

Ein Minsky-Moment?¹

Die *subprime*-Krise und der ‘neue’ Kapitalismus

Riccardo Bellofiore and Joseph Halevi
(März 2008)

1. Einführung

Man kann den heutigen Kapitalismus und das, was in der Europäischen Union geschieht, nur verstehen in den globalen makroökonomischen Rahmenbedingungen einschließlich der USA und Asiens. Die *subprime*-Krise, die im Sommer 2007 ausbrach und sich über die Weltfinanzmärkte ausbreitet, scheint einige unserer neueren Analysen von der Dreieinigkeit aus traumatisierten² Arbeitern, verschuldeten Konsumenten und manisch-depressiven Sparern zu bestätigen (Bellofiore und Halevi 2008). Das wiederum ist in Bezug zu setzen zu den Maßnahmen im gegenwärtigen Regime des finanzierten Kapitalismus, wo die Arbeit selbst unter Finanz und Schulden subsumiert ist. Wie weit das geht, wird klarer, wenn wir den Mechanismus erhellen, mit dem investiert wird, indem Unternehmen durch LBOs³ ausgeschlachtet werden (*asset stripping*⁴). Wir beginnen mit einer logisch aufgebauten geschichtlichen Darstellung der *subprime*-Krise, um dann der Frage nachzugehen, ob wir bereits vor einem ‘Minsky-Moment’ stehen.

1 wikipedia schreibt zu Minsky: Hyman Philip Minsky (* 23. September 1919 in Chicago; † 24. Oktober 1996 in Rhinebeck, N.Y.) war ein US-amerikanischer Ökonom. Er lehrte zuletzt an einer Universität von St. Louis und sah seine Theorie als Weiterentwicklung der Ideen von John Maynard Keynes. Seine Thesen von der plötzlichen Krise trotz boomender Wirtschaft blieben lange Zeit unbeachtet, erlebten aber bei der Bankenkrise 2007 eine überraschende Bestätigung. Die Begriffe Minsky-Moment, Minsky-Kollaps oder Minsky-Meltdown wurden geboren. Minskys Idee ist relativ einfach: In einer langen, stabilen Aufschwungphase werden die professionellen Anleger zu wagemutig. Um immer höhere Renditen zu erzielen, gehen sie immer höhere Risiken ein, ohne sich ausreichend abzusichern. Daraus entsteht eine spekulative Blase, deren Platzen unausweichlich ist.

2 Das ist ein Zitat von Greenspan.

3 LBO = leveraged buy-out; fremdkapitalfinanzierte Unternehmensübernahme. Wikipedia schreibt: »Der Begriff fremdfinanzierte Übernahme oder englisch Leveraged Buy-out (LBO) bezeichnet die Akquisition eines Unternehmens unter Einbezug eines großen Anteils an Fremdkapital zur Begleichung des Kaufpreises. Typischerweise erfolgt die ausschließliche oder überwiegende Besicherung der Akquisitionsfinanzierung durch die Zielgesellschaft und/oder deren Vermögensgegenstände. Bilanzuell ist das Unternehmen beim Erwerber eine Finanzanlage im Anlagevermögen, finanziert durch Fremdkapital. Die Tilgung geschieht durch Gesellschafterausschüttung beim Unternehmen aus beliebigen Vermögenstiteln, bevorzugt Cash-Flow-Gegenpositionen. ... Die Erwartung des Erwerbers im LBO basiert auf dem Leverage-Effekt. Durch den geringen Einsatz von Eigenmitteln lässt sich eine hohe – für den Investor attraktive – Eigenkapitalrentabilität erzielen, solange die Gesamtkapitalrentabilität höher ist als die Fremdkapitalzinsen. Voraussetzung ist, dass das Zielunternehmen einen hohen freien Cash-Flow erwirtschaftet, mit dem die Verbindlichkeiten getilgt werden. In dieser Notwendigkeit, freie Mittel für den Investor gewinnen zu müssen, liegt auch das Risiko eines LBO, sowohl für das übernommene Unternehmen als auch für den Übernehmenden. Der Übernehmende muss auch bei schlechter Geschäftslage dem Unternehmen freie Mittel entnehmen, um die Verbindlichkeiten tilgen zu können.

Der Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften definiert den LBO als eine mehrheitliche Übernahme durch Eigenkapitalinvestoren. Nach dieser Definition wurden 2004 insgesamt 1.966,7 Mio. Euro deutschlandweit investiert, dies entspricht einem Anteil von 73% aller Buy-outs. Somit stellt das LBO momentan eindeutig die wichtigste Form des Buy-outs dar.

4 *asset stripping* wird übersetzt mit »Ausschlachtung von Unternehmen«, »Zerschlagung von Unternehmen«, »Zerschlagung durch Verkauf von Teilbereichen«.

2. Abriss zur Entstehung der Krise

»Derivate« sind Finanzkontrakte, die einen Tausch auf der Grundlage einer Vermutung über den zukünftigen Wert einer bestimmten Finanzanlage vereinbaren. Formal sind das Instrumente, die auf eine Absicherung gegen Risiko abzielen. Es kann so viele Derivate geben, wie es Vermutungen und Eigenschaften solcher Anlagen gibt (*Bryan and Rafferty, 2006*). Da Derivate lediglich ein Stück Papier sind, können sie auch vervielfacht und in Relation zu anderen Derivaten ausgegeben werden. Der große Schub begann, wie uns Harry Magdoff und Paul Sweezy einst erklärten, in der ersten Hälfte der 1980er mit der Ausweitung von Kontrakten auf *Futures* (Termingeschäfte) und mit davon abgeleiteten Kontrakten auf die Zukunft jener *Futures*. Es ist daher klar, dass Derivate und dergleichen nicht gegen Risiko absichern, sondern im wesentlichen spekulative Aktivitäten sind, die aus zukünftigem Einkommen Profit machen wollen und die Produktion komplett umgehen. Diese kasinomäßige Aktivität weitet, statt dagegen zu schützen, das Risiko bis in die letzte Ecke der Wirtschaft aus. In diesem Kontext gibt uns die *subprime*-Krise einen sehr guten Einblick in die Dynamik des heutigen Kapitalismus. Sie macht deutlich, dass die tödliche Kombination von Derivaten mit anderen »Neuerungen« im Finanzwesen die Märkte in ein Minenfeld verwandelt hat, wie es die Welt noch nicht gesehen hat.

Es ist schon bemerkenswert, dass über acht Monate nach dem Ausbruch der *subprime*-Krise noch immer neue wertlose Finanzpapiere auftauchen, von denen man noch nie gehört hatte. Diese Krise war lange angekündigt, und doch ist es immer noch unmöglich zu sagen, wie tief sie geht und welche Auswirkungen sie haben wird. Die Probleme mit der spekulativen Kreditblase wurden um den März 2007 augenscheinlich, mit einem außergewöhnlichen Anstieg bei der Pfändung von auf Kredit gekauftem Wohnraum, fallenden Immobilienpreisen und mit plötzlichen starken Kursverlusten an den Börsen von New York und Shanghai. Der Widerspruch wurde sichtbar zwischen der Wirklichkeit und dem Glauben daran, dass der Ozean der Finanz ruhig bleiben würde. Denn wie wir von Keynes wissen, lieben Kapitalisten das Risiko nur dann, wenn sie fest daran glauben, nicht von einem Sturm getroffen zu werden, bevor sie den Erlös einkassiert haben.

Der Glaube, dass der Ozean ruhig bleiben werde, wurde gestützt durch die Maßnahmen, die zwei Nationen über zwei Jahrzehnte einsetzten, um eine Stagnation abzuwehren: die USA und Japan. Sie sind sowohl die beiden größten Volkswirtschaften der Welt als auch die am meisten miteinander verflochtenen. Aus Gründen, die auf den von den Vereinigten Staaten nach 1945 unterstützten Wiederaufbau von Japans Kapitalismus zurückgehen, ist Japan von den USA abhängig. Nach dem Börsencrash am 9. Oktober 1987 brachte Japan seine Wirtschaft sehr schnell wieder in Gang, indem die Zentralbank den Zinssatz stark senkte, und dadurch sowohl das eigene Land wie die amerikanischen Finanzmärkte mit Geld flutete. Diese Maßnahme stellte sich als entscheidend heraus, um das nach Liquidität dürstende US-Börsensystem wieder mit Brennstoff zu versorgen, aber sie schuf auch eine spekulative Blase gigantischen Ausmaßes in Japan. Die Regierung in Tokio, die einen Konflikt zwischen dem spekulativen Überhitzen der Wirtschaft und ihrer Exportdynamik fürchtete, stach 1992 (mittels Zinserhöhung) die Blase an. Doch erreichen wirtschaftspolitische Maßnahmen in kapitalistischen Systemen selten das gewünschte Ziel. Die Blase wurde angestoßen, und die Wirtschaft kollabierte in einen Zustand tiefer Stagnation, mit steigenden Yen-Kursen bis 1995. Um eine echte Depression zu vermeiden, senkte die japanische Regierung die Zinsen auf etwa Null und schöpfte eine riesige Menge Geld, wodurch das Haushaltsdefizit auf beinahe zehn Prozent des Bruttoinlandsprodukts stieg.

Diese hyperkeynesianische Politik verhinderte zwar, dass Japan in einer Depression versank, löste aber kein Wachstum aus.

Stattdessen machte sie die Bahn frei für den sogenannten *Yen-carry trade*⁵. Sowohl für japanische als auch für ausländische Banken und Finanzhäuser wurde es ziemlich logisch, in Japan in Yen Kredite aufzunehmen und das Geld in Wertpapiere und Aktien in den USA zu »investieren«. Die japanische Krise einerseits und die Antwort der USA auf ihre eigene Tendenz zur Stagnation andererseits wurden durch den *Yen-carry trade* gegenseitig kompatibel.

In den USA fand man die Lösung zur Stagnationstendenz im Zwillingsprozess von Verschuldung und Finanzialisierung. Letztere wurde zum Hauptfaktor bei der Lenkung von Investitionen in reale Fabriken und Ausrüstungen. Tatsächlich wuchsen in den 1980ern und 1990ern, den militärisch-industriellen Komplex einmal beiseite, die produktiven Branchen, die die Finanzsektoren beliefern, am stärksten und absorbierten einen wachsenden Anteil an Sachinvestitionen. Die heutigen Finanzprozesse und -mechanismen stammen von der Verschuldung, die seit Ende der 1970er an Wucht zunahm. Ursprünglich bestand sie großteils aus Firmenschulden, doch mit der Zeit wurde sie immer mehr von der Verschuldung von Privathaushalten geprägt (*Magdoff und Sweezy 1977; Chesnais 2004*). Begriffe wie »securitization«⁶, also Papiere zur Abstützung privater Schulden, oder *hedge funds*, also auf Risikomanagement spezialisierte Firmen, kommen in den USA seit Ende der 1970er immer häufiger auf. In jenem Jahrzehnt wurde der US-Kapitalismus von einer sehr ernsten Stagnationskrise erwischt, die von drei Faktoren bestimmt war: a) dem Ende des Vietnamkriegs; b) den START-Abkommen mit der UdSSR, die die Anzahl der nuklearen Trägersysteme und ihrer Gefechtsköpfe begrenzten; c) dem Sturz des Schah im Iran, der eine weitere Quelle für die militärische Beschaffung beeinträchtigte, und direkt das Öl-Finanz-Netzwerk der USA beschädigte (*Ferguson und Rogers, 1986*). Doch um die Kreditschöpfung zum Ausgleichsfaktor für die Stagnationsklemme zu machen, musste dafür erst einmal der institutionelle Raum geschaffen werden.

Um das ganze in seine historische Perspektive zu rücken, müssen wir erwähnen, dass heftige Börsenschwankungen in der zweiten Hälfte der 1950er und während der gesamten 1960er Jahre weder politische Entscheidungen noch die Beurteilung zukünftiger Sachinvestitionen beeinflussten. Der *Dow-Jones-Index* lag zum Beispiel im Jahr 1963 bei 700 und 1969 gerade mal bei 750, aber mit Zwischenspitzen von um die 1000 Punkten, das heißt, er wies eine Volatilität (erhöhte Schwankungsbreite) von knapp 50 Prozent auf. Doch diese Schwankungen blieben sozusagen in einem geschlossenen Kreislauf, da das Bankensystem durch die Gesetzgebung während der Roosevelt-Ära von der Börse abgeschirmt worden war. Die reale Wirtschaft und die Profitabilität von Industrie wie Geldwirtschaft wurden stattdessen von der durch den Vietnamkrieg hervorgerufenen Ausgabenpolitik angetrieben.

Mit dem Beginn der Stagnation in den 1970ern bewegte sich die politische und ökonomische Antwort in Richtung der Transformation von Schulden in eine Quelle von Zinseinnahmen⁷ und von Unterstützung der effektiven Nachfrage durch private Verschuldung. In diesem Kontext wurde in den 1980ern und 1990ern der benötigte institutionelle Raum geschaffen, indem die Schutzklauseln der Roosevelt-Ära abgeschafft und der Finanzfluss der Altersrenten von an bestimmte Anwartschaft gebundenen Fonds zu für die Finanzmärkte zugänglichen Fonds umgelenkt wurde, bei denen die Leistungen schließlich an die Marktkapitalisierung gekoppelt waren.

5 Es gibt keine deutsche Übersetzung. Gemeint ist, dass ein »Investor« in einer Währung mit vergleichsweise niedrigen Zinsen einen Kredit aufnimmt und das aufgenommene Geld in einer Währung mit vergleichsweise hohen Zinsen anlegt. Das ist nicht risikoarm, denn es gibt sowohl ein Wechselkursrisiko als auch ein Zinsänderungsrisiko.

6 Verbriefung (von Krediten in Wertpapierform)

7 *financial rents*. Es geht um Einkommen, das ohne Verausgabung von Arbeitskraft und ohne unternehmerisches Risiko durch Investition in Maschinen und Arbeitskraft erlangt wird. In der Volkswirtschaftslehre bedeutet Rente die Teile von Erträgen, Einkommen und Zahlungen, die deren Opportunitätskosten übersteigen. In der Rechtswissenschaft eine regelmäßige Zahlung, in der Kapitalanlage einen Ertrag aus einem verzinslichen Wertpapier. Ich übersetze im folgenden »rent seeking operations« usw. immer mit »auf Zinseinnahmen zielende Maßnahmen« und verweise zur Verdeutlichung auf Fußnote 7.

Die institutionelle Ausweitung des Raums für die Kreditschöpfung verwandelte die Sorge um die Stagnation in den Glauben, Finanzmärkte hätten eine systemische Tendenz die Erwartungen in künftige Kapitalerträge zu bestätigen. Diese 'Zuversicht' war jedoch im wesentlichen ein Nebenprodukt von Regierungsmaßnahmen, die sich darauf konzentrierten, international Liquidität einzuspeisen. Solche Maßnahmen begannen mit dem Wall Street-Crash von 1987, wurden während der 1990er ausgeweitet und nahmen mit dem Krieg in Afghanistan und im Irak nach 2001 und 2003 ungekannte Ausmaße an. Es war diese Art von öffentlichem Geld, das das Feuerwerk von privaten Geldern und das Wachstum der Derivatmärkte aufrecht erhielt. Ohne von der Regierung geschaffene Liquidität wäre die Umsetzung der großen privaten Finanzoperationen des letzten Jahrzehnts – von Investitionen in *junk bonds* bis zu Firmenübernahmen mit privatem Beteiligungskapital [*private equity*]⁸ – sehr viel problematischer verlaufen oder sogar unmöglich gewesen. Dieser Ozean staatlich eingespeister Liquidität hatte einen zweifachen Effekt. Einerseits hat er die Spekulation und die mit ihr verbundene Volatilität vermehrt. Andererseits hat er jedoch die Kapazitäten gesteigert, besagte Volatilität zu absorbieren. Daher der tief verwurzelte Glaube an die Nachhaltigkeit einer stets zunehmenden Finanzialisierung der Wirtschaft. Es gab zwar Fälle von Finanzbankrotten mit hohen Opferzahlen, doch ereignete sich keine Kettenreaktion größeren Ausmaßes, die den oben erwähnten Glauben erschüttert hätte. Das Platzen der *dot.com*-Blase im Jahr 2000 begann diesen Glauben zu erschüttern, doch schuf die schnelle Umstellung der amerikanischen Geldpolitik auf eine neue Form von Kriegsfinanzierung im Jahr 2001 (*De Cecco, 2007*) die Bedingungen für die Absorption der vielen Bankrotte und führte zum Eindruck, der Ozean werde im wesentlichen ruhig bleiben.

Im ersten Quartal 2007 begann das Finanzschloss einzustürzen. Die Schwachpunkte lagen nicht länger innerhalb der Finanzinstitutionen, was man durch eine stärkere Ausweitung der Liquidität hätte richten können. Die wahren Schwächen kamen von den Endpunkten, von der Unfähigkeit der Verbraucher, ihre Hypotheken zu bedienen. Im Februar gingen zwei große Firmen unter, die sich auf den *subprime*-Markt spezialisiert hatten – Nova Star und New Century Financial. Im Mai hatte der Sturm den Atlantik überquert und traf die schweizerische UBS, die wegen Verlusten von 91 Millionen € auf dem *subprime*-Markt ihren Hedge-Fonds Dillon Read schließen musste. Das war ein wichtiges Signal, dass die Hedge-Fonds nicht mehr jemand anderem das Risiko zuschieben konnten. Es zeigte, dass durch die vervielfachten Operationen zur Risikoabsicherung [*hedging*] das Risiko letztlich eher wie ein Virus verbreitet wird, als verteilt und minimiert zu werden. Das stand im Gegensatz zu dem, was sowohl Wirtschaftswissenschaftler wie Manager die Öffentlichkeit glauben machen wollten.

Und es war nur der Anfang. Die wahren Endpunkte, d.h. die Zahlungsunfähigkeit der Kunden, traten am 9. Juni zutage, als zwei Hedge-Fonds der Investment-Bank *Bear Stearns* den Versuch ankündigten, Gelder durch Pfändung der Vermögenswerte und Wertsachen insolventer Kreditnehmer einzutreiben. Dieser Vorgang machte aus dem Fall von ein paar Trümmern einen massiven, unerbittlichen Erdbeben, der – bis heute – nicht gestoppt werden konnte. Überall in den Finanzfirmen und Banken beiderseits des Atlantik breiteten sich von der Unsicherheit getrieben panikartige

8 wikipedia: »Privates Beteiligungskapital (engl. Private Equity) ist der allgemeine Begriff für das von privaten und institutionellen Anlegern bereitgestellte Beteiligungskapital an in der Regel nicht börslich (öffentlich) gehandelten Unternehmen. Hierbei können zunächst zwei Grundformen der Beteiligung unterschieden werden. Auf der einen Seite sind es die Kapitalbeteiligungsgesellschaften, die vornehmlich in bereits etablierte und bestehende kleine und mittelgroße Unternehmen (i.d.R. ohne Börsenzugang) investieren. Das Gegenstück hierzu bilden die sogenannten Wagnisfinanzierungsgesellschaften. Ihr Anliegen ist es, jungen und innovativen Geschäftsideen bzw. Unternehmen beim Start zu helfen und sie in der Wachstumsphase zu begleiten. Die Begriffe *Kapitalbeteiligungsgesellschaft* und *Wagnisfinanzierungsgesellschaft* werden heute nicht mehr allzu oft gebraucht. Vielmehr sind diese Gesellschaften insbesondere in den letzten Jahren auch verstärkt in Deutschland als sogenannte Private Equity-Gesellschaften (PEG) bzw. Venture Capital-Gesellschaften (VCG) bekannt geworden.«

Situationen aus. Ein Hauptgrund für die gestiegene Furcht lag genau in der Art und Weise, wie die jeweilige *subprime*-Krise ausbrach. In jedem Fall, d.h. bei jedem der betroffenen Kreditpakete, gab es Wertpapiere, die bisher als absolut sicher und nun als völlig kontaminiert galten. Daher verdeutlichte jeder Fall die Unmöglichkeit, die Quelle des Risikos genau zu lokalisieren. Finanzexperten konnten nicht zwischen wertvollen und wertlosen Wertpapieren unterscheiden. Auf diese Weise wurde jede einzelne Form von Fremdkapital kontaminiert, sodass nicht nur den gebündelten Immobilienwertpapieren das Vertrauen entzogen wurde, sondern auch dem – mit hoher Hebelwirkung arbeitenden⁹ – privaten Beteiligungskapital. Im Juli waren Beteiligungsfirmen nicht mehr in der Lage, die Geldmittel für den Kauf des von *Daimler-Benz* fallengelassenen Autokonzern *Chrysler* aufzubringen, oder für *Alliance Boots*. Im August wurde der Verkauf von *Virgin Media* ebenfalls ausgesetzt. All diese Operationen waren fremdkapitalfinanzierte Unternehmensübernahmen (LBOs).

3. Die künstliche Natur der neuen Finanz

LBOs sind schuldenfinanzierte Firmenübernahmen. Das italienische Wörterbuch *Garzanti Linguistica* gibt eine sehr klare Definition dieser Art Aktivität: »Übernahmen von Firmen durch den Ankauf ihrer Aktien, finanziert durch Ausgabe von Schuldscheinen, die durch die angekauften Aktien abgesichert sind.«¹⁰ Solche Schulden werden zu steuerabzugsfähigen Unkosten. Sie werden beglichen mit den Nettoeinnahmen vom Weiterverkauf der umstrukturierten, und üblicherweise aufgeteilten, Firmen an den Markt. Auch *Corporate Raiders*¹¹ strukturieren reale Firmen mittels Schuldenaufnahme um, der Film *Pretty Woman* schildert das in seinen Anfängen. Das sind Finanzunternehmen, die sich Geld beschaffen, und dann Firmen mit Geldproblemen ausplündern. Ihr Ziel ist die drastische Umstrukturierung und Aufteilung, sie hoffen dabei auf phänomenale Wertsteigerungen bei ihren Aktien. Diese Operationen enthalten keinerlei technologische Innovationen oder etwa die Suche nach neuen Märkten. Bei den Entscheidungen geht es ausschließlich um den Rausschmiss der Arbeitskräfte. Der *Corporate Raider* muss nicht notwendigerweise alle Aktien einer Firma aufkaufen. So machen es eher die privaten Investment-Fonds. Sie beschaffen Kapital, um alle Aktien aufzukaufen, wobei sie den Aktienbesitzern einen Preis über dem aktuellen anbieten. Die erworbene Firma wird dann vom Aktienmarkt genommen. Aktieninvestment-Fonds [*equity investment funds*], selbst Konglomerate aus Finanzunternehmen, benötigen riesige Kredite, die sie dann den Firmen aufladen, die sie »gekauft« haben. Mit anderen Worten: der Aktieninvestment-Fonds [*equity investment fund*] rechnet die Schulden aus seiner Steuererklärung heraus, aber genau diese Schulden sind die Bezugsgröße, an der sein finanzieller Erfolg gemessen wird. Seine Profitabilität, nun außerhalb der Börse, wird netto ohne die beim Übernahmeprozess entstandenen Schulden berechnet.

Aktieninvestment-Fonds [*equity investment funds*] operieren kurzfristig und nur selten auf der Grundlage von Produktionsergebnissen, was eine wesentlich längerfristige Perspektive erforderte. Daher hat die Profitabilität, die der private Aktienfonds¹² anstrebt, nichts zu tun mit dem klassischen Begriff von Profitabilität bei Marx oder mit dem von Kalecki. Sie kann nur aus Kostensenkung

9 »highly leveraged« - Unter Leverage-Effekt (engl. für »Verschuldung«, wörtl.: Hebeleffekt/Hebelwirkung) wird die Hebelwirkung der Finanzierungskosten des Fremdkapitals auf die Eigenkapitalverzinsung verstanden. Diese Hebelwirkung tritt dann ein, wenn ein Anleger Fremdkapital zu günstigeren Konditionen aufnehmen kann als die Investition an Rendite erzielt. Kann ein Anleger Fremdkapital zu geringeren Zinsen oder günstigeren Konditionen aufnehmen, als er mit einem Investment an Rendite erzielt, so spricht man von einem Leverage-Effekt, da durch den Einsatz zusätzlichen Fremdkapitals mehr Eigenkapital frei wird, das für weitere Investitionen genutzt werden kann. Die Rendite der alternativen Investitionen muss allerdings höher als die Fremdkapitalzinsen sein.

10 siehe auch Fußnote 3!

11 wörtl. Unternehmensplünderer; sog. 'Heuschrecken'

12 private equity fund – siehe Fußnote 7

entstehen, was Löhne und Arbeitsplätze betrifft, oder aus Operationen zur Erzielung von Zinseinnahmen¹³. *Asset-Stripping*¹⁴ wird zu einem zentralen Geschäftsfeld von Aktieninvestment-Fonds [*equity investment funds*]. Im Endeffekt wird die Profitabilität ersetzt durch die Neubewertung des Betriebsvermögens des Unternehmens, und dies geschieht, indem die am wenigsten profitablen Zweige verschrottet werden. Die Flutwelle von Liquidität aus Japan und den USA ermöglichte die beträchtliche Ausweitung der Aktieninvestment-Transaktionen [*equity investment operations*], besonders im Zuge der parallelen Welle von Verlagerungen, Auslagerungen und Subunternehmertum in der Industrie, die der Ausgliederung verschiedener Bestandteile eines Unternehmens Tür und Tor öffnete. Indem sie die Börse umgehen, dabei aber den kurzfristigen Begriff von Kapitalerträgen der Finanzmärkte beibehalten, arbeiten die Aktienfonds [*equity funds*] mit präzisen finanziellen Anlagezielen, mit der Absicht, die ausgeschlachteten [*asset stripped*] Unternehmen schließlich wieder zu verkaufen. Nach dem Einfahren der Erträge führt der Aktienfonds seine Piratenfahrt woanders fort. Dass die erfolgreich verkauften Firmen alle produktive Kohärenz verloren haben, spielt keine Rolle. Tatsächlich ist ihr »Erfolg« ein rein kalkulatorischer. Das heißt, kalkuliert und ausgelegt durch den gesamten Finanzüberbau, auf dem die Aktienfonds selbst beruhen, wie etwa multinationale Wirtschaftsprüfungsunternehmen, Agenturen zur Bonitätsprüfung [*credit rating agencies*] und so weiter. Die Bewertung erfolgt nie nach Gesichtspunkten der Produktion und technischen Effizienz. In Wirklichkeit wird der Erfolg der verkauften Firmen daran gemessen, ob sie in der Lage sind, weitere Kreditinstrumente und fremdfinanzierte Transaktionen [*leveraged operations*] anzuziehen, und nicht an ihrer konstruktiven und technologischen Leistungsfähigkeit.

In den USA hat die Umstellung des Rentensystems von leistungsbestimmter Versorgung auf beitragsorientierte Leistungen, wo die Leistungen von den Kapitalerträgen abhängen, dazu geführt, dass Rentenfonds sich sehr stark an Hedge-Fonds und Aktienfonds beteiligten. Unter dem neuen, finanzierten kapitalistischen Regime setzte ein wahrer Goldtausch ein, besonders bezüglich der Erwartungen zukünftiger Kapitalerträge, während das Risiko mittels der Vervielfältigung von Derivaten »gestreut« werden konnte. Aufkäufe konnten über Zwischenhändler¹⁵ auf den Kapitalmärkten organisiert werden, deren Liquidität im wesentlichen auf öffentlichen Geldern beruhte, während Schulden mit Gewinnen aus *Asset-stripping* und Umstrukturierungen usw. zurückgezahlt werden konnten. Das heißt, durch das Opfern der Arbeiter, den wahren Zielen der Umstrukturierungen. *LBOs* trugen dazu bei, dass Firmenzusammenschlüsse und Aufkäufe boomten und dass die Aktienkurse stiegen. Im Gegensatz zur Ideologie, derzufolge das angelsächsische Finanzsystem im Vergleich zum, sagen wir, deutschen stärker an den Börsen und weniger an den Banken orientiert sei, haben gerade Banken die *LBOs* finanziert, und Banken besaßen auch eine große Zahl der Hedge-Fonds, die an den Kapitalmärkten vorgeblich als Nichtbanken operieren.

Als sich das gesamte System des heutigen Abgreifens künftiger Werte im Jahr 2007 aufzulösen begann, fanden sich die Banken folglich auf zwei miteinander verflochtene Weisen ungeschützt. Da Kredite unter dem neuen kapitalistischen Regime auch Investitionen in Kreditsicherheiten [*collaterals*] bedeuteten, die - zur Umgehung der im Abkommen Basel II festgelegten Eigenkapitalvorschriften - nicht in den Bilanzen auftauchten, saßen die Banken schließlich auf Wertpapieren von unklarem bzw. sinkendem Wert. Diese Wertpapiere waren die Hauptkomponente der für die Geldbeschaffung für die *LBO*-Transaktionen benutzten Sicherheiten [*collaterals*], die von der *subprime*-Krise sofort betroffen waren. Der größte Teil der Gesamtkreditvergabe findet jedoch zwischen den Banken statt. Das Vertrauen der Banken in die Position der anderen Banken beruht auf den von diesen gehaltenen Werten. Dies sind meist Finanzwerte, die durch genau dieselben Wertpapiere definiert sind, deren Gehalt sich immer mehr als hohl herausstellte. Somit erschien, was anfänglich als

13 »rent seeking operations«; siehe fußnote 7

14 siehe Fußnote 4

15 = Broker

eine Liquiditätskrise angesehen wurde, zu Anfang September 2007 als Kreditkrise. Erinnern wir uns daran, dass der Wall Street-Crash zwanzig Jahre zuvor mithilfe von Liquiditätseinspeisungen seitens der USA und Japans leicht hatte überwunden werden können, ohne dass es zu bedeutenderen Auswirkungen auf die reale Wirtschaft gekommen wäre (*Toporowsky, 1993*). Diesmal nicht, wie wir weiter unten sehen werden.

An diesem Punkt ist es notwendig, die Verbindungen zwischen der Führung von Unternehmen, der Undurchsichtigkeit der neuen Kreditinstrumente und der Kreditvergabepolitik der Finanzinstitutionen zu erklären. Das Überwinden der Stagnationstendenzen durch die Finanzialisierung der Wirtschaft mittels Kredittransaktionen [*debt operations*] hat die Führung von Unternehmen dazu gezwungen, finanzielle Ertragsziele zu erreichen, die nicht an die Ausweitung der Produktion gekoppelt sind. Die reale Wirtschaft wird zum Werkzeug für die Schaffung von Wert für die Aktienbesitzer. Das hat nichts mit Produktionsausweitung und Steigerung der technischen Effizienz von Unternehmen zu tun. *Asset stripping* und die Zerlegung ganzer Unternehmen stellten sich als der schnellste Weg heraus, die Werte der Aktieninhaber zu maximieren. In einigen bedeutenden Fällen geschah dies indirekt, durch die Bewertung, die Finanzinvestoren bestimmten Firmen zuschrieben. Zum Beispiel wurde im Ergebnis einer solchen indirekten Entscheidung durch US-Kapitalfonds 1997 eine brandneue Fabrik von Renault in Belgien mit 10 000 Arbeitern geschlossen. Die reale Wirtschaft muss also auf Biegen und Brechen die Kapitalertragsziele der kreditbasierten Fremdkapitalaufnahme-Transaktionen [*debt leveraging activities*] erfüllen (*Gallino, 2005*). Als die Kreditvergabe [*debt issuance*] die treibende Kraft für auf Zinseinnahmen¹⁶ abzielende Anlagen wurde, wurde in gleichem Maße die Schaffung von ad hoc-Sicherheiten [*collaterals*] wichtig. Darüberhinaus wurde, während die Erwartungen bezüglich künftiger Werte zunehmend davon abhingen, dass weitere Schichten von Schulden [*debt*] hinzugefügt wurden, indem diese auch in soziale Schichten ausgeweitet wurden, die gar nicht über das erforderliche Einkommen verfügten, aus dem Bündeln von Sicherheitspaketen [*collaterals*] zu komplex geschichteten Wertpapieren eine regelrechte Kunst. Solches Bündeln war notwendig, um Wertpapieren, für die kein dauerhafter Markt existierte, Substanz zu verleihen. So wurden *Mortgage Backed Securities*¹⁷ und andere *Asset Backed Securities*¹⁸ dann in *Collateralised Debt Obligations*¹⁹ umstrukturiert. Das heißt, die nicht definierbaren Wertpapiere wurden zusammengepackt mit Papieren auf angeblich weniger riskante Schuldverschreibungen. Aber auch diese beruhten eher auf Vermutungen als auf realen Daten.

Die Undurchsichtigkeit war kein Mangel im Mechanismus der Kreditgewährung, sondern ihr notwendiger Bestandteil. Denn nur ihre Undurchsichtigkeit ermöglichte, dass die strukturierten Anlageinstrumente [*structured investment vehicles*] als reale Dinge angesehen wurden, die auf realen Werten beruhen. Die Erwartungen bezüglich künftiger Kapitalerträge, die mit jenen »Instrumenten« verbunden waren, wurden im Konsens aufgebaut, durch das geheime Einverständnis zwischen Finanzunternehmen und den Kreditbewertungsagenturen, die selbst in Wirklichkeit eine bestimmte Gruppierung von Finanzunternehmen sind, mit dem Auftrag, die Aktivitäten der übrigen zu bewerten. Auch in diesem Fall ist geheimes Einverständnis ein notwendiger Bestandteil des Prozesses und keine Lücke im Regulierungssystem. Bereits vor langer Zeit, als Aktien und Obligationen noch mühe-los zu erkennen waren, wies Keynes darauf hin, dass Bewertungen durch Kapitalmärkte und Börsen wie ein Schönheitswettbewerb funktionieren. Einen Konsens darüber aufzubauen, dass strukturierte

16 *rent seeking objectives*; siehe Fußnote 7

17 MBS; hypothekarisch gesicherte Wertpapiere

18 ABS; durch Vermögenswerte gesicherte Wertpapiere

19 CDO, etwa: besicherte Kreditobligation; *Collateralized Debt Obligations* sind Fonds, in welchen Kredite von unterschiedlicher Qualität gebündelt werden. Diese Bündel werden dann als Paket weiterverkauft. Diese CDOs werden wiederum zu neuen *Collateralized Debt Obligations* geschnürt. Eine *Collateralized Debt Obligation* kann ein ganzes Paket von anderen CDOs enthalten.

Zum Weiterlesen: siehe: <http://www.panasol.ch/geld-kredite/was-ist-eine-collateralized-obligation/>

Anlagen [*vehicles*] »schön« sind als Instrumente, die zu Kapitalerträgen führen, wurde in der heutigen Zeit des unproduktiven, kreditgetriebenen, nach Rente²⁰ strebenden finanziellen Wachstums vorrangig. Bei der Flucht vor der Stagnation wurden Finanzerträge, besonders solche, die an die Verwandlung von Krediten in die Hauptquelle solcher Erträge gekoppelt sind, zum Motor und Ziel der Akkumulation, die sich heutzutage um die Kapitalisierung von Zinsen²¹ dreht. Als Folge davon wurde kluges Verhalten seitens Finanzunternehmen und Konzernen praktisch ausgelöscht. Die Zentralbanken und die für die Regulierung und Aufsicht zuständigen Institutionen haben über Jahre hinweg rücksichtslosem Verhalten Vorschub geleistet. Ein absolut klares Statement zu diesem Effekt ist Greenspans Aussage vor dem US-Kongress, man dürfe bei Derivaten nicht so genau hinsehen, denn man wisse nicht, was dann passieren kann.

4. Europa im Strudel der künstlichen Finanz

Auch wenn wir unsere Beschreibung bisher auf die Vereinigten Staaten konzentrierten, so steckt auch Europa auf eine Weise vollständig in der Krise, die die zugrundeliegende Stagnation deutlich macht. Interessant ist, wie stark die deutschen staatlichen Regionalbanken, die Landesbanken, der Krise ausgesetzt sind. Bereits vorher waren Banken wie die französische *BNP-Paribas* erfasst worden. Aber Institutionen wie die *BNP-Paribas* sind multinationale Unternehmen und betreiben weltweit mehrere *Hedge Fonds*. Im Gegensatz dazu sind die deutschen Landesbanken sozusagen Banken der effektiven Nachfrage. Sie haben die institutionelle Aufgabe, Kredite zur Finanzierung der Aktivitäten mittelgroßer und kleiner Firmen bereitzustellen.

Am 30. Juli 2007 verzeichnete die IKB, die auf Kreditgewährung an diese Art von Unternehmen spezialisiert ist, schwere Verluste im Zusammenhang mit »Papieren« [*vehicles*], die an den *subprime*-Markt gebunden waren. Die IKB wurde durch ein Konsortium privater Banken gerettet, aber wenige Tage später kam die Krise der Landesbanken zum Vorschein, die bis heute (März 2008) noch nicht gelöst ist. Die Landesbanken vergaben ihre Kredite üblicherweise zu Vorzugsbedingungen und erwirtschafteten so, gesetzlich festgeschrieben, niedrigere Zinssätze auf die Gelder, die sie von den Kapitalmärkten ausliehen. Sie wurden dafür bezuschusst, an kleine Firmen ohne oligopolistische Macht und ohne die Kraft zur Selbstfinanzierung Kredite zu vergeben. Diese Firmen sind die Lebensadern der großen deutschen Konzerne und Exportunternehmen. Die von Brüssel vorgegebene Deregulierung des Finanzwesens beendete die privilegierte Position der Landesbanken. Das, zusammen mit der anhaltenden Stagnation der inländischen Nachfrage drängte die Landesbanken dazu, Profite durch den Handel mit *synthetischen CDOs* zu suchen. »*Synthetics*« sind noch undurchsichtiger als die traditionellen Derivate. Sie wetten auf den zukünftigen Wert der Derivate, die ursprünglich die Sicherheiten [*collaterals*] der Schuldverschreibungen bildeten. Rechtlich war es den Landesbanken nicht gestattet, solche Spiele zu machen, da sie durch die Basel II Eigenkapitalvorschriften gebunden waren. Dieses Hindernis nahmen sie durch die Einrichtung von Kanälen außerhalb der Bilanzen.

Die schnelle Reaktion der Europäischen Zentralbank erklärt sich genau damit: dem in Europa weit verbreiteten Gebrauch von Derivaten auf Derivate, und der Verwicklung sowohl der größten französischen Privatbanken als auch des gesamten Netzwerks deutscher Landesbanken. Die Finanzspritzen, mit der sie am 10. August anfang, übertrafen die der US *Federal Reserve* bei weitem. Zuerst erkannte die EZB, kurz danach auch der Vorsitzende der *Fed*, dass die Kreditinstitute sich gegenseitig nicht mehr trauten. Sie neigten nun dazu, die Kreditvergabe unter Banken zurückzufahren und immer höhere Risikoprämien auf die verlangten Zinssätze draufzuschlagen. Der Glaube daran, dass

²⁰ siehe Fußnote 7

²¹ *capitalized rent*; siehe Fußnote 7

Hedge Fonds als Schutzschild gegen Risiken fungieren, indem sie Wetten in entgegengesetzte Richtungen eingehen, ist inzwischen vollständig zusammengebrochen. Wetten scheinen heute nur in eine Richtung zu gehen und somit die Prognosekräfte der *Quant-Fund* genannten hochcomputerisierten Modelle zu zerstören.

Zwei neue Probleme begannen, sowohl private als auch Zentralbanken heimzusuchen. Erstens, es gab keinen Markt mehr für die sogenannten Schuldsicherheiten [*collaterals*], ihr Wert rutschte in den Keller. Nicht die Preise bestimmter Wertpapiere fielen, wie es z. B. 1929 und 1987 der Fall war. Sondern es gab keinen Markt für CDOs mehr. Es gab keine kontinuierlichen Transaktionen von auf Hypotheken basierten Wertpapieren [*MBS*]. Ihre Wertbestimmung war eine angenommene. An Hypotheken gebundene Wertpapiere wurden in der Annahme ausgegeben, dass sie bis zur Fälligkeit gehalten würden, was ja auch der Fall war. Bei dieser Art von Papieren ist es unmöglich, zwei gleiche Wertpapiere zu haben. Somit sind die Bedingungen für kontinuierliche Transaktionen nicht gegeben. Dem Markt fehlt die Homogenität. Aus diesem Grund erlaubt die US Börsenaufsichtsbehörde ganz legal, dass der Wert von hypothekenbasierten Wertpapieren virtuell bestimmt wird. Mit dem Ausbruch der *subprime*-Krise begannen die Werte einfach zu verschwinden. Das zweite Problem ist verbunden mit dieser virtuellen Wertbestimmung der *CDOs*, die von den konsensbildenden Ratingagenturen vorgenommen wird. Es bestand darin, dass wertlose und ausgehöhlte Wertpapiere nicht zurückverfolgt werden konnten. Das bedeutet, dass ein kontaminiertes Set von *CDOs* oder *Synthetics* aus dem Nichts auftauchen kann, wie es derzeit passiert.

Im August 2007 begann ein neuer Rundlauf, der immer noch [März 2008] anhält. Die EZB verlegt sich darauf, riesige Summen an Liquidität zu injizieren, und die US Notenbank macht eine Kehrtwende und injiziert Liquidität bei gleichzeitigen Zinssenkungen. Der Wandel in der Position der US Notenbank ist ein Bilderbuch-Beispiel für die Endogenität des Geldes. Die anfängliche Finanzierung durch die US Notenbank im August war als Ausnahme gedacht, die nach Taylors Gesetz langfristig keine Wende in ihrer Haltung nach sich ziehen sollte. Genauer gesagt wollte ihr Präsident Ben Bernanke das Finanzsystem unterstützen und gleichzeitig zur Abwehr des *moral hazard* einige Firmen pleite gehen lassen, den Preis für Risiken erhöhen und folglich Finanzinvestoren klüger machen. Es stellte sich jedoch heraus, dass der *moral hazard* nicht vom Gesamtzustand der Finanzmärkte getrennt werden konnte, insbesondere, wenn niemand weiß, wo die schlechten Wertpapiere sind, und niemand sie aufspüren kann. Die Suche der Banken und Finanzunternehmen nach »Qualität«, also nach Sicherheit, verteuerte Staatsanleihen und Wertpapiere und senkte dadurch automatisch die Zinssätze. Dadurch konnte die US Notenbank nicht anders, als ihren Kurs zu ändern und die Wünsche der Finanzinstitutionen wahr zu machen. Nach einem Monat des Zögerns war der Versuch, das Finanzsystem zu retten, ohne vor dem *moral hazard* einzuknicken, *ad acta* gelegt.

Während des gesamten Herbstes 2007 hatte die US Notenbank zwei Hauptaufgaben: Geld bereitstellen und Zinsen senken. Letzteres mit dem Ziel, das Vertrauen in den Wertpapiermarkt und das vollständig zerfallene Derivat-System wieder herzustellen. Heute wird anerkannt, dass sinkende Zinsen sich zuerst und vor allem auf Entscheidungen über Wertpapierbestand auswirken, und nicht auf Sachinvestitionen. Auch die EZB nahm sich zwei Aufgaben vor, von denen eine sehr verschieden, aber komplementär zu der der US Notenbank war. Das verbindende Moment in der Eurozone ist die Lohnentwertung [*wage deflation*] und die EZB die Institution zu deren Umsetzung. Folglich ist die EZB aufgrund der politischen Übereinkunft, die zu ihrer Bildung führte, weniger flexibel als die US Notenbank.

Für die US Notenbank wie für die EZB zeigen die Ereignisse im Herbst und Winter 2007, wie begrenzt die Unabhängigkeit von Zentralbanken in Wirklichkeit ist. Das zeigt sich nicht nur am Einknicken vor dem *moral hazard*, sondern auch daran, dass die Zentralbanken systematisch hohle *CDOs* als Bürgschaft für an Finanzinstitutionen »geliehenes« Geld akzeptieren. Finanzspritzen und

Zinssenkungen führten lediglich zu kurzzeitig wieder auflebendem Spekulationshandel, erfüllten aber ihren eigentlichen Zweck nicht, es ging weiter abwärts mit den Wertpapiermärkten. Und etwa jede Woche taucht aus heiterem Himmel ein neues Set von schlechten *CDOs* auf. Mit Beginn des Winters 2007/8 begannen die Zentralbanken im Gleichklang Geld einzuschießen, und immer schlechtere Wertpapierqualitäten zu akzeptieren. Aber selbst diese Masche zog immer nur ein paar Tage nach jeder Bekanntgabe. Es gibt objektive Gründe für dieses Verhalten. Wie wir am Beispiel der britischen Bank *Northern Rock* gesehen haben, und daran, welche Schwierigkeiten die *Bank of England* hatte, weil sie zunächst am *moral hazard*-Argument festgehalten hatte: Ein *run* auf eine beliebige einzelne Bank bedroht das gesamte System, weil nun bekannt ist, dass das Virus überall sein kann. Ähnliche Überlegungen treiben die Zentralbanken dazu, nach jeder Finanzspritze noch schlechtere Wertpapiere als Schuldensicherheit [*collaterals*] zu akzeptieren.

Die gemeinsame Intervention der G10-Zentralbanken am 11. März 2008 ist ein typisches Beispiel: Tim Geithner, der Präsident der New Yorker Abteilung der US Notenbank, fasste die Falle, in der sich die Zentralbanken befinden, in deutliche Worte: Als private Banken und Finanzunternehmen immer mehr kontaminierte Wertpapiere entdeckten, stießen sie immer mehr davon ab. Das hat Begleiterscheinungen auf den *credit default swap*-Märkten²², bei den Hedge Fonds usw. ausgelöst. Für die G10-Zentralbanken gab es keine andere Lösung, als den oben erwähnten schlechten Wertpapieren den Gültigkeitsstempel aufzudrücken. Da zwangsläufig weitere schlechte Papiere [*instruments*] auftauchen werden, sind die Maßnahmen der G10 reine Überbrückungsmaßnahmen. Nun dreht sich alles darum, wie tief die US Rezession sein wird - trotz der Zusage der US Notenbank, das Anfang 2008 von Washington verabschiedete Steuerpaket von 145 Mrd. Dollar zu unterstützen,.

Die Behauptung, es sei möglich, eine solide Ökonomie von einem pathologischen Finanzwesen zu trennen, war bestenfalls eine Illusion und höchstwahrscheinlich eine absichtliche ideologische Verwirrung. Die Eröffnung unbegrenzter Kreditrahmen für Banken und Finanzinstitute blieb ohne Erfolg, obwohl sie mit dem einzigen Ziel unternommen wurde, das Spiel der Einkommenssuche [*rent seeking*] durch Schuldenschaffung wieder anzukurbeln. Mit der Rezession in den USA und dem abgewürgten Wachstum sowohl in Europa als auch in Japan ist aus der Krise, die als Liquiditätskrise anfang und dann zu einer Insolvenzkrise wurde, eine systemische Wirtschaftskrise geworden.

5. Der Minsky-Moment

George Magnus, ein hochrangiger Wirtschaftsberater der UBS, schrieb 2007 in zwei Berichten, dass die US-amerikanische Wirtschaft sich einem Minsky-Moment annähere (Magnus 2007a, 2007b). Dieser Ausdruck kursierte in verschiedenen web-logs und fand schließlich seinen Weg in renommierte Zeitungen wie die *Financial Times*, das *Wall Street Journal*, *The Guardian*, *Le Monde Diplomatique*, die *Frankfurter Allgemeine Zeitung* und *La Repubblica*.

Hyman P. Minsky entwickelte eine Theorie, wonach der Kapitalismus zyklisch von Spekulationsblasen zu Schuldendeflation wechselt. Marx' Einfluss schimmerte immer durch und paarte sich mit Schumpeters Begriff der schöpferischen Zerstörung, nun auf finanzielle Innovationen ausgeweitet. Märkte mögen keine Kassandras. Und die zeitgenössische Wirtschaftstheorie, besonders die unbedarfte Version von Politikberatern und Journalisten, vermeidet Stimmen, die daran erinnern, dass Gleichgewicht bestenfalls ein Übergangsmoment ist, und dass es generell keine systemischen Zentren der Schwerkraft gibt. Wie lässt sich dann Minskys *come back* erklären?

²² *Credit Default Swap* (CDS) ist ein Kreditderivat zum Handeln von Ausfallrisiken von Krediten. Der Sicherungsnehmer bezahlt normalerweise eine regelmäßige (häufig vierteljährliche oder halbjährliche) Gebühr und erhält bei Eintritt des bei Vertragsabschluss definierten Kreditereignisses, beispielsweise dem Ausfall der Rückzahlung aufgrund Insolvenz des Schuldners, eine Ausgleichszahlung. Der CDS ähnelt einer Kreditversicherung.

Es ist keine triviale Angelegenheit, Minskys Theorie zu rekonstruieren. Ihr Autor war nicht immer gründlich und analytisch konsistent. Trotzdem war seine Vorstellung einfach und kraftvoll (vgl. *Bellofiore-Ferri 2001*). Investitionen in fixe Kapitalgüter sind die Drehscheibe für Einkommen und Einstellungsentscheidungen. Der Kauf neuer Kapitalgüter hat finanzielle Determinanten, und der Aktienmarkt neigt zu spekulativen Wellen. Das zentrale Problem des Kapitalismus ist, dass Stabilität destabilisiert. Um den Widerspruch zu zeigen, der gerade der *Stabilität* des Systems inne wohnt, geht Minsky davon aus, dass der Zyklus mit einer gleichmäßigen Expansion und einer robusten finanziellen Basis anfängt. Anfangs haben Unternehmer und Finanziere noch vergangene Krisen vor Augen und verhalten sich risikoscheu. In einer solchen Umgebung sind die Zinsen niedrig und stabil, das Geldangebot ist nahezu unendlich. Das risikoscheue Verhalten der Firmen und Banken impliziert, dass die Kreditnehmer im Großen und Ganzen in der Lage sind, mit ihren regulären Einkommen sowohl die Zinsen als auch den im Darlehensvertrag festgelegten Teil ihrer Grundschuld zurückzuzahlen. Wenn alles läuft wie geplant, bleiben Profite übrig, die den vorherigen finanziellen Einsatz belohnen und gleichzeitig dazu anregen, neue Kreditzusagen zu machen. Das nannte Minsky eine finanzielle »Hedge«-Position.

Minsky postulierte, dass das eine Weile lang gut geht und die Profite über den Erwartungen liegen. Deshalb nimmt bei den Geschäftsleuten die Risikoscheu ab und die Bereitschaft zu, zusätzliche Schulden aufzunehmen. Das wird durch das mögliche Zögern der Zentralbank, das Geldangebot zu erhöhen, nicht behindert, weil finanzielle Zwischenhändler²³ neue, anerkannte Zahlungsinstrumente erfinden werden. Der Preis für Geld bleibt unverändert während die Verschuldung wächst. In der neuen euphorischen Umgebung werden »spekulative« Positionen gebildet: die Zinsen werden aus *cash flow*-Gewinnen bedient, die aber nicht lückenlos ausreichen, um den fälligen Teil der Grundschuld abzutragen. So wird, zumindest zeitweilig, die Refinanzierung von Schulden notwendig. Während der anfänglichen Phase des gleichmäßigen Wachstums mit Hedge-Positionen könnte eine Krise nur aufgrund eines ökonomischen Risikos ausbrechen, aufgrund von nicht realisierten Profiterwartungen durch Vorkommnisse auf den Produkt- und/oder Arbeitsmärkten. In der Boomphase müssen Leute mit »spekulativer« Schuldenposition nicht nur das ökonomische, sondern auch das finanzielle Risiko – wie z.B. ein Anheben der kurzfristigen Zinsen durch die Zentralbank – tragen, das erwartete Gewinne in reale Verluste verwandeln kann. Dieselbe Situation entsteht, wenn Vermögenswerte, die mit Schulden angekauft wurden, an Wert verlieren.

Spekulative Positionen machen höhere langfristige Investitionen möglich, aber gleichzeitig die Wirtschaft anfälliger. Wenn Optimismus und Euphorie sich steigern, artet der Boom zu einer Blase aus, in der Anleger überwiegen, die bereit sind, ultra-spekulative Positionen einzunehmen. Das ist der finanzielle »Ponzi«-Fall. Wer jetzt Schuldenverbindlichkeiten eingeht, ist mit Zinszahlungen belastet, die seine Cash-Flow-Gewinne eine beträchtliche Zeit lang übersteigen. Er erhöht entweder die Refinanzierung oder muss Geschäftstätigkeiten liquidieren. Eine ultra-spekulative Position hat inne, wer an eine eventuelle Mitnahme von Ausnahme-Profiten oder an Kapitalgewinne aus einer Preissteigerung von Finanzanlagen [*asset price inflation*] glaubt. Kleine unerwartete Schwankungen bei kurzfristigen Zinsen und/oder ein Rückgang der Aktienkurse führen zur Krise. Das ist der Fall, weil die ökonomischen Akteure – Banken, Firmen und Spekulanten – zu Zeiten der Euphorie ihre Kontostände und Liquidität verringert haben. Mit der Krise kommt die Liquiditätspräferenz [Vorrang von, Vorliebe nach Geld] mit aller Macht zurück.

»Die Welt zerfällt, die Mitte hält nicht mehr« lautet ein Vers von Yeats, den Minsky gerne zitierte. Die Angst vor einer neuen *great depression* wie in den 1930ern kommt wieder auf. Kann »es« wieder passieren? Minsky verneinte diese Frage. Im Notfall wissen die zuständigen wirtschaftspolitischen Behörden, wie man eine Wiederholung dieser Krise vermeidet. Erstens indem man die Märkte mit Liquidität versorgt, und zweitens indem man die Zinsen senkt. Laut Minsky würden

23 Finanzbroker

diese Mittel aber nicht ziehen, wenn Insolvenz das Grundproblem ist. Die Rolle der Zentralbank als letzter Kapitalgeber [*lender of last resort*] ist entscheidend, aber aufgrund der begrenzten Wirkung von Geldpolitik nicht ausreichend. Staatliche Intervention mit Haushaltsdefiziten zur Stützung Gelderträgen muss dazu kommen. Hier argumentierte Minsky mit Begriffen aus Kaleckis volkswirtschaftlicher Gesamtrechnung, wonach Bruttogewinne mit öffentlichen Haushaltsdefiziten zusammenhängen. Eine aktive antizyklische Finanzpolitik ist vonnöten, um nicht in eine Depression zu versinken. Wirtschaftsliberalismus mit seinem Mythos von *small government* und Staat *light* ist weder linke noch rechte Politik. Er ist einfach dumm und wird, wie Minsky meint, nie wieder dauerhaft in die Praxis umgesetzt werden. Währenddessen schafft die keynesianische Standardlösung – billiges Geld plus hohe öffentliche Haushaltsdefizite – neue Probleme wie Stagflation und noch größeren Appetit der Banken und finanziellen Zwischenhändler nach Finanzinnovationen. Das führt zu einer neuen Runde im Kreditzyklus und zu neuen Euphorie- und Panikspiralen in immer kürzeren Abständen.

Mit einigen Vorbehalten, die wir im nächsten Abschnitt erörtern, passt die Hypothese finanzieller Instabilität gut zu dem, was seit dem Sommer 2007 passiert. Es wäre nicht das erste Mal. Minsky legte die Grundlagen für diese Hypothese in den 1960er und 70er Jahren, als die keynesianische Ära in voller Blüte stand. Nach dem Ende des langen Booms ließen Bestätigungen seiner Hypothese nicht lange auf sich warten: die Mexikokrise 1982, der Wall Street Crash 1987, die zwei mit Immobilienpreisen zusammenhängenden Krisen (Sparkassenkrise in den USA und die Krise in Japan Anfang der 1990er). Nach Minskys Tod 1996 kamen mit der Ostasiatischen Krise 1997, dem Kollaps des *Long Term Capital Management*-Fonds 1998 und dem Platzen der *dot.com*-Blase 2000-2001 weitere Bestätigungen der finanziellen Instabilität hinzu.

6. Minskys Hypothese von der finanziellen Instabilität im Kontext der *subprime*-Krise - eine kurze Einschätzung

Um eine Minskysche Interpretation des heutigen Kapitalismus und der finanziellen Krisen zu entwickeln, müssten wir vier Probleme in Angriff nehmen. Erstens ist die These der finanziellen Instabilität zwar unmittelbar einsichtig, hat aber einige analytische Schwierigkeiten. Laut Minsky wächst der Grad an Fremdfinanzierung²⁴ – d.h. das Verhältnis zwischen Schulden und Eigenkapital – mit der Ausweitung der Wirtschaft. Es gibt keinen zwingenden Grund für eine solche Tendenz. Während einer Hochkonjunktur wachsen auch die Gesamtprofite. Auch wenn Firmen individuell Schulden machen, verändert sich der Verschuldungsgrad des gesamten Firmensystems nicht unbedingt. Wie wir von Kalecki wissen, nutzt die einzelne Firma das geliehene Geld, um in Anlagen und Betriebsmittel zu investieren. Die Bezahlung für die Investitionsaufträge wird zu Profit für die Firmen, die die Investitionsgüter liefern. Tatsächlich gab es aber 2000-2001 einen Anstieg im Gesamtfremdfinanzierungsgrad von Firmen. Er sank während der zweijährigen Stagnation, die mit dem Irakkrieg endete. Die finanzielle Position von US-Firmen, die nicht zum Finanzsektor gehören, entwickelte sich dabei positiv und ging weit über das Ausmaß der Sachinvestitionen des gesamten, nicht zum Finanzsektor gehörenden, Privatsektors hinaus. Die privaten Firmen außerhalb des Finanzsektors haben letztendlich das Kapital für die Finanzmärkte gestellt.

Zweitens konzentrierte sich Minskys Dynamik auf den Bedarf an Kapitalgütern und dessen Finanzierung. Der 'new economy' Boom kann nicht vollständig mit dem Niveau an Sachinvestitionen erklärt werden, das blieb im Aufschwung nach 2003 niedrig.

Drittens schien die Geldmarktpolitik in der neuen kapitalistischen Konstellation seit Mitte

24 *leverage ratio* – Verschuldungsgrenze

der 90er in der Lage, eine unabhängige Konsumausweitung anzustoßen und somit zweitweilig die Abhängigkeit effektiver Nachfrage von gesamtwirtschaftlichen Investitionen zu umgehen. Die Lockerung dieser einschränkenden Bedingung für die effektive Nachfrage wurde dadurch ermöglicht, dass die Zentralbank spekulative Schuldenblasen und die damit zusammenhängenden Wohlstandseffekte unterstützte.

Viertens waren die letzten spekulativen Blasen nicht von Lohn- und Preisinflation begleitet. Der Anstieg der Produktpreise hat in Wirklichkeit hauptsächlich mit dem Preisanstieg bei Rohstoffen, Verbrauchsgütern und Öl zu tun, nicht mit den Löhnen (die Phillips Kurve blieb flach).

Eine Minsky Dynamik hat tatsächlich stattgefunden, aber anderswo und unter anderen Umständen als der Autor sich vorgestellt hatte. Wir müssen unsere Aufmerksamkeit den Haushalten und Finanzvermittlern zuwenden. Das bedeutet, sich die zunehmend verschuldeten Konsumenten anzusehen und die Investoren an Börsen und Immobilienmärkte, die von einem manisch-depressivem Syndrom befallen sind. Es bedeutet auch, sich den Arbeitsmarkt und den Arbeitsprozess anzusehen. Der 'neue' Kapitalismus entsteht aus der langen Welle von Angriffen auf Löhne und sozialstaatliche Leistungen, die von Volcker und Präsident Reagan eingeleitet wurde. Vor diesem Hintergrund übersetzt sich die Vorrangstellung der Finanz als permanente Restrukturierung der Produktions- und Verwertungsprozesse (die Ausbeutung von Arbeitern unter zunehmend flexiblen Jobs und Löhnen, bei Verlängerung und Intensivierung der Arbeitszeit). Die Restrukturierungsprozesse haben zu einer Zentralisierung von Kapital geführt, ohne dabei die technische Konzentration auszuweiten (Auslagerung und Subunternehmertum bei vormalig integrierten, oligopolistischen Unternehmen).

Diese Prozesse haben zu einer globalen Neuverteilung der verarbeitenden Industrien geführt, die von der Verdoppelung der industriellen Reservearmee und dem kapitalistischen Wachstum in China, und neuerdings auch in Indien, zehren. Das hat eine weitere, tiefgreifende Fragmentierung und Zerstückelung der Arbeiterschaft [*labour*] hervorgebracht. Auch aufgrund dieser zwei Faktoren hat die Liquiditätsexplosion während der 1990er und vor allem nach 2001 nicht zu höheren Löhnen und Produktpreisen geführt, zumindest nicht in den alten Industrieländern. Stattdessen ist die Liquidität eher in Finanz- und Immobilienaktivitäten geflossen, in Öl- und Energieressourcen und was immer sonst noch spekulative Gewinne zu gewährleisten schien.

7. Der neue Kapitalismus, born in the USA

Während der 1980er Jahre wurde durch die Liberalisierung des Kapitalverkehrs, restriktive Geldpolitik, den Abbau des Wohlfahrtsstaates, und die aggressive Konkurrenz der *global player* eine starke Stagnationstendenz in Gang gebracht. Diese Maßnahmen wirkten gegen die Ausweitung von Sachinvestitionen und gegen Lohnerhöhungen, von denen wiederum die Ausweitung der effektiven Nachfrage abhängt. Die Lohnrate begann zu sinken, und mit ihr Investitionsrate im Verhältnis zum Gesamteinkommen. Die einzige Gegentendenz kam vom militärisch bedingten gewaltigen Haushaltsdefizit der Reaganjahre, das durch Steuererleichterungen für die Reichen noch größer wurde. Bush Jr. wiederholte diese Politik nocheinmal zu Beginn des dritten Millenniums. Unter Reagan verursachte das Zusammenspiel von restriktiver Geld- und expansiver Fiskalpolitik, im starken Kontrast zu Europa, einen steilen Preisanstieg bei den Finanzaktivitäten. Die Differenz in der Höhe der Zinssätze zugunsten der Vereinigten Staaten führte zu Kapitalzuflüssen und zu einer Neubewertung des US Dollars. Dadurch blähte sich das Außenhandelsdefizit der USA auf, was aber in einem Land, dessen Währung gleichzeitig internationale Hauptreservewährung ist, nicht als Einschränkung gesehen wurde.

Diese von mehreren Schocks begleitete Dynamik der 1980er Jahre führte nicht dazu, dass rasch ein neues Modell entstand. Dies geschah erst Mitte der 1990er, nach einer Dekade koordinierter Maßnahmen zur Abwertung des US Dollars, die von den großen Zentralbanken und Regierungen mit dem Plaza Abkommen in New York am 22. September 1985 eingeführt worden waren. Gleichzeitig mit der Abwertung des US Dollars, die bis 1995 andauerte, wurde Lohndeflation zum permanenten Merkmal sowohl der Vereinigten Staaten – wo die Reallöhne seit 1974 fallen – als auch der Länder der Europäischen Union, die dann das Euro-Währungsgebiet bildeten. Die qualitative Veränderung, die wir zu Beginn dieses Essays die Dreieinigkeit aus traumatisierten Arbeitern, verschuldeten Konsumenten und manisch-depressiven Sparern nannten, hat sich im Laufe der internationalen Wirtschaftsentwicklung nach 1995 herausgebildet. In dieser Phase wird die Arbeit letztlich »reell subsumiert« unter Finanz und Schulden [*Fremdkapital im Ital. immer »debito«*], auf eine Art, die sich direkt auf die unmittelbare Ausbeutung in den kapitalistischen Arbeitsprozessen auswirkt.

Um zu verstehen, wie die Arbeit durch die Finanz subsumiert wurde, können wir mit dem Aufstieg der *new economy* beginnen, die (in den Vereinigten Staaten) eher als tugendhaftes Zusammenspiel gesehen wird zwischen einem starken Dollar und einer Geldpolitik zur Aufrechterhaltung der Schuldenfinanzierung. Im Juli 1995 wurde der Dollar durch gemeinsames Vorgehen der *Federal Reserve*, der Bank of Japan und der Bundesbank stark nach oben gedrückt, um einen Kollaps der japanischen Wirtschaft zu vermeiden. Finanzinnovationen zusammen mit einer Verlagerung der Ersparnisse von Anlegern von Staatsanleihen hin zu Aktien führen zu einer spekulativen Blase, die auf absolut unrealistischen Erwartungen in Bezug auf die Profitabilität der neuen virtuellen Wirtschaft basiert. Die Zentralisierung des Finanzkapitals an der Wall Street wurde begünstigt durch die anhaltende Rezession in Japan und die Stagnation in Europa. Etliche Finanzkrisen auf der Welt, wie etwa die Asien Krise 1997/98, die brasilianische und russische Krise 1998, führten zu einer massiven Kapitalflucht in die Vereinigten Staaten. Auch aufgrund der globalen Aktivitäten von Rentenfonds floss mehr Geld in die USA, was dem Land erlaubte, ein sich vergrößerndes Leistungsbilanzdefizit aufrechtzuerhalten. Die unbegründete Überschwenglichkeit der Märkte erreichte ein krampfartiges Stadium, bis die plötzliche Zinserhöhung durch die *Federal Reserve* 1999 die *dot.com*-Blase abließ.

Die neue 'Börsenökonomie' muss im globalen makroökonomischen Rahmen und in ihrer Rolle als wirksames Instrument eines paradoxen *Finanzkeynesianismus* gesehen werden – einem kapitalistischen Szenario, wo effektive Nachfrage durch politisch manipulierte Anlageblasen [*asset bubbles*] gebildet wird. Außerhalb des angelsächsischen Raums (besonders außerhalb der Vereinigten Staaten, dem Vereinigten Königreich, Australien und Neuseeland; Kanada, mit seinen hohen Leistungsbilanzüberschüssen ist in einer anderen Lage) gibt es einen Überschuss an Gesamteinkommen über Gesamtausgaben. Das ist das Ergebnis einer langjährigen neomerkantilistisch institutionalisierten Politik, die Washington selbst nach 1945 über vier Jahrzehnte hinweg in Asien (Japan, Südkorea und Taiwan) und drei Jahrzehnte lang auf dem europäischen Kontinent entwickelt hat. Zu dieser institutionellen Dimension kommen hinzu die in Europa verfolgten explizit neomerkantilistischen Maßnahmen durch Deflationen und konkurrierende Abwertungen. Somit steht man permanent und akut vor der Notwendigkeit, Absatzmärkte zu finden, vor allem seit dem Beginn der Stagnation 1975. In diesem Zusammenhang sind die Vereinigten Staaten zum Katalysator der weltweiten effektiven Nachfrage geworden.

Aber wie kann die USA sich in dieser Rolle halten? Die einfache volkswirtschaftliche Gesamtrechnung sagt uns, dass das Ausmaß an Gesamtnachfrage in jedem einzelnen Land positiv zusammenhängt mit Investition, Konsum, Nettoregierungsausgaben und Nettoexporten. Das ist in den USA aufgrund der Größe ihres Leistungsbilanzdefizits außer Betrieb gesetzt. Von 1995-2000 waren die Nettoregierungsausgaben schwach und meist negativ (da der Regierungshaushalt unter Clinton im Plus war). Somit wurde das US-Gesamteinkommen von Investitionen und Konsum gestützt. Wie bereits festgestellt, waren die Investitionen nach der *dot.com*-Krise niedrig.

Tatsächlich wurden Firmen außerhalb des Finanzsektors zu Kreditgebern an die Finanzmärkte. Daraus folgt, dass der Hauptantrieb für das Gesamteinkommen der USA aus dem Konsum kam, später gestützt vom Militärkeynesianismus von Bush Jr. nach 2001. Per Saldo haben die Schulden des Privatsektors den notwendigen Antrieb gegeben, und zwar vor allem Schulden der Privathaushalte. Bei wirtschaftlicher Stagnation und fallenden Reallöhnen konnte die effektive Nachfrage nach Immobilien und Konsumgütern nur über steigende Schulden kreierte werden. Diese wurden in der Erwartung auf steigende Preise von Anlagegütern [*assets*] gemacht. Der Mechanismus basierte auf der Inflation von Finanzanlagen, von Aktien, was ziemlich schnell zu einer steigenden Diskrepanz im Kurs-Gewinn-Verhältnis²⁵ führte. Gewinne aus Anlagegütern stiegen nicht so schnell an wie die Aktienpreise. Diese Situation hätte das System eigentlich zum Stillstand bringen müssen. Aber weil die gesamten institutionellen, politischen und monetären Systeme hinter den Kasino-ähnlichen Aktivitäten standen, ging die Show weiter. Tatsächlich wettete man nicht auf Erträge, sondern auf die Verteuerung von Aktien/ Finanzanlagen, was zu einem mythischen Glauben an das langfristige Wesen von Wohlstandseffekten führte. Bank- und Finanzzwischenhändler verwandelten Papiervermögen in nicht-enden-wollende Ausgaben vermittelt der Verschuldung der Haushalte. Der Wohlstandseffekt beeinflusste die Ökonomie, indem er den 'autonomen' Bestandteil an Konsum- und Immobiliennachfrage enorm erhöhte und sie von gegenwärtig verfügbaren Einkommen abkoppelte.

Das Platzen der *dot.com*-Blase 2000-2001 war ein klares Zeichen, dass der Prozess nicht aufrechterhalten werden konnte. Kurz darauf begann der US Dollar erneut zu sinken. Die Krise dauerte bis Mitte 2003 und wurde vermittelt höherer Militärausgaben und immer stärkerer Liquiditätsspritzen sowie durch Steuernachlässe für die Reichen gestoppt. Das Budgetdefizit stieg in drei Jahren auf mehr als 7% des Bruttoinlandsprodukts und das Leistungsbilanzdefizit hatte ein ähnliches Ausmaß. Erst nach der Verlangsamung des Wirtschaftswachstums und als Folge eines erneuten Dollarabstiegs hat sich das Defizit der Zahlungsbilanz 2007 wieder bei 5% eingependelt. Im Fall der Vereinigten Staaten fördert der Währungsverfall die Bereitschaft zum Schuldenmachen, da inländische und ausländische Schulden in Dollar ausgestellt sind, während ausländische Anlagen [*assets*] auf steigende Währungen laufen – und US-Multis und -Finanzkonzerne sind stark in Europa tätig.

Wenn Firmen zu Netto-Kreditgebern geworden sind, die mehr Geld zurücklegen als investieren, stellt sich die Frage wie das Wachstum wieder angekurbelt werden kann. Indem man einfach mehr derselben Droge spritzt, um den privaten Konsum zu pushen. Der Immobilienmarkt, begünstigt durch die extrem niedrigen Zinsen, mit denen die Fed die US-Wirtschaft nach der *dot.com*-Krise und den Twin Towers am Laufen zu halten versuchte, kam der Wirtschaft zu Hilfe. Mit steigenden Preisen und immer wieder neu verhandelten Hypotheken mit flexiblen Zinssätzen wurden Häuser zum Geldautomaten. Wie schon im Zeitraum von 1995-2000 wäre diese Entwicklung ohne das Entgegenkommen der Zentralbank nicht möglich gewesen. Die Fed hat die Nachfrage gestützt, indem sie erstens die Immobilieninflation unterstützte und zweitens die von Geschäftsbanken finanzierten neuen Kreditinstrumente befürwortete und unterstützte. Die Aufrechterhaltung dieser Papierpyramide war abhängig von der Bereitschaft ausländischer Dollarbesitzer, vor allem Chinas, das Zahlungsbilanzdefizit des Landes zu re-finanzieren.

Als die Zinsen 2004 wieder zu steigen begannen, war der Immobilienmarkt sofort betroffen, und der Übertragungsmechanismus der neuen monetären Politik wurde noch perverser. Die Finanzunternehmen wussten ganz genau, dass sie arme Haushalte in den *subprime*-Markt zogen. Aber die sich ausweitenden Kapitalkreisläufe, ohne die es keine Kapitalerträge in der Zukunft geben kann, zwangen dazu, insolvente Familien in das Schlachtgewühl zu führen. Arbeit unter Schulden zu

25 *price earnings ratio (PER) oder P/E Ratio*), deutsch: Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) ist eine Kennzahl zur Beurteilung von Aktien: Der Kurs der Aktie wird in Relation zu dem für den Vergleichszeitraum gegebenen bzw. erwarteten Gewinn je Aktie gesetzt.

subsumieren²⁶ erlaubte einfachen Zugriff auf den Besitz einer Kapitalanlage. Die Strategie war, die Spirale des Schuldenkapitals [*debt capital*] auf eine anwachsende Anzahl armer Leute auszuweiten, indem man ihnen negativen Kredit²⁷ auf ihr Eigenheim anbot (wo der Kredit höher ist als der Wert des Pfands), oder Verträge, bei denen bis in alle Ewigkeit Zinsen gezahlt werden müssen, ohne dass der Hauptkredit abgezahlt werden muss, usw. Aber als die Verdienste nicht mehr ausreichten, um die Verpflichtungen zu bedienen, ging es auch für die Kreditgeber bergab, die das Haus zwar als Pfand nehmen konnten, aber in einem Markt mit fallenden Preisen. Der Wert der Pfänder [*collaterals*], die gebündelt worden waren, um die Fonds abzusichern [*hedge*], entpuppte sich als hohl, und die *subprime*-Krise wurde zu einer voll ausgebildeten Wirtschaftskrise.

26 subsuming labour to debt; la sussunzione reale del lavoro al debito

27 negative equity loans

Quellen:

- * Bellofiore, Riccardo and Piero Ferri (2001), Things fall apart, the centre cannot hold. Introduction to the economic legacy of Hyman Minsky. In *Financial Keynesianism and Market Instability: The Economic Legacy of Hyman Minsky, Volume I*, ed. R. Bellofiore – P. Ferri, Elgar, Cheltenham: 1-29
- * Bellofiore, Riccardo and Halevi, Joseph (2008), Deconstructing Labor. What is ‘new’ in contemporary capitalism and economic policies: a Marxian-Kaleckian perspective. In *Employment, Growth and Development. A Post-Keynesian Approach*, ed. C. Gnos, L.-P. Rochon, Cheltenham: Elgar (forthcoming). Deutsch in *Keynes als Alternative(r)? Argumente für eine gerechtere Wirtschaft*, Hrsg.: Günter Krause, Karl Dietz Verlag, Berlin, 2007; Seiten 169-192 : Bellofiore/Halevi »Was ist neu im 'neuen Kapitalismus'. Der Wandel von Wirtschaftspolitik und Arbeitsbeziehungen aus der Perspektive von Marx und Kalecki«.
- * Bryan, Dick and Michael Rafferty (2006), *Capitalism with Derivatives: A Political Economy of Financial Derivatives, Capital and Class*. New York: Palgrave Macmillan.
- * Chesnais, François (2004), *La finance mondialisée: racines sociales et politiques, configuration, conséquences* / sous la direction de François Chesnais. Paris: La Découverte.
- * De Cecco, Marcello (2007), *Gli anni dell'incertezza*, Bari: Laterza.
- * Ferguson, Thomas, and Noel Rogers (1986), *Right Turn: The Decline of the Democrats and the Future of American Politics*. New York: Hill and Wang.
- * **Gallino, Luciano (2005)**, *L'impresa irresponsabile*, Torino: Einaudi.
- * Magdoff, Harry, and Paul Sweezy (1977), *The End of Prosperity : The American Economy in the 1970s*. New York: Monthly Review Press.
- * Magdoff, Harry, and Paul Sweezy (1987), *Stagnation and the Financial Explosion*. New York : Monthly Review Press.
- * Magnus, George (2007a) *The Credit Cycle and Liquidity: Have we arrived at a Minsky Moment?*, UBS Investment Research, Economic Insights, 6 March.
- * Magnus George (2007b), *The Credit Cycle: Getting Closer to a Minsky Moment?*, UBS Investment Research, Economic Insights, 3 July.
- * Minsky, Hyman (1982), *Can 'it' happen again? : Essays on Instability and Finance*. Armonk, N.Y.: M.E. Sharpe.
- * Minsky, Hyman (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven: Yale University Press.
- * Toporowsky, Jan (1993), *The Economics of Financial Markets and the 1987 Crash*. Aldershot, England: Edward Elgar.