

Von der *subprime* Krise zur Finanzkrise

Ökonomische Entwicklungen und wirtschaftspolitische Reaktionen

Engelbert Stockhammer

Am 18. März 2008 meinte der Chef der Deutschen Bank, Josef Ackermann, dass er das Vertrauen in die Selbstheilungskräfte der Finanzmärkte verloren habe; der IWF-Chef, Dominique Strauss-Kahn, forderte eine aktive Fiskalpolitik zur Stabilisierung (Financial Times vom 30. 1. 2008). Wer die letzten zwölf Monate keine Nachrichten gehört hat, könnte meinen, er sei auf einem anderen Planeten aufgewacht. Dahin ist die Mythos der effizienten und stabilen Finanzmärkte. Die großen Banken haben in den letzten Monaten 379 Mrd. US\$ abgeschrieben. Die Fed, die amerikanische Zentralbank, musste vermittelnd eingreifen, um den Konkurs von Bear Stearns, einer der fünf großer Investmentbanken (der USA) zu verhindern. Es gibt sie also wieder, die Finanzkrisen!

Ganz neu sind sie ja nicht. Seit der großen Deregulierung der Finanzmärkte durch den Neoliberalismus seit Anfang der 1980er Jahre treten sie als schreckliche und unberechenbare Monster immer wieder in Erscheinung und versetzen sogar jene in Angst und Schrecken, die ansonsten im globalen und flexiblen Kapitalismus profitabel zuhause sind: transnationale Konzerne und institutionelle Investoren. Die meisten und schwersten Finanzkrisen spielten sich an der aufstrebenden Peripherie des globalen Kapitalismus ab: Die Schuldenkrise in Lateinamerika Anfang der 80er, die Peso-Krise Anfang der 90er, die Südostasienkrise 1997/98, dazwischen die Türkei (1994 und 2001) und Russland. Auch in den westlichen Zentren gab es welche: ein Börsenkrach 1987, die Krise des Europäischen Währungssystems 1992/93, schließlich die Börsenkrise durch das Platzen der *telecom bubble* (2000/01).¹ Aber die derzeitige Krise ist eine der schwersten und wird, zumindest in den USA, auch zu einem kräftigen Konjunkturerinbruch führen. Dieser Artikel diskutiert zunächst den Ausgangspunkt der Krise in Immobilienkrediten mit geringer Bonität, gibt dann einen kurzen Überblick über die Ausweitung der aktuellen Krise.² Danach wird die Krise im Rahmen des finanzdominierten Akkumulationsregimes kontextualisiert und die wirtschaftspolitischen Reaktionen auf die Krise kommentiert.

Der Ausgangspunkt: Die *subprime* Krise

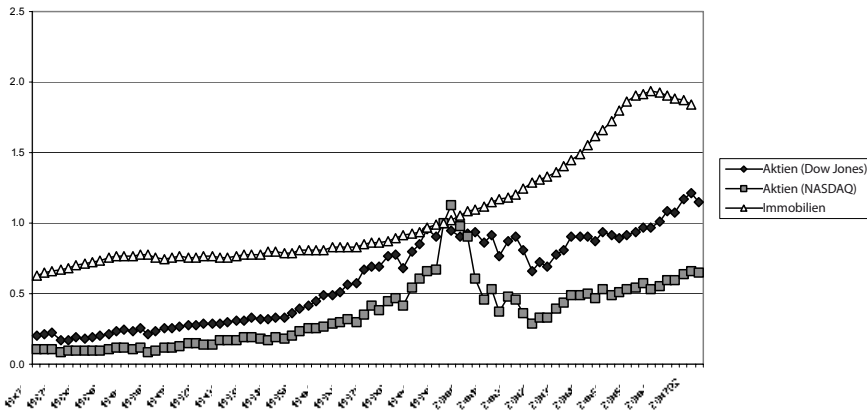
Im Jahr 2000 gab es einen Börsenkrach, die *telecom bubble* war geplatzt. Vom 4. Quartal 1999 bis zum 3. Quartal 2001 fiel der Dow Jones um 23%, der technologielastige NASDAQ gar um 63%. Verblüffenderweise blieben die Auswirkungen bescheiden: Die folgende Rezession war mild, und verdächtig schnell war auf den Finanzmärkten wieder Ruhe eingekehrt. Der Immobiliensektor boomte und die Grundstückspreise stiegen: seit 2000 um mehr als 7% pro Jahr (seit 2004 gar mehr als 10%). Die Kreditvergabe an Haushalte wurde damit zu einem lukrativen und sicheren Geschäft für die Banken. Die Häuser stiegen in ihrem Wert; wer seinen Kredit nicht mehr bezahlen konnte, verkaufte sein Haus und konnte damit ohne größere Verluste (zumindest für die Bank) den Kredit zurückzahlen. Viele amerikanische (auch irische und britische)

Haushalte machten auch von der Möglichkeit Gebrauch, ihre Hypothekarkredite auszuweiten, als der Wert ihrer Wohnungen stieg.

Die Banken wurden im Marketing der Kredite aggressiver und in der Vergabe freizügiger. Der *subprime market* war geboren – das sind Haushalte mit geringer Kreditwürdigkeit, vulgo: jene, die früher keinen Kredit bekommen hätten. Ende 2006/ Anfang 2007 war die Euphorie so groß, dass selbst Einkommen und Vermögen der Kreditnehmer nicht mehr geprüft wurden – die sogenannten NINA-Kredite – *no income, no assets* – waren geboren. Um die Kredite auch Haushalten schmackhaft zu machen, die sich nicht verschulden wollen, wurde Kredite mit variablen Rückzahlungsgraten (*adjustable rate mortgages*, ARM) geschaffen, die in den ersten Jahren geringe Rückzahlungsgraten haben und danach kräftig ansteigen.

Der *subprime* Markt war und ist eigentlich ein kleines Segment des gesamten Kreditmarkts. Jedoch war er 2006 und 2007 der dynamischste Teil der Kredite und trug einen wesentlichen Teil des gesamten Kreditwachstums. Die Banken finanzierten diese rasant anwachsenden Kredite, indem sie die Kredite bündelten und weiterverkauften als *asset backed securities* (ABS). Dies wird oft als *originate and distribute model of banking* bezeichnet. Zumeist gründeten sie eigene Zweckgesellschaften, in die die Kredite ausgelagert wurden. Der Kredit verschwand damit aus der Bilanz der Bank und die Bank erhielt Geld – zumindest solange alles gut ging.

Abbildung 1: Aktien- und Immobilienpreise in den USA (1999 Q4 = 1)



economy der Dow Jones (der Aktienpreisindex der Wall Street) nur noch oben gehen könne. Der Börsenkrach hatte hier die normalen Gesetze der ökonomischen Schwerkraft schmerzhaft in Erinnerung gerufen. Aber die Immobilien würden ganz anders sein: Aktien sind ja nur Papier, aber in Häusern wohnten Menschen und die wollten ja nie alle gleichzeitig ausziehen. Irgendwo müssten sie ja wohnen. Die *subprime* Kredite waren in Zeiten der fallenden Hauspreise nun plötzlich kein sicheres Geschäft mehr für die Banken.

Im Laufe des Frühjahrs und Sommers 2007 wurde klarer, dass viele der *subprime* Kredite nicht zurückgezahlt werden würden. Etliche Banken mussten ihre schon verkauft geglaubten Kredite zurücknehmen. Die *subprime* Krise war unangenehm für einige Kreditinstitute, schmerzhaft für andere. Manche Banken hatten sich auf das Hypothekengeschäft spezialisiert und waren damit groß geworden, ohne dass ihre Einlagen in gleichem Ausmaß gestiegen wären. Die ersten im *subprime* Segment aktiven Hypothekarbanken (Countrywide Financial, American Home Mortgage) mussten Konkurs anmelden. Ein ernstes, aber begrenztes Problem, so dachte man ... bis zum 9. August 2007.

Die Krise trifft den Interbankenmarkt ... und Bear Stearns

Im Juli 2007 waren zwei *Hedgefonds* von Bear Stearns, die in *subprime* Papiere investiert hatten, zahlungsunfähig und die *ratings* wurden für viele dieser Papiere herabgestuft. Am 9. August 2007 stieg der Zins auf Interbankgeschäfte um kurzfristig 2%-Punkte über den Zins auf Staatspapiere. Damit war die Krise von einem Nischenmarkt plötzlich ins Herz des modernen Finanzsystems übergeschwappt. Banken haben je nach Geschäftstag unterschiedlich hohe Einnahmen und Ausgaben. Am Interbankenmarkt nehmen und vergeben die Banken daher untereinander Kredite, um ihren Liquiditätsbedarf auszugleichen. Diese Kredite sind überwiegend sehr kurzfristig, oft nur 24 Stunden (*overnight*). Ohne ihn wären innerhalb weniger Tage wohl die meisten Banken zu irgendeinem Zeitpunkt zahlungsunfähig. Üblicherweise sind die Zinsen auf dem Interbankenmarkt nur marginal höher als die Leitzinsen. Die Differenz zwischen diesen und jene auf Interbankgeschäfte wird als Risikoprämie interpretiert. In anderen Worten: Die Banken trauten sich untereinander nicht mehr. Sie vermuteten, dass einige von ihnen zahlungsunfähig werden könnten.

Neben dem kurzfristigen und längerfristigen Geldmarkt waren auch der Markt für *foreign exchange swaps*, eine Art Interbankenmarkt für kurzfristige Fremdwährungskredite (ECB 2007, 81f) betroffen. Die Märkte für ABS kamen teilweise ganz zum Erliegen. Die Zentralbanken, die diese Entwicklung unerwartet traf, reagierten prompt, indem sie ihr Liquiditätsangebot erhöhten. In den folgenden Monaten haben die Fed und die EZB wiederholt an kritischen Tagen bis zu 100 Milliarden Euro an kurzfristiger Liquidität angeboten, um den Interbankenmarkt zu entlasten und die betroffenen Banken anderwärtig mit kurzfristigen Mitteln zu versorgen.

Im September 2007 forderte die Krise beinahe ihr erstes prominentes Opfer: Die britische Bank Northern Rock, die viertgrößte Hypothekarbank Britanniens und wegen ihres großen Wachstums zuvor ein Liebling der Börse, wurde zahlungsunfähig und konnte zunächst nur dank umfangreicher staatlicher Garantien am Leben erhalten werden. Schliesslich wurde sie verstaatlicht. Northern Rock hatte, wie viele andere Institutionen das Kreditwachstum über die Geldmärkte, d. h. kurzfristig (und

nicht wie im traditionellen Bankgeschäft über Spareinlagen), finanziert und war damit besonders anfällig für die Spannungen auf dem Interbankenmarkt.

Im Laufe des Herbst 2007 begannen dann die Verluste sichtbar zu werden, als die Banken uneinbringbare Kredite abschrieben und die Zweckgesellschaften zurück in ihre Bilanzen nehmen mussten. Die Börsen reagierten (mit Ausnahme der Kurse der Banken) relativ spät auf diese Entwicklungen. Am 22. Jänner 2008 war es dann soweit, die Kurse fielen. Die USA hatten Glück – an diesem Tag hatten die Börsen in den USA geschlossen und vor der Öffnung am folgenden Tag hatte die Fed bereits die Zinsen um einen $\frac{3}{4}$ %-Punkt – eine außergewöhnliche Maßnahme – gesenkt. Damit konnte die Lage stabilisiert werden. Vorerst.

Anfang März 2008 spitzte sich die Krise wieder zu: Die Carlyle Group, eine wichtige Private Equity Firma, ließ den Carlyle Capital Fund (de facto) in Konkurs gehen, als er 16,6 Mrd US\$ nicht zurückzahlen konnte. Dieser Fonds hatte einen *leverage ratio* von über 30. In der angespannten Lage wurde es für viele Finanzinstitutionen schwierig, ihre kurzfristigen Schulden zu refinanzieren. Die Fed erweiterte daraufhin ihr geldpolitisches Instrumentarium und begann direkt Kredit an Investmentbanken zu vergeben. Dennoch stand binnen weniger Tage Bear Stearns, eine der fünf großen Investmentbanken Wall Streets, vor dem Aus. Quasi in letzter Sekunde wurde sie von JP Morgan Chase gekauft, was aber nur unter aktiver Unterstützung und Haftungsübernahme von 29 Mrd. seitens der Fed zustandekam. Das klare Bekenntnis der Fed zu einer »no bank left behind«-Politik (Economist vom 3. 5. 08) trug wesentlich zur Beruhigung der Märkte seitdem bei.

Effekte der Finanzkrise

Die (potenziellen) Verluste durch die Finanzkrise sind gewaltig: Der IWF (2008) schätzt die gesamten potenziellen Verluste (Verluste und Wertberichtigungen) auf 945 Mrd US\$, wovon 225 Mrd auf Kredite und 720 Mrd, also der Großteil, auf Wertpapiere entfielen. Rund die Hälfte dieser Verluste wird von Banken zu tragen sein.³ Nach Berechnungen von Bloomberg haben die großen Banken (bis Ende Mai 2008) bereits 379 Mrd US\$ an Wertberichtigungen vorgenommen.⁴ Bei den Investmentbanken übertrifft die derzeitige Krise (gemessen als Verluste im Verhältnis zu Gewinnen der Vorperiode) deutlich alle anderen der letzten 20 Jahre (Economist 2008, 6)

Die makroökonomisch wichtige Frage ist, wie sehr die Krise auf andere Wirtschaftssektoren übergreifen wird. Auch wenn ein Zusammenbruch des Finanzsystems verhindert werden konnte, greift die Krise im Finanzsystem um sich und wird ernstzunehmende Folgen haben: Haben die Banken Probleme mit ihren Bilanzen, so werden sie bei der Vergabe neuer Kredite zurückhaltender werden, der viel beschworene *credit squeeze*. Auch gesunde Industrieunternehmen würden dann keinen Kredit mehr bekommen und können ihre laufenden Ausgaben nur schwierig decken und Investitionen nicht finanzieren. Sowohl in den USA als auch im Euro-Raum deuten Umfragen unter Banken bereits auf eine deutlich restriktivere Praxis bei der Kreditvergabe hin. So hat die britische Bank Egg, eine Tochter der Citigroup, im Jänner 160.000 Kunden einfach die Kreditkarten entzogen.

Für die USA bestehen kaum noch Zweifel (auch wenn es noch nicht offiziell ist), dass sich die Wirtschaft in einer Rezession befindet. Die eigentliche Frage ist, wie tief und langwierig diese wird. Wie groß die Effekte auf Europa sind ist weniger klar,

auch wenn hier eine Abkühlung der Konjunktur erkennbar ist und sich in einigen Ländern ebenfalls eine ernste Immobilienkrise anbahnt (siehe den Beitrag von Becker und Jäger in diesem Heft).

Das wacklige Fundament des finanzdominierten Akkumulationsregimes

Finanzkrisen im Kapitalismus sind nichts Neues. Die Rolle des Finanzsektors hat sich in der Phase der neoliberalen Regulationsweise (bzw. im finanz-dominierten Akkumulationsregime) verändert.⁵ Speziell in den 1990er Jahren wurden folgende Charakteristika offensichtlich. Erstens hat sich im Zuge der *shareholder value* Orientierung das Verhalten der Unternehmen verändert. Sie schütten einen größeren Teil ihrer Gewinne als Dividenden aus, kaufen Aktien zurück und investieren weniger. Zweitens gleichzeitig verschulden sich die Haushalte in einem bisher ungekannten Ausmaß. Letzteres auch in vielen europäischen Ländern. Im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen hat sich die Verschuldung in nur zehn Jahren in Europa (im Durchschnitt) und den USA von rund 90% auf über 130% erhöht (siehe Tabelle 1). Wegen der steigenden Immobilienpreise war es oft einfach, Kredit zu bekommen. In den USA (allerdings weniger in Europa) wurde der Konsum zum wichtigsten Konjunkturmotor. Es wäre daher zu erwarten, dass das Trendwachstum (v. a. in den USA) in den nächsten Jahren deutlich zurückgehen würde: Ein weiterer Anstieg der privaten Schuldenquoten wird kaum möglich sein.

Tabelle 1: Schulden der privaten Haushalte in Prozent des verfügbaren Einkommens

	1985	1995	2005
Dänemark	188	236	260
Deutschland	97	111	107
Spanien	59	83	107
Frankreich	66	78	89
Irland		81	141
Italien	32	46	59
Niederlande	113	175	246
Finland	64	66	89
Schweden	90	107	134
Vereinigtes Königreich	106	118	159
EU	91	110	139
USA	93	107	135
Japan	113	136	132

Anmerkung: EU ist ungewichtetes Mittel für die vorhandenen Länder; Schulden für Dänemark, Spanien and Japan 2004 statt 2005.

Quelle: Girourard et al. (2006).

Drittens sind Finanzkrisen häufiger geworden: EWS-Krise 1992/93, Peso-Krise 1994, Südost-Asien-Krise 1997/98, *telecom bubble* um nur die wichtigsten zu nennen. Aus

keynesianischer Sicht ist das wenig überraschend. Deregulierte Finanzmärkte neigen zu endogenen Phasen von spekulativen Blasen, die nicht zuletzt durch neue Finanzinstrumente ermöglicht werden (Keynes 1973, Minsky 1964, 1986). In den Boom-Phasen steigt die Risikobereitschaft der Anleger und damit die *leverage ratios* – genau das passierte in den letzten Jahre bei den Banken im allgemeinen (IMF 2008, 31) ebenso wie (auf viel höherem Niveau) bei den *investment banks* (Economist 2008, S. 4). In der Krise kippt die Stimmung von Euphorie in Panik, was zu einem erhöhten Bedarf an Liquidität wegen der gestiegenen Unsicherheit führt. Überraschend ist daher höchstens, dass die realen Effekte der Finanzkrisen in den entwickelten kapitalistischen Ländern bisher nicht heftiger waren. Während die Finanzkrisen in der Peripherie meist mit heftigen Krisen, negativem Wirtschaftswachstum und Massenarbeitslosigkeit verbunden waren, sind jene im Zentrum meist recht glimpflich ausgegangen. Der Börsenkrach 1987 hatte kaum reale Auswirkungen, die EWS-Krise hatte in jenen Ländern, in denen das Bankensystem stark betroffen war (wie Schweden) kräftige Auswirkungen, sonst aber mässige. In Japan führte ein Immobilien- und Bankenkrise zu einem Jahrzehnt der Stagnation (aber zu keiner Depression). Schließlich kam das Platzen der *telecom bubble* zwar mit einer Rezession, aber mit einer relativ milden. Dies ist wohl nicht zuletzt auf den großen Staatsektor und auf eine quasi-keynesianische Geldpolitik zurückzuführen.

Reaktionen der Wirtschaftspolitik

Die These der Effizienz der Finanzmärkte und der Selbstheilungskräfte der Marktwirtschaft ist der Kern der neoliberalen Ideologie. Die Zentralbanken in den USA und Europa zeigten sich davon erstaunlich wenig beeindruckt. Dies ist keineswegs trivial. Mitunter glauben die Wirtschaftspolitiker die liberale Rhetorik, so in den 30er Jahren, was zum wirtschaftlichen Desaster führen kann. Selbst in den 90er Jahren verordnete der IMF sowohl Lateinamerika als auch Südost-Asien *während der Krise* eine restriktive Geld- und Fiskalpolitik. Nicht so in der derzeitigen Krise im Norden. Ob dies auf eine wirtschaftspolitischen Doppelmoral oder einen genuine Lernprozeß zurückzuführen ist, muss hier offen bleiben. Derzeit setzen die Zentralbanken wenig Vertrauen in die Selbstheilungskräfte des Marktes.

Am deutlichsten ist das bei der Fed.⁶ Diese hat nicht nur (wie die EZ. B.) die Banken kurzfristig und flexibel mit beträchtlichen Mengen an Liquidität versorgt, sondern darüber hinaus die Leitzinsen aggressiv gesenkt. Ausserdem hat sie ihr geldpolitischen Instrumente erweitert: Sie vergibt nun sowohl direkt Mittel an Investitionsbanken als auch Kredite gegen Sicherheiten (im Rahmen der sogenannten *Term Securities Lending Facility*, TSLF). Dies stellt einen zweifachen Bruch mit der bisheriger Politik dar, die teils mit der spezifisch amerikanischen Trennung von *commercial banks* und *investment banks* zu tun hat. Bisher beschränkte sich die implizite Sicherung der Banken auf die *commercial banks*, die auch Einlagen haben und somit unter das Einlagensicherungsprogramm und eine strengere Überwachung fallen. Nun erkennt die Fed die zentrale Rolle der *investment banks* an, auch wenn diese wenig direkte Verbindungen mit nicht-finanziellen Firmen und Haushalten haben. Für das Funktionieren des Finanzsektors werden sie nun als unabdingbar gedacht. Bear Stearns war »too interconnected to fail« mit Gegenparteiposition bei Geschäften im Umfang von 10 trillionen US\$.

In den USA wird (ganz im Gegensatz zu Europa) auch die Fiskalpolitik aktiv zur Stabilisierung eingesetzt. So gab es einen einmaligen Steuernachlass und fiskalische Investitionsanreize von rund 170 Mrd. US\$ (etwas mehr als 1% des BIP). Nach einer derzeitigen Gesetzesvorlage würde der Staat über die Federal Housing Administration Hypothekarkredite zu einem 15%-igen Abschlag übernehmen. Damit könnten rund eine halbe Million Zwangspändungen verhindert werden. Die staatsnahen Hypothekbank Fannie Mae und Freddie Mac haben darüber hinaus rund 200 Mrd. an Immobilienkrediten aufgekauft (und könnten daher einiges an Verlusten einfahren).

Die EZB verfolgte (im Namen der Inflationsbekämpfung) eine deutlich restriktivere Zinspolitik, was wesentlich zum Anstieg des Euro im Verhältnis zum Dollar beitrug. Gleichzeitig zeigte sie sich bei der Versorgung der Banken mit Liquidität ähnlich flexibel wie die Fed. So wurden in Zeiten akuter Spannungen auf den Geldmärkten zusätzlich Mittel rasch und umfangreich zur Verfügung gestellt, allein am 9. August 2007 95 Mrd. Euro. Mittelfristig stieg das Volumen der Offenmarkttransaktionen jedoch nicht, aber einerseits wurden die Laufzeiten der Mittel verlängert und andererseits wird nun ein breiteres Spektrum an Wertpapieren als Sicherheit akzeptiert.⁷ Wie auch die Fed versuchte die EZB in der Krise aktiv wesentliche Funktionen des dysfunktionalen Interbankenmarktes wahrzunehmen.

Schluss

Eine Krise in einem kleinen Segment des Kreditgeschäfts hat sich im letzten Jahr zur (zumindest für die USA) größten Finanzkrise seit den 30er Jahren ausgeweitet. Der Interbankenmarkt, ein Herzstück des Finanzsystems war streckenweise nicht funktionsfähig und eine der großen Wall Street Banken konnte nur durch eine milliarden-schwere Haftungsübernahme durch die Fed vor dem Konkurs bewahrt werden. Der Zusammenbruch einer großen Bank, was wohl zu einer dramatische Verschärfung der Krise geführt hätte, konnte verhindert werden. Den Banken wurden kurzfristig große Volumina an Liquidität zur Verfügung gestellt, auf längere Dauer als bisher und unter Ausweitung der zulässigen Sicherheiten. Ausserdem senkte die Fed äußerst aggressiv die Leitzinsen. Insgesamt ist die Reaktion der Zentralbanken also als pragmatisch keynesianisch einzustufen, wenn auch die Zinspolitik in Europa weiterhin restriktiv ist. In den USA wurde darüber hinaus die Fiskalpolitik aktiv.

Auch wenn die große Katastrophe (wie in den 30er Jahren) vorläufig abgewendet wurde, ist nicht klar, ob die Finanzkrise tatsächlich vorbei ist. Sie könnte an etlichen Stellen wieder ausbrechen: Erstens hat der Finanzsektor selbst noch etliche schwache, d. h. hochverschuldete Glieder. Hedgefonds arbeiten mit besonders hohen *leverage ratios* und sind daher besonders empfindlich. So meint der IMF (2008, 22) »it would be unsurprising if there were more hedge fund failures in coming months.« Zweitens hat die Krise den realen Sektor gerade erst erreicht, ein Anstieg der Konkurse könnte aufs Neue Banken ins Schleudern bringen. Drittens hat bisher die Krise nicht auf *emerging markets* übergreifen, obwohl v. a. die Länder Osteuropas bedrohliche Leistungsbilanzungleichgewichte aufweisen.⁸ Sollte es hier zu einer Krise kommen, könnte dies eine Schwachstelle im Eurosystems bloßlegen: Da die Bankenaufsicht und damit die Zuständigkeit im Falle einer Bankenpleite im Euro-Raum Aufgabe der nationalen Notenbanken ist, die großen Banken sind jedoch oft transnational sind, könnten etwaige Rettungsaktionen deutlich schwieriger werden als in den USA.

Ackermann hat seine Aussage, dass er das Vertrauen in die Selbstheilungskräfte verloren habe, schnell widerrufen. Aus beruflichen Gründen ist dies verständlich. Für all jene, die keine Bank leiten und über kein Jahreseinkommen von 13 Mio. Euro (im Jahr 2007; Süddeutsche Zeitung vom 18. 4. 2008) verfügen, ist jedoch nicht klar, warum sie wider bessere Erfahrung in Selbstheilungskräfte des Marktes vertrauen sollten. Selbst im Finanzsektor sind unregulierte Märkte offensichtlich nicht effizient, sondern generieren Instabilitäten. Staatsinterventionen – noch vor wenigen Jahren ein schwerer Verstoß gegen den ökonomischen Sachverstand – sind nötig um das Schlimmste zu verhindern. Eine große Lücke klafft zwischen den neoliberalen Versprechungen und den Resultaten ihrer Politik.

Literatur

- Aglietta M., Rebérioux, A. (2005) *Corporate governance adrift. A critique of shareholder value*. Cheltenham: Edward Elgar
- Blundell-Wignall, A. (2008) The subprime crisis: size, deleveraging and some policy options. *Financial Market Trends* 2008, 1-25
- Brenner, R. (2003) *The boom and the bubble*. London: Verso
- Crotty, J. (2005) The Neoliberal Paradox: the impact of destructive product market competition and ›modern‹ financial markets on nonfinancial corporation performance in the Neoliberal Era. In: G. Epstein (Hg.) *Financialization and the World Economy*. Cheltenham: Edward Elgar
- Duménil, G./ Lévy, D. (2001) Costs and benefits of Neoliberalism: a class analysis. *Review of International Political Economy* 8 (4), 578-607
- Economist (2008) Paradise lost. A special report on international banking. Beilage zu *Economist* May 17, 2008
- European Central Bank (2007) *Financial Stability Review*, December 2007. Frankfurt: European Central Bank
- European Central Bank (2008) The Eurosystem's open market operations during the recent period of financial market volatility. *ECB Monthly Bulletin* May 2008
- Girouard, N./ Kennedy M./ André, C. (2006) Has the rise in debt made households more vulnerable? *OECD Economics Working Paper* 535 (ECO/WKP(2006)63)
- Glyn, A. (2004) *Capitalism unleashed: Finance, Globalization and Welfare*. Oxford University Press.
- IMF (2008) *Global Financial Stability Report* April 2008. Washington: IMF
- Keynes, J. (1973) *The General Theory of Employment, Interest and Money. The collected writings of John Maynard Keynes volume VII*. Cambridge: Macmillan
- Krippner, G. (2005) The financialization of the American economy. *Socio-Economic Review* 3: 173-208
- Minsky, H. (1964) Longer waves in financial relations: financial factors in the more severe depressions. *American Economic Review* 54, 3: 324-35
- Minsky, H. (1986) *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press
- Onaran, Ö. (2008) »Finanzmärkte in Osteuropa und der Türkei: Kann »es« auch hier passieren?« in Kübelboeck, K and Staritz, C. (Hg.): *Asienkrise: Lektionen gelernt? Finanzmärkte und Entwicklung*, Hamburg: VSA-Verlag, 2008
- Stockhammer E. (2004) Financialization and the slowdown of accumulation. *Cambridge Journal of Economics* 28 (5), 719-41
- Stockhammer, E. (2008) Some stylized facts on the finance-dominated accumulation regime. *Competition and Change* 12, 2: 189-207
- van Treeck, T./ Hein, E./ Dühaupt, P. (2007) Finanzsystem und wirtschaftliche Entwicklung in den USA und in Deutschland im Vergleich – Eine makroökonomische Skizze. *WSI Mitteilungen* 12/2007: 635-42

Anmerkungen

- 1 Der Artikel macht keine Versuche Fachbegriffe ins Deutsche zu übertragen, sondern verwendet zumeist die englischen Ausdrücke.
- 2 Die Diskussion stützt sich in den ersten Teilen auf die laufende Berichterstattung in der Wirtschaftspresse. Der *Global Financial Stability Report* des IMF ist ausgesprochen lesenswert, der *Financial Stability Review* der EZB etwas trocken aber gleichsam informativ. Beide erscheinen halbjährlich und sind im Internet frei verfügbar.
- 3 Die zweite öfter genannte Größenordnung ist 350-420 Mrd US\$ seitens der OECD (Blundell-Wignall 2008). Diese verwendet aber eine engere Definition der zu erwartenden Verluste. Beide Schätzungen beruhen auf einer Vielzahl von Annahmen und sind selbst in groben Zügen kaum nachvollziehbar.
- 4 <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=aK4Z6C2kXs3A&refer=home#>
- 5 Zur Diskussion der Rolle des Finanzsystems siehe u. a. Glyn (2004), Brenner (2003), Krippner (2003), Stockhammer (2004, 2008), Aglietta and Rebérioux (2005), Crotty (2005), Duménil and Lévy (2001), van Treeck et al. (2007).
- 6 Ben Bernanke, der Fed-Präsident hat über die Krise der 30er Jahre wichtige neu-keynesische Artikel geschrieben.
- 7 Eine Darstellung der EZB selbst ist in ECB (2008) zu finden. IMF (2008, chapter 3) findet, dass die Notenbanken zwar die Volatilität am Geldmarkt reduzieren konnten, nicht aber den Anstieg der Zinsen am Interbankenmarkt.
- 8 Siehe dazu Onaran (2008), Becker und Jäger in diesem Band, und auch IMF (2008).