

# Finanzialisierung als Kernproblem eines sozialen Europas

Seit mehr als drei Jahrzehnten nimmt der Einfluss des Finanzsektors und dessen Logik auf die europäische Wirtschaft zu (Finanzialisierung). Dieser Prozess führt nicht nur zu wachsender ökonomischer Instabilität, sondern auch zu zunehmender sozialer Ungleichheit. Eine wesentliche Triebkraft dieser Entwicklung ist die Binnenmarktregulierung der Europäischen Union (EU), jüngst noch verstärkt durch die Euroeinführung und die Programme zur Eurostabilisierung. Die EU wäre zwar potenziell die am besten geeignete Institution, um Finanzialisierung im Sinne eines sozialen Europas einzuhegen. Sowohl die rechtlichen Grundlagen als auch die politischen Kräfteverhältnisse in der EU lassen hier aber eher eine weitere Vertiefung der Finanzialisierung und ihrer sozialen Schiefelage erwarten.<sup>1</sup>

ANDREAS NÖLKE

## 1. Einleitung

Eine besonders aggressive Form der Globalisierung geht von den Finanzmärkten aus. Im Vergleich zu den Gütermärkten sind hier sowohl das Ausmaß der grenzüberschreitenden Verlagerungen als auch deren Geschwindigkeit deutlich größer. Damit einher geht ein Machtzuwachs der Besitzer dieser Finanzanlagen. Welchen Schutz bietet die EU – als „soziales Europa“ – gegen dieses Phänomen, das seit einigen Jahren pointiert als „Finanzialisierung“ bezeichnet wird? Oder hat die EU selbst dazu beigetragen, dass Finanzialisierung zu einem Problem wurde? Welche Ansatzpunkte gibt es dann, um diese Probleme zu reduzieren? Das sind die Fragen, die nachfolgend behandelt werden sollen. Zunächst muss jedoch geklärt werden, was Finanzialisierung genau darstellt und welches Ausmaß diese Entwicklung inzwischen angenommen hat.

Seit der Finanzkrise wird der Prozess der Finanzialisierung, definiert – in Anlehnung an Epstein (2005, S. 1) – als Bedeutungszuwachs von Finanzmotiven, Finanzinstitutionen und Finanzeliten in der Funktionsweise der Ökonomie, in der Öffentlichkeit viel deutlicher und ambivalenter wahrgenommen als zuvor. Deutschen Arbeitnehmern sind wichtige Aspekte dieses Prozesses allerdings schon seit den 1990er Jahren geläufig, unter Stichworten wie „Ende der Managerherrschaft?“ (Beyer 1998) oder „Shareholder Value“ (Höpner 2003). Ein wichtiger Teilaspekt der Finanzialisierung

beschäftigt sich mit diesen Versuchen der Kapitaleigner und des Managements, sich einen größeren Anteil an den Unternehmensgewinnen anzueignen. Typische Instrumente sind Aktienoptionen, Bonuszahlungen oder Aktienrückkaufprogramme, aber auch die Restrukturierung von Unternehmen auf Betreiben von Private-Equity-Gesellschaften und aktivistischen Hedgefonds oder in Form einer feindlichen Übernahme. Unterstützt wird dieser „Finanzmarkt-Kapitalismus“ (Windolf 2005) durch die Sammlung des Kapitals in Investment-Fonds und die Informationsverarbeitung durch Analysten und Ratingagenturen.

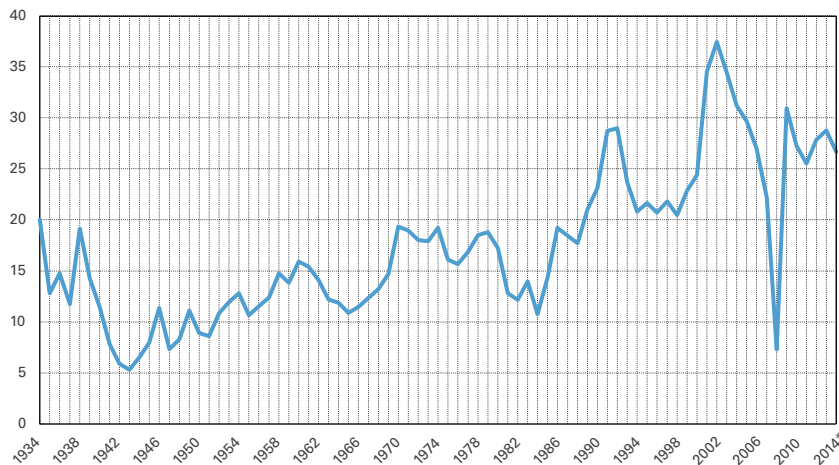
Der Prozess der Finanzialisierung ist aber de facto viel breiter angelegt als noch in der früheren Diskussion zum Finanzmarkt-Kapitalismus impliziert. Zunächst hat sich die Orientierung auf finanzielle Profite auch in den Unternehmen des Produktionssektors noch weiter ausgedehnt. Dazu gehört insbesondere die Tendenz, einen wachsenden Teil der Gewinne an Finanzmärkten zu erwirtschaften, sei es durch eine hochgradig profitable Konsumentenfinanzierung und eigene Direktbanken (Beispiel Volkswagen Financial Services), sei es durch Finanzmarktspekulationen (Beispiel Porsche unter Wiedeking und Härter). Im Gegensatz zur früheren ▶

<sup>1</sup> Ich danke zwei anonymen Gutachtern sowie Philipp Klages für hilfreiche Hinweise zur Verbesserung einer früheren Version des Manuskripts sowie Martin Schäfer und Vera Neugebauer für sehr wertvolle Forschungsunterstützung.

ABB. 1

### Anteil des Finanzsektors an den Gesamtproften in den USA, 1934 – 2014

Angaben in Prozent



\*Wert für 2014 basiert nur auf den ersten drei Quartalen.

Quelle: Bureau of Economic Analysis (bea.gov), Table 6.16 Corporate Profits by Industry, Variablen: domestic industries, financial; Berechnungen und Darstellung des Autors.

WSI Mitteilungen

Diskussion über den Finanzmarktkapitalismus, bei dem die Durchsetzung der Kapitalinteressen auf der instrumentellen Macht bestimmter Akteure, der „neuen Eigentümer“, beruht, spricht man im Kontext der Finanzialisierung nun von einer umfassenden und trotz der Krise dauerhaften Finanzmarkt-rationalität (Kädtler 2014) bzw. Kapitalmarkt-orientierung (Faust et al. 2011), die das Handeln aller betrieblichen Akteure anleitet, etwa in Bezug auf die Sinnhaftigkeit eines konkreten Investitionsvorhabens oder die Personalpolitik.

Weiterhin gehört zur Finanzialisierung auch der Wandel im Finanzsektor selbst, vom herkömmlichen Kreditgeschäft zur Intensivierung des Investmentbankings und zum Handel von Kreditverbriefungen durch Schattenbanken (Kessler/Wilhelm 2014). Besonders kontrovers thematisiert wird zudem die Finanzialisierung von Umwelt und Naturressourcen, insbesondere in Form der Spekulation mit Nahrungsmitteln und mit Agrarland (Ouma 2014).

Zur Finanzialisierung gehört schließlich auch – für viele Arbeitnehmer unmittelbar relevant – die Einbeziehung privater Haushalte in die Finanzmärkte, insbesondere durch die kapitalmarkt-orientierte Altersversorgung und die Immobilienfinanzierung (Mertens/Meyer-Eppler 2014). Insgesamt gehört der Prozess der Finanzialisierung zu den wichtigsten Umwälzungen in Wirtschaft, Gesellschaft und Politik während der letzten Dekaden (Heires/Nölke 2014a; 2014b). Er ist komplementär zum – aber weitgehend analytisch trennbar vom – Aufstieg des Neoliberalismus im Sinne eines politischen Programms zur Deregulierung der Wirtschaft und zur Beschneidung des Wohlfahrtsstaats (Biebricher 2012).

Abschnitt 2 stellt zunächst das Ausmaß und die länderbezogene Varianz von Finanzialisierungsprozessen in Europa dar. Anschließend werden die problematischen sozialen Konsequenzen von Finanzialisierung geschildert (3). Abschnitt 4 klärt, welche politischen Weichenstellungen zu dieser problematischen Entwicklung geführt haben, als Ansatzpunkt für politische Optionen der Definanzialisierung in Europa (5). Die Realisierungschancen eines sozialen Europas im Rahmen der existierenden Institutionen werden aber als gering eingestuft (6).

## 2. Finanzialisierung in Europa: Ausmaß und Varianz

Der Prozess der Finanzialisierung hat zwar in den USA seinen Siegeszug begonnen, inzwischen aber auch Gesellschaft, Politik und Wirtschaft in Europa erfasst. Wolfgang Streeck (2013) beispielsweise macht die zunehmende Macht des Finanzsektors für die aktuellen Probleme der EU verantwortlich, insbesondere für den Verlust politischer Legitimität. Allerdings gibt es deutliche Unterschiede im Ausmaß der Finanzialisierung zwischen den Ökonomien der EU (Lapavistas/Powell 2013; Stockhammer et al. 2014), insofern sollten allzu pauschale Feststellungen mit Vorsicht betrachtet werden. Zudem leidet die Messung der Finanzialisierung nicht nur am Umfang der hier potenziell einzubeziehenden Phänomene, sondern auch an methodischen Problemen bei der Erfassung des Beitrags des Finanzsektors zur Wirtschaftsleistung (Nölke 2014).

Noch immer am besten dokumentiert ist die Finanzialisierung der US-amerikanischen Wirtschaft. Ein besonders klarer und historisch langfristig verfügbarer Indikator ist hier die Verschiebung von Profiten von den Industrie- und Dienstleistungssektoren zum Finanzsektor (Abbildung 1). Dabei wird deutlich, dass das relativ hohe Niveau der Profite im Finanzsektor während des Zweiten Weltkriegs und in der Nachkriegszeit deutlich reduziert wurde, um dann nach einer längeren Stagnationsphase seit den 1980er Jahren wieder deutlich anzusteigen, mit Spitzenwerten kurz vor dem Platzen der Dotcomblase. Der Anstieg der Gehälter im Finanzsektor setzte sich auch danach noch fort, wenn auch etwas gebremst (Philippon/Resheff 2012). Auch wenn der Anteil des Finanzsektors an den Gesamtproften danach – insbesondere während der Weltfinanzkrise von 2008 – deutlich zurückgegangen ist, wird deutlich, dass die US-Wirtschaft in einer historischen Perspektive heute noch immer durch ein relativ hohes Maß an Finanzialisierung gekennzeichnet ist. Außerdem bildet die Verschiebung der Profite zwischen den Sektoren das Ausmaß an Finanzialisierung noch unvollständig ab. Ergänzend einbezogen werden muss noch die Verlagerung der Profite auf Einkünfte aus Finanzaktivitäten innerhalb des nichtfinanziellen Sektors (insbesondere der produzierenden Industrie), hier sind die Veränderungen noch ausgeprägter als der in

Abbildung 1 dargestellte intersektorale Vergleich nahelegt (Krippner 2011, S. 34ff.; Lin/Tomaskovic-Devey 2013, S. 1284ff.).

Insofern für Europa vergleichbare Daten vorliegen, wird deutlich, dass das Ausmaß der Finanzialisierung – gemessen als Anteil des Finanzsektors an den Gesamtprofilen einer Volkswirtschaft – in Deutschland deutlich geringer ausgeprägt ist als zum Beispiel in Großbritannien. Während der Finanzsektor in Großbritannien einen ähnlich hohen Anteil am Bruttoüberschuss der Unternehmen hat wie in den USA, ist dessen Rolle in Deutschland deutlich weniger prominent und betrug 2007 nur etwa ein Viertel des Wertes für Großbritannien (Abbildung 2). In Deutschland geht der Anteil des Finanzsektors am Bruttoüberschuss der Unternehmen zeitweise sogar auf ein sehr niedriges Niveau zurück, deutlich geringer auch als in Frankreich und Spanien.<sup>2</sup> Im Kontrast zu Großbritannien, in dessen Wirtschaft die City of London eine immer größere Rolle eingenommen hat, ist Deutschland noch stärker von der Produktionswirtschaft geprägt (insbesondere in der mittelständischen Industrie) und auch in Letzterer hat sich die Finanzmarkt-rationalität noch nicht auf so breiter Front durchgesetzt wie in den angloamerikanischen Ländern (van Treeck et al. 2007; van Treeck 2008).

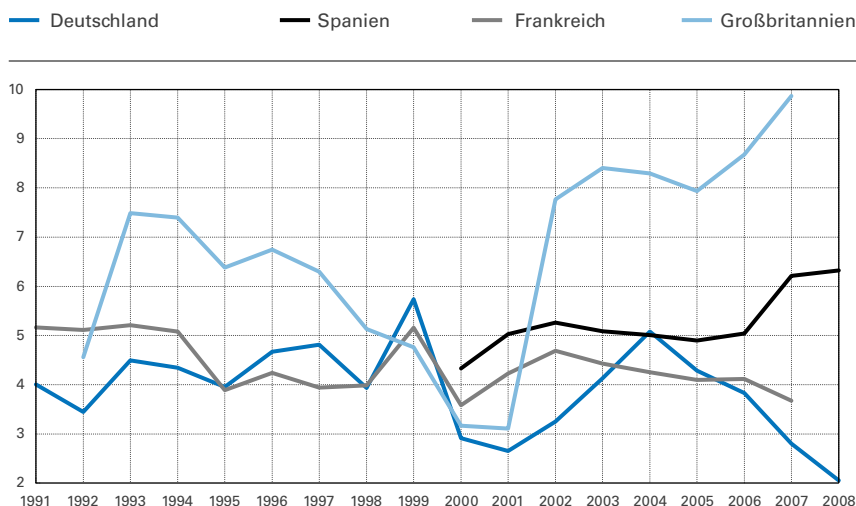
Auffällig ist auch die Zunahme der Finanzialisierung in Spanien, zumindest bis zur Finanzkrise. Dort hat in der letzten Dekade eine schleichende Deindustrialisierung eingesetzt. Der Wegfall des Abwertungsrisikos nach Einführung des Euro führte in Spanien zu einem deutlichen Zustrom an Kapital und – zusammen mit deutlich geringeren Zinssätzen – zu einem kreditgetriebenen Boom, mit markant steigenden Ausgaben für Konsum und insbesondere Immobilien. Dieser Boom ging einher mit stark steigenden Lohnerhöhungen, während die Lohnkosten in Deutschland viel geringer stiegen (Höpner 2013, S. 10). Da die Möglichkeit der Währungsabwertung nicht mehr bestand, führte diese Entwicklung zu einer deutlichen Auseinanderentwicklung von Lohnstückkosten und damit zu erheblichen Wettbewerbsverlusten für die spanische Industrie. Gleichzeitig wuchs die Bedeutung des Finanzsektors, insbesondere in der Immobilienfinanzierung, sodass sich der Schwerpunkt der spanischen Wirtschaft verlagert hat, ähnlich wie in anderen Ökonomien Südeuropas (Becker 2014; Gambarotto/Solari 2014).

Deutlich wird hier zunächst, dass es länderbezogen unterschiedliche Muster der Finanzialisierung gibt. Darüber hinaus haben sich aber in Bezug auf Finanzialisierung in Europa auch spezifische transnationale Abhängigkeitsbeziehungen herausgebildet. Dazu gehört nicht nur die Rolle Großbritanniens als Volkswirtschaft, die sich auf das Management der Finanzialisierung spezialisiert hat. Besonders hervorzuheben ist zudem auch die Symbiose zwischen Ländern wie Deutschland und Spanien (zumindest vor Beginn der Eurokrise), bei der die in Deutschland erwirtschafteten Leistungsbilanzüberschüsse unter anderem in Ländern wie Spanien angelegt wurden und damit den oben genannten kreditgetriebenen Boom mitfinanzierten. Der Boom führte nicht nur zur erhöhten Nachfrage nach deutschen Indus-

ABB. 2

### Anteil von Finanzunternehmen an den Bruttobetriebsüberschüssen in EU-Ökonomien, 1991 – 2008

Angaben in Prozent



Quelle: OECD STAN Database for Structural Analysis (ISIC Rev. 3), GOPS Gross operating surplus and mixed income. Variablen: CTOTAL TOTAL, Financial Intermediation, Daten liegen nicht für alle Jahre vor; Berechnungen und Darstellung des Autors.

WSI Mitteilungen

triebsprodukten, sondern auch zu weiteren Verlusten an preislicher Wettbewerbsfähigkeit in Spanien, und damit zu einer Vertiefung der ungleichen Entwicklung in der EU.

### 3. Finanzialisierung und Einkommensungleichheit

Die langfristige Zunahme der sozialen Ungleichheit in den westlichen Industrieländern seit den 1970er Jahren ist einer breiteren Öffentlichkeit spätestens seit den Studien von Thomas Piketty (2014) bekannt. Zwei der von Piketty hervorgerufenen Erscheinungsformen zunehmender Ungleichheit verweisen direkt auf den Prozess der Finanzialisierung, nämlich die Auseinanderentwicklung bei den Einkommen (insbesondere zugunsten der Führungskräfte in Großunternehmen) und – wichtiger noch – bei den Vermögen, bei denen er eine stärkere Steigerung der Kapitalrendite gegenüber der allgemeinen Wachstumsrate feststellt (Piketty 2014, S. 43ff.). Auch Pikettys Periodisierung der Wirtschafts-

2 Neuere Daten – die leider nicht ländervergleichend vorliegen – zeigen aber, dass der Finanzsektor nach 2008 seinen Anteil am Bruttoüberschuss in Deutschland deutlich erhöht und 2010/2011 erstmals für längere Zeit jenen der nichtfinanziellen Unternehmen übertroffen hat (Hein/Detzer 2014, S. 18).

entwicklung – hohe Ungleichheit im 19. und frühen 20. Jahrhundert, eine Periode geringer Ungleichheit in den „30 goldenen Jahren“ nach dem Zweiten Weltkrieg und eine danach wieder stark steigende Ungleichheit – spricht für einen engen Zusammenhang zwischen der in *Abbildung 1* für die USA dokumentierten historischen Entwicklung von Finanzialisierung und sozialer Ungleichheit.

Die Stärke von Pikettys Analyse liegt in seiner äußerst eindrucksvollen Dokumentation langfristiger empirischer Entwicklungen in Bezug auf zentrale Aspekte sozialer Ungleichheit. Weniger weit trägt seine Analyse in Bezug auf die *Determinanten* der sozialen Ungleichheit. Hier haben wirtschaftshistorische, makroökonomische und wirtschaftssoziologische Studien in letzter Zeit wichtige kausale Zusammenhänge zwischen zunehmender Finanzialisierung und wachsender Ungleichheit identifiziert (Dünhaupt 2014; Gordon 2014; Hein 2015; Hein/Detzer 2014; Kus 2012; Lavoie/Stockhammer 2014; Lin/Tomaskovic-Devey 2013; Turbeville 2015).<sup>3</sup>

Zunächst hat die wachsende Rolle des Finanzsektors ganz erheblich zur Einkommensungleichheit beigetragen. Bereits dokumentiert wurde der starke Anstieg von Profiten im Finanzsektor, insbesondere in den USA und Großbritannien (*Abbildungen 1* und *2*). Die durchschnittlichen Gehälter im US-Finanzsektor sind im Kontext der Finanzialisierung stark angestiegen und haben sich zwischen 1980 und 2014 nominal fast verfünffacht (Gordon 2014). Hedgefonds werden inzwischen als ein Synonym für Ungleichheit betrachtet (Fichtner 2013), die Vergütung von Hedgefonds-Managern wie David Tepper (Appaloosa Management) mit fast 10 Mio. US-\$ pro Tag im Jahr 2014 wird zunehmend sogar in wirtschaftsfreundlichen Kreisen skandalisiert (FAZ vom 6.5.2014). Selbst in Frankreich, einem Land mit einer moderat zunehmenden Finanzialisierung (*Abbildung 2*), ist der Finanzsektor mit nur 3 % der Beschäftigten in der Privatwirtschaft für mehr als die Hälfte der stark zunehmenden Ungleichheit bei den höheren Arbeits-einkommen verantwortlich (Godechot 2012).

Ein zweiter kausaler Pfad betrifft den nichtfinanziellen Unternehmenssektor (Dünhaupt 2014, S. 11ff.). Auch hier stellen wir aufgrund der bereits genannten Finanzmarktrationalität und spezifischer Instrumente wie beispielsweise Aktienoptionen, Bonuszahlungen und Aktienrückkaufprogrammen eine deutliche Steigerung von Kapitaleinkünften und Managementvergütungen fest. Gleichzeitig wirkt die Finanzmarktrationalität aber auch in die andere Richtung, zuungunsten der Arbeitnehmer, insofern die Orientierung an international auf den Finanzmärkten erzielbaren Renditen sowie an den Aktienkursen des eigenen Unternehmens Druck auf Löhne ausübt. Unternehmen verzichten nun auf Investitionen, weil ihnen Finanzinvestitionen profitabler erscheinen, mit negativen Auswirkungen auf Wirtschaftswachstum und Beschäftigung (Stockhammer 2007). Zudem gefährdet zunehmende Finanzialisierung auch arbeitnehmerfreundliche Arbeitsmarktinstitutionen wie den Kündigungsschutz und flächendeckende Tarifabkommen (Darcillon 2015). Diese

Wirkungen bleiben nicht auf börsennotierte Unternehmen beschränkt. Durch die zunehmende Verlagerung der Wertschöpfung auf Zulieferer und die Dominanz der Wertschöpfungskette durch die Endproduzenten wird der entsprechende Druck auf Arbeitsmärkte und Lohnstrukturen auch in jene Unternehmen verlagert, die sich selbst nicht an Finanzmarkttrenditen orientieren, und können dort zu Verbandsaustritten und Tarifunterschreitung führen (Haipeter 2009, S. 58). Quantitative Studien schätzen, dass Finanzialisierung seit 1970 für etwa die Hälfte des zurückgehenden Anteils des Faktors Arbeit am Nationaleinkommen verantwortlich ist, deutlich mehr als Globalisierung, technologischer Wandel und institutionelle Faktoren zusammen (Lavoie/Stockhammer 2014; Lin/Tomaskovic-Devey 2013).

Ein dritter, noch vergleichsweise wenig dokumentierter kausaler Pfad geht schließlich von den Privathaushalten aus. Zum einen ermöglicht Finanzialisierung wohlhabenden (und wirtschaftlich gut informierten) Haushalten überproportionale Einkommenssteigerungen durch Kapitalanlagen. Zum anderen erlaubt Finanzialisierung eine leichtere Verschuldung von Haushalten niedrigerer Einkommensklassen – die damit trotz rückläufiger realer Löhne den Anschluss an den gesellschaftlich gängigen Lebensstil halten wollen –, was insbesondere in Krisensituationen zum völligen Ruin führen kann, wie unlängst im Zuge der Subprimekrise in den USA deutlich wurde (Mertens/Meyer-Eppler 2014). Diese Prozesse lassen sich inzwischen auch in Deutschland finden (Mertens 2015), wenn auch nicht so ausgeprägt wie in den USA, den britischen Inseln, den Niederlanden sowie Ost- und Südeuropa.<sup>4</sup>

## 4. Politische Weichenstellungen zugunsten von Finanzialisierung

Der Prozess der Finanzialisierung in der EU ist der Idee eines sozialen Europas abträglich. Die negativen Umvertei-

3 Der Fokus liegt hier auf „normalen Zeiten“. Ausgeklammert werden indirekte Auswirkungen von Finanzialisierung als Auslöser der globalen Finanzkrise (Stachuletz/Herr 2007; Nölke 2009; Heires/Nölke 2011) und damit der nachfolgenden sozialen Verwerfungen. Ein jüngerer Forschungsstrang betont zudem die Bedeutung wachsender Ungleichheit – in Kombination mit Finanzialisierung – als Auslöser der Subprimekrise sowie der Zahlungsbilanzungleichgewichte in der EU (als Teil der Eurokrise), vgl. z. B. van Treeck (2014) und Grüning et al. (2015).

4 Negative Verteilungswirkungen von Finanzialisierung, die über öffentliche Haushalte wirken – beispielsweise durch verstärkten Steuerwettbewerb, durch niedrigere Sozialtransfers aufgrund von Rettungsaktionen für den Finanzsektor oder die Disziplinierung der Staatsaktivitäten durch die Architektur der Eurozone – werden an dieser Stelle ausgeklammert; vgl. dazu die Beiträge von Rixen und Truger in diesem Heft.

lungswirkungen durch fortgeschrittene Finanzialisierung dürften die positive Wirkung aller potenziell denkbaren Sozialprogramme auf EU-Ebene deutlich übertreffen. Wenn wir darüber nachdenken wollen, wie man dieser Fehlentwicklung entgegenzutreten kann, müssen wir zunächst kurz deren Ursachen klären.

Auch wenn technische Fortschritte im IT-Bereich und wissenschaftliche Entwicklungen in der Finanzmathematik die Vertiefung der Finanzialisierung befördert haben, geht diese Transformation doch in erster Linie auf politische Entscheidungen zurück. Diese sind seit den späten 1960er Jahren auf nationaler, europäischer und globaler Ebene getroffen worden. Sie betreffen erstens die Liberalisierung der grenzüberschreitenden Kapitalflüsse, zweitens die Liberalisierung der Kapitalmärkte auf nationaler Ebene und drittens die Integration zusätzlicher gesellschaftlicher und wirtschaftlicher Bereiche in die Akkumulationslogik des Finanzsektors.

Das Ausmaß der Liberalisierung der grenzüberschreitenden Kapitalflüsse wird deutlich, wenn man die national fast vollkommen abgeschotteten Kapitalmärkte im Bretton-Woods-System der 1950er oder 1960er Jahre mit der heutigen Situation vergleicht, bei der beispielsweise der globale Tagesumsatz an den Devisenmärkten im April 2013 durchschnittlich bei 5,3 Bill. US-\$ lag (Deutsche Bundesbank 2013). Nach zuvor schleichender Erosion durch die Herausbildung der Eurodollarmärkte wurde das Bretton-Woods-System 1973 formal aufgegeben, und die Industrieländer bauten in der Folgezeit Kapitalverkehrskontrollen vollständig ab.

Die Kapitalmärkte auf nationaler Ebene waren in der Nachkriegszeit ebenso strikt reglementiert wie die grenzüberschreitenden Kapitalflüsse. Banken waren sowohl Zinssätze als auch die Art von Krediten und von Kreditnehmern gesetzlich vorgeschrieben, verschiedene Formen von Finanzmärkten wurden in vielen Ländern durch ein Trennbankensystem strikt voneinander abgeschottet. Auch diese Beschränkungen wurden seit den 1970er Jahren sukzessive aufgehoben.

Seit den 1980er Jahren nahm dann auch die Subsumption weiterer wirtschaftlicher gesellschaftlicher Bereiche unter die Funktionslogik der Finanzmärkte zu. Zu den politischen Entscheidungen, die diesen Prozess unterstützen haben, gehören die Schaffung eines Marktes für Unternehmenskontrolle (Beispiel: Änderung des Körperschaftssteuergesetzes zur Entflechtung der „Deutschland-AG“), Börsengänge von staatlichen Unternehmen (Beispiel: Telekom-„Volksaktie“) und die steuerliche Förderung der privaten Altersvorsorge (Beispiel: „Riester-Rente“).

Die EU hat bei der Vertiefung der Finanzialisierung in allen drei Dimensionen eine wichtige Rolle gespielt, auch wenn die ursprünglichen Entscheidungen zunächst auf globaler (Ende Bretton-Woods-System) und nationaler Ebene (Finanzmarktliberalisierung, Expansion des Finanzsektors) getroffen wurden. Die EU war der nationalen Ebene nur bis in die 1980er Jahre nachgeordnet und wur-

de in den 1990er Jahren zunehmend zur Triebkraft der Finanzialisierung.

Der freie Kapitalverkehr wurde zwar im Prinzip bereits in den Römischen Verträgen verankert, blieb allerdings durch Schutzklauseln in vielen Mitgliedstaaten bis in die 1990er Jahre deutlich eingeschränkt. Mit dem Inkrafttreten des Vertrags von Maastricht 1994 wurden diese Beschränkungen allerdings untersagt. Die Euro-Einführung hat in den 2000er Jahren zudem dazu geführt, dass die Ersparnisse vermöglicher Haushalte sowie Unternehmen in Deutschland vermehrt in anderen europäischen Ländern (zum Beispiel Spanien) investiert wurden und sie hat hierdurch deren tief gehende Finanzialisierung ermöglicht (Grüning et al. 2015, S. 4).

Die EU war auch eine der entschiedensten Triebkräfte bei der weiteren Liberalisierung der Finanzmärkte in Europa. Um diesen Prozess zu beschleunigen und nationale Widerstände zu überwinden, wick sie von konventionellen Gesetzgebungsprozeduren ab und installierte mit dem Lamfalussy-Prozess ein beschleunigtes Verfahren. Auffällig dabei ist, dass kein Schutz gegen die ungebremste finanzielle Globalisierung eingerichtet wurde. Stattdessen orientierte sich die EU vor der Finanzkrise explizit am amerikanischen Leitmodell (Posner/Véron 2010). Nach der Finanzkrise setzte sie keine fundamentalen Änderungen an der liberalen Regulierung auf globaler Ebene durch, sondern ergriff Maßnahmen zur Stabilisierung des bestehenden Regelungsgefüges (Bieling 2014; Mügge 2014). Relevant für diesen Aspekt der Vertiefung der Finanzialisierung ist aber nicht nur die Finanzmarktregulierung im engeren Sinne, sondern auch der Einsatz des Wettbewerbsrechts, etwa zur Liberalisierung des öffentlichen Bankwesens in Deutschland (Seikel 2013).

Auch die Integration weiterer wirtschaftlicher und sozialer Bereiche in die Logik der Finanzmärkte wurde von der EU aktiv vorangetrieben, insoweit diese in ihre rechtlichen Kompetenzen fiel. Von besonders großer Bedeutung war hier die Vertiefung des Marktes für Unternehmenskontrolle, insbesondere durch Unternehmensrecht und Übernahmerrichtlinie (Horn 2012), die Abschaffung Goldener Aktien (Werner 2013) sowie die kapitalmarktorientierte Rechnungslegung (Nölke/Perry 2007). Insbesondere in Südeuropa hat die EU die Finanzialisierung auch durch ihr Drängen auf Privatisierungen vertieft, insofern sie die damit häufig einhergehenden Börsengänge ermöglicht hat (Deckwirth 2008).

## 5. Politische Optionen für eine Definanzialisierung in Europa

Ansatzpunkte für Maßnahmen, die – im Sinne eines sozialen Europas – notwendig wären, um Finanzialisierung grundlegend zu reduzieren, ergeben sich spiegelbildlich zu den Entscheidungen, die in den vergangenen Jahr- ▶

zehnten zu ihrer Vertiefung geführt haben (Abschnitt 4). Im Vordergrund stehen also das Management grenzüberschreitender Kapitalflüsse, die systematische Kontrolle der Finanzmärkte und die Begrenzung des Wirkungsbereichs der Finanzmärkte. Nachfolgend werden die wichtigsten politischen Optionen diskutiert und mit den aktuellen Plänen der EU verglichen. Dabei wird deutlich, dass diese derzeit eher eine weitere Vertiefung der Finanzialisierung als eine Definanzialisierung anstrebt.

Ein erster Ansatzpunkt zur Definanzialisierung wäre ein (zwischen-)staatliches Management grenzüberschreitender Kapitalflüsse, um ihre Volatilität zu reduzieren, den strukturellen Einfluss von Finanzmarktakteuren auf Wirtschaft, Gesellschaft und Politik zu begrenzen und Finanzmarktanlagen – und damit große Vermögen überhaupt – einer wirksamen Besteuerung zuzuführen. Traditionell werden für diesen Zweck Kapitalverkehrskontrollen eingesetzt, so wie heute beispielsweise noch von großen Schwellenländern wie Brasilien, China und Indien (Dierckx 2014). Kapitalverkehrskontrollen sind allerdings als Beschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit nach EU-Recht grundsätzlich verboten, auch wenn sie in Notsituationen temporär zulässig sind, wie jüngst in Zypern und Griechenland der Fall. Alternativ wäre eine Finanztransaktionssteuer ein geeignetes Instrument, um Kapitalflüsse zu erfassen und zu steuern. In der Tat hat eine Reihe von EU-Mitgliedstaaten nach der Globalen Finanzkrise von 2008 eine Initiative zur Einführung einer Finanztransaktionssteuer auf europäischer Ebene gestartet. Die bisherigen Beratungen zu dieser nur elf Staaten umfassenden Initiative liegen aber weit hinter dem geplanten Zeitrahmen zurück und lassen auch allenfalls eine selektive Erfassung von Finanzströmen erwarten, keinesfalls aber ein umfassendes, europaweites Management dieser Transaktionen (Wahl 2014).

Ein zweiter Ansatzpunkt zur Definanzialisierung wäre eine systematische Kontrolle der Finanzmärkte. Nach der Globalen Finanzkrise hat die Europäische Union auch eine Reihe von mehr als 40 Initiativen zur Stabilisierung der Finanzmärkte gestartet (Europäische Kommission 2014). Abgesehen davon, dass das Ziel dieser Initiativen die Vermeidung weiterer Finanzkrisen und die Steigerung der Effizienz der Finanzmärkte ist – und nicht die Korrektur der durch Finanzialisierung hervorgerufenen sozialen Schieflage –, bleiben diese Schritte weit hinter jenen zurück, die für eine grundlegende Definanzialisierung notwendig wären. Zum Teil vertiefen sie die Finanzialisierung eher noch.

Zu den Maßnahmen der EU gehört zunächst die Schaffung eines Europäischen Systems für die Finanzmarktaufsicht (ESFS) einschließlich europäischer Aufsichtsbehörden mit eigenen Befugnissen. Ein zweites Element ist die Schaffung einer Europäischen Bankenunion (EBU), eines Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism (SSM)) und eines Einheitlichen Abwicklungsmechanismus (Single Resolution Mechanism (SRM)) für

Banken in Schieflage; daneben wurde eine Richtlinie zu Einlagensicherungssystemen erlassen. Hinzu kommt die Umsetzung des Basel-III-Standards für die Eigenmittel von Banken in Form der Capital Requirements Regulation (CRR) und der Capital Requirement Directive IV (CRD IV) sowie der Solvency-II-Richtlinie zur Risikostabilisierung von Versicherungen. Zu den Maßnahmen mit dem Ziel einer Reduktion der Volatilität der Finanzmärkte gehören weiterhin Aktivitäten zur Regulierung von Hedgefonds und Private Equity (AIFM), Ratingagenturen, Leerverkäufen sowie Märkten für Finanzinstrumente (EMIR, MiFID 2, CSDR).<sup>5</sup> Aktuell noch nicht abgeschlossen sind Maßnahmen zur Regulierung von Schattenbanken, einschließlich Geldmarktfonds, zur Bankenstrukturreform (ggf. Trennbankensystem) und zu Benchmarks zur Vermeidung von Marktmanipulationen (zum Beispiel beim LIBOR).<sup>6</sup>

Ob diese Maßnahmen zu einer Vermeidung weiterer Finanzkrisen ausreichen, wird sich zeigen – langjährige Beobachter der internationalen Finanzmärkte zeigen sich sehr skeptisch in Bezug auf die bisherigen Regulierungsschritte (Admati/Hellwig 2013; Haldane 2013; Helleiner 2014; Moschella/Tsingou 2013). Aus einer Definanzialisierungsperspektive genügen sie jedenfalls bei Weitem nicht. Letztere würde eine Refokussierung des Finanzsektors auf die hochgradig stabile Erbringung klassischer Bankaufgaben nahelegen, also das Verbot (nicht nur: die Registrierung) von Hedgefonds und anderen Schattenbanken sowie einer Vielzahl von Finanzinstrumenten und des Eigenhandels von Banken. Auch die Stabilisierung von Banken fällt aus dieser Sicht nicht ausreichend aus, weder in Bezug auf die Eigenkapitalausstattung noch auf die Finanzierung von Fonds zur Bankenabwicklung. Selbst wenn die EU-Beschlussfassung zur Bankenstrukturreform noch nicht abgeschlossen ist, ist zudem schon jetzt absehbar, dass auch sie keine Regelung zur Dekonzentration von übergroßen Banken (*too big to fail*) und zu deren Entflechtung (*too interconnected to fail*) enthalten wird, was wichtige Instrumente zur Reduzierung von Finanzialisierung, auch in Bezug auf die zu hohe politische Macht des Finanzsektors (Gilens 2014) wären. Im Gegenteil, aktuelle Pläne der EU zur Förderung von Verbriefungen und zur Kapitalmarktfinanzierung von Kleinunternehmen im Rahmen der Schaffung einer Kapitalmarktunion (Europäische Kommission 2015) zielen vielmehr auf eine vertiefte Finanzialisierung ab, sie werden daher selbst vom deutschen

5 AIFM = Alternative Investment Fund Manager Directive; EMIR = European Market Infrastructure Regulation; MiFID = Markets in Financial Instruments Directive; CSDR = Central Securities Depositories Regulation.

6 Der LIBOR (London Interbank Offered Rate) ist der täglich festgelegte Referenzzinssatz für unbesicherte Geldmarktkredite zwischen den wichtigsten, international tätigen Banken.

Mittelstand sowie den Sparkassen und Volksbanken mit großer Skepsis gesehen (FAZ vom 3.3. 2015).

Eine durchgreifende Kontrolle der Finanzmärkte würde einerseits verhindern, dass nochmals erhebliche Haushaltsmittel für die Rettung von Finanzinstitutionen aufgewendet werden müssten und andererseits die Fähigkeit von Finanzmarktakteuren reduzieren, ihre Vorstellungen zu Renditen und Managemententlohnung dominant in Wirtschaft und Gesellschaft zu verankern. Eine strikte Finanzmarktregulierung kann daher eine doppelte Dividende erbringen, in Form von finanzieller Stabilität einerseits und geringerer Ungleichheit andererseits, wie sich am Beispiel der USA historisch gut demonstrieren lässt (Moss 2010). Die bisherigen Maßnahmen der EU reichen dafür bei Weitem nicht aus.

Auch in Bezug auf die Begrenzung der Expansion des Finanzsektors in andere Bereiche von Wirtschaft und Gesellschaft, dem dritten Ansatzpunkt zur Definanzenzialisierung, lässt sich schließlich auf EU-Ebene keine Abkehr vom Finanzialisierungsprozess feststellen, etwa hin zu einer Beschränkung von Aktienoptionen für Manager oder von Aktienrückkaufprogrammen. Im Gegenteil, auch hier fördern die jüngsten Maßnahmen der EU in Bezug auf die Länder, die von der Eurokrise betroffen sind, deren weitere Finanzialisierung, indem sie umfangreiche Privatisierungen und eine Senkung der staatlichen Ausgaben, etwa zur Rentenfinanzierung, erzwingen (Bieling 2013; Ebner 2014).

## 6. Realisierungschancen eines sozialen Europas

Eine wichtige Voraussetzung für die Schaffung eines sozialen Europas ist die Definanzenzialisierung. Im Prinzip wäre die EU am besten geeignet als Ansatzpunkt für Initiativen in diese Richtung. Eine einheitliche Regelung von Finanzflüssen und Finanzmärkten auf europäischer Ebene würde regulatorische Arbitrage minimieren, eines der Hauptprobleme bei einer effektiven Regulierung der Finanzmärkte (Thiemann 2014). Zudem liegt die Kompetenz zu vielen wirtschaftspolitischen Maßnahmen auf der EU-Ebene. Aber diese Perspektive ist in der Praxis völlig unrealistisch, sowohl institutionell-rechtlich als auch politisch.

Rechtlich ist die EU schon allein durch die Grundnorm der Kapitalverkehrsfreiheit auf eine Vertiefung von Finanzialisierung ausgelegt, institutionell treiben vor allem Kommission und Gerichtshof auf dieser Grundlage systematisch Liberalisierungspolitiken an (Höpner/Schäfer 2008). Politisch werden die Kräfteverhältnisse auf europäischer Ebene – insbesondere in der Implementationsphase (Young 2014) – in noch höherem Maße von Finanzmarktakteuren dominiert als auf nationaler Ebene, selbst wenn auch auf Letzterer die politische Mobilisierung gegen Finanzialisierung bereits bemerkenswert geringfügig ausfällt (Callaghan 2014). Auch die in Abschnitt 2 dokumentierte Heterogenität der Mitgliedstaaten in Bezug auf Finanzialisierung steht politisch einer grundlegenden Definanzenzialisierung im Wege, insbesondere in Bezug auf die Rolle des Finanzsektors in Großbritannien.

In absehbarer Zeit wird daher wohl allenfalls die nationale Ebene in einzelnen Mitgliedstaaten einen realistischen Ansatzpunkt für Initiativen zur Definanzenzialisierung bieten, in der vagen Hoffnung auf eine spätere Europäisierung dieser Initiativen. Zumindest in Bezug auf das Kernproblem der Finanzialisierung ist das Wunschbild eines sozialen Europas derzeit in weite Ferne gerückt. ■


## LITERATUR

- Admati, A./Hellwig, M.** (2013): Des Bankers neue Kleider: Was bei Banken wirklich schief läuft und was sich ändern muss, München
- Becker, J.** (2014): The periphery in the present international crisis: uneven development, uneven impact and different responses, in: *Spectrum: Journal of Global Studies* 5 (1), S. 21–41
- Beyer, J.** (1998): Managerherrschaft in Deutschland? „Corporate Governance“ unter Verflechtungsbedingungen, Frankfurt a. M.
- Biebricher, T.** (2012): Neoliberalismus zur Einführung, Hamburg
- Bieling, H.** (2013): European financial capitalism and the politics of (de-)financialization, in: *Competition & Change* 17 (3), S. 283–298
- Bieling, H.** (2014): Shattered expectations: the defeat of European ambitions of global financial reform, in: *Journal of European Public Policy* 21 (3), S. 346–366
- Callaghan, H.** (2014): Who cares about financialization? Explaining the decline in political salience of active markets for corporate control, MPIfG Discussion Paper 13/4, Köln
- Darcillon, T.** (2015): How does finance affect labour market institutions? An empirical analysis in 16 OECD Countries, in: *Socio-Economic Review*, advance online publication
- Deckwirth, C.** (2008): Die Europäische Union als Triebkraft der Privatisierung, in: *WSI-Mitteilungen* 61 (10), S. 534–540, [http://www.boeckler.de/wsi-mitteilungen\\_25149\\_25159.htm](http://www.boeckler.de/wsi-mitteilungen_25149_25159.htm)
- Deutsche Bundesbank** (2013): Devisenhandels- und Derivateumsätze von Banken in Deutschland, Frankfurt a. M.
- Dierckx, S.** (2014): Capital controls in China, Brazil and India: towards the end of the free movement of capital as a global norm?, Gent
- Dühaupt, P.** (2014): An empirical assessment of the contribution of financialization and corporate governance to the rise of income inequality, IPE Working Paper (41), Berlin
- Ebner, A.** (2014): Vermarktlichung, Finanzialisierung und das Austeritätsparadigma der europäischen Krisenbewältigung: Eine polyanische Perspektive, in: Heires, M./Nölke, A. (Hrsg.): *Politische Ökonomie der Finanzialisierung*, Wiesbaden, S. 49–62
- Epstein, G. A.** (2005): *Financialization and the world economy*, Cheltenham
- Europäische Kommission** (2014): *A reformed financial sector for Europe (COM (2014) 279)*, Brüssel
- Europäische Kommission** (2015): *Green Paper: building a capital markets union (COM (2015) 63)*, Brüssel
- Faust, M. /Bahn Müller, R./Fisecker, C.** (2011): *Das kapitalmarktorientierte Unternehmen: Externe Erwartungen, Unternehmenspolitik, Personalwesen und Mitbestimmung*, Berlin
- Fichtner, J.** (2013): The rise of hedge funds: a story of inequality, in: *Momentum Quarterly* 2 (1), S. 3–20
- Gambarotto, F./Solari, S.** (2014): The peripheralization of southern European capitalism within the EMU, in: *Review of International Political Economy* 22 (4), S. 788–812
- Gilens, M.** (2014): *Affluence and influence: economic inequality and political power in America*, Princeton
- Godechot, O.** (2012): Is finance responsible for the rise in wage inequality in France?, in: *Socio-Economic Review* 10 (3), S. 447–470
- Gordon, C.** (2014): *Wolves of Wall Street: financialization and American inequality*, in: *Dissent online*, 17. April
- Grüning, P./Theobald, T./van Treeck, T.** (2015): *Income inequality and Germany's current account surplus*, IMK Working Paper (147), Düsseldorf
- Haipeter, T.** (2009): *Tarifabweichungen und Flächentarifverträge: Eine Analyse der Regulierungspraxis in der Metall- und Elektroindustrie*, Wiesbaden
- Haldane, A.** (2013): Have we solved 'too big to fail'? Voxeu-Blog, Brüssel
- Hein, E.** (2015): Finance-dominated capitalism and re-distribution of income: a Kaleckian perspective, in: *Cambridge Journal of Economics* 39 (3), S. 907–934
- Hein, E./Detzer, D.** (2014): Finance-dominated capitalism and income distribution: a Kaleckian perspective on the case of Germany, FESSUD Working Paper (62), Leeds
- Heires, M./Nölke, A.** (2011): *Finanzkrise und Finanzialisierung*, in: Kessler, O. (Hrsg.): *Die Internationale Politische Ökonomie der Weltfinanzkrise*, Wiesbaden, S. 37–52
- Heires, M. /Nölke, A.** (2014a): *Die Politische Ökonomie der Finanzialisierung: Einleitung*, in: Heires, M./Nölke, A. (Hrsg.): *Politische Ökonomie der Finanzialisierung*, Wiesbaden, S. 19–29
- Heires, M./Nölke, A.** (2014b): *Finanzialisierung*, in: Wullweber, J./Graf, A./Behrens, M. (Hrsg.): *Theorien der Internationalen Politischen Ökonomie*, Wiesbaden, S. 253–266

- Helleiner, E.** (2014): The status quo crisis: global financial governance after the 2008 meltdown, Oxford
- Höpner, M.** (2003): Wer beherrscht die Unternehmen? Shareholder Value, Managerherrschaft und Mitbestimmung in Deutschland, Frankfurt a. M.
- Höpner, M.** (2013): Die Verschiedenheit der europäischen Lohnregime und ihr Beitrag zur Eurokrise: Warum der Euro nicht zum heterogenen Unterbau der Eurozone passt, MPIfG Discussion Paper 13/5, Köln
- Höpner, M./Schäfer, A.** (2008): Grundzüge einer politökonomischen Perspektive auf die europäische Integration, in: Höpner, M./Schäfer, A. (Hrsg.): Die Politische Ökonomie der europäischen Integration, Frankfurt a. M., S. 11–45
- Horn, L.** (2012): Regulating corporate governance in the EU: towards a marketization of corporate control, Houndmills
- Kädtler, J.** (2014): Finanzmarktöffentlichkeit und Finanzmarkttrationalität, in: Langenohl, A./Wetzel, D. (Hrsg.): Finanzmarktpublika: Moralität, Krisen und Teilhabe in der ökonomischen Moderne, Wiesbaden, S. 173–195
- Kessler, O./Wilhelm, B.** (2014): Finanzialisierung und die Performativität des Schattenbankensystems, in: Heires, M./Nölke, A. (Hrsg.): Politische Ökonomie der Finanzialisierung, Wiesbaden, S. 97–114
- Krippner, G.** (2011): Capitalizing on finance: the political origins of the rise of finance, Cambridge, MA
- Kus, B.** (2012): Financialisation and income inequality in OECD nations: 1995–2007, in: The Economic and Social Review 43 (4), S. 477–495
- Lapavitsas, C./Powell, J.** (2013): Financialisation varied: a comparative analysis of advanced economies, in: Cambridge Journal of Regions, Economy and Society 6 (3), S. 359–379
- Lavoie, M./Stockhammer, E.** (Hrsg.) (2014): Wage-led growth: an equitable strategy for economic recovery, International Labor Organization, Genf
- Lin, K./Tomaskovic-Devey, D.** (2013): Financialization and U.S. income inequality, 1970–2008, in: American Journal of Sociology 118 (5), S. 1284–1329
- Mertens, D.** (2015): Erst sparen, dann kaufen? Privatverschuldung in Deutschland, Frankfurt a. M.
- Mertens, D. /Meyer-Eppler, R.** (2014): Pensionsfonds-Kapitalismus und privatisierter Keynesianismus – Zur Finanzialisierung privater Haushalte, in: Heires, M./Nölke, A. (Hrsg.): Politische Ökonomie der Finanzialisierung, Wiesbaden, S. 259–274
- Moschella, M./Tsingou, E.** (Hrsg.) (2013): Great expectations, slow transformations: incremental change in financial governance, Colchester
- Moss, D.** (2010): Bank failures, regulation, and inequality in the United States, mimeo
- Mügge, D.** (2014): Europe's regulatory role in post-crisis global finance, in: Journal of European Public Policy 21 (3), S. 316–326
- Nölke, A.** (2009): Finanzkrise, Finanzialisierung und Vergleichende Kapitalismusforschung, in: Zeitschrift für Internationale Beziehungen 16 (1), S. 123–139
- Nölke, A.** (2014): Politik der Finanzialisierung: Zum Wohlfahrtsbeitrag des Finanzsektors in Rechnungslegungsstandards und volkswirtschaftlicher Gesamtrechnung, in: Heires, M. /Nölke, A. (Hrsg.): Politische Ökonomie der Finanzialisierung, Wiesbaden, S. 79–94
- Nölke, A./Perry, J.** (2007): The power of transnational private governance: financialization and the IASB, in: Business and Politics 7 (3), S. 1–25
- Ouma, S.** (2014): „The new enclosures“: Zur Finanzialisierung von Land und Agrarwirtschaft, in: Heires, M./Nölke, A. (Hrsg.): Politische Ökonomie der Finanzialisierung, Wiesbaden, S. 197–210
- Philippon, T./Reshef, A.** (2012): Wages and human capital in the U.S. financial industry: 1996–2006, in: Quarterly Journal of Economics 127 (4), S. 1551–1609
- Piketty, T.** (2014): Das Kapital im 21. Jahrhundert, München
- Posner, E./Véron, N.** (2010): The EU and financial regulation: power without purpose? in: Journal of European Public Policy 17 (3), S. 400–415
- Seikel, D.** (2013): Der Kampf um öffentlich-rechtliche Banken: Wie die Europäische Kommission Liberalisierung durchsetzt, Frankfurt a. M.
- Stachuletz, R./Herr, H.** (2007): „New Fashion in Finance“ und Finanzmarktstabilität, in: WSI-Mitteilungen 60 (12), S. 650–656, [http://www.boeckler.de/wsi-mitteilungen\\_25007\\_25015.htm](http://www.boeckler.de/wsi-mitteilungen_25007_25015.htm)
- Stockhammer, E.** (2007): Charakteristika eines finanz-dominierten Akkumulationsregimes in Europa, in: WSI-Mitteilungen 60 (12), S. 643–649, [http://www.boeckler.de/wsi-mitteilungen\\_25007\\_25016.htm](http://www.boeckler.de/wsi-mitteilungen_25007_25016.htm)
- Stockhammer, E./Durand, C./List, L.** (2014): European growth models and working class restructuring, unveröffentlichtes Manuskript, Version 0.36
- Streock, W.** (2013): Gekaufte Zeit: Die vertagte Krise des demokratischen Kapitalismus, Frankfurt a. M.
- Thiemann, M.** (2014): In the shadow of Basel: how competitive politics bred the crisis, in: Review of International Political Economy 21 (6), S. 1203–1239
- Turbeville, W.** (2015): Financialization & equal opportunity, Washington DC
- van Treeck, T.** (2008): The political economy debate on ‘financialisation’: a macroeconomic perspective: Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung, Working Paper 1/2008, Düsseldorf
- van Treeck, T.** (2014): Did inequality cause the U.S. Financial crisis?, in: Journal of Economic Surveys 28 (3), S. 421–448
- van Treeck, T./Hein, E./Dünhaupt, P.** (2007): Finanzsystem und wirtschaftliche Entwicklung in den USA und in Deutschland im Vergleich – eine makroökonomische Skizze, in: WSI-Mitteilungen 60 (12), S. 635–642, [http://www.boeckler.de/wsi-mitteilungen\\_25007\\_25017.htm](http://www.boeckler.de/wsi-mitteilungen_25007_25017.htm)
- Wahl, P.** (2014): Finanztransaktionssteuer – Die Achterbahnfahrt geht weiter, in: Newsletter „EU-Finanzreform“ Nr. 27, S. 1–2
- Werner, B.** (2013): Der Streit um das VW-Gesetz: Wie Europäische Kommission und Gerichtshof die Unternehmenskontrolle liberalisieren, Frankfurt a. M.
- Windolf, P.** (Hrsg.) (2005): Finanzmarkt-Kapitalismus: Analysen zum Wandel von Produktionsregimen, Wiesbaden
- Young, K.** (2014): Losing abroad but winning at home: European financial industry groups in global financial governance since the crisis, in: Journal of European Public Policy 21 (3), S. 367–388

## AUTOR

**ANDREAS NÖLKE**, Prof. Dr., lehrt Politikwissenschaft an der Goethe-Universität Frankfurt am Main. Arbeitsschwerpunkte: Finanzialisierung, Eurokrise, Schwellenländer.

 [a.noelke@soz.uni-frankfurt.de](mailto:a.noelke@soz.uni-frankfurt.de)