* and the establishment of a Community budget on such a scale that the important *transfers which the maintenance of E.M.U. will require* can take place and can be financed out of Community taxation. (Marjolin 1975, 6; Hervorh. nicht im Orig.)

Der vom britischen Ökonomen Sir Donald MacDougall geleitete Sachverständigenrat, der interregionale fiskalische Verteilungsaspekte in existierenden Nationalstaaten analysierte und auf dieser Basis Schlussfolgerungen für eine Fiskalkapazität in einer Europäischen Währungsunion diskutierte, kam zu einem ähnlichen Ergebnis:

The redistribution through public finance between regions in the countries studied tends to be reflected to a large extent [...] in corresponding deficits in the balances of payments on current account of the poorer regions, with corresponding surpluses in the richer regions. These deficits and surpluses are of a continuing nature. [...] As well as *redistributing income regionally on a continuing basis*, public finance in existing economic unions plays a major role in *cushioning short-term and cyclical fluctuations*. [...] There is no such mechanism in operation on any significant scale as between member countries, and this is an *important reason why in present circumstances monetary union is impracticable*. (MacDougall 1977, 12; Hervorh. nicht im Orig.)

Einer stabilen europäischen Währungsunion muss laut MacDougall-Bericht eine Fiskalunion zur Seite gestellt werden, die im Sinne Musgraves in der Lage ist, das Wohlstandsgefälle zwischen wirtschaftlich schwachen und starken Regionen durch umverteilende fiskalische Maßnahmen zu verringern und asymmetrische ökonomische Schocks fiskalpolitisch abzufedern. Die Ergebnisse der beiden Expertengruppen stehen exemplarisch für einen zur damaligen Zeit breiten Konsens, wonach strukturelle Unterschiede im ökonomischen Leistungs- und Produktivitätsniveau zwischen den Teileinheiten einer möglichen Währungsunion explizit als ein Hindernis für ihre Stabilität identifiziert und fiskalische Transfers als ein geeignetes politisches Mittel zur Abschwächung dieser Problematik anerkannt wurden. Fiskalische Solidarität in einer Währungsunion jenseits des Nationalstaats hatte demnach nicht nur reziprok, sondern auch redistributiv zu sein.

Dessen ungeachtet fehlten in der im Vertrag von Maastricht feierlich begründeten Europäischen Währungsunion fiskalische Steuerungsinstrumente gänzlich. Im Gegenteil wurde mit Artikel 125 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) eine Nichtbeistandsklausel aufgenommen, die eine Haftung sowohl der EU als auch der Mitgliedsstaaten für die Schulden einzelner EU-Partner explizit ausschließt. Während Abschnitt 2.2.2 den Hintergründen dieser Entwicklung im Detail nachspürt, sei an dieser Stelle das Kernergebnis kurz vorweggenommen.

Von Beginn an belastete die Frage nach Form und Umfang einer fiskalischen Steuerungskapazität die Gespräche zur möglichen Schaffung eines europäischen Währungsverbands, an den neben den EU-Gründungsmitgliedern³ Belgien,

3 Genau genommen lautete die offizielle Bezeichnung für die Europäische Union (EU) bis zum Inkrafttreten des Maastricht-Vertrags Europäische Gemeinschaft (EG). Der Einfachheit halber wird in dieser Arbeit jedoch durchgängig die Bezeichnung EU verwendet.

Deutschland, Frankreich, Italien, Luxemburg und den Niederlanden nach 1973 Dänemark, Großbritannien sowie Irland beteiligt waren.⁴ Obgleich es sich dabei durchweg um westeuropäische Länder handelte, waren sie nicht nur verschiedenen »Spielarten des Kapitalismus« zuzuordnen, sondern grenzten sich voneinander durch unterschiedliche währungspolitische Erfahrungen und Traditionen ab. Diese institutionalisierten Pfadabhängigkeiten definierten wesentlich die Stellung jedes einzelnen Verhandlungspartners als ein Hartwährungsland oder aber als ein Weichwährungsland. Die Gruppe der Hartwährungsländer zeichnete sich dadurch aus, dass deren Vertreter im Europäischen Währungssystem – dem innereuropäischen Währungsregime zur koordinierten Wechselkursanpassung von 1979 bis 1998 – regelmäßig unter Aufwertungsdruck gestanden hatten (Höpner und Spielau 2016). Wenig überraschend waren es deshalb vorrangig die Hartwährungsländer gewesen, die die Speerspitze des Widerstands gegen eine Fiskalkapazität in einem möglichen europäischen Währungsraum bildeten. Angesichts der ökonomisch-strukturellen Heterogenität der teilnehmenden Länder handelte es sich um nüchterne Kalkulation, dass sie langfristig die Rolle der Nettotransferzahler hätten ausfüllen müssen. Erst als neuere Entwicklungen auf dem Feld der ökonomischen Theorie in den 1980er-Jahren die Rolle der Fiskalpolitik als Stabilisierungsinstrument zurückgedrängt hatten und damit eine Währungs-konstruktion ohne Fiskalkapazität theoretisch legitimierbar machten, war der Weg zu der in Maastricht besiegelten Europäischen Währungsunion geebnet.

Die durch die Eurokrise ausgelösten politischen und ökonomischen Verwerfungen brachten die Frage nach dem Wert einer Euro-Fiskalkapazität zurück auf die europäische Agenda. Jean-Claude Junckers Appell für eine »neue Solidarität« zwischen den Europartnern zeugt von der neuen politischen Relevanz dieser Thematik. Im Unterschied zu den frühen Debatten der 1970er-Jahre definiert Brüssel Solidarität heute jedoch eng im Sinne einer »Risikogemeinschaft«. Mit der zunehmenden Verwendung des Begriffs der fiskalischen beziehungsweise öffentlichen Risikoteilung in der politischen Alltagssprache schlägt sich die inhaltliche Reduktion des Solidaritätskonzepts auf die reziprok angelegte Idee der Risikoteilung auch semantisch nieder. Eindrücklich dokumentiert dies ein von der EU-Kommission im Mai 2017 veröffentlichtes *Reflexionspapier zur Vertiefung der Wirtschafts- und Währungsunion*:

Verantwortung und Solidarität, Eindämmung und gemeinsames Schultern von Risiken gehen Hand in Hand. Stärkere Anreize zur Eindämmung von Risiken und an Bedingungen geknüpfte Unterstützung sollten einhergehen mit der Ausarbeitung von Konzepten zur Risikoteilung. (Europäische Kommission 2017b, 18)

⁴ 1981 stieß Griechenland als zehntes Mitglied zur Europäischen Gemeinschaft. Fünf Jahre später wurden Portugal und Spanien aufgenommen.

Ähnlich deutlich zum Ausdruck bringt dies EZB-Direktoriumsmitglied Benoît Cœuré mit seiner Forderung nach »mehr Risikoteilung, also Solidarität für Länder, die einen Schock erlitten haben«. Diese innereuropäische Solidarität schließe jedoch, wie er betont, »permanente Transfers« ausdrücklich aus und beschränke sich einzig auf den Bereich kurzfristiger fiskalischer Unterstützungsmaßnahmen zur Absorption asymmetrischer Schocks (Schrörs 2015; statt vieler siehe auch Draghi 2018). Die in der politischen Debatte erkennbare Verkürzung des Solidaritätskonzepts auf den Aspekt reziprok angelegter fiskalischer Risikoteilung spiegelt sich auch im akademischen Diskurs wider. Exemplarisch hierfür steht ein gemeinsamer Aufruf einer Gruppe einflussreicher deutscher und französischer Wirtschaftswissenschaftler an die Politik, »Risikoteilung mit Marktdisziplin« stärker miteinander zu versöhnen (Bénassy-Quéré et al. 2018; siehe auch Dolls et al. 2015).

Einschlägig in diesem Zusammenhang ist außerdem das im Jahr 2017 von Waltraud Schelkle veröffentlichte Buch *The Political Economy of Monetary Solidarity: Understanding the Euro Experiment*. Das zentrale, titelgebende Konzept – monetäre Solidarität – wird von Schelkle explizit als »bewusste oder zumindest tolerierte Risikoteilung zwischen den unterschiedlichen Mitgliedsstaaten einer Währungsunion« definiert (Schelkle 2018; 2017, 1). Ausgangspunkt ihrer Analyse bildet das »politökonomische Paradox der Diversität«. Dem zufolge sei Diversität eine notwendige *ökonomische* Vorbedingung für Risikoteilung. Zugleich steige jedoch mit zunehmender Heterogenität das gegenseitige Misstrauen zwischen den Euroländern und erschwere eine *politische* Übereinkunft auf institutionalisierte Formen zwischenstaatlicher Risikoteilung:

Die Diversität ihrer Mitglieder macht es für die Währungsunion politisch schwierig, Solidarität ausdrücklich zu gewähren, obwohl Diversität genau das ist, was Risikoteilung ökonomisch vorteilhaft macht. [Nur] wer anderen Risiken als man selbst ausgesetzt ist, der kann einen im Notfall versichern. (Schelkle 2018)

Schelkles Perspektive auf die Europäische Währungsunion entspricht im Kern den von Kommission und EZB lancierten Appellen zu mehr innereuropäischer Risikoteilung. Sie orientiert sich eng an der Logik der Versicherung, der zufolge der individuelle Nutzen einer Teilnahme an einem Versicherungspool abhängig ist vom Grad der Risikodiversifizierung. Die Gültigkeit dieser versicherungsökonomischen Einsicht ist jedoch an mehrere voraussetzungsreiche Bedingungen geknüpft, die im vorliegenden Fall gleichwohl nur bedingt vorliegen dürften. Versicherungskonzepte, die auf dem Prinzip der Freiwilligkeit beruhen, sind in der Regel nur dann ökonomisch tragfähig, wenn die zu versichernden Risiken weitgehend zufällig verteilt sind und damit die Eintrittswahrscheinlichkeit eines Risikos für den einzelnen Beteiligten ex ante unbekannt ist. Anderenfalls fiele

der Nutzen einer Versicherung für Teilnehmer mit niedrigem Risikoprofil gering aus – eine Versicherung käme entweder gar nicht zustande oder lediglich unter Inkaufnahme hoher Unterschiede in den Risikoprämien. Eine Lösung, die von ungleichen Beitragssätzen zwischen den teilnehmenden Versicherten absieht, lässt sich einzig im Modus der hierarchischen Steuerung erzielen, die auf staatlichen Zwang und gesetzlich bindend festgelegte Beitragssätze setzt. Ein klassisches Beispiel für diese Form der Pflichtversicherung ist die Sozialversicherung, die für das deutsche Wohlfahrtsstaatsmodell prägend ist.

Die optimistische Erwartung, wonach sich institutionalisierte Formen fiskalischer Solidarität als Ergebnis eines »generalized and reciprocal self-interest« (Schelkle 2017, 12) zwischen den Euromitgliedern einstellen würden, hängt damit wesentlich von der Annahme gleicher Erwartungswerte zwischen den teilnehmenden Währungsländern ab. Sollten Letztere jedoch von strukturell verzerrten und damit ungleich verteilten Risikowahrscheinlichkeiten ausgehen, ist die Entwicklung fiskalischer Risikoteilungsmechanismen als das Ergebnis einer rationalen Verständigung zwischen primär am nationalen Selbstinteresse orientierten Regierungen kaum zu erwarten. In diesem Szenario sollte diejenige Ländergruppe mit einem – wahrgenommenen oder tatsächlichen – günstigen Risikoprofil antizipieren, dass anfänglich reziprok angelegte Instrumente der fiskalischen Risikoteilung die Basis eines auf Dauer gestellten Transfersystems zwischen ökonomisch-strukturell heterogenen Ländern bilden könnten (Scharpf 2018, 74–79). Selbst progressive Ökonomen wie Paul De Grauwe, der seit Langem auf das makroökonomisch stabilisierende Potenzial einer Fiskalkapazität in der Eurozone verweist, warnt vor den unintendierten Effekten wechselseitig angelegter Risikoteilungsarrangements:

When we argue that some form of budgetary centralization is necessary to allow for an *insurance mechanism against asymmetric shocks*, we should avoid the pitfalls of such mechanisms that have been observed within countries. These pitfalls have to do with *moral hazard*. We observe that this is often a serious problem when the transfers reduce the incentives of the receiving regions to adjust to shocks. As a result, *temporary transfers can become chronic, thereby losing their insurance character*. (De Grauwe 2006, 722–23; Hervorh. nicht im Orig.)

Die vorliegende Arbeit nimmt die politökonomische Heterogenität der am Euro beteiligten Mitgliedsländer zum Ausgangspunkt ihrer Analyse (einschlägig siehe Baccaro und Pontusson 2016; Brunnermeier, James und Landau 2016; Hall 2014, 2017; Höpner und Lutter 2018; Nölke 2016; Scharpf 2016; Stiglitz 2016). Sie argumentiert, dass das Comeback von Kreditverbriefung und Schattenbanken im Rahmen der Europäischen Kapitalmarktunion im Wesentlichen eine Abwehrreaktion gegenüber politischen Forderungen nach stärkerer öffentlicher Risikoteilung in der Eurozone ist. Allen voran die sogenannten Hartwäh-

rungsländer antizipierten demzufolge die langfristig potenziell umverteilende Wirkung von Institutionen zur reziproken Risikoteilung infolge der strukturellen Heterogenität der unter einem gemeinsamen Währungsdach zusammengeschlossenen Ökonomien. Der Rückgriff auf den Markt versprach dagegen einen Ausweg aus dieser verteilungssensiblen Situation. Angesichts ihres Potenzials, Risiken über den privaten Marktmechanismus umzuverteilen, verloren Kreditverbriefung und Schattenbanken ihren stigmatisierenden Charakter als Verursacher der globalen Finanzkrise und gewannen als politisch willkommene Alternative zu öffentlichen Solidaritäts- und Risikoteilungskonzepten an Attraktivität.

1.2 Das Argument: Der Markt als Ausweg aus der Euro-Reformblockade

Selbst die Eurokrise, die eine existenzielle Bedrohung für den Bestand der Europäischen Währungsunion dargestellt hatte, führte nicht zu einer stärkeren institutionalisierten Solidarität zwischen den Mitgliedsländern. Die vorliegende Untersuchung ordnet diese bleibende Leerstelle in der Euro-Konstruktion als das Resultat der Interessendivergenz zwischen strukturell verschiedenartigen politischen Ökonomien ein. Die beteiligten Währungsländer sind Vertreter unterschiedlicher »Spielarten des Kapitalismus« (Hall und Soskice 2001; Brunnermeier, James und Landau 2016; Stiglitz 2016), die sich im Hinblick auf ihre Wachstumsmodelle im Wesentlichen entlang einer Nord-Süd-Linie gruppieren lassen. Während ein starker Exportsektor zentral zum wirtschaftlichen Erfolg der nordeuropäischen Länder beiträgt, ist das Wachstum in den Ländern Südeuropas traditionell binnenmarktgetrieben (Baccaro und Pontusson 2016; Scharpf 2013; 2016; 2018). Institutionell abgesichert wird das exportorientierte Wachstumsmodell durch ein korporatistisches Tarifsysteem, das starke sektorale Gewerkschaften in die Lage versetzt, in koordinierten Lohnverhandlungen mit der Arbeitgeberseite Lohnzurückhaltung zu üben und damit die Wettbewerbsfähigkeit des heimischen Standorts sicherzustellen. Die Fähigkeit zu einer gedämpften Lohn- und damit Preisentwicklung ist aufgrund anderer tariflicher Strukturen in den Ländern des europäischen Südens dagegen nur bedingt gegeben. Angesichts der pfadabhängigen Qualität dieser Strukturunterschiede blieben eine rasche Konvergenz der Tarifmodelle und ein Aufbau effektiver transnationaler Strukturen der Lohnkoordinierung in den ersten Jahren der Währungsunion aus (Höpner und Lutter 2018; Höpner und Seeliger 2017). Eine Folge dieser institutionellen Disparitäten waren wachsende makroökonomische Ungleichgewichte

innerhalb der Eurozone. Sie drückten sich in zunehmenden Wettbewerbsverzerrungen in einem System fester Wechselkurse aus, das die Möglichkeit zu gelegentlichen Wechselkursanpassungen ausschließt und die sich schließlich in der Eurokrise Bahn brechen sollten.

Wirtschaftliche und institutionelle Strukturunterschiede zwischen den beteiligten Währungsländern zählten zu wichtigen Auslösern der Eurokrise. In Übereinstimmung mit dieser Diagnose waren die in der Folge beschlossenen Maßnahmen zur Weiterentwicklung der Währungsunion darauf ausgelegt, Konvergenzprozesse zwischen den beteiligten Volkswirtschaften voranzutreiben. In prägnant zusammengefasster Form nachlesen lässt sich die inhaltliche Stoßrichtung der Reformanstrengungen in dem im Herbst 2012 unter Leitung des damaligen EU-Ratspräsidenten Herman Van Rompuy in Kooperation mit Kommissionspräsident José Manuel Barroso, Eurogruppen-Präsident Jean-Claude Juncker und EZB-Präsident Mario Draghi erarbeiteten Vier-Präsidenten-Bericht:

Die Reformen des Überwachungsrahmens der EU, die durch die Einführung des Europäischen Semesters mit länderspezifischen Empfehlungen und eines neuen – Sanktionen ermöglichenden – Verfahrens bei einem makroökonomischen Ungleichgewicht erreicht wurden, sind ein Schritt in die richtige Richtung. Aber wir müssen noch weiter gehen und einen stärkeren Rahmen für die Koordinierung, Konvergenz und Durchsetzung der strukturpolitischen Maßnahmen schaffen. (Vier-Präsidenten-Bericht 2012, 13)

Während in der Frage der Notwendigkeit institutioneller Reformen angesichts der schweren Krisenerschütterungen Konsens unter den Euroländern bestand, versperrte zugleich die politökonomische Heterogenität zwischen den Mitgliedern ein pareto-optimales und damit für alle gleichermaßen gutes Reformprogramm. Zur Auswahl standen lediglich Handlungsalternativen mit gegensätzlichen Verteilungseffekten (Scharpf 2014a, 40). Die Geschichte der Eurokrise handelt dementsprechend von der Frage, wer in welchem Ausmaß Risiken und Anpassungslasten zu tragen hat, um die Eurozone auf den Stabilitätspfad zurückzuführen und zu einem »Ort des Wohlstands« (Europäische Kommission 2015c, 4) auszubauen. Die Verteilungsproblematik ist im Währungsprojekt ursächlich angelegt, war im ersten Jahrzehnt der gemeinsamen Währungsunion jedoch weitgehend unentdeckt geblieben. Dazu beigetragen hatten niedrige reale Zinssätze in den südeuropäischen Ländern und Irlands, die einen kreditbasierten Wachstumsschub begünstigten und einen scheinbaren *Catch-up*-Prozess in Gang setzten. Auf der anderen Seite hatte Deutschland, das lange Zeit als der »kranke Mann Europas« galt, mit einer internen Disinflationstrategie und auf Kosten wachsender Wettbewerbsverzerrungen innerhalb der Eurozone sein exportgetriebenes Wachstumsmodell weiter ausbauen können.

Die Eurokrise brach die temporär unterdrückte Verteilungsfrage sichtbar auf und war damit auch eine politische Krise. Besonders markant ablesen lässt sich die Relevanz der Verteilungsproblematik an den inhaltlichen Positionen der zahlreichen populistischen Anti-Euro-Strömungen, die seit 2010 zunehmend an politischem Gewicht gewannen. Während seither in den sogenannten Gläubigerländern eine populistische Spielart dominiert, die sich als Bollwerk gegen einen vermeintlichen Ausbau der Eurozone hin zu einer Transferunion versteht, herrscht in den sogenannten Schuldnerländern die Lesart eines von Brüssel und Berlin aufoktroierten ökonomisch-politischen Zwangsregimes vor. In der Bundesrepublik Deutschland hat sich mit der Alternative für Deutschland (AfD) eine dem rechtspopulistischen Spektrum zuordenbare Partei etabliert, die, obgleich sie erst durch die Flüchtlingskrise stark an Zugkraft gewonnen hat, ihren Ursprung im Protest gegen die Euro-Rettungspolitik hat. Auch ihr französisches Pendant, der Rassemblement National, positioniert sich offen ablehnend gegen das europäische Währungsprojekt. Dessen Frontfrau Marine Le Pen versteht den Euro folglich auch nicht primär als eine Währung, sondern als eine politische Waffe, »a political weapon to force countries to implement the policies decided by the EU and keep them on a leash« (Tasch 2017). Und in dem nach Deutschland und Frankreich drittgrößtem Schwergewicht der Eurozone, Italien, wurde bei den Anfang März 2018 abgehaltenen Parlamentswahlen mit der Lega eine Partei stimmenmäßig drittstärkste Kraft, deren Vorsitzender Matteo Salvini seiner Wählerschaft verspricht: »Über Italien entscheiden die Italiener – nicht Berlin, nicht Paris, nicht Brüssel« (FAZ 2018; Braun und Hübner 2019, 44–54).⁵

Im Windschatten einer sich zuspitzenden populistischen Rhetorik wurde die Verteilungsfrage in der akuten Krisenphase bis Ende 2012 zum Vorteil der sogenannten Gläubigerländer ausgelegt. Da sich in der Eurokrise mit Griechenland, Irland, Portugal, Spanien und Zypern durchweg Vertreter aus dem Lager der früheren Weichwährungsländer mit Liquiditäts- und Solvabilitätsproblemen konfrontiert sahen, wurden sie nicht nur von Vertretern populistischer Strömungen öffentlichkeitswirksam als »Sünder« porträtiert, die allzu lange über ihre Verhältnisse gelebt hätten (Matthijs und McNamara 2015; Merkel 2010), sondern verloren auch im intergouvernemental geprägten Verhandlungssetting an Einfluss (Braun und Hübner 2019; Fabbrini 2016). Die überlegenen Machtressourcen der sogenannten Gläubigerländer implizierten eine Dominanz von Lösungsansätzen, welche die Anpassungslasten einseitig bei den ehemaligen Weichwäh-

5 Unbestritten lässt sich der phoenixgleiche Aufstieg des Populismus von rechts wie links in Europa nicht auf einen einzigen Faktor reduzieren, vielmehr wird er, wie bei komplexen Makrophänomenen wohl immer der Fall, von mehreren Ursachen getragen (zum Populismus als Konzept siehe Müller 2016; Manow 2018). Zur Eurokrise als eigenständigem Faktor für das Wiedererstarken des Populismus siehe Kriesi und Pappas (2015).

rungsökonomien verorteten (Frieden und Walter 2017). Entsprechend diente auch das exportorientierte Wachstumsmodell Nordeuropas als Schablone für die im Vier-Präsidenten-Bericht gestellte Forderung nach stärkeren Konvergenzanstrengungen und einer verlässlichen Durchsetzung strukturpolitischer Maßnahmen. Eine Politik der fiskalischen Austerität und der internen Abwertung in den von der Eurokrise besonders hart getroffenen Ländern sollte die nationalen Wirtschaftsmodelle einem grundlegenden Transformationsprozess unterziehen und langfristig eine Stabilisierung der Eurozone gewährleisten (Scharpf 2016). Risikominimierung durch Konvergenz war demnach die zentrale Losung dieser Tage.

Nachdem EZB-Präsident Mario Draghi mit seinem »Whatever-it-takes«-Versprechen den Märkten glaubhaft versichert hatte, dass ein Werten auf den Zusammenbruch der Eurozone zwecklos sei, endete die heiße Phase der Eurokrise im Juli 2012. Dies eröffnete die Perspektive für eine politische Grundsatze debatte über notwendige Schritte hin zu einer »echten« Wirtschafts- und Währungsunion (Kaczmarek 2012). Zugleich erhielt mit der Wahl des sozialistischen Präsidenten François Hollande in Frankreich und mit den die Schlagzeilen dominierenden Meldungen über düstere Wirtschaftsaussichten in ausnahmslos allen südeuropäischen Partnerländern die Frage nach Maßnahmen zur Wirtschaftsankurbelung in Europa neue Relevanz. Mit dem im Dezember 2012 veröffentlichten Vier-Präsidenten-Bericht wurde der Forderung nach weiteren Strukturmaßnahmen damit erstmals wahrnehmbar der Appell zu stärkerer »fiskalische[r] Solidarität« und zur »Schaffung von Risikoteilungsinstrumenten« an die Seite gestellt (Vier-Präsidenten-Bericht 2012, 9). Insbesondere die Europäische Kommission erweiterte in den Folgejahren die politische Maxime – Risikominimierung durch Strukturreformen und Haushaltsdisziplin – um den Aspekt der Risikoteilung. »Solidarität und Verantwortung« und damit »Risikominderung und Risikoteilung« sollten der EU-Behörde zufolge fortan zusammengedacht werden (Europäische Kommission 2017b, 18).

Ogleich die Debatte um neue Formen der fiskalischen Solidarität Ende 2012 die Brüsseler Agenda erreicht hatte, sind auch sieben Jahre später keine nennenswerten Fortschritte in diese Richtung erkennbar. Die vorliegende Arbeit sieht diese Entwicklung als das Resultat divergierender Interessenpositionen politökonomisch heterogener Euro-Mitgliedsländer, die einer Einigung in dieser Frage im Weg stehen. Entgegen der von Waltraud Schelkle in ihrer Analyse zum »politökonomischen Paradox der Diversität« implizit zugrunde gelegten Annahme zufällig verteilter Risiken war die Eurokrise vielmehr sichtbarer Ausdruck heterogener und zuungunsten der ehemaligen Weichwährungsökonomien verzerrter Risikoprofile. Wird fiskalische Solidarität als das Ergebnis eines generalisierten und reziproken Selbstinteresses der beteiligten Regierungen verstanden (Schelkle 2017, 12), ist eine gemeinsame Risikoversicherung in Form fiskali-

scher Instrumente der Risikoteilung für die Gruppe der früheren Hartwährungs-länder ökonomisch uninteressant. Solange trotz aller politischen Verlautbarungen und Reformvorhaben eine tatsächliche Konvergenz an das nordeuropäische Wirtschaftsmodell nicht stattgefunden hat, liefen Institutionen zur reziproken fiskalischen Risikoteilung Gefahr, unintendiert in einseitig gestellten Transfer-systemen aufzugehen (Scharpf 2018, 74–79).

Vor diesem Hintergrund lautet das zentrale Argument dieser Arbeit, dass die fehlende ökonomische Basis für Solidarität zu einer Delegation von Steuerungsverantwortung an den Markt geführt hat. Dieser soll einen vermeintlichen Ausweg aus einem politisch brisanten Verteilungskonflikt weisen. Ergebnis dieser Suche nach Strategien zur Umgehung von Euro-Reformblockadekonstellationen sind sich verstärkende Vermarktlichungsprozesse in der Währungsunion. In vier empirischen Kapiteln wird gezeigt, dass Kreditverbriefung und Schattenbanken ihr schnelles politisches Comeback nach der globalen Finanzkrise einer ihnen zugeschriebenen Eigenschaft verdanken, die gut an den Diskurs der Risikoteilung anschließen lässt: Sie ermöglichen einen Neuzuschnitt und eine Umverteilung von Risiken im Finanzsystem. Dieses risikorestrukturierende Potenzial sollte zum Verhängnis in der globalen Finanzkrise werden, da erst die Verbriefung von US-amerikanischen Hypothekenkrediten ihre weltweite Distribution ermöglicht und damit ein zunächst lokales Phänomen zu globalen Finanzverwerfungen hatte führen können. Im Kontext der Debatte zur Reform der Eurozone handelte es sich dagegen um eine willkommene Möglichkeit, über den privaten Marktmechanismus organisierte Formen der Risikoteilung an die Stelle fiskalischer Risikoteilungsinstrumente zu setzen. In der Frage nach neuen Wegen zu stärkerer innereuropäischer Risikoteilung bot sich als kleinster gemeinsamer politischer Nenner lediglich eine Verlagerung von Staatshandeln in den Markt an, der mittels regulativer Politik kostenarm eine effiziente Risikoteilung in der Eurozone zu organisieren verspricht.

Mit der Fokussierung auf den Markt als Ausweg aus der Euro-Reformblockadepolitik in einer Währungsunion jenseits des Nationalstaats ergänzt die vorliegende Arbeit die laufende Debatte zur Resilienz von Vermarktlichungsprozessen im Anschluss an die globale Finanzkrise um einen bislang in der Literatur unterbelichteten Aspekt. Das weitverbreitete Konzept der Vermarktlichung lässt sich als ein Prozess definieren, »that starts with bringing about the institutional (regulatory) preconditions for markets to arise and develop, thereby extending the market mechanism to new areas of social life« (van Apeldoorn und Horn 2007, 215; Callaghan 2015, 333–34). Vermarktlichungstendenzen wurden in den unterschiedlichsten Bereichen und Sektoren diagnostiziert, von der Corporate Governance in Unternehmen und den Arbeitsbeziehungen bis hin zu eigentlich marktfernen Bereichen wie der sozialen Daseins- und Gesundheitsvorsorge, der

Umweltpolitik und der Entwicklungshilfe. Aber auch der Finanzsektor unterlag einem wachsenden Vermarktlichungstrend, der sich in einer Reorganisation von Kreditbeziehungen und einem damit einhergehenden wachsenden Kreditrisikohandel äußerte (Hardie 2012; Hardie et al. 2013b; Hardie und Howarth 2009; Erturk und Solari 2007; Kessler und Wilhelm 2014).

Stellvertretend für viele andere hat Hans-Werner Sinn das im Jahr 2008 ausgebrochene Finanzbeben als »eine Krise des angelsächsischen Finanzsystems« beschrieben, »das zum Kasino-Kapitalismus mutierte und leider auch in Europa immer mehr Nachahmer gefunden hat« (Sinn 2010, 14). Der pejorativ besetzte Ausdruck des angelsächsischen Finanzsystems fungierte dabei als eine Chiffre für ein Finanzsystem, in dem Schattenbanken, komplexe Finanzderivate und Kreditverbriefungen eine große Rolle spielen und das sich durch eine geringe Markttransparenz und einen hohen Vernetzungsgrad der einzelnen Finanzmarktakteure auszeichnet. Viel mehr als aufmerksamkeitshaschende Krisenrhetorik ermöglicht hingegen ein nüchterner Blick auf die Finanzkrise die Einsicht, dass es sich hierbei vor allem um eine Krise auf den Fremdkapitalmärkten⁶ handelte, die ihren Ausgang in denjenigen Bereichen nahm, in denen Vermarktlichung und Risikohandel bereits weit fortgeschritten waren.

Grundsätzlich sind auf den Fremdkapitalmärkten Banken von großer Bedeutung. Dies jedoch nicht primär deshalb, weil sie als bloße Finanzintermediäre zwischen Sparern und Kreditnehmern vermitteln und damit bereits vorhandene Ressourcen lediglich effizient verteilen würden, sondern vielmehr, weil das Bankensystem »Produzent« von Kredit ist (Schumpeter [1934] 1987, 110). Anders als in vielen makroökonomischen Einführungstexten beschrieben (Turner 2013, 3), handelt es sich bei der Bankkreditvergabe also nicht ausschließlich »um Transformation von Kaufkraft, die bei irgendwem schon vorher existiert hätte, sondern um die Schaffung neuer aus Nichts« (Schumpeter [1934] 1987, 109; Ingham 1999, 80; R. A. Werner 2014a).⁷ Anders als die in der Literatur zu den »Spielarten des Kapitalismus« noch verbreitete Unterscheidung zwischen bank- und marktbasierten Finanzmarktssystemen suggeriert (für eine Kritik siehe unter anderem Hardie et al. 2013a; 2013b), kann eine Restrukturierung der

6 Grundsätzlich lässt sich der Finanzmarkt einer Volkswirtschaft in zwei Segmente unterteilen: in einen Eigenkapitalmarkt und einen Fremdkapitalmarkt. Die auf dem Finanzmarkt gehandelten Produkte sind Verträge, die Rechte an Eigentums- und Schuldtiteln festlegen (sogenannte IOUs, Akronym für: »I owe you«). Ein zentraler Bestandteil des Eigenkapitalmarktes ist der Aktienmarkt und, mit wachsender Bedeutung, die Private-Equity-Sparte, deren Geschäftsmodell darauf aufbaut, außerhalb der transparenzorientierten Börsenvorschriften Eigenanteile an Unternehmen zu erwerben.

7 Die Aussage, wonach Banken die Rolle von »Produzenten« von Kredit einnehmen, gilt jedoch nur unter den Bedingungen des modernen Fiatgeldsystems, das sich schrittweise seit dem 16. Jahrhundert entwickelt hat. Siehe hierzu im Besonderen Unterkapitel 3.1 sowie Anhang B.

Fremdfinanzierungspraktiken in Richtung eines stärker marktbasierten und auf den Handel von Kreditrisiken ausgerichteten Systems damit nicht darauf abzielen, Banken durch Märkte zu ersetzen. Da das Monopol auf Giralgeldschöpfung bei den Banken liegt, sind diese ein unerlässlicher Bestandteil moderner kapitalistischer Ökonomien (für technische Details zum Kreditschöpfungsprozess in modernen Fiatgeldsystemen siehe Anhang B).⁸ Der Begriff des marktbasierten Finanzsystems, der im öffentlichen Diskurs immer öfter an die Stelle der negativ konnotierten Bezeichnung Schattenbankensystem tritt (Engelen 2018; FSB 2014), bezieht sich vielmehr auf die dem Prozess der Kreditintermediation zugrunde liegende Organisationslogik.

Im klassischen *bankzentrierten Kreditintermediationsmodell* übernimmt die Bank als alleiniger Akteur alle Funktionen des Kreditgeschäfts, zu der neben der Kreditschöpfung und -vergabe das Monitoring des Kreditnehmers sowie die Fristen-, Losgrößen- sowie Risikotransformation zählen. Die geschöpften Kredite verbleiben in der Folge bis zur vollständigen Kredittilgung in der Bilanz der Bank (Cetorelli und Peristiani 2012). Ein *marktbasierendes Kreditintermediationsmodell* unterscheidet sich im Vergleich dazu primär in zweierlei Hinsicht. Erstens übernehmen andere Finanzmarktakteure, die also keine Banken sind und damit auch nicht kreditschöpfend tätig sein können, einzelne Funktionen in der beschriebenen Kreditintermediationskette (Cetorelli 2012; Pozsar et al. 2010). Hierauf nimmt die allgemein anerkannte Definition zum Schattenbankensystem des in Reaktion auf die Finanzkrise eingerichteten Financial Stability Boards (FSB) Bezug:

The »shadow banking system« can broadly be described as credit intermediation involving entities and activities (fully or partially) outside the regular banking system or non-bank credit intermediation in short. (FSB 2013, ii)

Zweitens haben Marktmechanismen eine zentrale Funktion in der Kreditintermediation. Das heißt, dass nicht nur Kredite selbst, sondern auch die in der Regel fondsasierten Anteile der am Kreditintermediationsprozess beteiligten Akteure regelmäßigen Marktbeurteilungen unterliegen (Deutsche Bundesbank 2014a, 19):

[The FSB] definition captures important elements of shadow banking, it misses perhaps the central element that really sets it apart from the traditional model of banking, namely that the aforementioned aspects of credit intermediation are carried out and priced on, global markets for money and risk. [...] Markets and market-making mechanisms [play a key role] in the new system. [...] The market-based credit intermediation system, unlike the traditional banking system is totally dependent on well-functioning markets in both funding and the assets that it manages. (Aquilina und Kraus 2016, 8, 14)

⁸ Es sei denn, man würde den Banken dieses Privileg entziehen und damit das heutige Geldsystem grundlegend reformieren, wie zum Beispiel von Vertretern eines Vollgeldsystems gefordert.

Tabelle 1-1 Akteure und Märkte im marktbasieren Finanzsystem

Akteure	Märkte
Große Banken	Verbriefungsaktivitäten
Broker-Dealer	Wertpapierleihe (Securities Lending)
Geldmarktfonds	Repos
Speciality Lenders (unter anderem Hypotheken- und Kreditkartenfirmen)	Collateral-Mobilisierungsservices
Zentrale Clearing- und Counterparties (CCPs)	Derivative-Overlay-Strategien
Zweckgesellschaften (sogenannte Special Purpose Vehicles)	
Real Estate Investment Funds (REITs)	
ABCP Conduits	
Government Sponsored Enterprises	
Pensionsfonds	
Versicherungsgesellschaften	
Kredit-Hedgefonds	
Asset Manager	
P2P-Lending-Plattformen	
Kreditfonds	

Quelle: nach Aquilina und Kraus (2016, 16–17).

Ogleich es zu berücksichtigen gilt, dass das marktbasierte Kreditintermediationsmodell einem kontinuierlichen Wandel unterliegt, lassen sich doch einige gegenwärtig zentrale Akteure und Märkte herausstellen. Die folgende tabellarische Übersicht bietet Gelegenheit, das marktbasierte Finanzuniversum besser kennenzulernen (siehe Tabelle 1-1). Auffallend ist zum einen, dass weithin bekannte Finanzmarktspieler, etwa große Banken, Versicherungsunternehmen, Pensionsfonds und Hedgefonds, gemeinsam mit allenfalls im Finanzteil überregionaler Wirtschaftszeitungen gelegentlich erwähnten Akteuren wie P2P-Lending-Plattformen, Zweckgesellschaften und ABCP Conduits das marktbasierte Ökosystem bevölkern. Zum anderen nehmen Verbriefungsaktivitäten eine wesentliche Funktion in diesem System ein.

Eine Schlüsselrolle fällt dem Kreditverbriefungsinstrument im marktbasieren Kreditintermediationsmodell deshalb zu, weil es die Bündelung von Krediten und ihre anschließende Transformation in strukturierte Wertpapiere ermöglicht (Cetorelli 2014). Im Rahmen einer Verbriefungstransaktion können illiquide Aktiva – die von einer Bank vergebenen Kredite befinden sich auf der Aktivseite der Bankbilanz – in liquide Wertpapiere umgewandelt und ein Sekundärmarkt zum Handel von Kreditforderungen und Kreditrisiken geschaffen werden (Jobst 2008). Bei den potenziellen Käufern verbriefter Kreditforderungen

handelt es sich vor allem um die in obiger Tabelle überblickshaft vorgestellten Schattenbankenakteure.

Den Status einer Finanzmarktinnovation verdankt die Verbriefung zwei qualitativ relevanten Effekten, die mit der ursächlich ermöglichten Schaffung eines Marktes zum Handel von Kreditforderungen einhergehen. Erstens hat die Tatsache, dass Kredite gebündelt weiterverkauft werden können, *ceteris paribus* einen positiven Effekt auf die Kreditvergabe von Banken. Hyman Minsky hat früh darauf verwiesen, dass sich über den Weg einer Verbriefung von Krediten deren Kreditschöpfungsneigung erhöhen lässt, da aufgrund der dadurch ermöglichten Ausgliederung aus der Bankbilanz regulatives Eigenkapital eingespart werden kann und auch die Notwendigkeit zur Haltung von Zentralbankreserven entfällt (für empirische Belege siehe unter anderem Mian und Sufi 2008; Gambacorta und Marques-Ibanez 2011; Greenwood und Scharfstein 2013):

Securitization leads to the creation of financial paper that is eminently suitable for a global financial structure. There is a symbiotic relation between the globalization of the world's financial structure and the securitization of financial instruments. [...] There is no limit to bank initiative in *creating* credits for there is no recourse to bank capital, and because the credits do not absorb high-powered money [bank reserves]. (Minsky 1987, 2–3; siehe auch Shin 2009b; Turner 2012a)

Zweitens eröffnet die Verbriefung von Krediten Optionen für einen Neuzuschnitt und damit einer Umverteilung von Kreditrisiken innerhalb des Finanzsystems. Das marktbasiertere Kreditintermediationsmodell gestattet es, Kreditrisiken, die vormals primär von Banken getragen worden waren, über ein breites Spektrum von Finanzmarktakteuren zu verteilen:

Absorbing [credit] risks was once largely the role of commercial banks [...]. In the new [market-based finance] paradigm, the intermediation process has increasingly become the domain of the open market. The general idea is the inherent risks can be minimized by unpackaging the institutional relationships, separating maturity and credit risks, »slicing and dicing« so that those risks can be shifted to those most willing and capable of absorbing them. (Volcker 2008, zitiert in Crotty 2008, 8)

Paul Volckers positive Bewertung marktbasierter Finanzpraktiken bildete die Konsensmeinung in den 2000er-Jahren ab. Diese jedoch sollte mit dem Ausbruch der Finanzkrise zunehmend ins Wanken geraten. Anstatt nämlich Risiken effizient zu verteilen, hatte sich eine hohe Risikokonzentration gepaart mit einer geringen Markttransparenz und einer starken Interkonnektivität zwischen den am Kreditintermediationsprozess beteiligten Akteuren tatsächlich als eine toxische Mischung erwiesen (Shin 2009a; Stein 2010). Auf dem Höhepunkt der globalen Finanzkrise fasste der damalige Bundesbankpräsident Axel Weber die Situation dementsprechend wie folgt zusammen: