

Wenn der Schneeball ins Rollen kommt

Überlegungen zur Dynamik und zum Charakter der Subprime-Krise

Die Subprime-Krise lässt sich als Beleg für die finanzkeynesianische These der inhärenten Instabilität kreditmarktvermittelter Wirtschaftsbeziehungen begreifen. Ihr Verlauf entspricht einem Interpretationsschema, in dem mehrere Phasen unterschieden werden und das Charles Kindleberger im Anschluss an die finanzkeynesianischen Überlegungen von Hyman Minsky entwickelt hat. Um die besondere Qualität der »Subprime-Krise« als Ausgangspunkt einer Krise des globalen Finanzsystems zu entschlüsseln, ist es allerdings notwendig, über das skizzierte Phasen-Modell von Finanzkrisen hinaus zu gehen. Entsprechend wird im zweiten Teil des Beitrags dargelegt, dass die Operationsweise des sog. Dollar Wall Street Regimes die Entstehung von Spekulations- und Finanzblasen begünstigt hat, nun aber durch die globale Finanzkrise selbst zur Disposition steht.

»Diese Krise ist anders – ein Ereignis, wie es ein oder zweimal pro Jahrhundert vorkommt, tief verwurzelt in den Ängsten vor der Insolvenz großer Finanzinstitutionen«
(Alan Greenspan).¹

1. Einleitung

Finanzkrisen bilden eine stetig wiederkehrende Begleiterscheinung kapital- und kreditmarktvermittelter Wirtschaftsbeziehungen. Die Hypothekenmarkt- und »Subprime-Krise« fügt sich in eine lange Reihe aufsehenerregender Krisenprozesse ein. Zu nennen sind unter anderem die sog. »Tulpenkrise« im Amsterdam der 1630er Jahre, der britische »Südsee-Bubble« von 1720, die deutsche Eisenbahnaktienhausse der 1840er Jahre, der US-amerikanische Börsencrash von 1929, aber auch die Währungs- und Finanzkrisen der 1990er Jahre und die im Frühjahr 2000 geplatzte New Economy-Blase. Die recht ähnlichen Verlaufsmuster der einzelnen Finanzkrisen sind dabei verblüffend. Entsprechend wird in diesem Beitrag dargelegt, dass die von Hyman Minsky (1980, 1982) entwickelte finanzkeynesianische Krisentheorie und das hierauf aufbauende, von Charles Kindleberger (2000) in seinem Buch »Manias, Panics and Crashes« angewandte Interpretationsschema auch für das Verständnis der aktuellen Finanzmarktkrise instruktiv sind.

Zugleich sollten die Ähnlichkeiten im Krisenverlauf aber nicht dazu verleiten, die besondere Qualität der aktuellen Finanzkrise zu übergehen. Diese, so der zweite Teil

1 http://www.ft.com/cms/s/0/3aaef4f6-623f-11dd-9ff9-000077b07658.html?nclick_check=1; 11.3.09.

des nachfolgend entfalteten Arguments, erschließt sich nur dann, wenn die spezifischen politökonomischen, institutionellen und regulativen Kontextbedingungen betrachtet werden. Diese haben sich im Verlauf der 1980er und 1990er Jahre grundlegend verändert. Die Spielregeln des internationalen Währungs- und Finanzverkehrs korrespondieren seitdem mit einer erhöhten Krisenanfälligkeit, die seitens der entwickelten kapitalistischen Länder zunächst noch eingedämmt, ausbalanciert und partiell sogar ausgenutzt werden konnte. In der jüngsten Finanzkrise ist dies jedoch nicht mehr der Fall. Im Gegenteil, einiges spricht dafür, dass wir derzeit nicht nur eine Krise *innerhalb*, sondern *des* globalen Finanzsystems erleben (Grahl 2009). So mehren sich die Stimmen, dass die Finanzmärkte nicht sich selbst überlassen werden dürfen. Auf bestimmte Schritte einer ad hoc-Krisenintervention scheint man sich dabei verständigen zu können. Ob es gelingt, Institutionen und Instrumente einer dauerhaften politischen Kontrolle zu entwickeln, ist hingegen weniger gewiss.

2. Die Hypothekenmarkt- und Subprime-Krise – Kurzgeschichte einer Finanzblase

Die Vertreter des Finanzkeynesianismus beziehen sich positiv auf die monetäre Produktionstheorie von Keynes, gehen über diese zugleich aber insofern hinaus, als sie die Kritik an der neo-klassischen Gleichgewichtsökonomie radikalisieren. Im Zentrum stehen vor allem die Finanzmärkte, die durch spezifische, partiell irrationale Eigendynamiken und vielfältige Erwartungsunsicherheiten, mithin eine ausgeprägte Instabilität gekennzeichnet sind. Die These der »finanziellen Instabilität«, die vor allem von Hyman Minsky (1982) entwickelt wurde, setzt sich dabei aus mehreren Erklärungsbausteinen zusammen (Emunds 2001: 246-256): Wie andere Postkeynesianer geht Minsky erstens davon aus, dass die Geldmenge nicht exogen durch die Zentralbankpolitik, sondern endogen durch den Kreditvergabe- und Geldschöpfungsprozess der Geschäftsbanken bestimmt ist. Zweitens wird argumentiert, dass die Marktteilnehmer – Unternehmen und private Haushalte – ihre Finanzierungs- und Kreditvergabepraxis in Boom-Phasen verändern. So ist neben einer abnehmenden Liquiditätspräferenz auch eine zunehmende Bereitschaft beobachtbar, spekulative und sehr riskante Kredite aufzunehmen und zu vergeben, obwohl deren spätere Bedienung ungewiss ist. Diese Form der »Ponzi-Finanzierung«, benannt nach einem betrügerischen Spekulanten der 1920er Jahre, gewinnt drittens schließlich in dem Maße an Bedeutung, wie es den Finanzmarktakteuren gelingt, durch sog. »finanzielle Innovationen« die eigenen Verbindlichkeiten zu reduzieren und das Kreditangebot zusätzlich auszuweiten.

Bezugnehmend auf die Überlegungen Minskys hat der Wirtschaftshistoriker Charles Kindleberger (2000: 14-18) ein allgemeines Krisenverlaufsschema skizziert, dessen Phasen sich in recht unterschiedlichen – historischen – Krisenprozessen wiedererkennen lassen: Den Ausgangspunkt eines Finanzzyklus bildet eine plötzliche Veränderung im makroökonomischen System, die neue, unerwartete Anlage- und Profitoptionen, mithin gesteigerte Gewinnerwartungen für Investoren eröffnet. Die intersubjektiv gebildeten Erwartungen leiten in der zweiten Phase zu einem Boom

oder sogar einer Manie über, da angesichts steigender Kurswerte und der Expansion von Bankkrediten immer mehr Anleger die verfügbaren Wertpapiere kaufen und sich zum Teil beträchtlich verschulden. Es entwickelt sich ein Herdentrieb, der so lange anhält, wie die Kredite durch anhaltende Kurssteigerungen bedient werden können. In der dritten Phase trübt die euphorische Stimmung dann jedoch allmählich ein, wenn skeptische Anleger – aufgrund von Insider-Wissen, negativen Prognosen oder (geld-)politischen Signalen – aus der Rallye aussteigen. Oft vollzieht sich der Übergang in die vierte Phase der Panik und des Absturzes sehr rasch, da bei fallenden Kurswerten immer mehr Anleger ihre Wertpapiere abstoßen, um die Verluste in Grenzen zu halten. Die fünfte Phase ist schließlich dadurch gekennzeichnet, dass viele Kredite nicht mehr bedient werden können und die Gefahr besteht, dass die Krise von den Wertpapiermärkten auf den gesamten Finanzsektor, also auch auf das Bankensystem überspringt und womöglich sogar die internationalen Währungs- und Wirtschaftsbeziehungen beeinträchtigt. Im Prinzip eignet sich dieses Schema sehr gut, um die Dynamik und den Verlauf der sog. Subprime-Krise zu erfassen.²

(1) Neue profitable Anlage- und Investitionsfelder: Den Ausgangspunkt der Subprime-Krise bildeten drei Innovationen, die seit Anfang der 1980er Jahre dafür sorgten, dass sich die Bedingungen der Eigenheimfinanzierung in den USA beträchtlich veränderten (Evans 2008: 148-152). Erstens wurde das seit den 1930er Jahren bestehende, relativ strikt regulierte, an klare Auflagen – Eigenbeteiligung, regelmäßiges Einkommen, festgelegte Zinssätze etc. – gebundene Vergabeverfahren für Hypothekendarlehen gelockert. Fortan war es Banken erlaubt, auch risikoreiche Darlehen – sog. Subprime-Hypotheken – an Kreditnehmer ohne Eigenkapital und Einkommensnachweis zu vergeben; ja mehr noch: mit Lockzinssätzen dafür sogar zu werben. Darüber hinaus wurde es den Banken zweitens ermöglicht, die von ihnen vergebenen Kredite zu »verbriefen«, d. h. zu bündeln und die Rechte an den Tilgungs- und Zinszahlungen gegen eine entsprechende Gebühr auf den Wertpapiermärkten zu verkaufen. Die Verbriefung von Subprime-Hypotheken stützte sich auf eine ganz spezifische Innovation. Um die für sich allein sehr riskanten Kredite auch für Pensionsfonds und Versicherungen attraktiv zu machen, schufen einige Investmentbanken mit den *Collateralised Debt Obligations* (CDOs) ein neuartiges Finanzierungsinstrument, in dem schlecht bewertete Subprime-Hypotheken mit erstklassigen Aktien, Anleihen und anderen Vermögenswerten zusammengelegt und auf diese Weise – zumindest partiell – in ein Wertpapier mit bestem Rating umgewandelt wurden (Dodd 2007: 17; Foster 2008: 4 f). Die dritte Innovation bestand schließlich darin, dass der Handel mit den CDOs vielfach *Structured Investment Vehicles* (SIVs) bzw. *Special Purpose Vehicles* (SPVs), d. h. Zweckgesellschaften übertragen wurde, die ihrerseits nicht den

2 In der Darstellung und Erläuterung von Finanzkrisen werden häufig die vierte und fünfte Phase zusammengezogen, sodass insgesamt nur von vier Phasen die Rede ist. Da der Übergang von der vierten zur fünften Phase für die Tiefe und den Charakter der Krise jedoch sehr bedeutsam ist, wird hier zwischen fünf Phasen unterschieden. Zu einer etwas anders akzentuierten, sich ebenfalls auf Minsky beziehenden Rekonstruktion der Subprime-Krise vgl. Foster (2008).

Eigenkapitalvorschriften für Geschäftsbanken, definiert im Basel I-Abkommen von 1988, verpflichtet waren.

Für die Banken waren diese Innovationen in mehrfacher Hinsicht vorteilhaft. Die Subprime-Hypotheken stimulierten die Kreditnachfrage. Die Verbriefung in Gestalt der CDOs sorgte dafür, dass die risikoreichen (Subprime-)Kredite nicht mehr die eigene Bilanz belasteten, wodurch die achtprozentige Eigenkapitalunterlegung des Basel I-Abkommens faktisch umgangen wurde (Huffschmid 2007: 1333 f). Gleichzeitig eröffnete die Gründung der Zweckgesellschaften den Banken die Option, an der Bedienung der Immobilienkredite wie auch an den steigenden Kursgewinnen der CDOs indirekt zu partizipieren. Allerdings hatten die Banken für die Zweckgesellschaften, die sich selbst über die Emission relativ kurz- und mittelfristiger Papiere finanzierten, zumeist Kreditgarantien übernommen, die sie später – beim Ausbruch der Krise – enorm belasteten.

(2) Kreditexpansion und Immobilienboom: Die aufgeführten Innovationen – die Subprime-Hypotheken, die CDOs und die Gründung von Zweckgesellschaften – gewannen ihre Bedeutung in Verbindung mit dem US-amerikanischen Immobilienboom. Dieser entfaltete sich in der zweiten Hälfte der 1990er Jahre zunächst als eine Begleiterscheinung des wirtschaftlichen Aufschwungs. Nach vorsichtigem Beginn beschleunigte sich seit Ende des Jahrzehnts der Anstieg der Häuserpreise – mit jährlichen Steigerungsraten zwischen 10 % und über 20 % –, weil die *Federal Reserve* (Fed) im Jahr 2001 zu einer expansiven Geldpolitik übergegangen war. Dieser Kurswechsel und die damit verbundene Ausweitung des Kreditvolumens war vor allem dem Bestreben geschuldet, dem Konjunkturereinbruch, der sich nach dem Zerplatzen der New Economy-Blase abzeichnete, entgegenzuwirken. Seit Januar 2001 wurde der Leitzins von der Fed in großen Schritten gesenkt. Bis Ende des Jahres fiel er auf 1,75 %, um Mitte 2003 den Tiefstand von 1 % zu erreichen.

Die konjunkturstimulierende Wirkung der Kreditexpansion vermittelte sich maßgeblich über den Immobilienmarkt. Dies heißt, die privaten Haushalte nutzten die günstigen Kreditkonditionen, um Eigenheime zu kaufen. Nicht selten belasteten sie aber auch bereits erworbene Eigenheime mit Hypotheken, um den laufenden Konsum zu finanzieren. Dies war solange kein Problem, wie die aufgenommenen Darlehen durch steigende Immobilienpreise gedeckt wurden. Im Gegenteil, gestützt auf die private Konsumverschuldung kristallisierte sich in den USA eine Art »privatisierter Keynesianismus« heraus (vgl. den Beitrag von Young in diesem Forum), der auch auf andere Weltregionen – so auch auf Westeuropa – ausstrahlte: Zum einen stimulierte der US-amerikanische Konsum allgemein die weltwirtschaftliche Entwicklung; und zum anderen zeigten sich auch westeuropäische Banken daran interessiert, an den Geschäften mit den – in *Collateral Debt Obligations* (CDOs) versteckten – Subprime-Hypotheken zu partizipieren. Im Zuge des Immobilienbooms gewannen demzufolge nicht nur Subprime-Kredite an Bedeutung. Zugleich sorgten auch die steigenden Kurse von hypothekengestützten CDOs dafür, dass sich ein reger Handel mit diesen Produkten entwickelte und die Nachfrage nach Krediten durch nachströmendes Kapital gedeckt werden konnte.

(3) Eintrübung der Euphorie: Gestützt auf die Kreditexpansion konnten sich die Immobilienblase und die Blase von hypothekengestützten CDOs wechselseitig aufschaukeln. Dies änderte sich dann jedoch durch die restriktivere Geldpolitik der Fed. Um einer Überhitzung der Konjunktur vorzubeugen, wurde seit Mitte 2004 der Leitzins in mehreren Schritten bis zum Sommer 2006 auf 5,25 % angehoben. Viele der mit flexiblen Zinssätzen versehenen Subprime-Kredite konnten hierdurch nicht mehr bedient werden. Für die Gläubiger machten sich die Zahlungsausfälle allerdings erst mit einer gewissen Zeitverzögerung bemerkbar. Zunächst erlahmte seit Anfang 2006 nur die Bautätigkeit und der Preisanstieg für Eigenheime verlangsamte sich. Im Frühjahr 2007 verdichteten sich dann die Anzeichen für eine bevorstehende Immobilien- und Subprime-Krise. Den Anfang machte im Februar eine Gewinnwarnung der britischen HSBC, deren US-Tochter *Household* riskante Subprime-Hypothekendarlehen vergeben hatte. Ende des Monats kündigte der US-Immobilienfinanzierer Freddie Mac an, den Kauf von notleidenden Hypothekendarlehen einzustellen. Im März meldete die Baubranche, so z. B. DR Horton, einen deutlichen Rückgang der Bauaufträge. Zudem stürzte die Aktie von New Century, einem großen US-amerikanischen Hausfinanzierer, geradezu ab, bevor im Mai Dillon Read, ein Hedgefond der Schweizer UBS, über große Einbußen im Subprime-Geschäft informierte. Als im Juni dann sogar Goldman Sachs Verluste im Hypothekengeschäft vermeldete, Bear Stearns mit dem Versuch scheiterte, zwei seiner Hedgefonds zu retten, die sich im Subprime-Geschäft verspekuliert hatten, im Juli auch die deutsche IKB und schließlich im August die französische BNP Paribas in Schwierigkeiten gerieten, war allseits klar, dass die Finanzmärkte durch die Immobilien- und Subprime-Krise schwer erschüttert wurden.

(4) Panik und Absturz: In dem Maße, wie auch die Quartalsberichte vieler anderer Banken und Finanzmarktakteure Verluste auswiesen, vollzog sich eine drastische Wende in der Interpretation der Finanzmarktentwicklung. Noch kurz zuvor waren die Risiken der Subprime-Hypotheken aufgrund der gebündelten Verbriefung mit anderen soliden Wertpapieren und einer breiten Streuung als begrenzt und kalkulierbar eingeschätzt worden. Nach Ausbruch der Krise war den Investoren und Gläubigern jedoch nicht mehr so recht klar, wie die Subprime-gestützten Anleihen und CDOs eigentlich zu bewerten waren. Sie wurden nun vielfach als »Giftmüll« betrachtet, den es möglichst zu vermeiden und abzustoßen galt, was angesichts des zusammengebrochenen Sekundärmarktes für CDOs faktisch allerdings unmöglich war. Konkret bedeutete dies, dass viele der Banken, Hedgefonds, Zweckgesellschaften etc. auf ihren Anleihen und CDOs sitzen blieben. Selbst Banken, die sich nur indirekt, d. h. über SPVs, am Hypotheken und Subprime-Geschäft beteiligt hatten, wurden von der Krise erfasst; und zwar in dem Maße, wie sie die Finanzierung der SPVs durch Kreditgarantien mitgetragen hatten.

(5) Krisen- und Ansteckungseffekte: Die Zahlungsausfälle, die Kreditabschreibungen und die allgemeine Verunsicherung führten dazu, dass die Aktienkurse nachgaben und auch die Immobilienpreise nach unten korrigiert wurden. Die bedrohlichen Züge, die die Krise annahm, resultierten jedoch vor allem daraus, dass die Subprime-Krise von den Immobilien- und Wertpapiermärkten auf das Kreditssystem übersprang. Dabei war unklar, wie groß die Kreditrisiken tatsächlich waren und wo sie genau lagen. Um

der Destabilisierung des Kreditsystems entgegenzuwirken, wurden die staatlichen Akteure – die Finanzministerien und Zentralbanken – zunächst vor allem in zweifacher Hinsicht aktiv (Beitel 2008: 36 f): Zum einen stellten sie in akuten Krisensituationen selbst, zum Teil zusammen mit anderen Marktakteuren zusätzliche Finanzmittel bereit, um zahlungsunfähige Banken durch Kredite, Beteiligungen oder Übernahmen zu retten und das Finanzsystem zu stabilisieren; und zum anderen bemühten sich die Zentralbanken, die schwelende Liquiditätskrise, d. h. der schwindenden Bereitschaft der Banken, sich auf dem Interbanken-Markt untereinander mit kurzfristigen Krediten zu versorgen, durch eine (selektiv-)expansive Geldpolitik abzumildern. Nachdem durch diese ad hoc-Maßnahmen zwischenzeitliche Stabilisierungseffekte erzielt werden konnten, spitzte sich im Herbst 2008 die Krise jedoch erneut zu; und zwar in dem Maße, wie durch den Kollaps von Lehman Brothers, die existenzielle Krise von AIG, dem weltgrößten Versicherungskonzern, die Krise mehrerer Geschäfts- und Hypothekenbanken und abstürzende Aktienkurse das Vertrauen in das US-amerikanische, westeuropäische und auch japanische Bankensystem tief erschüttert wurde. Durch das sprunghaft gestiegene Volumen notleidender Kredite und die wachsende Gefahr systemischer Krisenprozesse sahen sich die Regierungen veranlasst, umfassende – zum Teil international abgestimmte – Rettungs- und Stabilisierungspakete zu schnüren und die betroffenen Banken (in-)direkt unter staatliche Kontrolle zu bringen.

3. Spezifische Qualitätsmerkmale der Subprime-Krise

Nach anfänglichen Irritationen ist die Einschätzung, dass es sich bei der Subprime-Krise um die tiefste Finanzkrise seit den 1930er Jahren handelt, inzwischen weithin akzeptiert. So haben nicht nur die unmittelbaren Kosten der Krise – im Oktober 2008 wurden sie zwischenzeitlich auf etwa 1.400 Mrd. US-Dollar geschätzt (IMF 2008) – nach wie vor eine steigende Tendenz; auch die realwirtschaftlichen Effekte eines nur noch eingeschränkt funktionsfähigen Kreditsystems werden zunehmend spürbar. Letztlich greift es allerdings zu kurz, die aktuelle Krisenkonstellation allein innerhalb des Verlaufs und engeren Zeithorizonts der Subprime-Krise zu bestimmen. Letztere ist vielmehr selbst als Ausdruck und vorläufiger Krisenhöhepunkt eines qualitativ neuartigen Musters globalisierter Wirtschafts- und Finanzbeziehungen zu betrachten.

3.1. Genese des globalen Finanzmarktkapitalismus

Dieses neuartige Muster unterscheidet sich deutlich von den relativ stabilen Entwicklungsdekaden nach dem Zweiten Weltkrieg. Damals war mit der Etablierung des *Bretton Woods*-Systems die Finanzmarktdynamik mehrfach eingehegt worden (Story/Walter 1997: 136-144; Beckmann 2007: 32-35): Zum einen konnte sich unter den Bedingungen fester Wechselkurse und relativ umfassender Kapitalverkehrskontrollen die internationale Währungskonkurrenz kaum entfalten. Die Anreize, die natio-

nalen Finanzmärkte für ausländische Investoren attraktiv zu gestalten, waren demzufolge begrenzt. Zum anderen waren zugleich auch die nationalen Finanzmärkte stark segmentiert. In den USA war bereits 1933 mit dem *Glass-Steagall Act* ein Trennbankensystem geschaffen worden, in dem die Kredit- und Wertpapiergeschäfte strikt voneinander getrennt waren. Eine vergleichbare Arbeitsteilung kennzeichnete den britischen und – bis in die 1960er Jahre – den französischen Finanzsektor; und auch im deutschen, bankbasierten Finanzsystem blieb unter den Bedingungen des Gruppenwettbewerbs, d. h. der Konzentration der unterschiedlichen Finanzunternehmen auf spezifische Geschäftsfelder, die Konkurrenz begrenzt.

Nach dem Zusammenbruch des *Bretton Woods*-Systems im Jahr 1973 löste sich diese Einhegung sukzessive auf. Durch den Übergang zu flexiblen Wechselkursen, die Umgehung und Schwächung von Kapitalverkehrskontrollen und den Prozess der kompetitiven Finanzmarktderegulierung wurde die internationale Kapitalmobilität enorm gefördert (Helleiner 1994: 123-163; McNamara 1998: 112-121; Lütz 2002: 141-146). Mehr und mehr kristallisierte sich eine internationale Währungskonkurrenz heraus, innerhalb derer die Regierungen darauf bedacht waren, die Attraktivität der nationalen Finanzmärkte durch die Lockerung oder Beseitigung restriktiver Regulationsformen zu verbessern, um den Zustrom ausländischen Kapitals zu fördern und die eigene Ökonomie und Währung zu stärken. Dieser Prozess wurde dadurch begünstigt, dass sich anders als im Warenhandel auf den Finanzmärkten eine unilaterale Liberalisierung grundsätzlich als vorteilhaft darstellte. Sie beschleunigte sich jedoch erst in dem Maße, wie einige Staaten – vor allem Großbritannien und die USA – diese unilateralen Vorteile im Laufe der 1980er Jahre systematisch zu realisieren versuchten.

Eine wichtige Weichenstellung erfolgte 1979 mit dem sog. »Volcker-Schock«, d. h. dem abrupten Übergang zu einer monetaristisch ausgerichteten Hochzinspolitik. Die Hochzinspolitik stimulierte einen beträchtlichen Kapitalzufluss in die USA, der durch das rüstungspolitisch bedingte *deficit spending* und den Prozess der Finanzmarktliberalisierung weiter verstärkt wurde. Dies hatte weitreichende Folgen für die internationale Währungs- und Finanzarchitektur, die Bezug nehmend auf Peter Gowan (1999) als *Dollar Wall Street Regime* (DWSR) bezeichnet werden kann.³ Im Unterschied zum alten *Bretton Woods*-System mit festen Wechselkursen und politisch kontrollierten Kapitalmärkten basierte das DWSR fortan auf offenen Kapitalmärkten und flexiblen Wechselkursen. Die Stärke des US-Dollars und die forcierte Finanzmarktliberalisierung stützten sich dabei wechselseitig. Wie der hohe Dollarkurs weltweit die Bereitschaft förderte, Kapitalwerte in den USA, d. h. an der Wall Street zu

3 Das DWSR entspricht insofern dem herkömmlichen Regime-Verständnis, als in ihm staatliche und nicht-staatliche Akteure nach Maßgabe politisch ausgehandelter, vielfach hegemonial organisierter Verhaltensregeln kooperieren. Letztlich ist seine Operationsweise jedoch weniger durch politikfeldspezifische, institutionell und rechtlich basierte Prinzipien, Normen, Regeln und Verfahren, sondern vor allem durch materiell-ökonomische – vor allem wechsellkurs- und finanzmarktpolitische – Reproduktionserfordernisse bestimmt, die über einzelne Politikfelder hinausgreifend die Wirtschaftspolitik insgesamt betreffen.

platzieren, kam dieser Kapitalzufluss zugleich dem Außenwert des US-Dollars zu Gute.

Die Spielregeln des DWSR – offene Kapitalmärkte, freie Wechselkurse und die internationale Währungskonkurrenz – wurden maßgeblich durch das US-amerikanische Finanzministerium, die Fed, die *Securities and Exchange Commission* (SEC) sowie die Finanzdienstleistungsunternehmen und andere an der Wall Street aktive Konzerne definiert. Nicht selten wurde das organisatorische Zentrum des DWSR als »Wall Street-Treasury Complex« (Bhagwati 1998: 10 f) oder als »Wall Street-Treasury-IMF Complex« (Wade/Veneroso 1998) bezeichnet. Letzteres macht darauf aufmerksam, dass die Spielregeln des DWSR durch die Operationsweise internationaler Institutionen und (Finanz-)Foren wie dem IWF, der Weltbank, der WTO, der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) oder der *International Organisation of Securities Commissions* (IOSCO) tendenziell verallgemeinert wurden. Für die USA war diese Entwicklung insofern vorteilhaft, als sie sich – im großen Umfang – in ihrer eigenen Währung verschulden konnten und die ausländischen Gläubiger – Banken, Investmentfonds oder nationale Zentralbanken – zugleich immer neue Kredite nachschoben, um den US-Dollar mit Blick auf die Exportkonditionen und die Finanzgeschäfte der einheimischen Unternehmen stabil zu halten (Cafruny/Ryner 2007: 24). Mehr noch, die USA nutzten das Streben von ausländischen Unternehmen, Zugang zum US-Markt zu erhalten, als Hebel, um im Gegenzug die anderen Wirtschaftsräume und Finanzmärkte für das US-Kapital zu öffnen.

Es ist vor allem diese Fähigkeit der USA, die Spielregeln der internationalen Währungs- und Finanzbeziehungen zu definieren, die sie von anderen Wirtschaftsräumen unterscheidet. Während sich diese im Zuge der Liberalisierung in die Weltwirtschaft integriert haben, verhielt es sich im Falle der USA genau andersherum. In gewisser Weise sind die globalen Geld- und Kapitalmärkte in den US-amerikanischen Reproduktionskreislauf integriert und den wirtschaftspolitischen Prioritäten der USA unterworfen worden. Dies galt vornehmlich für viele hochverschuldete oder durch schwere Währungs- und Finanzkrisen erschütterte Schwellen- und Entwicklungsländer, die – vermittelt über die Kreditkonditionalitäten des IWF und der Weltbank – eine Reformpolitik im Sinne des »Washington Konsensus« akzeptieren mussten. Etwas anders stellte sich die Situation für die Staaten (West-)Europas, insbesondere der Europäischen Union, dar (Abdelal 2006). Diese konnten mit der Realisierung des EG-Binnenmarktes, der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) oder des *Financial Services Action Plan* (FSAP) ihr globales währungs- und finanzmarktpolitisches Gewicht erhöhen und zumindest einige eigenständige Akzente setzen.

Ungeachtet dieser Akzente haben sich die Mitgliedstaaten der EU nicht nur grundsätzlich auf die Logik der kompetitiven (De-)Regulierung der Finanzmärkte eingelassen, sondern auch – fasziniert von der dynamischen Finanzmarkt- und Wirtschaftsentwicklung in den USA – die Modernisierung der europäischen Ökonomie in Übereinstimmung mit der Funktionsweise des DWSR vorangetrieben (vgl. Bieling 2006). Die EU wurde damit in die beschleunigte Globalisierung der Finanzmärkte aktiv einbezogen. Nicht wenige Beobachter gehen davon aus, dass sich auch diesseits des Atlantiks ein »finanzgetriebenes« bzw. »finanzdominiertes« Akkumulationsre-

gime (Aglietta 2000; Boyer 2000; Stockhammer 2007) – manche sprechen auch vom »Finanzmarkt-Kapitalismus« (Windolf 2005) – herausgebildet hat, das unter anderem durch folgende Merkmale gekennzeichnet ist:

- Ein erstes Merkmal besteht darin, dass sich im Zuge der Globalisierung – auch in Kontinentaleuropa – die Struktur- und Funktionsweise der Finanzmärkte erheblich gewandelt hat. Zum einen wurden die Wertpapier- gegenüber den traditionellen Kreditmärkten spürbar aufgewertet; und zum anderen vollzog sich zugleich ein Prozess der De-Segmentierung, d. h. der schrittweisen Integration unterschiedlicher Finanzmarktbereiche. Eine wichtige Konsequenz beider Entwicklungen bestand darin, dass auf den Finanzmärkten mit den institutionellen Anlegern (Versicherungen oder Investment- und Pensionsfonds), Rating-Agenturen und Investmentbanken neue, primär im Wertpapiergeschäft engagierte Akteursgruppen an Gewicht gewannen. Einige sprechen sogar von der neuen Dominanz des sog. »FIRE«-Sektors – bestehend aus *Finance*, *Insurance* und *Real Estate* –, der die wirtschaftliche Gesamtentwicklung zunehmend bestimmt (Janszen 2008: 52-57).
- Die globalen Finanzmärkte haben sich auf diese Weise zweitens zu einem Steuerungszentrum entwickelt, das die Funktionsweise der gesamten Ökonomie durchdringt. Dieser Durchdringungsprozess wird häufig mit dem Begriff der »Finanzialisierung« umschrieben (vgl. hierzu den Beitrag von Nölke in diesem Forum). Dahinter verbergen sich zum Teil recht disparate Entwicklungen: unter anderem die wachsende Bedeutung von dynamischen, zum Teil aber auch volatilen Wertpapiermärkten; die Entwicklung neuer Finanzinstrumente; die Orientierung vieler Manager am sog. *shareholder value* und eine damit verbundene Restrukturierung der industriellen Wertschöpfungsketten; die (Teil-)Privatisierung von Staatsunternehmen und Alterssicherungssystemen; der zunehmende Druck zur Konsolidierung der öffentlichen Haushalte; oder auch – dies gilt in erster Linie für die USA – die erhöhte Bereitschaft der Zentralbanken, geldpolitische Entscheidungen von der Entwicklung der Wertpapiermärkte abhängig zu machen.
- Ein drittes Merkmal des globalen Finanz-Kapitalismus besteht schließlich darin, dass das beträchtliche Volumen finanzieller Vermögenstitel in Verbindung mit der beschleunigten internationalen Kapitalmobilität systematisch die Entstehung von Spekulationsblasen begünstigt (Janszen 2007; Herr/Stachuletz 2008: 18-20). Dies gilt umso mehr, als die großen Investment-, Pensions- oder Hedgefonds als riesige Kapitalsammelstellen sich oft noch der Hebelwirkung zusätzlicher Bankkredite bedienen und ihre Finanzanlagen zum Teil sehr rasch verlagern.

3.2. Globalisierung der Krisendynamiken

Die Subprime-Krise ist Ausdruck der strukturell erhöhten Volatilität der Finanzmärkte und erinnert auf den ersten Blick sehr stark an die japanische Immobilien- und Finanzkrise (Kaiser 2004: 85-92). Dieser war in der zweiten Hälfte der 1980er Jahre ebenfalls eine expansive Geldpolitik, eine dynamische Entwicklung der Immobili-

enpreise, eine hierauf aufbauende Kreditexpansion und ein recht hohes Wirtschaftswachstum von durchschnittlich etwa 5 % vorausgegangen. Begleitet wurde diese Entwicklung durch einen Aktienboom, der nicht nur der Deregulierung der Finanzmärkte, sondern auch der wachsenden Bedeutung des Investmentgeschäfts und überzogenen Erwartungen der japanischen Industrie- und Finanzunternehmen geschuldet war. Um der aufgebauten Spekulationsblase entgegenzuwirken, erhöhte die japanische Zentralbank seit Mai 1989 dann jedoch die Leitzinsen, mit der Folge, dass die Aktienkurse einbrachen und anschließend auch die Grundstück- und Immobilienpreise nach unten korrigiert wurden. Die japanischen Banken waren von dieser Entwicklung gleich mehrfach negativ betroffen: Als Besitzer von Aktien und Immobilien schrumpfte ihre Eigenkapitalbasis; und als Gläubiger mussten sie viele der zuvor vergebenen, auf der Basis weiter steigender Immobilienpreise berechneten, inzwischen mithin »faulen« Kredite abschreiben. Dies beeinträchtigte nicht nur das Kreditgeschäft und das Investitionsverhalten der Unternehmen. Im Verlauf der 1990er Jahre mussten einige Banken sogar Insolvenz anmelden oder konnten nur durch umfangreiche staatliche Beistandsaktionen gerettet werden. Um die Konjunktur anzukurbeln und der Deflationsfalle zu entkommen, ging die japanische Zentralbank nachfolgend zu einer Niedrigzinspolitik über – im April 1999 war der Leitzins auf 0 % herabgesetzt worden –, indessen die Regierung eine Politik des *deficit spending* praktizierte. Die Resultate dieser Bemühungen sind bis heute sehr bescheiden.

Ob ein ähnliches Schicksal auch der Subprime-Krise bescheiden sein wird, ist schwer vorauszusehen. Im Unterschied zur japanischen Immobilienkrise ist allerdings jetzt schon erkennbar, dass sich die Subprime-Krise räumlich weniger gut eingrenzen lässt, also ihre Konsequenzen viel umfassender sind. Im Prinzip wird damit der Trend zur Globalisierung der Krisenprozesse, der bereits für die Währungs- und Finanzkrisen in der zweiten Hälfte der 1990er Jahre charakteristisch war, fortgeschrieben. Schon damals hatten viele die Ansteckungs- und Übersprungseffekte thematisiert, über die sich die nationalen Währungs- und Finanzkrisen internationalisierten (Boris et al. 2000). Von zentraler Bedeutung war dabei die Rolle internationaler Finanzmarktakteure, die durch den plötzlichen Kapitalabzug die Währungen und Finanzsysteme einiger Schwellenländer destabilisierten. Obwohl die hierdurch ausgelösten Krisen für die betroffenen Länder zum Teil verheerende Folgen hatten, wurde durch sie paradoxerweise die Funktionsweise des DWSR und des globalen Finanzkapitalismus nicht erschüttert, sondern sogar noch gestärkt (Gowan 1999: 103-124). Zum einen erhöhte sich im Zuge der Währungs- und Finanzkrisen zunächst der Einfluss externer Akteure, allen voran der internationalen Gläubiger und Finanzanleger. So waren die Beistandskredite des IWF nicht nur an spezifische geldpolitische Entscheidungen, sondern auch an eine weitergehende strukturelle Liberalisierung und (De-)Regulierung der Finanzsysteme gebunden. Nachdem in der Krise die Aktienkurse gefallen und die Währungen der betroffenen Länder abgewertet worden waren, ergaben sich für die internationalen Finanzanleger – vorwiegend aus den USA, Westeuropa oder Japan – damit relativ günstige Bedingungen, um sich in den vormaligen Krisenökonomien neue Anlagesphären zu erschließen. Zum anderen wurden die Finanzplätze in Nordamerika und Westeuropa als ziemlich sichere Anlagehäfen be-

trachtet, in die das aus den Krisenregionen abgezogene Kapital verlagert werden konnte. Dies galt umso mehr, als sich die Bereitschaft, in die vormaligen Krisenökonomien zu investieren, oft erst allmählich einstellte und ein Großteil der Finanzunternehmen – zumindest vorübergehend – auf eine sicherheitsorientierte Anlagestrategie umgeschwenkt war.

Letztlich verlagerte sich mit diesem Schwenk auch die Blasenentwicklung in die USA. Dies geschah zunächst mit dem New Economy-Boom, der sich in erster Linie auf das mutmaßliche Potenzial vieler *high-technology start-ups* und überoptimistische volkswirtschaftliche Produktivitäts- und Wachstumsprognosen stützte (Scherrer 2001). Um die Spekulationsblase nicht weiter anschwellen zu lassen und eine »weiche Landung« herbeizuführen, hatte die Fed gegen Ende der 1990er Jahre allerdings die Zinsen angehoben und damit im Jahr 2000 einen deutlichen Einbruch der Aktienkurse ausgelöst. Dieser Einbruch erfasste auch die Märkte in Europa und Asien, blieb im Kern jedoch auf die Wertpapiermärkte begrenzt. Die Konsequenzen für das Finanzsystem waren demzufolge relativ moderat. Mehr noch, durch eine erneut expansive Geldpolitik sorgte die Fed sogar dafür, dass sich – gestützt auf die Immobilienblase – ein neuer Wachstumszyklus entfaltete. Dieser ist in Gestalt der Subprime-Krise inzwischen allerdings nicht nur an sein Ende gelangt. Es wird mit der Dauer der Krise auch erkennbar, dass sich diese von den vorangegangenen Finanzkrisen qualitativ unterscheidet. Vor dem Hintergrund der bisherigen Überlegungen lassen sich zumindest drei spezifische Qualitätsmerkmale identifizieren:

- Ein erstes Qualitätsmerkmal der Subprime-Krise besteht darin, dass sie im Machtzentrum der globalisierten Finanzmarktbeziehungen ihren Ausgang nimmt. Sie fügt sich damit ein in die erneut aufgeflammete Diskussion über den »US-Decline«, die durch die Kosten des Irakkrieges, die Krise des IWF, das beträchtliche Haushalts- und Leistungsbilanzdefizit und einen überbewerteten US-Dollar sowie den Aufstieg bzw. die Konsolidierung konkurrierender, wirtschafts- und sicherheitspolitisch relevanter Großmächte – China, Indien, Russland – genährt wird. Sofern es den USA nicht gelingt, ihre Wirtschaft rasch wieder auf Wachstumskurs zu bringen, ist keineswegs ausgeschlossen, dass der US-Dollar – Ausdruck und Instrument der US-amerikanischen Hegemonialposition – im Verhältnis zu konkurrierenden Währungen mittel- und langfristig geschwächt wird.
- Zweitens bleibt die Krisendynamik nicht wie nach dem Zerplatzen der New Economy-Blase auf ein eng umgrenztes Finanzmarktsegment begrenzt. Im Gegenteil, der bisherige Krisenverlauf zeigt sehr deutlich, dass über die Immobilien- und Wertpapiermärkte hinaus auch die Kredit- und Versicherungsmärkte beeinträchtigt werden. Darüber hinaus hinterlässt die seit Mitte 2007 beobachtbare »Panik auf Raten« auch tiefe Spuren in der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Die »Finanzialisierung« der Ökonomie, die zuvor noch die Konjunktur mit angetrieben hatte, wirkt mittlerweile depressiv und destabilisierend. Dies gilt vor allem für die Länder, die in der jüngeren Vergangenheit auf der Grundlage von kapitalmarktbasiereten – im Unterschied zu bankbasiereten – Finanzsystemen das Investmentgeschäft enorm ausgeweitet hatten.

- Drittens handelt es sich bei der Subprime-Krise möglicherweise nicht nur um den vorläufigen Krisen-Höhepunkt der finanzmarktkapitalistischen Globalisierung, sondern vielleicht sogar um einen Wendepunkt in Richtung einer erneut strengeren und umfassenderen politischen Regulierung und Kontrolle der Wertpapier- und Kreditmärkte. Dies ist nicht so zu verstehen, dass diese Märkte nicht bereits auch in der Vergangenheit vielfach reguliert worden sind. Im Zuge der Liberalisierung und Globalisierung der Finanzmärkte wurden schon seit den 1970er Jahren – bei maßgeblicher Gestaltung durch US-amerikanische Institutionen – gewisse regulative Mindeststandards verallgemeinert, um im Bereich der Wertpapiermärkte die Transparenz und im Bereich der Kreditbeziehungen die Stabilität zu fördern (Lütz 2002). Gerade mühsam ausgehandelt, wurden die regulativen Arrangements in der Alltagspraxis oft allerdings rasch unterminiert; und zwar in dem Maße, wie findige Finanzmarktakteure immer neue regulative Schlupflöcher entdeckten, um die zuvor formulierten politischen Gestaltungsansprüche ins Leere laufen zu lassen (vgl. auch den Beitrag von Kessler in diesem Forum). Dieser Prozess könnte nun jedoch an sein Ende geraten: zum einen, weil sich das öffentliche Erschrecken über die Instabilität der Finanzmärkte in die Bereitschaft zu einer starken Begrenzung und Kontrolle zu übersetzen scheint; und zum anderen, weil selbst für Teile der Finanzwelt der erlittene Vertrauensverlust nur durch eine umfassende staatliche Kontroll- und Interventionsmacht zu korrigieren ist.

4. Perspektiven

Wie die Konflikte über die Neugestaltung der Finanzmärkte ausgehen, lässt sich nur schwer prognostizieren. Es mehren sich jedoch die Indikatoren, dass die Ausstrahlungskraft des US-amerikanischen Modells der Finanzmarktorganisation mit jeder Verlustmeldung weiter verblasst. Schließlich hat die Krise nicht nur ihren Ausgang in den USA genommen, auch ihr Verlauf stellt sich dort bislang bedrohlicher und dramatischer dar als in anderen Weltregionen. Dies belegt nicht zuletzt die tiefe Krise des *investment banking*, dem vormaligen Aushängeschild des US-amerikanischen Finanzsystems. Nach der Rettung von Bear Stearns durch JP Morgan Chase, der Insolvenz von Lehman Brothers und der Übernahme von Merrill Lynch durch die *Bank of America* haben im September 2008 sogar Goldman Sachs und Morgan Stanley beschlossen, sich in eine normale Geschäftsbank zu verwandeln, mithin der Bankenaufsicht der Fed zu unterwerfen, um staatliche Zusatzkredite in Anspruch nehmen zu können. Darüber hinaus tendieren in Europa, aber auch in den USA selbst, die großen Universalbanken dazu, innerhalb ihres gesamten Geschäftsfeldes den Bereich des *investment banking* zu relativieren. Doch nicht nur die Krise des *investment banking*, auch einige, zum Teil sehr dramatische Rettungsaktionen, wie z. B. die Verstaatlichung der großen Hypothekenbanken Fannie Mae und Freddie Mac oder des Versicherungsgiganten AIG, haben eine gewisse De-Mystifizierung des US-Modells gefördert.

So wird die These von der Überlegenheit und großen Innovationskraft kapitalmarktbasierter Finanzsysteme, die noch bis vor kurzem sehr einflussreich war, inzwischen kaum mehr vertreten. Nachdem diese Sichtweise bereits nach dem Ende der New Economy-Blase in der Folge aufsehenerregender Bilanzfälschungsskandale – z. B. Enron, Flowtex, Comroad u. a. – einige Kratzer abbekommen hatte (Sablowski 2003), werden nun die zum Teil unverantwortlichen, da kaum mehr durchschaubaren Verbriefungs- und Wertpapiergeschäfte vieler Investmentbanken und auch die problematischen, auf der Grundlage aktueller bzw. prospektiver Marktpreise erfolgenden Bewertungen der Finanzprodukte durch die großen Rating-Agenturen sehr kritisch gesehen. Einflussreiche Persönlichkeiten mahnen jedenfalls Korrekturen an: So hat sich der Vorstandsvorsitzende der deutschen Bank, Josef Ackermann, bereits im Frühjahr 2008 für ein aktives staatliches Krisenmanagement ausgesprochen; in Ergänzung hierzu forderte Jochen Sanio, Präsident der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Bafin), die bestehenden Regulierungslücken möglichst rasch zu schließen (Sanio 2008); und die deutsche Bundeskanzlerin, Angela Merkel, sprach sogar davon, dass das angelsächsische Regulierungsmodell gescheitert sei und fortan die Finanzmarktregeln stärker von Kontinentaleuropa bestimmt werden sollten (FT, 11.6.2008).

Diese und andere Statements deuten darauf hin, dass der Prozess der finanzmarktgetriebenen Amerikanisierung anderer Wirtschaftsräume auszulaufen scheint. Noch während der Krisenzuspitzung hat sich eine Re-Regulierungs-Diskussion entsponnen, innerhalb derer allerdings zwischen den qualitativ unterschiedlichen Instrumenten und strategischen Optionen stärker differenziert werden sollte. Schon jetzt gibt es – im Wertpapier- und Kreditgeschäft – vielfältige, primär allerdings marktanaloge Regulierungsformen, die den Prozess der Finanzmarktglobalisierung unterstützt haben; und bereits jetzt verfügen die Regierungen und Notenbanken über ein relativ entwickeltes Netzwerk einer mehr oder minder effektiven ad hoc-Krisenintervention. Viele der jüngeren Regulierungs-Vorschläge beschränken sich vornehmlich darauf, das bestehende Regulierungssystem etwas strikter zu fassen, um spekulative Exzesse – z. B. durch eine strengere Kontrolle der Kreditaufnahme, ein verbessertes Liquiditätsmanagement und ein transparenteres Informationssystem – zu verhindern. Ob dies ausreicht, eine krisenvorbeugende Regulierungsstruktur zu entwickeln, ist jedoch sehr zweifelhaft. Schließlich würde diese die politische Bereitschaft und Durchsetzungskraft voraussetzen, die Finanzmärkte – ähnlich wie in den Nachkriegsjahrzehnten – substanziell zu beschneiden und im Rahmen eines globalen währungs- und finanzmarktpolitischen Managements zu kontrollieren. In der akuten Krisensituation finden solche Vorschläge in der politischen Öffentlichkeit vermehrt Zuspruch. Mittel- und langfristig ist ein auf politische Kontrolle und Intervention ausgerichtetes Währungs- und Finanzregime aber sehr anspruchsvoll, basiert es doch auf der Fähigkeit von politischen Akteuren, global tragfähige hegemoniale Kooperationsstrukturen zu entwickeln. Genau dies bleibt perspektivisch freilich schwierig: zum einen, weil die global aktiven – und nicht nur wirtschaftlich, sondern auch politisch einflussreichen – Finanzmarktakteure ihre Entmachtung durch die Politik nicht ohne Weiteres hinnehmen werden; und zum anderen, weil es nicht ganz leicht fallen dürfte, all jene

widerspenstigen Regierungen und Zentralbanken einzubinden, die weiterhin eine Strategie der kompetitiven Deregulierung verfolgen, um ihre Finanzplätze in der internationalen Konkurrenz zu stärken.

Literatur

- Abdelal, Rawi* 2006: Writing the Rules of Global Finance: France, Europe, and Capital Liberalization, in: *Review of International Political Economy* 13: 1, 1-27.
- Aglietta, Michel* 2000: Ein neues Akkumulationsregime. Die Regulationstheorie auf dem Prüfstand, Hamburg.
- Beckmann, Martin* 2007: Das Finanzkapital in der Transformation der europäischen Ökonomie, Münster.
- Beitel, Karl* 2008: The Subprime Debacle, in: *Monthly Review* 60: 1, 27-44.
- Bhagwati, Jagdish* 1998: The Capital Myth, in: *Foreign Affairs* 77: 3, 7-12.
- Bieling, Hans-Jürgen* 2006: EMU, Financial Integration and Global Economic Governance, in: *Review of International Political Economy* 13: 3, 420-448.
- Boris, Dieter/Diaz, Alvaro Berriel/Eicker-Wolf, Kai/Käpernick, Ralf/Limbers, Jan* (Hrsg.) 2000: Finanzkrisen im Übergang zum 21. Jahrhundert, Marburg.
- Boyer, Robert* 2000: Is a Finance-Led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis, in: *Economy and Society* 29: 1, 111-145.
- Cafruny, Alan/Ryner, Magnus* 2007: Europe at Bay: In the Shadow of US Hegemony, Boulder, CO.
- Dodd, Randall* 2007: Subprime: Tentacles of a Crisis, in: *Finance & Development* 44: 4, 15-19.
- Emunds, Bernhard* 2001: Der Finanzkeynesianismus in der Tradition Hyman Minskys, in: *Prokla* 31: 2, 245-267.
- Evans, Trevor* 2008: Die internationalen finanziellen Turbulenzen, in: *Etzezarreta, Miren/Evans, Trevor/Huffschmid, Jörg/Karrass, Anne/Wolf, Frieder Otto*: EuroMemo 2007, Hamburg, 143-162.
- Foster, John Bellamy* 2008: The Financialization of Capital and the Crisis, in: *Monthly Review* 59: 11, 1-19.
- Gowan, Peter* 1999: The Global Gamble: Washington's Faustian Bid for World Dominance, New York, NY.
- Grahl, John* 2009: Global Finance after the Credit Crisis, in: *Journal für Entwicklungspolitik* 23: 1, 70-84.
- Helleiner, Eric* 1994: States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990 s, Ithaca, NY.
- Herr, Hansjörg/Stachuletz, Rainer* 2008: Deregulierung, Finanzmarktdesaster und Reformoptionen. Die Hoffnung stirbt zuletzt, in: *Internationale Politik und Gesellschaft* 15: 3, 11-27.
- Huffschmid, Jörg* 2007: Jenseits der Spekulationskrise. Das Diktat der Finanzmärkte und Perspektiven der Gegensteuerung, in: *Blätter für deutsche und internationale Politik* 52: 12, 1331-1341.
- International Monetary Fund (IMF)* 2008: Global Financial Stability Report: Financial Stress and Deleveraging Macro-Financial Implications and Policy, Washington, DC.
- Janszen, Eric* 2008: Die Bubble-Ökonomie. Wie man die Märkte für den großen Crash von morgen präpariert, in: *Blätter für deutsche und internationale Politik* 53: 5, 49-62.
- Kaiser, Cornelia* 2004: Deflation und Arbeitsmarkt in Japan, in: *Prokla* 34: 1, 85-104.
- Kindleberger, Charles* 2000: Manias, Panics and Crashes – A History of Financial Crises, 4. Auflage, New York, NY.
- Lütz, Susanne* 2002: Der Staat und die Globalisierung von Finanzmärkten. Regulative Politik in Deutschland, Großbritannien und den USA, Frankfurt a. M.

- McNamara, Kathleen R. 1998: *The Currency of Ideas: Monetary Politics in the European Union*, Ithaca, NY.
- Minsky, Hyman P. 1980: Capitalist Financial Processes and the Instability of Capitalism, in: *Journal of Economic Issues* 14: 2, 505-523.
- Minsky, Hyman P. 1982: The Financial Instability Hypothesis: Capitalistic Processes and the Behaviour of the Economy, in: Kindleberger, Charles/Laffargue, Jean-Pierre (Hrsg.): *Financial Crisis: Theory, History and Policy*, Cambridge, 13-29.
- Sablowski, Thomas 2003: Bilanz(en) des Wertpapierkapitalismus. Deregulierung, Shareholder Value, Bilanzskandale, in: *Prokla* 33: 2, 201-233.
- Sanio, Jochen 2008: »Die härteste Vertrauenskrise der vergangenen Jahrzehnte«, in: *Blätter für deutsche und internationale Politik* 53: 3, 117-121.
- Scherrer, Christoph 2001: New Economy. Wachstumsschub durch Produktivitätsrevolution, in: *Prokla* 31: 1, 7-30.
- Stockhammer, Engelbert 2007: Charakteristika eines finanzdominierten Akkumulationsregimes in Europa, in: *WSI Mitteilungen* 60: 12, 643-649.
- Story, Jonathan/Walter, Ingo 1997: *Political Economy of Financial Integration in Europe: The Battle of the Systems*, Cambridge, MA.
- Wade, Robert/Veneroso, Frank 1998: The Asian Crisis: The High Debt Model Versus The Wall Street-Treasury-IMF Complex, in: *New Left Review* 228, 3-22.
- Windolf, Paul (Hrsg.) 2005: *Finanzmarkt-Kapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen* (Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Sonderheft 45), Wiesbaden.