

## Die Welt der zwei Geschwindigkeiten

Die Ende 2007 ausgebrochene Wirtschafts- und Finanzmarktkrise – die schwerste seit Ende des zweiten Weltkriegs – scheint im Frühjahr 2011 bereits Vergangenheit zu sein. Die Weltwirtschaft ist nach dem Einbruch 2008/2009 offenbar auf den alten Wachstumspfad (+ 4%) zurückgekehrt. Deutschland vermeldet für das abgelaufene Jahr das stärkste Wirtschaftswachstum (+ 3,6%) seit der Wiedervereinigung, Wirtschaftsminister Brüderle zufolge ein „Aufschwung XXL“. Die im zweiten Halbjahr 2010 registrierte erneute Abschwächung in den USA ist überwunden, die noch vor einigen Monaten virulente Gefahr eines „double dip“ der Konjunktur, d.h. eines erneuten Rückfalls in die Rezession, ist offensichtlich gebannt. Die für 2011 erwartete Verlangsamung des Wachstums muss als Normalisierung nach dem scharfen Produktionseinbruch und dem steilen Wiederanstieg ab Mitte 2009 betrachtet werden.

Tabelle 1: Wachstum und Krise der Weltwirtschaft 2007 - 2011

| Ländergruppen      | 2007   | 2008  | 2009  | 2010* | 2011* | 2012* |
|--------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Welt               | + 5,2  | + 2,8 | - 0,6 | + 5,0 | + 4,4 | +4,5  |
| Industrieländer    | + 2,7  | + 0,2 | - 3,4 | + 3,0 | + 2,5 | +2,5  |
| USA                | + 2,1  | 0,0   | - 2,6 | + 2,8 | + 2,5 | +2,5  |
| EU, dar:           | + 3,1  | + 0,8 | - 4,1 | + 1,8 | + 1,7 | +2,0  |
| Deutschland        | + 2,5  | + 1,0 | - 4,7 | + 3,6 | + 2,2 | +2,0  |
| Japan              | + 2,3  | - 1,2 | - 6,3 | + 4,3 | + 1,6 | +1,8  |
| Neue asiatische IL | + 5,7  | + 1,8 | - 0,9 | + 8,2 | + 4,7 | +4,3  |
| Entwicklungsländer | + 8,3  | + 6,0 | + 2,6 | + 7,1 | + 6,5 | +6,5  |
| Afrika             | + 7,0  | + 5,5 | + 2,8 | + 5,0 | + 5,5 | +5,8  |
| Osteuropa          | + 5,5  | + 3,0 | - 3,6 | + 4,2 | + 3,6 | +4,0  |
| Russland           | + 8,1  | + 5,2 | - 7,9 | + 3,7 | + 4,5 | +4,4  |
| Asien, dar.        | + 10,6 | + 7,7 | + 7,0 | + 9,3 | + 8,4 | +8,4  |
| China              | +13,0  | + 9,6 | + 9,2 | +10,3 | + 9,6 | +9,5  |
| Indien             | + 9,4  | + 6,4 | + 5,7 | + 9,7 | + 8,4 | +8,0  |
| Lateinamerika      | + 5,7  | + 4,3 | - 1,8 | + 5,9 | + 4,3 | +4,1  |

Veränderungen in Prozent; \* Schätzung bzw. Prognose, Januar 2011

Quelle: IMF, World Economic Outlook, October 2009/2010; Update, January 2011

Das alles kann aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass das bisherige globale Wachstumsmodell in seinen Grundfesten erschüttert ist, die „Große Verunsicherung“

cherung“ ist nicht vorbei. Denn in der Krise 2007/2009 kamen neben konjunkturellen vor allem strukturelle, langfristig entstandene Disproportionen zum Ausbruch, deren Überwindung trotz der aktuellen Wachstumsbelebung nicht in Sicht ist. Die seit Mitte der 1980er Jahre dominierende wirtschaftspolitische Doktrin hat sich gründlich blamiert. Trotzdem ist ein wirtschaftspolitischer Paradigmenwechsel, wie nach den beiden anderen „großen Krisen“ des letzten Jahrhunderts, auch nicht in Ansätzen erkennbar. Dies verhindern die bestehenden Interessenlagen und politischen Kräfteverhältnisse sowohl zwischen Kapital und Arbeit als auch innerhalb des Kapitals. Hinzu kommt, dass die Lage in den Industrieländern einerseits und in den Entwicklungs- und Schwellenländern andererseits immer weiter auseinanderklafft. Bezogen auf den aktuellen konjunkturellen Aufschwung spricht der IWF von einer „Erholung der zwei Geschwindigkeiten“ (two-speed recovery), man hätte vorher auch von einer ‚two-speed crisis‘ sprechen können. In den Industrieländern ist weiterhin eine ‚leichte‘ Geldpolitik mit niedrigen Zinsen nötig, während sich in einigen Schwellenländern Überhitzungserscheinungen zeigen, so dass eine Straffung der Geldpolitik und höhere Zinsen erforderlich sind. Das veranlasst die Finanzanleger des ‚Nordens‘, zunehmend Kapital im ‚Süden‘ anzulegen; die Kapitalmärkte der Schwellenländer boomen und drohen inflationäre Tendenzen auszulösen.

## **Eine lange historische Wachstumsperiode**

Krise und Aufschwung „der zwei Geschwindigkeiten“ zeigen, in welchem Ausmaß sich die weltwirtschaftlichen Strukturen verändert haben. Dabei sei zunächst daran erinnert, dass das seit dem Beginn der 1990er Jahre verzeichnete globale wirtschaftliche Wachstum – jährliche Zuwächse des Bruttoinlandsprodukts (BIP) der Welt um rund 4% – eine der dynamischsten und vor allem längsten Wachstumsperioden der Weltwirtschaft markiert. Nur im so genannten (kurzen) „Golden Age“ des Kapitalismus 1950 bis 1973 waren die jahresdurchschnittlichen Zuwächse mit knapp 5% höher. Demgegenüber verspricht die aktuelle Wachstumsperiode länger zu sein. Denn trotz der Krise ist ein Ende der Expansion erstmal nicht absehbar. Allerdings ist das globale Wachstum weniger ausgeglichen als 1950/73: Damals expandierten alle großen Weltregionen ähnlich stark. Angetrieben wurde das Wachstum von den entwickelten Industrieländern, an der Spitze (+9,3%) Japan (Maddison 2006, S. 126). In der aktuellen Expansionsphase bestimmen die aufstrebenden Schwellenländer vor allem Asiens, also China, Indien und die ASEAN-Staaten, die globale Produktionsdynamik: Zwischen 1990 und 2011 wuchs das globale BIP um jährlich knapp 4%, in den Schwellen- und Entwicklungsländern war die Expansion mit jahresdurchschnittlich gut 5% mehr als doppelt so stark wie in den Industrieländern (berechnet nach IMF, WEO-Database). Dies hat zu einer drastischen Verschiebung der Wachstumspole und der ökonomischen Gewichte in der Weltwirtschaft geführt (Tab. 2).

Tabelle 2: Verteilung der Weltproduktion (BIP) nach Regionen

|                                    | 1990         |              | 2011         |              |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                                    | In Billionen | Anteile in % | In Billionen | Anteile in % |
| BIP-Welt in lfd. US\$ <sup>1</sup> | 22,1         | 100          | 65,4         | 100          |
| BIP-Welt in KKP \$                 | 24,8         | 100          | 78,1         | 100          |
| Industrieländer in lfd. US\$       | 17,6         | 79,6         | 42,7         | 65,2         |
| Industrieländer in KKP\$           | 16,2         | 65,3         | 40,1         | 51,3         |
| Dar.: USA in lfd. US\$             | 5,8          | 26,2         | 15,2         | 23,2         |
| USA in KKP\$                       | 5,8          | 23,4         | 15,2         | 19,5         |
| Entwicklungsländer in lfd. US\$    | 4,5          | 20,4         | 22,8         | 34,8         |
| Entwicklungsländer in KKP\$        | 8,6          | 34,7         | 38,0         | 48,7         |
| Dar.: China in lfd. US\$           | 0,4          | 1,8          | 6,4          | 9,8          |
| China in KKP\$                     | 0,9          | 3,6          | 11,2         | 14,3         |
| G7-Länder in lfd. US\$             | 14,4         | 65,2         | 32,9         | 50,3         |
| G7-Länder in KKP\$                 | 13,1         | 52,8         | 30,3         | 38,8         |

Quelle: Berechnet nach IMF, WEO-Database, October 2010

Der relative Niedergang der ‚Triade‘ (Nordamerika, Japan, Westeuropa) wird am besten durch den Produktionsanteil der sieben großen Industrieländer (G7) ausgedrückt, der selbst zu jeweiligen Preisen nur noch die Hälfte des Welt-BIP ausmacht. Gleichwohl darf nicht übersehen werden, dass die USA trotz aller Niedergangserscheinungen immer noch die mit Abstand größte Wirtschaftsmacht der Erde sind (von der Militärmacht ganz zu schweigen). Über ihr ökonomisches Gewicht hinaus dominieren sie die supranationalen Institutionen<sup>2</sup> und das globale Währungssystem. Zudem prägen US-amerikanische Standards das internationale Rechtssystem, jedenfalls soweit es ökonomisch

<sup>1</sup> Der Unterschied zwischen den Werten und Anteilen zu laufenden Dollarpreisen und Wechselkursen einerseits und zu Kaufkraftparitäten (KKP)-Dollar andererseits drückt Unterschiede in der Produktivkraftentwicklung aus: Bei international handelbaren Gütern gibt es einheitliche Weltmarktpreise, während bei den nicht handelbaren Gütern und Dienstleistungen die auf Unterschiede der Produktivkräfte und Produktionskosten zurückzuführenden Preisunterschiede beträchtlich sind. Die Kaufkraft eines US-Dollars ist daher in China größer als in den USA oder auf den Weltmärkten. Dies wird bei der Berechnung zu Kaufkraftparitäten berücksichtigt.

<sup>2</sup> Auch nach der Reform der Stimmanteile im Internationalen Währungsfonds behalten die USA eine Sperrminorität, mit der sie jeden Politikwechsel blockieren können.

relevant ist. Die USA sind nicht mehr stark genug, um die Welt nach ihrem Bild zu modellieren; sie können aber jede ihren Interessen widersprechende globale Regelung blockieren.

## Die Krise und das Ende der „Great Moderation“

Auch wenn einzelne Ökonomen schon seit 2005 erhebliches Krisenpotential gesehen hatten, so kam doch der Ausbruch der Krise, insbesondere ihre außerordentliche Tiefe, für die etablierte Wirtschaftswissenschaft überraschend. Wie vielfach dargestellt (vgl. Goldberg 2010, S. 68) galt das deregulierte internationale Wirtschaftssystem vor der Krise als besonders stabil, ein krisenfreies, ausgeglichenes Wachstum schien dauerhaft gesichert. Ein im letzten Jahr heftig diskutiertes Papier des IWF-Chefökonom Olivier Blanchard beschreibt die vor der Krise herrschende Ansicht so: „Die ‚great moderation‘ lullte Wirtschaftswissenschaftler wie Wirtschaftspolitiker in dem Glauben, dass man wisse, wie Wirtschaftspolitik zu gestalten sei. Die Krise aber zwingt uns, diesen Glauben in Frage zu stellen.“ (Blanchard 2010) Die Vorstellung von der Steuerbarkeit der kapitalistischen Wirtschaft, definiert als „Great Moderation“, war allerdings niemals begründet. Zyklische Konjunkturschwankungen gibt es seit mehr als 150 Jahren. Sie waren auch nach 1990 nicht verschwunden. Insofern kam die konjunkturelle Abschwächung 2007/2008 nicht unerwartet. Obwohl sich die wirtschaftliche Entwicklung – vor dem Hintergrund des Wachstums der Schwellenländer – seit den 1990er Jahren verstetigt zu haben schien, blieb die Abfolge von Konjunktur und Krise ein Merkmal der Industrieländer.

Zyklische Konjunkturabschwächungen/Krisen der Industrieländer traten auf:

1981-1983 (schwächstes Wachstum: + 0,2%/1982)

1990-1993 (schwächstes Wachstum: + 1,5%/1993)

2001-2002 (schwächstes Wachstum: + 1,4%/2001)

2007-2009 (schwächstes Wachstum: - 3,2%/2009)

Die zyklischen Abschwächungen begannen meist in den USA, Europa und Japan folgten mit Zeitverzögerung. Entsprechend setzten die Belebungen ebenfalls in der Regel in den USA ein. Geht man – mit Marx – davon aus, dass zyklische Krisen durch die Bewegung bei der Anlage des fixen Kapitals – also den Investitionen – hervorgerufen werden, so ist die Abschwächung der Investitionstätigkeit, gemessen an der Entwicklung der Investitionsquote, meist der Ausgangspunkt einer zyklischen Wirtschaftskrise; umgekehrt leitet eine Belebung der Investitionen, also ein Anstieg der Investitionsquote, den Aufschwung ein.

Ein deutlicher Rückgang der Investitionsquote (Investitionen in % des BIP) über die Gesamtheit der Industrieländer wurde verzeichnet:

1980 – 1983: von 24,4 auf 21,7%

1989 – 1993: von 24,1 auf 21,5%

2000 – 2002: von 22,2 auf 20,1%

2006 – 2009: von 21,6 auf 17,8%

Die Jahre 1980, 1989, 2000 und 2006 markieren jeweils die konjunkturellen Höhepunkte vor der Krise. Die Übersicht (IMF, WEO-Databse) macht nebenbei deutlich, dass sich die Investitionstätigkeit in den Industrieländern trendmäßig abschwächt, der Höhepunkt der Investitionsquote im Jahre 2006 war sogar leicht niedriger als im Tiefpunkt der Krise 1981/83. Der Widerspruch zwischen einer sinkenden realen Investitionsquote trotz sinkenden Lohnquoten und steigenden Profitquoten verweist auf ein Kernproblem des gegenwärtigen Kapitalismus: Ein Überfluss an Anlage suchendem Kapital, das wegen der niedrigen Endnachfrage produktive Anlagen meidet und auf die Finanzmärkte strömt.

Die besondere Tiefe der letzten zyklischen Wirtschaftskrise ist der Verflechtung mit der Finanzmarktkrise geschuldet. Auch dies ist prinzipiell nichts Neues, wie schon bei Marx nachzulesen: „In der Krise wird der Gegensatz zwischen der Ware und ihrer Wertgestalt, dem Geld, bis zum absoluten Widerspruch gesteigert.“ „Produktions- und Handelskrisen“ einerseits und „Geldkrisen“ andererseits bedingen sich gegenseitig. (MEW 23, S. 151) Neu war allerdings die gewaltige Expansion der Finanzmärkte, die sich über Jahrzehnte hinweg von der Produktion völlig gelöst zu haben schienen. Vermögenswerte wurden auf Kredit gekauft, die Kredite verbrieft und wiederum als Wertpapiere gehandelt. Dass Aktienkurse, Immobilienpreise, Devisenvorräte, Wertpapiere und ihre Derivate etwas mit der produzierenden Wirtschaft zu tun haben, war völlig in Vergessenheit geraten. Der Boom der Vermögenswerte nährte sich selbst: solange deren Preise stiegen konnten Gewinne realisiert werden, wurden weitere Preiserhöhungen erwartet.

Als die Preise einiger Vermögenswerte (Immobilien in den USA) erst nicht weiter anstiegen, dann plötzlich zu fallen begannen, musste das einen Schock auslösen. Jeder Inhaber von Vermögenswerten versuchte, diese so schnell wie möglich loszuwerden, Kredite wurden Mangelware, Liquidität war das Gebot der Stunde. Die Dramatik der Ereignisse führte dazu, dass die produzierenden Bereiche der Wirtschaft in eine Schockstarre verfielen: Die Vorratslager wurden geräumt, die Investitionstätigkeit eingestellt, geplante Ersatzinvestitionen wurden storniert.

Die vergleichsweise starke Belebung nach der Überwindung der akuten Phase der Krise, Brüderles „Aufschwung XXL“, ist nichts anderes als eine Reaktion auf den vorherigen scharfen Einbruch: Die geräumten Lager wurden wieder aufgefüllt, die unterlassenen Ersatzinvestitionen nachgeholt. Hinzu kamen die Effekte der staatlichen Konjunkturprogramme. Dabei fällt Deutschland durchaus nicht aus dem Rahmen der übrigen Industrieländer: Während das BIP 2010 im Durchschnitt der Industrieländer noch um ein halbes Prozent unter dem Vorkrisenstand lag, ist der Rückstand in Deutschland mit gut einem Prozent sogar etwas größer.

## **Der Finanzmarktschock**

Die besondere Tiefe der Krise 2007/2009 ist Reflex der in den vorangegangenen Jahrzehnten entstandenen „Hypertrophie der Finanzmärkte“ (Tietmeyer 2009, S.14). Insofern ist sie eine ‚große Krise‘, d.h. die Krise eines Akkumulationstyps, der durch drei Momente gekennzeichnet ist:

- Die Dominanz der finanziellen Akkumulation über die reale Akkumulation in den Industrieländern;
- Die ungleichmäßige Globalisierung der Finanzmärkte (viele Schwellenländer kontrollieren nach wie vor den Kapitalverkehr);
- Die weltwirtschaftlichen Ungleichgewichte und die Ungleichzeitigkeit der Entwicklung.

Die Dominanz der finanzkapitalistischen Akkumulation – darauf muss insistiert werden – ist keine globale Erscheinung und damit selbst Moment der Ungleichzeitigkeit, der „zwei Geschwindigkeiten“. Auch wenn heute riesige Finanzströme in Sekundenschnelle zur Nutzung kleinster Renditeunterschiede computergestützt um den Globus gejagt werden: Dieser ist finanzkapitalistisch gesehen keineswegs rund. Viele große Schwellenländer kontrollieren ihre Finanzmärkte, seit 2008 in zunehmendem Ausmaß. Die Währung der größten Handelsmacht und des größten Deviseninhabers der Welt – China – ist noch lange nicht konvertibel. Der Kontrolle des Kapitalverkehrs durch einige Entwicklungs- und Schwellenländer ist es zu verdanken, dass dort viele (nicht alle) Auswirkungen der Finanzmarktkrise begrenzt werden konnten. Die Funktionsfähigkeit der nationalen Kreditsysteme blieb dort trotz globaler Belastungen erhalten, die Krise der Industrieländer sprang nicht über. Natürlich blieben die Schwellenländer nicht unberührt, vor allem als Folge der Veränderungen im Welthandel und bei den Rohstoffpreisen. Die Einrichtungen der Finanzwirtschaft aber blieben weitgehend intakt. Die Weltwirtschaftskrise war und ist im Kern eine Krise der Industrieländer. Zur Abwehr der Kapitalflut aus den Industrieländern mit ihrer „hohen Unternehmensprofitabilität“ (strong corporate sector profitability) hält sogar der IWF („in some cases“) Kapitalverkehrskontrollen für angebracht (IMF 2011 I, S. 11/13).

In den Industrieländern ist die wohl wichtigste und auch das Massenbewusstsein prägende Erfahrung die der Unsicherheit, der Intransparenz und Unbeherrschbarkeit der Ereignisse: Insbesondere nach dem Zusammenbruch der US-Investmenbank Lehman Brothers überstürzten sich die Katastrophenmeldungen. Die Wirtschaftspolitik, verfangen im Allmachtswahn der „Great Moderation“, reagierte kopflos. Die Regierungen griffen massiv ein und übernahmen umfassende Garantien für die private Wirtschaft, und zwar in einem Umfang, der das Volumen der Staatshaushalte oft um ein Vielfaches überstieg. So sagte die deutsche Bundesregierung Ende 2008/Anfang 2009 480 Milliarden Euro an Garantien und Kapitalhilfen für die Banken zu, stellte den Unternehmen 115 Milliarden an Krediten und Bürgschaften bereit, legte Konjunkturprogramme im Umfang von 80 Milliarden auf. Zum Vergleich: Die Steuereinnahmen des Bundes beliefen sich 2008 auf knapp 228 Mrd. Euro. Die Bundesregierung engagierte in unterschiedlichen Maßnahmen zur Bekämpfung der Krise fast das Dreifache der jährlichen Steuereinnahmen oder ein Drittel des Bruttoinlandsprodukts.

Dies entspricht etwa dem internationalen Durchschnitt in den Industrieländern (Pfeiffer 2009, S. 14 ff). Diese gewaltigen Summen wurden innerhalb weniger Wochen, oft ohne parlamentarische, geschweige denn öffentliche Debatten,

zugesagt. Niemand wusste, wie viel davon letzten Endes wirklich aufgebracht werden musste, weil niemand wusste, wie groß die Verluste des Finanzsektors tatsächlich waren. Der IWF beziffert die direkten staatlichen Zahlungen an die Finanzindustrie der Industrieländer in der Krise mit etwa 3,5% des BIP, etwa 1.500 Milliarden Dollar. Die bezogen auf das BIP höchsten Zahlungen erfolgten in den Ländern mit einer besonders überdimensionierten Finanzindustrie, d.h. den Niederlanden, Großbritannien und der Schweiz. Deutschland liegt im Mittelfeld. Tatsächlich benötigt wurde also nur etwa ein Zehntel der zugesagten Mittel, ein gewaltiger ‚overkill‘ der Stützungsprogramme. Auch dies illustriert die Hilflosigkeit der Akteure, die in ihrer Panik und Unwissenheit dem Prinzip ‚viel hilft viel‘ folgten. Da im Zuge der Erholung der Finanzmärkte inzwischen ein Teil der Mittel wieder zurückgezahlt wurde, liegt die fiskalische Belastung nochmals niedriger – für Deutschland wird sie von der Deutschen Bank (Deutsche Bank Research, 1.7.2010) auf etwa 25 Milliarden Euro geschätzt, ein Prozent des BIP.<sup>3</sup> Einige von der Finanzkrise besonders stark getroffene Länder wie die USA und Großbritannien beziffern die direkten fiskalischen Kosten der Finanzkrise auf zwei (USA) bis fünf (Großbritannien) Prozent des BIP.

Trotzdem haben schon die direkten fiskalischen Kosten erheblich zum Anstieg der öffentlichen Verschuldung beigetragen. Allein in Deutschland erklären diese fast die Hälfte der Neuverschuldung des Jahres 2009, in anderen Ländern ist der Anteil noch höher. Gewaltig sind die indirekten Kosten der bis heute nicht ganz aufgeholtene Produktionsrückgänge: Dem IWF zufolge explodierte die öffentliche Neuverschuldung der Industrieländer von 1,2% des BIP im Jahre 2007 auf 8,9% im Jahre 2009. Trotz Konjunkturbelebung und Sparpolitik erwartet der IWF bis 2014 nur einen Rückgang auf 4,7%. Was davon auf das Konto der Finanzmarktkrise geht – die fällige Konjunkturkrise wäre sicherlich ohne den Zusammenbruch der Finanzmärkte weit milder ausgefallen – ist kaum zu beziffern. So kann der Deutschen Bank zugestimmt werden wenn sie, gestützt auf IWF-Analysen, formuliert: „Auch wenn sich darüber streiten lässt, wieweit die Finanzkrise konkret zur ersten Rezession der Weltwirtschaft seit dem zweiten Weltkrieg und dem massiven Anstieg der öffentlichen Defizite beigetragen hat, ist klar, dass sie sicherlich der wichtigste einzelne Grund dafür war.“ (Deutsche Bank Research, S. 4) Diesen Satz sollte man sich merken: Deutschland verzeichnete 2007 ausgeglichene öffentliche Haushalte. Die seither wieder zu verzeichnende Neuverschuldung ist allein Folge der von der Finanzindustrie verursachten Krise – und keineswegs einem überbordenden Sozialstaat, dem demografischen Wandel usw. geschuldet. Dies hält die Politik allerdings nicht davon ab, mit dem Hinweis auf steigende Schulden den Kurs auf Sozialabbau und Privatisierung der Sozialen Sicherung voranzutreiben.

---

<sup>3</sup> Andere, wenn auch nicht ganz vergleichbare, Zahlen nennt der Bankenrettungsfonds Soffin der Bundesregierung an: Demnach belaufen sich die Kapitalhilfen für Banken auf 29,3 Mrd., das Engagement in Abwicklungsanstalten („bad banks“) auf 51 Mrd. und die Summe der Garantien auf 55,6 Mrd. Euro.

## **Krisengewinner Finanzindustrie**

Auch wenn die genauen Kosten der Krise schwer zu beziffern sind, so können die Profiteure unschwer ausgemacht werden: Es ist die Finanzindustrie, die nicht nur mit öffentlichen Mitteln gerettet wurde, sondern in der Folge auch noch an den Rettungsmaßnahmen und ihren Folgen verdient. Die um die Verschuldung schwächerer Euro-Staaten kreisende Debatte ist kabarettreif: Dieselben Banken, die die Krise produziert haben und deren Rettung „der wichtigste einzelne Grund“ der Staatsverschuldung ist, machen sich nicht nur anheischig, die angeblich unsolide Schuldenpolitik der Regierungen zu geißeln, sondern profitieren sowohl von fetten „Risikoaufschlägen“ als auch (über Gebühren) von der Aufnahme öffentlicher Kredite. Dieselben Ratingagenturen, die durch die Vergabe von AAA-Noten für Schrottpapiere erheblich zum Ausbruch und zum katastrophischen Verlauf der Finanzmarktkrise beigetragen haben, stufen heute von der EU garantierte Staatspapiere zum Schrottstatus herab und treiben die Zinsen hoch, Zinsen, die von den Steuerzahlern der verschuldeten Ländern an die Finanzindustrie gezahlt werden müssen.

Die Finanzmarktkrise und ihre Folgen wurden und werden durch die Bereitstellung von faktisch unbegrenzter Liquidität durch die Staaten und Notenbanken bekämpft. Extrem niedrige Zinsen, Geldschöpfung durch die Notenbanken und die Übernahme von Risiken durch öffentliche Institutionen haben das System vor dem Zusammenbruch bewahrt. Auch heute noch, während die vor kurzem noch vor dem Bankrott stehenden Banken schon wieder Rekordgewinne ausweisen, würde eine Beschränkung der öffentlichen Liquiditätsversorgung eine erneute Finanzmarktkrise nach sich ziehen. Die „Märkte“ funktionieren nur deshalb, weil sie staatlich gestützt werden. Diese Politik fördert die Hypertrophie der Finanzmärkte, die zur Krise geführt hat. Es ist daher auch nicht verwunderlich, dass sich der Prozess der Vermögensinflation – der ständige Anstieg der Vermögenspreise – nach einer kurzen Pause fortsetzt. Wenn heute festgestellt wird: „Dank der entschlossenen und massiven Maßnahmen der öffentlichen Hand und der schnellen Erholung der Weltwirtschaft lagen die bereits erfolgten Ausgaben zur Stabilisierung des Finanzsektors in den entwickelten Ländern nur etwa bei der Hälfte des früher bei der Krisenbewältigung Üblichen“ (Deutsche Bank Research), so hängt das vor allem mit der über die Geldpolitik stimulierten Re-Inflationierung der Vermögenswerte zusammen. Das Volumen des Finanzsektors hat sich durch die Krise kaum verringert. Zwischen 1995 und 2007 stiegen die Verbindlichkeiten des amerikanischen Bankensystems von drei auf dreizehn Billionen Dollar; im gleichen Zeitraum bildete sich ein System von Schattenbanken heraus, welches keiner Aufsicht unterlag: Dessen Verbindlichkeiten stiegen von drei auf zwanzig Billionen. Während die Verbindlichkeiten der Banken nach einer kurzen Pause weiter anstiegen, bildeten sie sich bei den Schattenbanken nur leicht auf 16 Milliarden (Mitte 2009) zurück (Vinals 2010, S. 9). Ende Januar 2011 hatte der MSCI-Index der Weltbörsen seinen alten Höchststand von Herbst 2007 fast wieder erreicht.



Im neoliberalen Lager gibt es viele Kritiker dieser Politik der ‚Krisenbewältigung‘ durch Überflutung der Finanzmärkte mit frischem Geld – dadurch würde die Funktionsfähigkeit der Märkte beeinträchtigt, die Übernahme von Risiken durch die Finanzindustrie belohnt. Die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger wissen allerdings – im Gegensatz zu den marktradikalen Ideologen – dass die Märkte in der von jedem Bezug zu realen wirtschaftlichen Prozessen losgelösten Sphäre des Kreditgeldes, wo Wertschöpfung scheinbar aus dem Nichts möglich ist, chronisch zu Ungleichgewichten neigen. Eine Politik der Begrenzung finanzieller Ungleichgewichte aber birgt die Gefahr in sich, „der realen Ökonomie Kollateralschäden zuzufügen.“ Bislang ist kein Kraut gewachsen gegen die Gefahr „der Kombination von steigenden Vermögenspreisen und raschem Kreditwachstum“ (Vinals 2010, S. 24). Die Geldpolitik hat zu wählen zwischen Pest und Cholera: Eine Politik des leichten Geldes begünstigt die Bildung von Finanzblasen, eine straffe Geldpolitik behindert die Realökonomie.

Dass die Krise an den Finanzmärkten der Grund für die Verschärfung der Wirtschaftskrise war, ist für die immer noch dominierende marktradikale Wirtschaftstheorie besonders bitter: Der Efficient Market Hypothesis, der Hypothese von der Effizienz der Märkte zufolge repräsentieren die Finanzmärkte den Markt in seiner vollen Reinheit. In einer kleinen programmatischen Schrift für die Warenbörse von Chicago hatte Milton Friedman 1971, nach Aufgabe der Goldbindung des Dollar, dargestellt, wie die Freigabe der Währungskurse mit Notwendigkeit zu einem stabilen Wechselkurssystem führen würde. Dabei kommt der Spekulation und der Entwicklung von Derivaten und Futures Friedman zufolge eine zentrale Rolle zu: Die Nutzung von erwarteten Preisschwankungen durch spekulative Anleger würde zu stabilen, d.h. effizienten Wechselkursen führen. Die Marktordnung kommt zu sich selbst: Der blind handelnde, egoistische, habgierige Spekulant schafft die ideale, gerechte Ordnung (Vogl 2010, S. 90). Dass auch Anhänger der freien Märkte nach Ausbruch der Krise die Gier der Spekulanten als Krisenursache geißelten zeigt nur, dass sie die Theorie der Marktwirtschaft selbst nie verstanden haben: Es ist ja gerade die List der „unsichtbaren Hand“ des Marktes, welche dazu führt, dass die „natürliche Selbstsucht und Habgier“ der Reichen in ein Mittel zur Förderung der allgemeinen Wohlfahrt verwandelt wird (Smith 1759/1994, S. 316). Die Spekulation ist Friedman zufolge das Salz in der Suppe der Marktwirtschaft – wer den Markt vergötzt, darf die Spekulation nicht verteufeln. Der Zusammenbruch der nicht zufällig noch kurz zuvor als besonders stabil erachteten Finanzmärkte ist daher der wissenschaftliche und ideologische GAU der sich auf Friedman beziehenden Theorien und Politiken des Neoliberalismus. Trotzdem bleiben diese ideologisch dominierend.

## **Ein Wirtschaftspolitischer Paradigmenwechsel?**

Waren die bisherigen ‚großen‘ Krisen (insbesondere die von 1929/33 und von 1973/75) Ausgangspunkte für wirtschaftspolitische Paradigmenwechsel, die

zumindest zeitweilig die Schwächen der jeweiligen Akkumulationsregime beheben konnten, so ist derzeit ein solcher Paradigmenwechsel nicht sichtbar.<sup>4</sup> Dies belegen – neben dem verstärkten Trend zur Privatisierung insbesondere der Systeme der Sozialen Sicherung – die aktuellen Bemühungen zur Re-Regulierung der globalen Finanzmärkte. Nach zwei Jahren gibt es zaghafte Reformen auf drei Gebieten:

- Die Anforderungen an die Eigenkapitaldecke der Banken wurden erhöht und an die Risikostruktur der Bankaktiva angepasst. Allerdings wurde die Umsetzung dieser unter dem Stichwort „BASEL III“ international vereinbarten Reform auf Wunsch der Banken zeitlich gestreckt: Erst ab 2019 müssen die Banken alle Auflagen erfüllen.
- National unterschiedlich wurden die Vergütungsordnungen für Bankmanager modifiziert mit dem Ziel, den Anteil der Boni zu reduzieren und letztere langfristiger auszurichten. Eine internationale Lösung ist aber bislang noch nicht einmal auf europäischer Ebene gelungen: So ist möglich, dass in den Filialen eines Instituts je nach Land unterschiedliche Regelungen gelten.
- Verschiedentlich wurden die nationalen Aufsichtsbehörden reorganisiert, ohne aber eine global abgestimmte Finanzaufsicht etablieren zu können.

Die wichtigsten Probleme der Finanzmärkte bleiben bestehen. Ein Überblick des Internationalen Währungsfonds von Ende 2009 formuliert höflich: „Drei Jahre nach dem Ausbruch der globalen Finanzkrise wurde viel getan, um das globale Finanzsystem zu reformieren, aber viel bleibt noch zu tun.“ (Vinals 2010, S.4) Analysiert man die vom IWF als prioritär bezeichneten Problemkomplexe, dann zeigt sich, dass die Hauptaufgaben in Wirklichkeit nicht erledigt wurden, ja, dass Lösungen auf den meisten Gebieten unwahrscheinlich sind. Der IWF nennt folgende fünf prioritäre Aufgabenfelder einer wirksamen Reform:

- *Erstens*: Globale Koordination der Finanzmarktregulierung, um Regulierungskonkurrenz und die Ausnutzung internationaler Unterschiede zu verhindern;
- *Zweitens*: Stärkung der Finanzaufsichten und bessere grenzüberschreitende Abstimmungen;
- *Drittens*: Entwicklung von Insolvenzmechanismen für Finanzinstitutionen und ihre Beteiligung an den Kosten. Dies gilt insbesondere für systemrelevante Banken und Institute;
- *Viertens*: Bislang haben sich die Bemühungen auf die Mikroebene beschränkt, d.h. es ging darum, die Krisenresistenz einzelner Banken zu vergrößern. Wichtiger aber ist es, systemische Risiken zu erkennen und zu bekämpfen, u. a. durch Kontrolle der systemrelevanten Finanzinstitute
- *Fünftens*: Die Reformen dürfen sich nicht auf die Banken beschränken sondern müssen das gesamte Finanzsystem erfassen. Heute besteht verstärkt die Gefahr, dass risikoreiche Geschäfte einfach auf unregulierte Märkte verlagert werden.

---

<sup>4</sup> Bezogen auf die Reform des IWF wird dies ausführlich dargestellt in Goldberg (2010).

Es sind vor allem zwei Felder, auf denen wirksame Reformen auch in Zukunft kaum zu erwarten sind: Die Entwicklung globaler Lösungen der Finanzmarktregulierung zur Ausschaltung von Regulierungskonkurrenz und die Erfassung von Systemrisiken, d.h. eine Änderung der makro-ökonomischen Politik.

## **Grenzen der Globalisierung**

Angesichts der (ungleichmäßigen) Globalisierung der Geld- und Kapitalströme sind wirksame Lösungen auf allen fünf Gebieten nur als global abgestimmte Vorhaben vorstellbar. Gelungen ist das aber bisher nur teilweise im Falle von „Basel III“. Wirksame Regulierungen berühren immer auch die Profitabilität der jeweiligen Finanzindustrie und unterliegen dem Wettbewerb der Standorte und nationalen Finanzmärkte. Strikte Regulierungen, höhere Zinsen bzw. Abgaben rufen Kapitalwanderungen hervor, regen die Finanzmärkte dazu an, Arbitragegewinne anzustreben. Ein klassisches Beispiel sind die carry trades, bei denen die Zinsunterschiede zwischen verschiedenen Währungszone ausgenutzt werden. Unterschiedliche nationale Regelungen der Finanzmärkte und große Zinsunterschiede bei unkontrolliertem Kapitalverkehr führen zur weiteren Aufblähung der Finanzsphäre, weil sie zusätzliche Gelegenheiten zur Spekulation eröffnen. Einzelne starke Länder insbesondere der ehemaligen Peripherie, die nicht auf Kapitalimporte angewiesen sind, haben darauf bereits durch verstärkte Kapitalmarktrollen reagiert. Allerdings ist die ‚Renationalisierung‘ des Kapitalverkehrs auf Dauer keine taugliche Lösung. Denn entsprechend der ungleichmäßigen wirtschaftlichen Entwicklung der Länder und Regionen ist grenzüberschreitender Kapitalverkehr unabdingbar.

Die Durchsetzung einer global abgestimmten Regulierung der Finanzmärkte ist umso schwieriger, als es heute keine hegemonialen Wirtschaftsmächte gibt, die stark genug sind, um ihre Regeln weltweit durchzusetzen. Nach der Krise 1929/33 und dem folgenden Weltkrieg setzte die Hegemonialmacht USA im kapitalistischen Teil der Welt die Regeln, während im sozialistischen Teil eine Renationalisierung der Wirtschaft überwog. Nach dem Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods 1971/73 gab es den Versuch, im Rahmen der G7, d.h. der ‚Triade‘ Nordamerika, Europa und Japan, die weltwirtschaftlichen Regeln festzusetzen. Der Aufstieg ehemaliger Länder der Peripherie hat dieses Gremium überflüssig gemacht. Sein Ersatz durch die G20 schafft kein neues Zentrum: Zu groß sind die Interessensunterschiede zwischen den beteiligten Staaten, zu unterschiedlich sind die Ausgangspunkte und Probleme. Eine neue hegemoniale Konstellation ist nicht in Sicht. Auch wenn es angesichts der immer noch zentralen Rolle der USA übertrieben erscheint, von einem „gefährlichen Machtvakuum“ als Folge des relativen Abstiegs der ‚Triade‘ zu sprechen, so fehlt in der Tat heute eine Macht, die auf allen relevanten Gebieten ihre Interessen als globale Interessen definieren könnte. Daher stagnieren auf vielen Gebieten – Finanzmarktregulierung, Handelspolitik, Klimaverhandlungen – die Verhandlungen (Kappel 2011). Angesichts der Probleme, die in der Krise einen konzentrierten Ausdruck gefunden haben (Finanzmärkte, Handelspolitik, natürliche Ressourcen, Klimaproblematik) wären echte globale Lösungen, durchgesetzt und kontrolliert von unabhängigen und starken in-

ternationalen Institutionen, notwendig. Was die Finanzmärkte betrifft so bemüht sich insbesondere der Internationale Währungsfonds, eine solche systemische Rolle zu spielen – mit geringem Erfolg. Eine echte Supranationalität der Regulierung ist selbst auf dem drängenden Gebiet der Finanzmärkte nicht erkennbar.

Ein Prüfstein ist die Behandlung des „too-big-to-fail“ Problems, also die Kontrolle der „Systemically Important Financial Institutions“ (SIFI), der systemrelevanten Institute. Zwar hat der neu errichtete internationale „Financial Stability Board“ im letzten Herbst weltweit 30 Institute identifiziert (darunter die Deutsche Bank und die Allianz), die so groß und so verflochten sind, dass sie die Welt erneut ins Chaos stürzen könnten. Leider aber „ist es immer noch eine offene Frage, wie man die Risiken abfedern könnte, die die SIFIs für das Finanzsystem produzieren“, beklagt der IWF in seinem Bericht über die globale finanzielle Stabilität vom Januar 2011 (IMF, 2011 II, S. 9). Wie die betroffenen Institute darüber denken hat der neue Chef der britischen Großbank Barclays, Bob Diamond, bei einer Anhörung vor dem Finanzausschuss des britischen Unterhauses in dankenswerter Klarheit ausgedrückt: „Die Zeit der Gewissensbisse und Entschuldigungen ist vorbei.“ So ist inzwischen durchgesickert, dass die unabhängige britische Bankenkommission, die Vorschläge für strukturelle Maßnahmen zur Vermeidung künftiger Systemrisiken machen soll, keine Aufspaltung systemrelevanter Institute empfehlen wird. Damit ist klar, dass am zweitgrößten Finanzplatz der Welt alles beim Alten bleiben wird, dass die Banken „weitgehend unbehelligt zum Tagesgeschäft zurückkehren können.“ (Neue Zürcher Zeitung, 25.1.2011).

## Neuausrichtung der Wirtschaftspolitik

Ähnlich kompliziert scheint die Umsetzung einer neuen makro-ökonomischen Orientierung zu sein. Dies zeigt sich am deutlichsten auf dem Feld der Geldpolitik, wo das Dilemma offensichtlich ist: Die Grundlage der bisherigen Orientierung war – wie u. a. Blanchard beschrieben hat – der Glaube, die Notenbanken hätten lediglich für stabile Inflationsraten zu sorgen, wobei das Kriterium bis heute die Entwicklung der Verbraucherpreise ist. Wirtschaftspolitik (d.h. konkret Geldpolitik) hatte, so Blanchard, ein Ziel: niedrige Inflation, und ein Instrument: die Zinspolitik: „So lange wie die Inflationsraten niedrig und stabil waren würde es kaum eine Unterauslastung der Produktionskapazitäten geben.“ (ebd., S. 3) Dies schien in den Jahrzehnten vor der Krise erreicht: „Bis zum Ausbruch der Krise war die Kerninflation in den meisten entwickelten Industrieländern stabil.“ (ebd. S. 7) Das traf allerdings nur auf die Verbraucherpreise zu, nicht auf die Preise der Immobilien, Aktien, Wertpapiere, usw., also auf die Preise der Vermögenswerte, deren Aufblähung<sup>5</sup> letzten Endes zur Finanzmarktkrise führte.

Will man eine solche Entwicklung in Zukunft verhindern, so scheint die Antwort einfach zu sein: Erweitert die Zielfunktion der Geldpolitik von stabilen

---

<sup>5</sup> Der bislang dominierenden, sich auf Milton Friedman beziehende Theorie zufolge kann es keine Vermögensblasen geben, weil die effizienten Finanzmärkte immer die richtigen Preise generieren.

Verbraucherpreisen auf stabile Vermögenswerte. Die Notenbanken müssten also schon dann geldpolitisch auf die Bremse treten (Erhöhung der Notenbankzinsen, Verknappung des Notenbankgelds), wenn die Vermögenspreise deutlich rascher steigen als das Bruttoinlandsprodukt. Ein solcher geldpolitischer Paradigmenwechsel wird in der Tat diskutiert. Angesichts des bestehenden Grundproblems, nämlich des anhaltenden Überschusses an Anlage suchendem Kapital, würde eine solche Erweiterung der Zielfunktion die Notenbanken aber dazu zwingen, die Zinsen ständig hoch und das Geld ständig knapp zu halten. Das Ergebnis wäre fatal: Kredite an die Realwirtschaft würden knapp und teuer, angesichts hoher Zinsen wäre der Anreiz für Geldkapitalanlagen eher noch größer: Wird gegenwärtig bei niedrigen Zinsen auf Kursgewinne spekuliert, würde bei hohen Zinsen die laufende Rendite im Mittelpunkt stehen. Um Wachstum und dringend notwendige Investitionen zur Umstellung des Produktionssystems auf ressourcensparende und klimafreundliche Verfahren zu fördern, wären ganz im Gegenteil dauerhaft niedrige Zinsen und stabile Vermögenspreise notwendig. Nur bei niedrigen Renditen und Gewinnen der Finanzanlagen würden Realinvestitionen für die privaten Anleger wieder attraktiv.

Das aber ist durch Geldpolitik allein nicht zu erreichen – letzten Endes müsste eine leichte, investitionsfreundliche Geldpolitik kombiniert werden mit einer straffen Kontrolle der Finanzsphäre, um diese auf ihre Kernfunktion, die Finanzierung der Produktion, zu beschränken. Auch eine wieder zu mehr Ehren kommende keynesianische Fiskal- und Verteilungspolitik würde angesichts der Hypertrophie der Finanzmärkte nicht ausreichen: Notwendig wäre eine Ausweitung staatlicher Wirtschaftspolitik auf das Feld der kapitalistischen Institutionen, also die Ergänzung der klassischen wirtschaftspolitischen Instrumente um eine aktive Institutionenpolitik. Dieser Gedanke ist in den modernen Wirtschaftswissenschaften nicht völlig abwesend. Man könnte die Vergabe der letzten drei Nobelpreise für Wirtschaftswissenschaften (2008: Krugman; 2009: Ostrom/Williamson; 2010: Diamond/Mortensen/Pissarides), vor allem die an Frau Ostrom (Gemeinschaftsgüter), in diese Richtung interpretieren. Alle Laureaten untersuchten institutionelle Bedingungen für das Funktionieren von Märkten. Andererseits zeigt die Kleinteiligkeit der prämierten Forschungen (Gegenstand waren Einzelmärkte), dass die mainstream-Wirtschaftswissenschaft auf die Notwendigkeit einer grundlegenden Kursänderung in der makro-ökonomischen Politik nach der Finanzmarktkrise bislang nicht reagiert hat. Das vom IWF-Chefökonom Blanchard vorgestellte „neue makroökonomische Rahmenwerk“ besteht im Kern lediglich im Eingeständnis, dass in akuten Krisenphasen expansive Fiskalpolitik und Kapitalverkehrskontrollen notwendig sein könnten. Das wird in dem erwähnten Papier auf eine geradezu entwaffnende Weise eingestanden: „Die Krise wurde nicht in erster Linie durch die Wirtschaftspolitik verursacht. Aber sie hat Mängel (flaws) des bisherigen wirtschaftspolitischen Rahmenwerks offen gelegt und die Wirtschaftspolitiker gezwungen, in der Krise neue Politiken auszuprobieren, und zwingt uns, über eine neue wirtschaftspolitische Architektur in der Nachkrisenzeit nachzudenken. In vieler Hinsicht sollte der allgemeine Rahmen der

gleiche bleiben. ...Die Kombination der traditionellen Geldpolitik mit Instrumenten der Regulierung (regulation tools), und die Konzipierung von besseren automatischen antizyklischen Stabilisatoren in der Finanzpolitik wären viel versprechende Denkrichtungen.“ Das ist nicht mehr als eine Reparatur an Einzelaspekten, keineswegs ein neues wirtschaftspolitisches Rahmenwerk: Dies soll vielmehr unverändert bleiben.

## Zusammenfassung

Nur durch massiven Einsatz von öffentlichen Mitteln, durch die Überflutung der Finanzmärkte mit Notenbankgeld und die Senkung des Zinsniveaus konnte die 2007/2008 ausgebrochene Krise überwunden werden. Der Preis ist eine erneute Vergrößerung jener Probleme, die für die besondere Tiefe der Krise verantwortlich waren: die Inflation der Vermögenswerte und die Hypertrophie der Finanzmärkte. Die notwendige Anpassung der Wirtschaftspolitik an die neuen Gefahrenlagen, also ein neues wirtschaftspolitisches Paradigma, ist nicht in Sicht. Der Aufstieg neuer globaler Wirtschaftsmächte, bei weiter großer Stärke der USA behindert angesichts der großen Interessenunterschiede die Umsetzung global abgestimmter wirtschaftspolitischer Maßnahmen. Es gibt derzeit keine Macht, die der Welt ihr Konzept aufzwingen könnte. Die Ungleichzeitigkeit der Entwicklung bei globaler Interdependenz, die „zwei Geschwindigkeiten“ der Welt, erschweren international abgestimmte Maßnahmen. Zugleich gibt es weder national noch international ausreichend durchsetzungsfähige Kräfte, die die notwendige institutionelle Kontrolle der Finanzindustrie durchsetzen könnte, zumindest der 30 systemrelevanten Finanzinstitute. Dies spiegelt sich auf der Ebene der mainstream-Wirtschaftswissenschaften wider, die keine Antwort auf die Notwendigkeit eines neuen wirtschaftspolitischen Paradigmas jenseits von Keynesianismus und Neoliberalismus haben.

## Literatur

- Blanchard, Olivier u. a. (2010): Rethinking Macroeconomic Policy, IMF staff position note, February
- Deutsche Bank Research (2010): Direkte fiskalische Kosten der Finanzkrise, Juli
- Goldberg, Jörg (2010): Der ‚neue IWF‘: Krisenfeuerwehr oder Systemwächter?, in: Blätter für deutsche und internationale Politik, Nr. 9, Berlin
- IMF/Internationaler Währungsfonds (2009) (2010): World Economic Outlook (WEO), Washington D.C., October
- IMF, WEO-Database: [www.imf.org](http://www.imf.org)
- IMF (2011 I): World Economic Outlook Update – Global Recovery Advances but Remains Uneven; January
- IMF (2011 II): Global Financial Stability Report, GFSR Market Update, Global Financial Stability Still at Risk, January
- Kappel, Robert (2011): Der Abstieg Europas und der Vereinigten Staaten – Verschiebungen in der Weltwirtschaft und Weltpolitik, GIGA focus Nr. 1, Hamburg
- Maddison, Angus (2006): The World Economy, OECD, Paris

- Pfeiffer, Hermannus (2009): Der Staat in der Krise – Auswirkungen der staatlichen „Retungsprogramme“ auf die Wirtschaft der Bundesrepublik, in: *Z – Zeitschrift Marxistische Erneuerung*, Heft 80, Frankfurt/M
- Smith, Adam (1759/1994): *Theorie der ethischen Gefühle*, London/Hamburg
- Tietmeyer, Hans (2009): Währungs- und Finanzmarktstabilität als Aufgaben – Rückblick und Perspektiven, *Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht*, Heft 85
- Vinals, José u. a. (2010), *Shaping the New Financial System*, IMF staff position note, October
- Vogl, Joseph (2010): *Das Gespenst des Kapitals*, Zürich