

Gegründet im Auftrag der Vereinigung von Prof. Dr. Karl Dietrich Bracher †, Prof. Dr. Gert von Eynern †, Prof. Dr. Otto Heinrich von der Gablentz †, Prof. Dr. Gerhard Leibholz † und Prof. Dr. Dolf Sternberger †.

Herausgegeben vom Vorstand der Deutschen Vereinigung für Politikwissenschaft

Redaktion: Prof. Dr. **Mathias Albert**, Bielefeld; Prof. Dr. **Michael Haus**, Heidelberg; Prof. Dr. **Michèle Knodt**, Darmstadt (ViSDP); Prof. Dr. **Samuel Salzborn**, Göttingen (PVS Literatur); Prof. Dr. **Kai-Uwe Schnapp**, Hamburg; Prof. Dr. **Annette Elisabeth Töller**, Hagen.

GASTBEITRAG

Birgit Sauer

Gesellschaftstheoretische Überlegungen zum europäischen Rechtspopulismus.
Zum Erklärungspotenzial der Kategorie Geschlecht 1

ABHANDLUNG

Lisa Riedel und Gerald Schneider

Dezentraler Asylvollzug diskriminiert: Anerkennungsquoten von Flüchtlingen im
bundesdeutschen Vergleich, 2010-2015 21

Anna Kern

Identifikation mit politischen Parteien und Demokratiezufriedenheit:
Eine Längsschnittanalyse zum Einfluss von Parteiidentifikation in Deutschland 49

Benjamin C. Sack

Gewinnen, Verlieren und lokale Betroffenheit bei Volksabstimmungen: Auswirkungen auf
die Demokratiezufriedenheit im zeitlichen und räumlichen Vergleich 75

Joscha Wullweber

Leviathan vs. selbstregulierende Märkte? Die globale Finanzkrise und die Governance
von Finanzmarktliquidität 98

LITERATURBERICHT

Olaf Briese

Anarchismus im 21. Jahrhundert. Ein Literaturbericht 124

PVS-LITERATUR

BESPRECHUNGEN

POLITISCHE THEORIE UND IDEENGESCHICHTE

Bluhm, Harald, und Skadi Krause (Hrsg.). *Alexis de Tocqueville. Analytiker der Demokratie.*
(Ahmet Cavuldak) 149

Borchert, Jens, und Stephan Lessenich. *Claus Offe and the Critical Theory of the Capitalist State.*
(Martin Seeliger) 151

Floridi, Luciano. *Die 4. Revolution. Wie die Infosphäre unser Leben verändert.* (Christian Nestler) ... 153

VERGLEICH POLITISCHER SYSTEME

Lachapelle, Guy, und Philippe J. Maarek (Hrsg.). *Political Parties in the Digital Age. The Impact of new technologies in politics.* (Julia Schwanholz) 155

Korte, Karl-Rudolf (Hrsg.). *Emotionen und Politik. Begründungen, Konzeptionen und Praxisfelder einer politikwissenschaftlichen Emotionsforschung.* (Dirk Jörke) 156

Bargetz, Brigitte, Andrea Fleschenberg, Ina Kerner, Regina Kreide, und Gundula Ludwig (Hrsg.). *Kritik und Widerstand. Feministische Praktiken in androzentrissen Zeiten.* (Franziska Martinsen) 159

POLITIKFELDANALYSE

Syrovatka, Felix. *Die Reformpolitik Frankreichs in der Krise. Arbeitsmarkt und Rentenpolitik vor dem Hintergrund europäischer Krisenbearbeitung.* (Jannis Chasoglou) 161

Mertens, Daniel. *Erst sparen, dann kaufen? Privatverschuldung in Deutschland.* (Jan-Ocko Heuer) 162

Laag, Benjamin. *Die Kohärenz der deutschen Rohstoffpolitik. Ressortübergreifendes Selbstgespräch oder wirksame Politikkoordinierung?* (Heribert Dieter) 164

INTERNATIONALE BEZIEHUNGEN

Korf, Benedikt, und Conrad Schetter (Hrsg.). *Geographien der Gewalt. Kriege, Konflikte und die Ordnung des Raumes im 21. Jahrhundert.* (Alex Veit) 167

Hain, Gregor. *Die Sicherheit und Stabilität Indiens. Historische, politische und wirtschaftliche Herausforderungen.* (Anton Pelinka) 169

EUROPÄISCHE INTEGRATION

Dialer, Doris, Andreas Maurer, und Margarethe Richter. *Handbuch zum Europäischen Parlament.* (Wolfgang Wessels / Darius Ribbe) 170

Gosewinkel, Dieter. *Schutz und Freiheit? Staatsbürgerschaft in Europa im 20. und 21. Jahrhundert.* (Burkhard Liebsch) 172

Autorinnen und Autoren der Buchbesprechungen 175

Zusammenfassungen 176

Gutachterinnen und Gutachter 2016 178

Leviathan vs. selbstregulierende Märkte? Die globale Finanzkrise und die Governance von Finanzmarktliquidität

Joscha Wullweber

Leviathan vs. self-regulating markets? The global financial crisis and the governance of market liquidity.

Abstract: Since the global financial crisis, there has been a shift in the governance of market liquidity. While private actors are playing an increasing role in liquidity generation, state institutions are becoming more and more important with respect to liquidity protection. The article questions the dichotomy between states and financial markets and argues that although there are considerable changes, the state has always played a central role in the governance of liquidity. It sets a legal framework, strongly supports asset securitization, and provides securities, especially in the form of state bonds, which constitute one of the very conditions for the financial system to function.

Keywords: Global financial crisis; global governance; financial system; nation state; liquidity

Schlagworte: Globale Finanzkrise; Global Governance; Finanzsystem; Nationalstaat; Liquidität

„When the music stops, in terms of liquidity, things will be complicated. But as long as the music is playing, you’ve got to get up and dance. We’re still dancing”
(Chuck Prince, Vorstandsvorsitzender der Citigroup 2007).

„Von den Leitsätzen orthodoxer Finanzierung ist sicherlich keiner anti-sozialer als der
Fetisch der Liquidität”
(Keynes [1936] 2009, S. 132).

1. Einleitung

Stabile Finanzmärkte sind eine Grundvoraussetzung für eine funktionierende (globale) Ökonomie und haben eine essenzielle Bedeutung für die Stabilität des „demokratischen Kapitalismus“ (Streeck 2013).¹ Der Bemessungsmaßstab für funktionierende Finanzmärkte wird mit dem Begriff der Liquidität gefasst. Liquide Märkte funktionieren demnach reibungslos und stellen optimale Märkte dar: „Liquidity, like efficiency, is considered one of the great virtues of perfectly competitive markets” (Carruthers u. Stinchcombe 1999, S. 353). Bis zur globalen Finanzkrise von 2007-2009 wurde ein regulierender Eingriff des Staates aufgrund des (neo-)liberalen Staatsverständnisses und aus Sicht der in den Wirtschaftswis-

1 Für konstruktive Kritik und hilfreiche Kommentare möchte ich mich bei Christoph Scherrer und den TeilnehmerInnen des Post-Dok-Workshops in Kassel bedanken. Auch die Kritik aus den beiden anonymen Gutachten war ausgesprochen hilfreich, wofür ich mich bei den beiden GutachterInnen herzlich bedanken möchte.

senschaften vorherrschenden Neoklassik, die die meisten Policy-Programme der Regierungen maßgeblich anleiten, als problematisch angesehen und davon ausgegangen, dass Märkte umso liquider seien, je weniger diese reguliert sind:

It is associated with free and laissez-faire markets, and hence with the absence of an intrusive institutional or regulatory apparatus. If exchange constitutes the elementary form of market life, liquidity means that exchange occurs easily and frequently – markets are operating smoothly and properly (Carruthers u. Stinchcombe 1999, S. 353).²

Der „Marktfundamentalismus der 1990er Jahre“ (Hassel u. Lütz 2010, S. 252) beinhaltet die Annahme, dass es unmöglich sei, die Vielzahl an benötigten Informationen zum Verständnis des Marktgeschehens zu zentralisieren, weswegen der Markt möglichst frei agieren sollte: „Markets aggregate diffuse information more effectively and set prices more efficiently than any central planner possibly could“ (Cameron u. Palan 2004, S. 1; siehe auch Wullweber et al. 2013, S. 18). Selbst während des Höhepunkts der Finanzkrise wurden die staatlichen Rettungsaktionen kritisiert, da sich hierdurch ein Fehlverhalten der Finanzakteure etablieren würde (Stichwort *Moral Hazard*). Hierdurch würde die Rationalität des Marktes verzerrt werden (Taylor 2009; Dowd u. Hutchinson 2010).

Kaum ein Markt scheint auf den ersten Blick dem neoklassischen Ideal der allgemeinen Gleichgewichtstheorie so nahe zu kommen wie Teile des globalen Finanzmarkts und insbesondere die Aktienmärkte. Die allgemeine Gleichgewichtstheorie nimmt an, dass sich, solange der Staat nicht eingreift, auf einem Markt mit rational agierenden Akteuren über den Preismechanismus ein Gleichgewicht herstellt, in dem sich das Angebot und der Verkauf von Waren mengenmäßig ausgleicht und auf diese Weise der Markt *bereinigt* wird. Der Preis bildet auf diese Weise exakt das Verhältnis von Angebot und Nachfrage ab, so die Annahme, und repräsentiert folglich den Gleichgewichtspreis. Auch die Regulierungsbehörden haben lange Zeit an das Gleichgewicht der Märkte geglaubt, wie der *Turner-Report* der US *Financial Authority Services* feststellt:

The predominant assumption behind financial market regulation – in the US, the UK and increasingly across the world – has been that financial markets are capable of being both efficient and rational [...] and that the overall level of prices as a result has a strong tendency towards a rational equilibrium (Financial Services Authority 2009, S. 39).

Zugleich zeigt kaum ein Markt so offensichtlich, dass derartige Vorstellungen von der Funktionsweise von Märkten zu kurz greifen, denn “efficient markets can be irrational” (Financial Services Authority 2009, S. 39). Wie sich nicht zuletzt bei der schwersten Finanzkrise seit fast hundert Jahren gezeigt hat, kann sich Liquidität innerhalb kürzester Zeit in Illiquidität verwandeln: „Liquidity can literally

2 Von einigen Kritikern der Finanzmärkte wird bisweilen in einer Art argumentativer Verdrehung das Bild von liquiden Finanzmärkten, basierend auf superschnellen reibungslosen Transaktionen, die Geld und Vermögensgegenstände weltweit an die jeweils profitabelsten Regionen verschieben können, unhinterfragt repliziert (Castells 1996; Harvey 1991; O'Brien 1992): „Much of the critical literature on international financial markets is predicated on a set of myths for our time that retain a strong grip on the imagination“ (Clark u. Thrift 2005, S. 231).

vanish overnight“ (Nesvetailova 2010, S. 6). Bei Ausbruch der Krise entwickelte sich innerhalb weniger Tage aus einer angenommenen Liquiditätsschwemme eine *Kreditklemme*. Ohne den massiven Eingriff der Staaten, allen voran der USA, wären die Finanzmärkte weltweit zusammengebrochen.³

Aufbauend auf performativitätstheoretischen Ansätzen und Arbeiten aus der Internationalen Politischen Ökonomie argumentiert der Beitrag, dass es für eine Analyse der Governance der Liquiditätsgenerierung im globalen Finanzsystem notwendig ist, sowohl die Ko-Konstitution von privaten Finanzakteuren und Finanzsystem als auch das Zusammenspiel von Staat, Finanzsystem und Finanzakteuren zu untersuchen. Der Governancebegriff soll hierbei weniger auf koordinierte nichthierarchische Formen eines problemlösungsorientierten Regierens verweisen als vielmehr das häufig durchaus krisenhafte Zusammenspiel, Nebeneinander und auch Gegeneinander verschiedener hierarchischer wie nichthierarchischer Interaktionen und Strategien von staatlichen, suprastaatlichen und privaten Akteuren in der Generierung und Veränderung von Handlungsmustern sowie institutionellen und global-strukturellen Prozessen und Regulierungen im Finanzsystem benennen (Helleiner et al. 2010; Tsingou 2010; Porter 2010). Der Beitrag stellt dar, dass sich hinsichtlich der Liquiditätsgenerierung sowohl die Rolle von privaten Akteuren als auch die Rolle staatlicher Institutionen in den letzten Jahren stark veränderte. Der *light touch hands-off* Ansatz (Zimmermann 2010, S. 121) hat sich nach der globalen Finanzkrise hin zu einer stärker interventionistischen *visible-hand* Governance entwickelt, bei der Staaten aktiv in das Marktgeschehen eingreifen und Zentralbanken nicht mehr nur als *Lender of Last Resort*, sondern verstärkt auch als *Dealer of Last Resort* bzw. als *Market-Maker of Last Resort* auftreten (Buiter 2008; Financial Services Authority 2009, S. 86-87; Mehrling 2011). Der Beitrag argumentiert, dass es sich hierbei weder um ein Wiedererstarken des *Leviathans* gegenüber ihm vormals *entwachsener Finanzmärkte* (Habermas 2011, S. 82), noch um eine gesellschaftliche Wiedereinbettung entfesselter Marktkräfte handelt (Polanyi 1978). Das vermeintliche Gegensatzpaar Staat vs. Kapitalismus bzw. Finanzsystem (Habermas 2011; Streeck 2013) stellt sich vielmehr als ein konstitutives Bedingungsverhältnis dar (Biebricher u. Vogelmann 2014), wobei die Autorität des Staates bzw. die Ordnungsbildung jenseits des Nationalstaates (Simmerl u. Zürn 2016) hinsichtlich des Finanzsystems eine komplexe und in Teilen noch wenig erforschte *Gemengelage* annimmt.

Innerhalb der Internationalen Politischen Ökonomie wird insbesondere auf die Politik der Zentralbanken und der Finanzministerien fokussiert. Im Zentrum der Analysen steht vor allem die wichtige Frage, wie staatliche Institutionen den regulativen Rahmen für Finanzmärkte gestalten (Lütz 2002; Busch 2003; Hassel u. Lütz 2010; Helleiner 2014).⁴ Auch haben verschiedene Arbeiten dargestellt, wie durch staatliche Politik eine liberale Governance-Struktur globaler Finanzmärkte geschaffen wurde, die vor allem auf die Selbstregulierungskräfte der Marktakteu-

3 Für eine Diskussion der verschiedenen Theorien und Erklärungsansätze der globalen Finanzkrise siehe Wullweber 2016a.

4 Siehe zur ausgeprägten Kooperation von öffentlichen und privaten Akteuren in Bezug auf die Finanzmarktregulierung Bieling 2014.

re setzt (Helleiner 1994; Scherrer 1999; Best 2005; Underhill et al. 2010). Die Kategorie der Liquidität und insbesondere die politische Dimension von Liquidität werden in den meisten Studien nicht oder nur am Rande behandelt.⁵ Das ist erstaunlich, da zumindest in den Wirtschaftswissenschaften Finanzkrisen vor allem als Liquiditätskrisen verstanden werden und die globale Finanzkrise dazu geführt hat, dass Vorstellungen von selbstregulierenden liquiden Finanzmärkten nun stark hinterfragt werden: „The so-called ‚liquidity‘ of markets has emerged as one of the hottest topics in the finance industry in recent years“ (Financial Times 2015a). Zugleich ist die gesellschaftliche Dimension der Liquiditätsgenerierung innerhalb der Finanzmärkte unterbelichtet. Es sind vor allem Arbeiten aus der Wirtschaftssoziologie und den *Social Studies of Finance*, die diesen Punkt hervorheben und betonen, dass quantitative Analysen zur Erklärung von Liquiditätseingüssen zu kurz greifen (MacKenzie 2011; Knorr Cetina u. Preda 2014). Die Erklärung von Liquiditätsschwankungen beinhaltet demnach auch Fragen nach mathematischen Modellierungen, Geschäftsmodellen und Anlagestrategien (MacKenzie u. Spears 2014a, 2014b). Diese Studien eröffnen wichtige Einsichten in die Funktionsweise der Liquiditätsgenerierung auf Finanzmärkten. Allerdings sind sie nicht in der Lage, die politische Dimension und die strukturellen Voraussetzungen der Liquiditätsgenerierung zu erfassen, da sich der Fokus allein auf die mikrosozialen Aspekte der Finanzhandlungen konzentriert (Wullweber 2016b). Es ist daher notwendig, diese Mikroanalysen mit Arbeiten aus der Internationalen Politischen Ökonomie, deren Fokus auf global-strukturelle Zusammenhänge und Veränderungen gerichtet ist, zu komplementieren.

Der Beitrag beginnt mit der Darstellung des analytischen Rahmens und der Diskussion des Liquiditätsbegriffs. Es wird argumentiert, dass Liquidität einem Vermögenswert nicht inhärent ist, sondern in einem sozio-ökonomischen Aushandlungsprozess entsteht. Neben politischen Maßnahmen sind die Finanzmarktinnovationen der privaten Akteure und die Art und Weise der Korrelationsmodellierung bedeutend für die Herstellung von Liquidität, worauf das folgende Kapitel eingeht. Voraussetzung für den Handel ist zugleich, dass die verschiedenen Finanzprodukte über Standardisierungen miteinander verglichen werden können. Die Gauß-Copula-Modelle ermöglichten eine solche Vergleichbarmachung und erhöhten damit die Liquidität der Wertpapiere. Zugleich führten sie während der Finanzkrise zu einer sehr starken Liquiditätsverknappung. Die politische Generierung von Liquidität wird anschließend am Beispiel des US-Wohneigentumsmarktes und globaler politisch-ökonomischer Entwicklungen vor der Finanzkrise dargestellt. Die Entwicklung des US-Wohneigentumsmarktes ist paradigmatisch für die Liquiditätsgenerierung und ausschlaggebend zum Verständnis der globalen Finanzkrise, da aus vormalig illiquiden Hypothekendarlehen hochliquide Wertpapiere geschaffen wurden. Auch zeigt sich, dass das private Verbriefungssystem ohne die Unterstützung staatlicher Politik nicht hätte funktionieren können. Weiterhin hat eine von Staaten geschaffene Global Governance Struktur, insbesonde-

5 In den wenigen Fällen, in denen Liquidität im Zentrum der Analyse steht, wird diese zumeist als objektive Größe angesehen, die sich aus den Fundamentalwerten der Wertanlagen ergibt (Schwartz 2009, siehe aber Nesvetailova 2010; Langley 2015).

re die Eigenkapitalvorschriften vom Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, dazu geführt, dass die Ratingagenturen eine exponierte Rolle in der Bewertung von Akteuren und Finanzprodukten erhielten und Banken stetig kreativer in der Auslagerung von Krediten wurden. Das letzte Kapitel diskutiert die politische Governance der Finanzmärkte während und nach der Finanzkrise und argumentiert, dass staatliche Politik und insbesondere die Politik der Zentralbanken stark an Bedeutung gewonnen hat. Der massive Eingriff staatlicher Institutionen während der Finanzkrise stellt einen Ausnahmefall dar, der zugleich die Normalität der Bedeutung der politisch-administrativen Governance der Finanzmärkte unterstreicht.

2. Die Performativität und Politische Ökonomie von Liquidität

Seit einigen Jahren findet das Konzept der Performativität Anwendung, um das Handeln der Akteure innerhalb der Finanzmärkte zu untersuchen (Wullweber 2016b). Hiernach bilden Formeln, Finanzmodelle oder die Ökonomik nicht einfach vermeintlich gesetzesmäßige ökonomische Prozesse des Finanzsystems ab. Vielmehr wirken diese Modelle und Theorien zugleich handlungsleitend und strukturierend (MacKenzie et al. 2007; Muniesa 2014).⁶ Deren Anwendung kann also dazu führen, dass sich die Finanzmärkte selbst verändern. Demzufolge liegt eine performative Wirkung einer Formel, eines Modells, einer Kalkulations- oder Standardisierungstechnik vor, wenn deren stetige und andauernde Anwendung dazu führt, dass sich das Handeln der Akteure verändert. Wenn beispielsweise die Verwendung einer mathematischen Formel von Finanzakteuren dazu führt, dass sich deren Verhalten immer mehr den Voraussagen der Formel annähert, wird ein performativer Effekt konstatiert. Das *Flagschiff* der Finanzmathematik, das Black-Scholes-Merton-Modell, ermöglicht zum Beispiel, den zukünftigen Preis für einen Vermögenswert auf Grundlage von aktuellen Preisentwicklungen unabhängig von dem Risikoverhalten der Finanzinvestoren zu berechnen. Ursprünglich waren die Voraussagen des Modells sehr unpräzise. Dennoch ließen sich immer mehr Investoren von dieser Formel leiten, u. a. weil die Formel mit der entsprechenden Hardware und Software relativ leicht anwendbar war und Investitionsentscheidungen erleichterte. Der Erfolg des Modells lag nun darin begründet, dass sich eine Vielzahl von Finanzakteuren, indem sie das Modell anwandten, in ihren Investitionsentscheidungen so verhielten, als wäre das Risikoverhalten anderer Finanzakteure zu vernachlässigen. Je mehr Investoren sich entsprechend modellkonform verhielten, desto besser wurden die Voraussagen des Modells, wodurch

6 Der Performativitätsbegriff stammt von Austin [1962] (2010). Allerdings hat sich dessen Verwendung innerhalb der Social Studies of Finance, aber auch z. B. bereits bei Butler (1991), von der engen Definition Austins gelöst, nach der der performative Effekt direkt eintreten muss. Während einige diese Entwicklung kritisch sehen (Mäki 2013), wird die konzeptuelle Erweiterung von anderen begrüßt (Braun 2016, S. 259)

zugleich das Modell für immer mehr Akteure interessant wurde. Das Modell formte performativ das Verhalten der Finanzakteure (MacKenzie 2006).⁷

Der Performativitätsansatz kann überzeugend bestimmte Verhaltensweisen der Finanzakteure und Wirkungsweisen von Finanzmodellen erklären. Allerdings fehlt die analytische Einbettung dieses Verhaltens in strukturelle politisch-ökonomische Zusammenhänge. Es stellt sich also die Frage, auf welche Weise politisch-ökonomische Bedingungen dazu beitragen, bestimmte Finanzhandlungen zu fördern und zu legitimieren, während andere behindert und delegitimiert werden. Das Black-Scholes-Merton-Modell wäre unbedeutend, wenn es nach dem Zusammenbruch von Bretton-Woods nicht zu einer Flexibilisierung der Wechselkurse gekommen wäre. Auch die Deregulierungspolitik der Reagan Administration und Thatchers *Big Bang* – „Gone are the controls which hampered success“ (Thatcher 1986) – vergrößerten den Spielraum für Finanzgeschäfte immens (Helleiner 1994; Germain 1997; Strange 1998). Ebenso können auch (Re-)Regulierungen Akteurskonstellation verändern: Das Basel II Abkommen hatte eine starke Aufwertung der Ratingagenturen zur Folge, deren Evaluierungen keine neutrale Abbildung des Risikos der Finanzprodukte darstellte, sondern maßgeblich das Risikoverhalten der Finanzakteure anleitete und strukturierte (Sinclair 2005; Paudyn 2013). Zugleich führte das Baselabkommen zu einer Veränderung der Investmentstrategien im Bankensektor, da Banken im Versuch, die vorgeschriebenen Mindestreserveanforderungen zu umgehen, zunehmend in das Schattenbankensystem auswichen (Thiemann 2014, siehe unten). Zur Analyse der Governance der Liquiditätsgenerierung muss der performativitätstheoretische Rahmen daher durch Ansätze ergänzt werden, die die Analyse dieser strukturellen Faktoren ermöglichen. Hierfür greift der Beitrag auf Arbeiten aus der Internationalen Politischen Ökonomie zurück (u. a. Schwartz u. Seabrooke 2009; Langley 2008; Nesvetailova 2010; Amato u. Fantacci 2012).

Die Kombination von Performativitätstheorie mit Internationaler Politischer Ökonomie bezweckt, die sozialen und politischen Prozesse und die daraus resultierenden historisch gewachsenen und sich verändernden Strukturen der Finanzmärkte herauszuarbeiten. Für eine Analyse der Liquidität von Finanzmärkten ist ein solcher Analyserahmen erforderlich, da Liquidität keine Eigenschaft ist, die einem Vermögenswert innewohnt. Vielmehr generiert sich die Liquidität eines Vermögenswerts aus dem Vertrauen der Marktakteure, diesen Vermögenswert zu einem späteren Zeitpunkt wieder (gewinnbringend) verkaufen zu können: „Die Vorstellung darüber, was zur ‚Liquidität‘ beiträgt, ist zum Teil unbestimmt, von Zeit zu Zeit wechselnd und von gesellschaftlichen Gebräuchen und Institutionen abhängig“ (Keynes [1936] 2009, S. 202). Zugleich braucht es einen Markt, auf dem die Vermögensgegenstände verkauft werden können; es bedarf Käufer, die an dem Vermögensgegenstand interessiert sind und den Preis bezahlen können; und es

7 Allerdings können auch gegenperformative Prozesse einsetzen, in denen bei großer Verbreitung bestimmter Modelle Rückkopplungseffekte so stark zunehmen, dass der Markt plötzlich zusammenbricht, wie geschehen beim Börsenabsturz von 1987 und dem Beinahe-Zusammenbruch des Finanzsystems durch die Insolvenz des führenden Hedgefonds *Long Term Capital Management* im Jahr 1998 (MacKenzie 2006).

bedarf eines rechtlichen Rahmens, der mit dem Vermögensgegenstand verbundene Rechte und Verpflichtungen an den Käufer überträgt.⁸ Vollkommene Liquidität eines Vermögensgegenstandes ist dann gegeben, wenn dessen vollständiger gegenwärtiger Wert in der Regel monetär innerhalb eines relativ kurzen Zeitraums realisiert werden kann, also direkt in Kaufkraft von anderen Gütern und Dienstleistungen umgewandelt wird (Carruthers u. Stinchcombe 1999, S. 356). Das liquideste aller Vermögenswerte ist Bargeld. Bargeld wirft jedoch keine Rendite ab. Finanzakteure müssen zwischen hoher Liquidität und hoher Rendite abwägen.

Der Handel wird erleichtert, und damit in der Regel der Grad an Liquidität des Vermögensstandes erhöht, je mehr dieser standardisiert und formalisiert wurde. Wie Carruthers und Stinchcombe (1999, S. 358) ausführen, bedarf es zur Entstehung und Erhöhung von Liquidität zugleich spezifischer institutioneller und organisatorischer Begebenheiten – sie entsteht nicht *natürlicherweise* ohne politische Regulierung und Intervention. Garant für Liquidität ist in letzter Instanz der Staat und insbesondere die Zentralbank. Tatsächlich hat bereits Thomas Hobbes im *Leviathan* auf den engen Zusammenhang zwischen Staat und Liquidität hingewiesen: Von ihm stammt die Metapher, dass das zirkulierende Geld den Blutkreislauf des Staatskörpers darstellen würde. Dieser Kreislauf wird durch den Staat garantiert. Liquidität – Marktliquidität – ist demnach letztlich eine politische Kategorie.

Nachfolgend wird die Liquiditätsgenerierung innerhalb der Finanzmärkte untersucht. Anschließend wird das Verhältnis von privater Liquiditätsgenerierung und staatlicher Governance erläutert.

3. Die Schaffung von Liquidität auf den Finanzmärkten

In Zeiten eines Wirtschaftsaufschwungs scheinen alle möglichen Formen von Vermögenswerten einen hohen Grad an Liquidität aufzuweisen. Diese Auffassung kann dramatische Folgen haben, denn sobald die Zuversicht in Unsicherheit über den zukünftigen Wert von Vermögenswerten umschlägt, verringert sich deren Liquidität (Minsky 1982a). Anders ausgedrückt: In unsicheren Zeiten nimmt der Bedarf an Vermögenswerten zu, denen weiterhin ein hoher Grad an Liquidität zugesprochen wird (vor allem Geld, aber auch zum Beispiel Gold und andere Edelmetalle oder bestimmte Kunstgegenstände). Während kurz vor Ausbruch der Finanzkrise eine Liquiditätsschwemme (*liquidity glut*) vorherrschte, schlug diese in der Krise plötzlich in eine Liquiditätskrise (*credit crunch*) um. Im Jahr 2007 wurden hypothekenbesicherte Wertpapiere im Wert von 2500 Milliarden Dollar verbrieft und verkauft, während deren Verkaufswerte im folgenden Jahr gegen Null tendierten (Tett u. Van Duyn 2009). Von verschiedenen Seiten wurde der Zusammenbruch des Subprime-Marktes darauf zurückgeführt, dass die Risiken des Zahlungsausfalls falsch bewertet worden waren (Shiller 2009). Diese Aussage ist nicht falsch, trifft aber nicht den eigentlichen Kern der Liquiditätskrise: die

8 Allerdings wird der Liquiditätsbegriff uneindeutig verwendet, nicht zuletzt, da ein Begriff, der auf der Mikroebene eine Qualität eines Vermögenswertes beschreibt, auch als Bewertungsmaßstab für den Zustand eines makroökonomischen Systems genommen wird (Nesvetailova 2010, S. 6; Amato u. Fantacci 2012, S. 19).

Unmöglichkeit der objektiven Bewertung von Finanzderivaten und die weitverbreitete Vorstellung, bestimmte Wertpapiere seien *per se* liquide bzw. illiquide.

Das Wesen der Krise liegt allerdings nicht in einer *Illusion von Liquidität* begründet. Denn Liquidität wurde reell über bestimmte Finanzpraktiken, vor allem über die Verbriefung und Bündelung von Hypotheken erzeugt. Ein Hypothekendarlehen ist für sich genommen illiquide. Es ist ein Vertrag zwischen einer Person (Wohneigentümer) und einer Institution (Kreditinstitut, Sparkassen etc.), die an diese Person ein Darlehen vergibt. Als Sicherheit wird das Haus mit einer Hypothek belastet. Die darlehensnehmende Person tritt Rechte an ihrem Haus ab, sodass dieses unter bestimmten Umständen (in der Regel bei Nichtzahlung der Kreditraten trotz Mahnungen über einen gewissen Zeitraum) gepfändet werden kann. Das Darlehen ist also besichert.⁹ Ein Hypothekendarlehen als solches ist jedoch nicht handelbar: „They were loans made by savings banks that were never supposed to leave the savings banks” (Lewis 1989, S. 85).

Um ein Hypothekendarlehen handelbar zu machen, musste dieses erst in einem komplexen Prozess verbrieft und anschließend mit anderen Darlehen gebündelt werden. Voraussetzung für diesen Prozess der Liquiditätsgenerierung war eine bestimmte Standardisierungs- und Buchhaltungspraxis sowie Risikomodellierungsverfahren. Bezogen auf die globale Finanzkrise hatten die zur Risikomodellierung und -korrelierung verwendeten *Gauß-Copula-Modelle* eine wichtige Rolle inne hinsichtlich einer Verschärfung der Krise: „The Formula That Killed Wall Street” (Salmon 2009). Während die performative Wirkung des oben genannten Black-Scholes-Merton-Modells darauf beruht, dass dieses von Börsenmaklern benutzt wird, um Diskrepanzen (*Arbitrage*) in Preismustern zu erkennen und auszunutzen, existieren bei den Gauß-Copula-Modellen stets Korrelationsverzerrungen, indem es systematisch zu Abweichungen zwischen errechneten Preisen und den Preismustern auf den Finanzmärkten kommt (MacKenzie u. Spears 2014b, S. 421). Obwohl den Finanzakteuren bewusst war, dass die Gauß-Copula-Modelle nur sehr bedingt die Preismuster für Derivate abbilden konnten und diese zugleich die Häufigkeit von extremen Vorkommnissen unterbewerteten, waren (und sind) diese Modelle wegen fehlender Alternativen und wegen der hohen organisatorischen Kosten der Umstellung auf andere Modelle für die Modellierung dominierend: „They went for what ‚worked“ (MacKenzie u. Spears 2014a, S. 410). Der Vorteil der Gauß-Copula-Modelle basierte darauf, dass diese als Werkzeug einen *Raum der Kalkulierbarkeit* eröffneten und auf diese Weise radikale Unsicherheit in ein vermeintlich berechenbares Risiko überführten (Callon 1998, S. 20; Nelson u. Katzenstein 2014). Denn diese Modelle waren flexibel, analytisch anpassungsfähig und vergleichsweise effizient hinsichtlich der Rechenleistung von Risikodispositionen. Durch ihre weite Verbreitung ermöglichten sie eine interorganisatorische Koordination: Weil diese trotz der analytischen Unschärfe von vielen Akteuren verwendet wurden, bildeten sie in einem hinreichend genügendem Maßstab zukünftige Preisbewegungen auf den Finanzmärkten ab: „This [...] meant that [...] those models could be relied upon to continue to be a good fit to patterns of market prices, thus

9 Unbesicherte Darlehen sind z. B. Ratenkredite.

reinforcing their canonical role“ (MacKenzie u. Spears 2014b, S. 421). Nicht zuletzt, weil es keine arbeitsfähige Alternative zu diesen Modellen gab, setzten sie sich durch: „Once everyone was using it, you have to use it as well, because it then becomes a good guide to prices“ (MacKenzie u. Spears 2014b, S. 423).

Die explosive Kraft der Gauß-Copula-Modelle basierte vor allem auf ihrer weitverbreiteten Verwendung für die Evaluierung von besicherten Schuldverbindlichkeiten (*Collateralized Debt Obligations, CDOs*). CDOs sind hochkomplexe Derivate, die aufgrund der sehr verschiedenen Basiswerte nur schwer miteinander vergleichbar sind. Sie bestanden aus Paketen mit Tausenden von hypothekenbesicherten Wertpapieren (*Mortgage Backed Securities, MBS*), die wiederum in verschiedene Risikogruppen tranchiert wurden: in eine als sehr sicher geltende *Senior-Tranche*, eine riskantere *Mezzanine-Tranche* sowie eine *Equity-Tranche*, die als riskanteste Tranche galt. Erst wenn der Zahlungsausfall sowohl den Equity- als auch den Mezzanine-Anteil überstieg, musste die Senior-Tranche die Verluste tragen. Die Senior-Tranchen galten deswegen als sehr sicher und bekamen von den Ratingagenturen fast immer die Bestnote AAA (Fligstein u. Goldstein 2010). Durch diese Tranchierung und basierend auf der Annahme eines schwachen Korrelationsgrades zwischen den verbrieften Wertpapieren erhielten die Senior-Tranchen und selbst die Mezzanine-Tranchen sehr gute Noten von den Ratingagenturen. Um diese handeln zu können, mussten sie aber vergleichbar gemacht werden. Die Gauß-Copula-Modelle ermöglichten auf performative Weise eine solche Vergleichbarmachung und erhöhten damit ihre Liquidität. Da die Finanzakteure auf Standardisierungen angewiesen sind und zugleich keine anderen Modelle so stark verbreitet waren, wurden sie trotz ihrer Unzulänglichkeiten angewandt (MacKenzie u. Spears 2014b, S. 425). Die Art und Weise der Korrelationsmodellierung ist für das Verständnis der Finanzkrise also nicht unbedeutend. Ratingagenturen mussten die Liquidität der Finanzprodukte in Form der Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls und die zu erwartenden Verluste jeder Tranche kalkulieren. Doch die Gauß-Copula-Modelle stellten nur geringe Korrelationen fest. Zugleich bekamen sehr komplizierte und verschachtelte Finanzprodukte eine schlichte Note, die diese Komplexität nicht abbilden konnte: Ratings verschleiern diese Komplexitäten und suggerieren zugleich, den ökonomischen Wert komplex strukturierter Wertpapiere untereinander als auch mit anderen Wertpapieren vergleichen zu können (Sinclair 2005, S. 30-35). Ein weiteres Problem war schließlich, dass die große Mehrzahl an Investoren keine eigenen Risikoevaluationen durchführte, sondern die Evaluation auslagerte bzw. in der überwiegenden Mehrheit auf die Ratings der drei großen Ratingagenturen vertraute. In diesem performativen Prozess setzten sich die Ratings durch: „Ratings frequently become rules“ (MacKenzie 2011, S. 1784). Das galt ebenso für die Regulierungsbehörden, die sich auf die Bewertungen der Ratingagenturen verließen und dem Finanzmarkt insgesamt eine sehr hohe Stabilität zuschrieben:

Not only have individual financial institutions become less vulnerable to shocks from underlying risk factors, but also the financial system as a whole has become more resilient. [...] these transactions [Finanzderivate] represent a new paradigm of active credit management and are a major part of the explanation of the banking system's strength (Greenspan 2004).¹⁰

Der Turner-Report stellt diesbezüglich fest: “[T]he predominant assumption was that increased complexity had been matched by the evolution of mathematically sophisticated and effective techniques for measuring and managing the resulting risks” (Financial Services Authority 2009, S. 22).

Die treibende Kraft für diesen Prozess war die Generierung von Profit. Dieser Drang nach profitablen Anlageformen beinhaltet die stetige Suche nach neuen *innovativen Strömen* von Wertpapieren (Leyshon u. Thrift 2007; Aitken 2011, S. 125-131). In diesem Prozess wird Ungewissheit nicht nur scheinbar kalkulierbar, sondern zugleich profitabel, basierend auf der Vision einer Welt „of continuous and complete markets in which every thinkable uncertainty can be bought and sold at an intrinsic fair price“ (de Goede 2005, S. 140). Dadurch, dass davon ausgegangen wurde, die Wertpapiere seien nur schwach korreliert, ergaben sich große Arbitragegewinnmöglichkeiten: Vermögenswerte mit geringerer Kreditwürdigkeit wurden billig erworben und zu CDOs gebündelt (in der Größendimension von etwa 500-5000 Mio. Dollar pro CDO), denen insgesamt eine hohe Kreditwürdigkeit von den Ratingagenturen zugesprochen wurde. Anschließend konnten diese für einen höheren Preis verkauft werden. Dieser Prozess ermöglichte die Vergabe von Bestnoten für den Großteil (ca. vier Fünftel) des Pools an hypotheckenbesicherten Wertpapiere (MacKenzie 2011, S. 1797-1798).

Die Annahme der geringen Korrelation war sehr verbreitet und wurde von der Masse der Finanzakteure genutzt, um Profite zu erwirtschaften. Der Untersuchungsbericht der US-Regierung spricht von einer *Fließbandfertigung* von Hypotheken (Financial Crisis Inquiry Commission 2011, S. 102, 157). Vor der Finanzkrise ließ sich mit diesen Finanzprodukten so viel Profit machen, dass die Kriterien für die Kreditvergabe stetig abgesenkt wurden, um weiter willige Kreditnehmer zu finden. Die Logik, mit der die MBS entstanden waren, drehte sich nun um: Während anfangs die Verbriefung zum Zwecke der Vergabe von Hypothekendarlehen an breitere Bevölkerungsschichten geschah (siehe unten), wurden nun Hypothekendarlehen vergeben, um diese zu verbrieften und damit Gewinn machen zu können. Die als sicher eingeschätzten strukturierten durch Vermögenswerte besicherten Wertpapiere erwiesen sich allerdings als äußerst anfällig: Ende 2005 waren bereits 30 Prozent der in diesem Jahr ausgegebenen CDOs im Zahlungsverzug, im ersten Halbjahr 2006 über 40 Prozent, im zweiten Halbjahr 2006 über 70 Prozent und im Jahr 2007 schließlich über 80 Prozent der in diesem Jahr ausgegebenen CDOs (Financial Times 2009; MacKenzie 2011, S. 1819). Schließlich waren durch die intensive und extensive Ausbreitung und Verquickung der Finanzderivate und den weitverbreite-

10 Dieser Optimismus hat viele Gründe und kann sicherlich bis zu einem gewissen Grad auch durch den verbreiteten Glaube an die selbstregulativen Marktkräfte erklärt werden (Stichwort *cognitive capture*, Baker 2010). Eine solche Begründung kann aber für sich genommen nicht hinreichend die ungenügende Regulierung des Finanzsektors erklären (Thiemann 2014).

ten *over-the-counter* Handel innerhalb des Schattenbankensystems die Risiken zum Zeitpunkt des Ausbruchs der Krise nicht annähernd abschätzbar. Demzufolge war auch der Preis dieser Wertpapiere nicht mehr bestimmbar, woraufhin die vormals hochliquiden Wertpapiere gewissermaßen von einem Moment zum anderen illiquide waren, denn, wie Carruthers und Stinchcombe (1999, S. 379) betonen: „the agreement of a large number of buyers and sellers that a given commodity has a given price, at which they could all buy it or sell it, is central to liquidity.“

Als es zu Beginn der Finanzkrise Mitte 2007 zu einem starken Preisverfall kam, versagten die Gauß-Copula-Modelle vollständig, sodass die Finanzakteure diese nicht weiter verwenden konnten. Allerdings konnte deren Funktion als Kalkulationselement nicht durch andere Modelle ersetzt werden. Nicht, weil es keine anderen Modelle gab, sondern, weil keine anderen Modelle so stark verbreitet waren und so breit als Kommunikationselement akzeptiert wurden, wie die Gauß-Copula-Modelle. Den Finanzakteuren war gewissermaßen ihre gemeinsame Sprache abhandengekommen. Es gab noch einen weiteren performativen Effekt: Finanzakteure verwendeten die Gauß-Copula-Modelle, um ihre Pakete von Wertpapieren so zu gestalten, dass diese möglichst wenig korreliert *erschiene*n und möglichst geringe Ausfallraten aufwiesen und auf diese Weise von den Ratingagenturen Bestnoten erhielten. In der Finanzkrise trat nun genau das Gegenteil ein: „[M]odels that assumed low default probabilities and low correlations helped bring about [...] huge levels of highly correlated mortgage and ABS default“ (MacKenzie u. Spears 2014b, S. 19). Während sich der strukturierte Wertpapiermarkt immer stärker aufblähte und relativ gesehen auf immer weniger Hypothekendarlehen basierte, erhöhte sich zugleich die Korrelation zwischen den Zahlungsausfällen. Vielen Finanzmarktakteuren war bewusst, dass der Besitz von strukturierten Wertpapieren nicht kalkulierbare Unsicherheiten beinhaltet. Anfang der 1990er Jahre wurden daher Finanzprodukte entwickelt, die die hypothekenbesicherten Verbriefungen von Krediten nochmals absicherte. Diese *Kreditausfalltauschversicherungen* (*credit default swaps*, CDS) sicherten gegen eine Gebühr bei Ausfall den vollen Wert der Anleihe zum Zeitpunkt der Vertragsschließung zu. Anfangs wurden CDS vor allem verwendet, um sich gegen den Ausfall einer im Besitz befindlichen Tranche – meist der Mezzanine CDOs Tranche – zu versichern. Bald wurde allerdings im großen Umfang mit CDS spekuliert: Viele Käufer von CDS waren gar nicht im Besitz der CDOs und Anleihen, gegen deren Ausfall sie sich versicherten. Vielmehr spekulierten diese auf den Ausfall dieser Wertpapiere (Lewis 2010). Gewissermaßen über Nacht wurde deutlich, dass tatsächlich praktisch der gesamte strukturierte Wertpapiermarkt hoch korreliert war. Es waren vor allem die Verluste an den CDOs, die einen großen Teil der Verluste von Finanzinstituten ausmachten: Citigroup verlor durch diese Finanzprodukte 34 Milliarden Dollar, AIG 33 Milliarden Dollar, Merrill Lynch 26 Milliarden Dollar und UBS 22 Milliarden Dollar (MacKenzie u. Spears 2014b, S. 16). Selbst wenn Finanzakteure mittelfristig nicht an den Wertverfall der CDOs geglaubt haben sollten, blieb ihnen wegen der extrem fallenden Preise nichts anderes übrig, als dem Trend zu folgen. Zugleich fand ein massiver Kapitaltransfer zu den Käufern von CDS statt, allen voran Goldman Sachs und Deutsche Bank, die durch die *Rettung* der anderen Institute durch die USA Milliarden Gewinne verzeichnen konnten (Zuckerman 2009). Die Kreditausfalltauschversicherungen verstärkten auf diese Weise die Krise immens,

indem nicht nur die Ausfälle von CDOs, sondern zugleich auch die Versicherung gegen diesen Ausfall getragen werden mussten.¹¹

4. US-Hausmarktpolitik und die globale politische Ökonomie von Liquidität

Die performativen Wirkungsweisen der verschiedenen Finanzpraktiken und Finanzmodelle zur Generierung von Liquidität konnten sich entfalten, da diese in einen politisch-ökonomischen Kontext eingebettet waren, der sie ermöglichte und bestärkte. Die Praxis der Verbriefung von Hypotheken und anderen Krediten, die nach Ausbruch der Finanzkrise stark kritisiert wurde, wäre in diesem Ausmaß ohne Engagement der US-Administration nicht möglich gewesen. Mehr noch, der US-Markt für Hypothekendarlehen wurde von staatlicher Seite durch die beiden Giganten des US-Hypothekenmarktes, die *Federal National Mortgage Association (Fannie Mae)* und die *Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac)*, überhaupt erst geschaffen. Fannie Mae war Ende der 1930er Jahre von der Roosevelt Regierung gegründet worden, um den Häusermarkt nach der Weltwirtschaftskrise wiederzubeleben und die Kreditvergabe für Hypothekendarlehen zu unterstützen. Ende der 1960er Jahre wurde diese in ein staatlich unterstütztes Privatunternehmen mit privaten Anlegern umgewandelt. Zeitgleich gründete der US-Kongress Freddie Mac, die als Hypothekenbank Hypothekenkredite von anderen Banken aufkaufen sollte. Der *Emergency Home Finance Act* von 1970 erlaubte Fannie Mae und Freddie Mac Hypothekenportfolios zu verbrieften, zu bündeln und an Investoren zu verkaufen (Seabrooke 2006, S. 117-120). Staatlich abgesichert wurden die MBS durch die *Government National Mortgage Association* (Ginnie Mae). In den 1980er Jahren und verstärkt in den 1990er Jahren unterstützte die US-Regierung die Methode der Verbriefung von (gebündelten) Hypotheken, um die Kreditvergabe auszuweiten, neue Investoren zu gewinnen und ausländische Investitionen anzuziehen. Da die Risiken nicht mehr selbst getragen werden mussten, konnten nun auch risikoreichere Kredite ausgegeben werden. Diese verbrieften und gewissermaßen *staatlich-besicherten* Hypotheken galten als sehr sicher, da davon ausgegangen wurde, dass im Falle eines Zahlungsausfalls die US-Regierung haften würde, was sich in der Finanzkrise auch bestätigte. Es handelte sich folglich um sehr attraktive Anlageobjekte, sodass bereits bis zum Jahr 1991 MBS im Wert von über einer Billionen Dollar ausgegeben wurden:

Mortgage markets involve government operating on a massive scale on millions of homes, and performing better than capitalists could for themselves by inducing capitalists interested in liquidity to invest in private debts backed by partial government guarantees (Carruthers u. Stinchcombe 1999, S. 368).

Seit Mitte der 1990er Jahre wurden Subprime-Kredite auch von privaten Finanzakteuren in größerem Stil verbrieft, was allerdings wegen der relativ hohen Ausfallquote für Investoren nicht sonderlich attraktiv ist. Um dieses attraktiver zu ge-

¹¹ Das perfide an diesem ABS-CDO-System war, dass mit dem steigenden Bedarf nach Kreditausfalltauschversicherungen für CDOs zugleich auch der Bedarf an CDOs größer wurde (MacKenzie 2011, S. 1824).

stalten und deren Liquidität zu erhöhen, wurden Subprime-Pakete, wie oben beschrieben, in verschiedene Risikogruppen *tranchiert*. Durch die politisch unterstützten Verbriefungstechniken weitete sich die Hypothekenschuld auf dem US-Markt immer weiter aus und betrug Ende 2007 schließlich 10,5 Billionen Dollar (Financial Crisis Inquiry Commission 2011, S. 7). Durch die Verteilung der Risiken auf verschiedene Investoren waren viele Finanzakteure davon überzeugt, dass sich die Stabilität des Finanzsystems insgesamt erhöhte (siehe Bank of England 2006, S. 21; IMF 2006).¹² Die Wirkung von Verbriefungstechniken kann insgesamt als prozyklisch bewertet werden: In guten Zeiten erhöhen sie stark die Liquidität, indem sie den Derivatehandel und die Risikofreudigkeit beträchtlich verstärken, da sie es erlauben, Risiken auszulagern bzw. außerhalb der Bilanzbücher zu halten (Greenspan 2004). In schlechten Zeiten verstärken sie die verminderte Kreditvergabe und die Gefahr einer Liquiditätskrise und Kreditklemme. Die Verbriefungstechniken beinhalteten daher nicht, wie angenommen wurde, neue Methoden, um Risiken zu verwalten oder gar zu mindern. Diese wurden lediglich neu verpackt. Durch die Tranchierung der MBS, deren nochmalige Bündelung in CDOs, die wiederum tranchiert wurden sowie die Schaffung von tranchierten CDS entstanden vollwertige und stark nachgefragte Finanzprodukte, die zu diesem Zeitpunkt hoch liquide waren. Diese strukturierten Anlageformen *hebelten* die Liquidität immens.

Solange Vertrauen vorherrscht, ist Liquidität gegeben. Vertrauen – *Marktvertrauen* – ist daher ein Kernbestandteil des Finanzsystems (Bernanke 2008, S. 1). Dieses Vertrauen hängt mit Zahlungsversprechen zusammen:

Promises form the core of finance. One party promises to pay a sum of money to another. Much financial activity involves, one way or another, the design, production, distribution, evaluation, acceptance (or rejection), enforcement, and modification of promises (Carruthers u. Kim 2011, S. 240).

Marktvertrauen wird weniger aufgrund interner, sondern vielmehr aufgrund externer Faktoren gebildet (Amato u. Fantacci 2012, S. 16). Vertrauen auf den Finanzmärkten ist daher in hohem Maße abhängig von globalen sozio-ökonomischen und politischen Faktoren, wie der Geldpolitik der Zentralbanken, allen voran der US-Notenbank, der politischen Regulierung der Finanzmärkte, wirtschaftspolitischen Entscheidungen von Regierungen und insbesondere der Finanz- und Wirtschaftsministerien usw. Beispielsweise ermöglichten erst die geldpolitischen Maßnahmen des *New Deals* unter Roosevelt, als Antwort auf die Weltwirtschaftskrise von 1929, die Wiederherstellung von Marktvertrauen und eine enorme Generierung von Liquidität. Diese Reformen, in denen der Staat die Sicherheit der Spareinlagen bei Privatbanken garantierte und staatlich abgesicherte Geschäftsbanken schuf, ermöglichten anschließend u. a. die umfangreiche Ausweitung des amerikanischen Sozialstaates (Cooper 2015).

Zu Zeiten des Bretton-Woods-Systems war das globale Finanzsystem stark reguliert und reglementiert. Da die Wechselkurse der Währungen festgelegt waren, gab es praktisch keinen Devisenhandel. Kapitalverkehrskontrollen waren die Re-

12 Für eine Auseinandersetzung mit dem in der Governance der Finanzmärkte vorherrschenden monetaristischen Stabilitätsbegriff siehe Kessler (2009).

gel. Seit dem Ende des Bretton-Woods-Systems 1973 und verstärkt seit den 1980er Jahren gewann die Finanzwirtschaft zunehmend an Bedeutung, nicht zuletzt, da es einen großen Bedarf gab, sich gegen Wechselkursschwankungen abzusichern. Diese Entwicklung war mit einem historischen Prozess verbunden, der häufig als Finanzialisierung bezeichnet wird: „The triple mantra of privatisation, liberalisation and deregulation“ (Financial Times 2008; Epstein 2005; Ertürk et al. 2008; Heires u. Nölke 2014).

Seit Ende der 1980er Jahre entstand außerhalb des staatlich abgesicherten Bereichs ein weiteres System zur Schaffung von Liquidität, das sog. Schattenbankensystem (Bryan et al. 2016). Dieses war nicht zuletzt eine Reaktion der Banken auf das 1988 in Kraft getretene Baselabkommen (Lysandrou u. Nesvetailova 2015). Mit diesem Abkommen wollten die G-10 Staaten auf die veränderte Situation nach dem Zusammenbruch von Bretton-Woods reagieren. Denn die fluktuierenden Wechselkurse führten zu starken Schwankungen und zum Teil zu großen Verlusten auf den Finanzmärkten. Die Insolvenz der Herstatt-Bank im Jahr 1974, die damals größte deutsche Bankinsolvenz nach dem Zweiten Weltkrieg (Busch 2003, S. 117-121), und weitere Insolvenzen ausländischer Banken sowie die insgesamt sehr instabile Lage auf den Finanzmärkten führten zur Gründung des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht, in dem das Basel-Regelwerk entwickelt wurde. Dieses sollte sicherstellen, dass das Eigenkapital der Banken nicht unter ein bestimmtes Mindestniveau fällt (Helleiner 1994, S. 171-175). Es beinhaltete die Festsetzung einer Kreditobergrenze für Banken, basierend auf der Eigenkapitalquote (damals 8 Prozent der risikogewichteten Kredite) und dem Eigenkapital der Bank. Wenn eine Bank nun an diese Obergrenze stieß, dennoch aber Kredite ausgeben wollte, musste sie entweder ihr Eigenkapital erhöhen oder bestehende Kredite auslagern. Da sich das Eigenkapital der Bank nur bedingt erhöhen lässt, ohne die Kreditfähigkeit einzuschränken, wurde die Auslagerung von Krediten eine allgemeine Praxis der Banken. Innerhalb des Schattenbankensektors entstand eine neue Form von Kreditvermittlung. Diese entfernte sich stetig vom traditionellen *originate-to-retain* Geschäftsmodell, in dem Banken die Kredite, die sie ausgeben, bis zur Fälligkeit in ihren Bilanzbüchern behalten, hin zum *originate-to-distribute* Ansatz: Dieser beinhaltet, dass Banken immer weniger als Intermediär zwischen Sparern und Kreditnehmern agieren, da sie nun die Kredite an Investoren weiter verkaufen. Abgesehen von dem Profit durch den Verkauf, ermöglicht diese Praxis, die Wertpapiere und deren Risiken außerhalb der Bilanzbücher und dem Risikoportfolio der Banken zu halten und so die in den Basel-Standards vorgeschriebene Kapitalquote zu reduzieren und die eigene Liquidität zu erhöhen (Stichwort *regulatory arbitrage*). Sie basiert auf der beschriebenen Verbriefung von Anleihen zu besicherten Schuldverbindlichkeiten (Thiemann 2014). Das Schattenbankensystem, dessen Marktgröße seit Mitte der 2000er Jahre die des regulierten Bankensektors übertrifft, hatte also eine Doppelfunktion: Zum einen ermöglichte es den Banken, individuelle Ausweichstrategien gegenüber staatlichen und suprastaatlichen Regulierungen. Zum anderen konnten neue Kreditformen mit undurchsichtigen Verpflichtungsstrukturen geschaffen werden (Pozsar 2014; Nesvetailova 2015).

Die in diesem Bereich aktiven Banken, häufig ausgelagerte Tochtergesellschaften der Geschäftsbanken, aber auch Investmentbanken, Hedgefonds und Kapitalbetei-

ligungsfonds, finanzieren sich verstärkt über Rückkaufvereinbarungen (*sale and repurchase agreements*, kurz *Repos*). Das Geld aus diesen verhältnismäßig kurzfristigen Finanzierungsinstrumenten wird anschließend in langfristige Anlagen mit höheren Zinsen investiert. Geschäftsbanken können sich zwar auch direkt an die Zentralbank wenden und sich dort je nach Repo-Satz kurzfristig, in der Regel für zwei Wochen, Geld leihen. Allerdings finden die Auktionen nur einmal wöchentlich statt. Wenn eine Bank nun dringend Geld benötigt, aber nicht bis zur Auktion warten kann und auch nicht eine Notauktion in Anspruch nehmen will, da dies allgemein als Schwäche bzw. mangelnde Solvenz einer Bank interpretiert wird, wenden sich Banken an den Interbanken-Markt, um Kredite aufzunehmen. Hier übernehmen die Zweckgesellschaften die Funktion von Banken. Der wichtige Unterschied ist, dass diese Transaktionen außerhalb des regulären Banksystems und zumeist *Over-The-Counter* stattfinden, also nicht staatlich abgesichert sind (Financial Stability Board 2013). Repos stellen inzwischen die Standardform der Geldbeschaffung und damit der Generierung von Liquidität auf den Finanzmärkten dar. Etwa 75 Prozent der Repo-Transaktionen in den USA und der EU werden als Sicherheit Staatsanleihen, weil diesen allgemein eine höhere Bonität zugeschrieben wird.¹³ Auf den ersten Blick überraschend ist also, dass es staatliche Wertpapiere sind, die das privat-organisierte System der Schattenbanken maßgeblich stützen (Gabor 2016). Da der Bedarf nach Repos sehr hoch ist, kann dieser allerdings nicht vollständig durch Staatsanleihen abgedeckt werden. Insbesondere in Zeiten euphorischer Märkte werden Staatsanleihen knapp und es wird vermehrt auf die oben erwähnten Verbriefungen zurückgegriffen. Dieser Umstand darf allerdings nicht darüber hinweg täuschen, dass sich das Schattenbankensystem abgesehen von dem Rückgriff auf Staatsanleihen weitgehend von den regulierten Börsenplätzen entkoppelt hatte. Das hatte vielfältige Gründe, wie z. B. der fragmentierte globale regulative Rahmen (Pozsar et al. 2010). Auch waren die nationale Regulierungsbehörden einem kompetitiven Druck ausgesetzt, ihre heimischen Banken möglichst wenig zu regulieren, um diese auf dem heimischen Markt nicht gegenüber den ausländischen Banken zu benachteiligen (Thiemann 2014).¹⁴ Schließlich waren die europäischen Institutionen wie die Mitgliedsstaaten aktiv an der Entstehung des Repo-Marktes innerhalb des Schattenbankensystems beteiligt, vor allem um die Schaffung eines europäischen Finanzbinnenmarkts zu bestärken (Gabor u. Ban 2016, siehe zur europäischen Finanzmarktintegration Mügge 2010, 2013).

5. Staat, Markt und Liquidität

Seit der Finanzkrise ist offensichtlich, dass ein funktionierender Finanzmarkt staatlicher Regulierung und Absicherung bedarf – eine Erkenntnis, die, wie oben gezeigt wurde, nicht neu ist, sondern verdrängt worden war. Doch die Bedeutung des Staates in der Liquiditätsgenerierung ist viel grundlegender. Das liquideste al-

13 Weiterhin wird Staatsanleihen eine risikolose Rendite und eine hohe Liquidität beigemessen und sie werden als sicherer Hafen in Zeiten von unruhigen Märkten angesehen (Boy 2015, S. 534)

14 Im Baselabkommen ist geregelt, dass Banken ihren jeweiligen nationalen Regulierungen unterliegen, auch wenn sie im Ausland tätig sind.

ler Vermögenswerte, das zugleich als abstrakter Wertmaßstab für alle anderen Vermögenswerte gilt – Geld – setzt eine anerkannte politische Autorität voraus, heutzutage zumeist in Form des Staates. Es ist, von Lokalwährungen abgesehen, der Staat, der diesen Wertmaßstab bestimmt und ein Zahlungsmittel autorisiert, diesen Wert zu symbolisieren: „Money is a creature of law“ (Knapp 1924, S. 1). Die *Geltung* des Geldes basiert darauf, dass der Staat dieses Geld als gesetzliches Zahlungsmittel für die zu entrichtenden Steuern akzeptiert und die Staatsausgaben mit diesem Geld vollzieht (Keynes 1955, S. 4; siehe ausführlich Ingham 2004). Dem Staat kommt also eine besondere Rolle zu: „Legal kann ein Staat beliebige Arten von Objekten als ‚gesetzliches Zahlungsmittel‘ und jedes chartale Objekt als ‚Geld‘ im Sinn von ‚Zahlungsmittel‘ bestimmen“ (Weber 1922, S. 133). Auch Ingham hebt hervor:

Establishing the promise [to pay] requires ‚authority‘, which ultimately rests on coercion. [...] The monopolistic imposition of the money of account [...] go hand in hand with monopolizing of physical force (Ingham 2004, S. 76).

Die Geldschöpfung vollzieht sich, trotz der quantitativen Lockerungsprogramme vieler Zentralbanken zur Bekämpfung der globalen *großen Rezession* (Bermeo u. Pontusson 2012), vor allem über Schuldverträge zwischen Geschäftsbanken und den Kreditnehmern. Hier kann das – staatlich abgesicherte – private System der Geldschöpfung sehr elastisch auf die Nachfrage nach Geld bzw. Kredit reagieren. Das Banksystem wandelt private Schulden in öffentliches Geld um. Es handelt sich hier um eine komplexe Verbindung zwischen dem Bankensystem und dem Staat bzw. zwischen dem Staat und seinen Gläubigern (den Besitzern von Staatsanleihen) und Schuldnern (den Steuerzahlern). Diese Verbindung wird von der Zentralbank vermittelt, die Privatbankschulden akzeptiert, indem sie an Geschäftsbanken Kredite vergibt und auf diese Weise deren Bilanzen ausgleicht (Ingham 2011, S. 70-74). Diese endogene Liquiditätsgenerierung über Geldschöpfung durch Banken ist eine spezifische Besonderheit des Kapitalismus, wie auch bereits Schumpeter und Keynes hervorgehoben haben.¹⁵

Es ist diese Elastizität der Liquiditätsgenerierung, die nach Minsky die destabilisierende Tendenz einer expandierenden Kreditvergabe bedingt: „A capitalist economy generates financial relations that are conducive to instability“ (Minsky 1982b, S. 36). Denn die Erinnerung an vorangegangene Krisen verblasst, sobald sich die Wirtschaft wieder etwas erholt hat. Dann entwickelt sich die relativ sichere Hedge-Finanzierung vermehrt zu spekulativen Finanzierungen und schließlich zur risikoreichen Ponzi-Finanzierung, weswegen Minsky konstatiert: „Stability is destabilizing“ (Minsky 1982b, S. 26). Auch vor dem Ausbruch der globalen Finanzkrise wurde nicht gesehen, dass in dem Augenblick, da der Aufschwung auf den Finanzmärkten in einen Abschwung übergeht, ein Großteil des privat-organisierten und hochkomplex gestreuten Versicherungs- und Finanzierungssystems zusammenbricht. Das Geflecht zur Schaffung von Liquidität funktioniert dann nicht mehr und vormals liquide Vermögenswerte werden illiquide.

¹⁵ Eine exakte Differenzierung zwischen Liquidität, die direkt von staatlicher Autorität gedeckt ist, und Liquidität, die hauptsächlich endogen im Finanzsystem entsteht, ist daher nicht möglich.

Die staatlich-administrative Governance der Finanzmärkte und insbesondere die Politik der Zentralbanken hat seit der Finanzkrise nicht nur stark an Bedeutung gewonnen, sondern bediente sich einer Vielzahl an Instrumenten, die vor der Finanzkrise undenkbar gewesen wären, wie Bankenrettungen, Verstaatlichungen und umfangreichen Konjunkturprogrammen (Hassel u. Lütz 2010). Führende Zentralbanker haben Walter Bagehots Studie „Lombard Street“ (Bagehot [1873] 2006) wiederentdeckt, in der er Prinzipien für die Governance von Finanzkrisen darlegt. Bestimmte Entscheidungen der heutigen Zentralbanken gehen direkt auf Bagehots Empfehlungen zurück: „In opposition to what might be at first sight supposed, the best [policy] [...] to deal with a drain arising from internal discredit, is to lend freely“ (Bagehot [1873] 2006, nach Bernanke 2008, S. 3). Nachdem die US-Investmentbank Lehman Brothers Mitte September 2008 Insolvenz anmelden musste, die größte Unternehmensinsolvenz in der Geschichte der USA, waren schlagartig alle Wall Street Banken praktisch illiquide und daher zahlungsunfähig (Financial Crisis Inquiry Commission 2011, S. 354). Als Folge des Lehman-Bankrotts und der allgemeinen Unsicherheit über die Solvenz anderer Finanzinstitutionen stürzte der Markt für Kreditausfalltauschgeschäfte (CDS) ins Bodenlose. Daraufhin wurde die *American International Group* (AIG), die große Mengen an sogenannten *Long-Positionen* an CDS hielt (sie hatten auf deren Wertsteigerung gesetzt), von der US-Regierung mit einem Notkredit von insgesamt 150 Milliarden Dollar vor der Insolvenz gerettet. Allein am 9. und 10. August 2008 entschieden die US-Notenbank, die EZB und die Zentralbanken von Japan, Australien und Kanada den Banken 320 Milliarden Dollar an Notfallkrediten zu einem sehr geringen Zinssatz zur Verfügung zu stellen. Im September 2008 beschloss die US-Regierung zusätzlich das *Troubled Asset Relief Programme* (TARP) in Höhe von 700 Mrd. Dollar, um dem US-Finanzministerium zu ermöglichen, toxische Papiere aufzukaufen und Notkredite an Banken auszugeben.

Um Fragen der globalen Finanzstabilität besser koordinieren zu können, kam es im November 2008 erstmals zum Treffen der G20 Staaten, die nun formal die Gruppe der 8 ablösen.¹⁶ In den folgenden Jahren wurden die Zinssätze der führenden Zentralbanken schrittweise gesenkt. Zugleich wurde (und wird) eine Geldpolitik der quantitativen Lockerung betrieben, indem die Zentralbanken über die Ausweitung der Geldbasis massiv Geld zur Verfügung stellen: Die EZB kaufte von März 2015 bis März 2016 jeden Monat Wertpapiere im Wert von 60 Milliarden Euro, seit April 2016 wurde das Programm auf 80 Milliarden Euro pro Monat gesteigert. Eine ähnliche Politik verfolgen auch die Zentralbanken der USA, von Großbritannien, Japan und China (Federal Reserve 2015). Im Moment der Krise müssen Staaten bzw. die Zentralbanken selbst als *Dealer of last Resort* (Mehrling 2011), also als Investoren der letzten Instanz auftreten, indem sie umfangreich u. a. illiquide Wertpapiere aufkaufen, die sonst keinen Käufer mehr finden würden:

16 Auch wurde im April 2009 das *Financial Stability Board* gegründet, das als Nachfolger des *Financial Stability Forums* die Regulierung des globalen Finanzsystems besser koordinieren und überwachen sollte. <http://www.fsb.org/>. Zugegriffen: 11.10.2016.

In effect, by assuming the risk management role of credit derivative issuers such as AIG, the Federal Reserve refashioned itself as market maker of last resort to the shadow banking system, turning private, uninsured money into sovereign money and the credit default swap into a federal function (Cooper 2015, S. 398; Mehrling 2011, S. 132-134).

Als Folge der quantitativen Lockerung hatten Staatsanleihen von wichtigen Ländern, wie den USA, Deutschland, Finnland, Frankreich, Schweden und der Schweiz, bisweilen einen Zinssatz von 0 Prozent oder sogar unter 0 Prozent (Financial Times 2016a).¹⁷ Diese zentrale Stellung der Zentralbanken in Bezug auf die Sicherung und Bereitstellung von Liquidität und damit in Bezug auf das Funktionieren der Finanzmärkte insgesamt führt bereits zu der Einschätzung eines *Zentralbank-geführten Kapitalismus* (Bowman et al. 2013; Ertürk forthcoming).¹⁸

Die verschiedenen Formen der Liquiditätsgenerierung und der Governance von Liquidität sind in der folgenden Tabelle zusammengefasst (Tabelle 1).

Tabelle 1: Generierung and Governance von Liquidität

	<i>staatliche Institutionen</i>	<i>private Institutionen</i>
<i>Liquiditätsgenerierung über Geldschöpfung</i>	Zentralbank	Geschäftsbanken
<i>kurzfristige Kreditvergabe</i>	Auktionen der Zentralbanken	Repos, Interbankenmarkt
<i>Sicherheitsgarantien (collateral)</i>	Staatsanleihen	Finanzderivate, Tranchierung
<i>Finanzielle Kommodifizierung</i>	Verbriefung (durch staatlich unterstützte Unternehmen)	Verbriefung durch private Akteure (vor allem über Zweckgesellschaften)
<i>Reibungsloser Ablauf des Finanzsystems</i>	Geldmengenregulierung durch die Zentralbank, quantitative Lockerung	Standardisierungs- und Kalkulierungspraxen, Ratings, Risiko-evaluierungsmodelle
<i>Lender of last resort</i>	Notfallkredite, <i>Bail-outs</i> , Rettungsprogramme (z. B. TARP)	–
<i>Investor of last resort</i>	Aufkauf toxischer Vermögenswerte (durch Bad Banks oder Zentralbank), Quantitative Lockerung (Aufkauf von Staats- und Unternehmensanleihen)	–
<i>Over-the-counter Handel</i>	–	private Institutionen im Schattenbankensystem
<i>Herstellung von Marktvertrauen</i>	Autorität des Staates und der Zentralbank	“Autorität” der Ratingagenturen

Quelle: Eigene Darstellung.

¹⁷ Siehe für eine ähnliche Entwicklung der Unternehmensanleihen (Financial Times 2016b).

¹⁸ Die Schaffung von sogenannten *Bad Banks* spielt ebenfalls eine wichtige Rolle hinsichtlich der Rekapitalisierung der Banken und der Schaffung von Liquidität. Zum einen wird hierdurch der jeweiligen Bank Liquidität bereitgestellt und deren Insolvenz verhindert. Zugleich wird vermieden, dass es durch die Insolvenz der Bank zu Kettenreaktionen kommt, die durch die Nichteinhaltung von Verbindlichkeiten dieser Bank, insbesondere über Swap- und Repo-Verträge, andere Banken ebenfalls in die Insolvenz zwingt.

6. Diskussion

In dem Beitrag wurde zum einen die Bedeutung staatlicher Politik in der Governance der Finanzmärkte hervorgehoben: Finanzmärkte scheitern nicht nur regelmäßig an dem Anspruch, sich selbst zu stabilisieren und Liquidität zu erzeugen und zu garantieren. Es wurde aufgezeigt, dass Finanzmärkte aufgrund der grundsätzlichen Probleme und Widersprüchlichkeiten dazu gar nicht in der Lage sein können. Erstens hat Politik, allen voran die Politik der US-Regierung, stets den politischen und rechtlichen Rahmen gesetzt, in dem sich der *freie Markt* entfalten konnte. Zweitens wäre die Verbriefung von Wertpapieren und insbesondere von Hypotheken ohne staatliches Engagement im großen Stil nicht möglich gewesen. Und drittens basiert auch das privat organisierte Finanzsystem letztlich auf staatlichen Sicherheiten, vor allem Staatsanleihen, ohne die es nicht funktionieren könnte. Die Gewährleistung von Liquidität und die Stabilität der Finanzmärkte ist daher keine Problemstellung, die sich außerhalb des Staates abspielt. Zum anderen wurde allerdings auch ersichtlich, dass es in bestimmten Bereichen zu deutlichen Veränderungen gekommen ist. Die Generierung von Liquidität hat sich nach dem Ende von Bretton-Woods bis zur globalen Finanzkrise von der staatlichen Sphäre immer weiter in das privat organisierte Finanzmarktsystem verschoben. Insbesondere das Schattenbankensystem ist der staatlichen Regulierung weitgehend entzogen.

Es ist eine scheinbar paradoxe Entwicklung zu konstatieren, bei der private Akteure eine immer bedeutendere Rolle in der Generierung von Liquidität erhalten *und* staatliche Institutionen eine immer wichtigere und offensivere Aufgabe in der Absicherung dieser Liquiditätsgenerierung übernehmen. Während insofern eine Rückkehr des Staates konstatiert werden kann, als dass staatliche Institutionen vor allem während, aber auch nach der Finanzkrise sehr viel direkter in das Finanzsystem eingegriffen haben, ist es zugleich fraglich, ob dieser Umstand als Verschiebung des Verhältnisses von Staat und Finanzmarkt in Richtung des ersteren gewertet werden kann (Eppler 2009). Das Paradox löst sich auf, wenn Staat und Finanzsystem nicht getrennt gedacht werden. Die heutigen Staaten mit ihrer marktbasieren und profitorientierten Wirtschaftsweise sind auf das Finanzsystem angewiesen: „The provision of money (liquidity) and a credit-debt payments network is the system’s essential foundation“ (Ingham 2011, S. 229). Dieses Finanzsystem kann ohne Staaten aber nicht funktionieren. Die Governance von Liquidität beruht auf einem tief verwurzelten Zusammenwirken von staatlichen und privaten Akteuren: „Markt und Staat, Wirtschaft und Politik sind nicht nur wechselseitig aufeinander angewiesen, sie konstituieren sich gegenseitig“ (Mayntz 2014, S. 295). Es ist diese enge Verwobenheit, die die häufig proklamierte und eingangs benannte Dichotomie von Staat und Markt *ad absurdum* führt.

Agieren staatliche Finanzinstitute vor der Finanzkrise eher im Stillen, so ist heutzutage beispielsweise die Frage, ob der Leitzinssatz angehoben wird, ein Politikum: Es ist die Autorität der Zentralbanken (Holmes 2014), vor allem der US-Notenbank, gefolgt von der Bank of England, der Europäischen Zentralbank und der japanischen Zentralbank, die in letzter Instanz die Liquidität des Finanzsystems bestimmt. Diese Autorität wiederum gründet auf der politischen Autorität

der USA, Großbritanniens, der EU und Japans. Der massive Eingriff staatlicher Institutionen, so wird immer deutlicher, ist kein Ausnahmefall, der die Finanzmärkte nur zurück zu ihrem natürlichen Gleichgewichtszustand führt und anschließend wieder zurückgenommen wird. Die starke politisch-administrative Governance der Finanzmärkte stellt vielmehr die neue Normalität dar. Zugleich geht ein Großteil der privaten Finanzakteure gestärkt aus der Krise hervor (Krugman 2013; Scherrer 2014): Die Marktkonzentration von Großbanken, wie *Wells Fargo*, *JPMorgan Chase*, *Bank of America* und die *Citigroup*, hat stark zugenommen und auch die Regulierung der Finanzmärkte verläuft schleppend. Es sind vor allem Großbanken, Vermögensverwalter und Hedgefonds, die von der derzeitigen Politik profitieren: „Quantitative easing [...] has bailed out bonus-happy banks and made the rich richer” (Financial Times 2015b). Das Kernproblem des derzeitigen Zusammenspiels von Staat und Finanzsystem ist allerdings, dass eben jener Finanzmarkt, der auf den Staat angewiesen ist, um seine Funktionsweise zu sichern, genau diese Autorität des Staates immer stärker untergräbt. Nicht nur wird im Prozess der Finanzialisierung die Privatisierung vormals staatlich organisierter grundlegender gesellschaftlicher Bereiche (Rentensystem, Krankensystem, Wasserversorgung, Bildung etc.) stetig ausgeweitet. Es ist der Staat selbst, der die Finanzialisierung vorantreibt und seine Wirtschaftspolitik an den (angenommenen) Leistungskriterien von Finanzakteuren misst (Cordes 2014). Bereits wenige Jahre nach der Finanzkrise wird erneut gefordert, dass private Finanzakteure mehr Spielraum bekommen und regulatorische Belastungen abgebaut werden sollen (Financial Times 2015c). Während es für den einzelnen Finanzakteur rational ist, möglichst liquide zu sein und seine Vermögensgegenstände ohne hemmende Regulierungen leicht wieder verkaufen zu können, kann die Wirtschaft als Ganzes nicht funktionieren, wenn das Geld nicht als Kapital investiert wird. Investiertes und also angelegtes Kapital ist aber für eine bestimmte Zeit dem liquiden Geldsystem entzogen. Längerfristige Investition steht der unmittelbaren Liquidität entgegen: „Markets in which a huge proportion of participants buy not to hold, but in the hope that they can jump off profitable bandwagons in time, are likely to be both unstable and unproductive“ (Wolf 2015). Keynes spricht daher im Eingangszitat von dem anti-sozialen Fetisch der Liquiditätspräferenz.

Die gegenseitige Durchdringung von Staat und Markt anzuerkennen, eröffnet eine fundamental politikwissenschaftliche Perspektive auf das Finanzgeschehen. Hierbei geht es, wie aufgezeigt wurde, weniger um die Frage nach mehr Staat oder mehr Markt, als vielmehr um die Frage, *welche Form* von Governance der Finanzmärkte gesellschaftlich für richtig befunden und politisch umgesetzt wird. Die Governance der Finanzmärkte ist eine genuin politische Frage, in der um die Durchsetzung verschiedener Positionen und Interessen gerungen wird. Die Bedeutung der politischen Governance von Liquidität und die Wichtigkeit gesellschaftlicher Diskussionen um die Formen der Regulierung der Finanzmärkte nehmen in Post-Finanzkrisenzeiten nicht ab. Sie gewinnen an Dringlichkeit.

Literatur

- Aitken, Rob. 2011. Financializing security: Political prediction markets and the commodification of uncertainty. *Security Dialogue* 42: 123-141. DOI: 10.1177/0967010611399617.
- Amato, Massimo, und Luca Fantacci. 2012. *The End of finance*. Cambridge: Polity.
- Austin, John L. [1962] 2010. *Zur Theorie der Sprechakte*. Stuttgart: Reclam.
- Bagehot, Walter. [1873] 2006. *Lombard Street*. New York: Cosima Classics.
- Baker, Andrew. 2010. Restraining regulatory capture? Anglo-America, crisis politics and trajectories of change in global financial governance. *International Affairs* 86: 647-663. DOI: 10.1111/j.1468-2346.2010.00903.x.
- Bank of England. 2006. *Financial Stability Report. July 2006, Issue No.20*. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/fsr/2006/fsrfull0606.pdf>. Zugegriffen: 27.02.2011.
- Bermeo, Nancy, und Jonas Pontusson. 2012. *Coping with Crisis. Government Reactions to the Great Recession*. New York: Russel Sage Foundation.
- Bernanke, Ben S. 2008. *Liquidity Provision by the Federal Reserve. Remarks at the Federal Reserve Bank of Atlanta Financial Markets Conference*, Sea Island, Georgia, 13 May. https://fraser.stlouisfed.org/scribd/?item_id=8994&filepath=/docs/historical/bernanke/bernanke_20080513.pdf. Zugegriffen: 07.10.2014.
- Best, Jacqueline. 2005. *The limits of transparency: Ambiguity and the history of international finance*. Ithaca, NY: Cornell University Press.
- Biebricher, Thomas, und Frieder Vogelmann. 2014. Die Zukunft Europas zwischen Demokratie und Kapitalismus. *Politische Vierteljahresschrift* 55(1): 1-17. DOI: 10.5771/0032-3470-2014-1-1.
- Bieling, Hans-Jürgen. 2014. Europäische Finanzmarktpolitik in der Krise. *Zeitschrift für Vergleichende Politikwissenschaft* 8: 91-113. DOI: 10.1007/s12286-014-0181-1.
- Bowman, Andrew, Ismail Ertürk, Julie Froud, Sukhdev Johal, Adam Leaver, Mick Moran, und Karel Williams. 2013. Central bank-led capitalism. *Seattle University Law Review* 36: 455-487.
- Boy, Nina. 2015. Sovereign safety. *Security Dialogue* 46: 530-547. DOI: 10.1177/0967010615593038.
- Braun, Benjamin. 2016. From performativity to political economy: index investing, ETFs and asset manager capitalism. *New Political Economy* 21: 257-273. DOI: 10.1080/13563467.2016.1094045.
- Bryan, Dick, Michael Rafferty, und Duncan Wigan. 2016. Politics, time and space in the era of shadow banking. *Review of International Political Economy* 23(6): 941-966. DOI: 10.1080/09692290.2016.1139618.
- Buiter, Willem H. 2008. The Fed as Market Maker of Last Resort: better late than never. *Financial Times*. 12 March. <http://blogs.ft.com/maverecon/2008/03/the-fed-as-market-maker-of-last-resort-better-late-than-never/#axzz37QeYGYf>. Zugegriffen: 14.07.2014.
- Busch, Andreas. 2003. *Staat und Globalisierung. Das Politikfeld Bankenregulierung im internationalen Vergleich*. Opladen: Westdeutscher Verlag.
- Butler, Judith. 1991. *Das Unbehagen der Geschlechter*. Frankfurt am Main: Suhrkamp.
- Callon, Michel. 1998. The Embeddedness of Economic Markets in Economics. In *The Laws of Markets*, Hrsg. Michel Callon, 1-57. Oxford: Blackwell.
- Cameron, Angus, und Ronen Palan. 2004. *The imagined economies of globalization*. London/ Thousand Oaks/New Delhi: Sage.

- Carruthers, Bruce G., und Arthur L. Stinchcombe. 1999. The Social Structure of Liquidity: Flexibility, Markets, and States. *Theory and Society* 28: 353-382.
- Carruthers, Bruce, und Jeong-Chul Kim. 2011. The sociology of finance. *Annual Review of Sociology* 37: 239-259. DOI: 10.1146/annurev-soc-081309-1501.
- Castells, Manuel. 1996. *The Rise of the Network Society*. Oxford: Blackwell.
- Clark, Gordon L., und Nigel Thrift. 2005. The Return of Bureaucracy: Managing Dispersed Knowledge in Global Finance. In *The Sociology of Financial Markets*, Hrsg. Karin Knorr Cetina, und Alex Preda, 229-249. Oxford: Oxford University Press.
- Cooper, Melinda. 2015. Shadow Money and the Shadow Workforce: Rethinking Labor and Liquidity. *South Atlantic Quarterly* 114: 395-423. DOI: 10.1215/00382876-2862773.
- Cordes, Till. 2014. Was Ratingagenturen von Staaten fordern. *Politische Vierteljahresschrift* 55(4): 648-673. DOI: 10.5771/0032-3470-2014-4-648.
- Dowd, Kevin, und Martin Hutchinson. 2010. *Alchemists of Loss. How Modern Finance and Government Intervention Crashed the Financial System*. New York: Wiley.
- Eppler, Erhard. 2009. *The Return of the State?* London: Forumpress.
- Epstein, Gerald A. 2005. *Financialization and the World Economy*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Ertürk, Ismail, Julie Froud, Adam Leaver, Sukhdev Johal, und Karel Williams (Hrsg.). 2008. *Financialization at Work. Key Texts and Commentary*. London: Routledge.
- Ertürk, Ismail. 2016. Post-crisis central bank unconventional policies and financialized transmission channels. Working Paper. *Foundation for European Progressive Studies*, August.
- Federal Reserve. 2015. *Domestic open market operations during 2014*. <http://www.newyorkfed.org/markets/omo/omo2014.pdf>. Zugegriffen: 01.08.2015.
- Financial Crisis Inquiry Commission. 2011. *The Financial Crisis Inquiry Report*. Washington, DC: U.S. Government Printing Office.
- Financial Services Authority. 2009. *The Turner Review. A regulatory response to the global banking crisis*, März. http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf. Zugegriffen: 07.12.2014.
- Financial Stability Board. 2013. *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking: An Integrated Overview of Policy Recommendations*, 18. November. http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_130829b.pdf. Zugegriffen: 05.05.2014.
- Financial Times. 2008. *The return of the state: How government is back at the heart of economic life*, 21. August. <http://www.ft.com/cms/s/0/73dfc892-6fb2-11dd-986f-0000779fd18c.html?siteedition=uk#axzz4FWquNVlB>. Zugegriffen: 27.07.2016.
- Financial Times. 2009. *Moody's warns of CLO debt downgrade*, 20. Juli. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/11884fb8-7559-11de-9ed5-00144feabdc0.html#axzz4BRnfOZ3E>. Zugegriffen: 20.04.2012.
- Financial Times. 2015a. *Dudley says bank rules not hurting markets*, 30. September. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/819343ca-6770-11e5-a57f-21b88f7d973f.html#axzz3nOowmS82>. Zugegriffen: 01.10.2015.
- Financial Times. 2015b. *Central banks have made the rich richer*, 22. September. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/4c53586a-6114-11e5-9846-de406ccb37f2.html#axzz3nIvOpcOa>. Zugegriffen: 01.10.2015.

- Financial Times. 2015c. *European Commission changes tone over financial regulation*, 30. September. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/a20b200c-6787-11e5-97d0-1456a776a4f5.html>. Zugegriffen: 02.10.2015.
- Financial Times. 2016a. *Negative-yield government debt surges \$1.3tn to \$11.7tn*, 30. Juni. <https://next.ft.com/content/4e2b47b8-3e15-11e6-8716-a4a71e8140b0>. Zugegriffen: 30.06.2016.
- Financial Times. 2016b. *Corporate bonds join negative yield club*, 2. Juni. <http://www.ft.com/cms/s/0/e1a7dca0-285c-11e6-8ba3-cdd781d02d89.html#axzz4FiY9WKS>. Zugegriffen: 28.07.2016.
- Fligstein, Neil, und Adam Goldstein. 2010. The Anatomy of the Mortgage Securitization Crisis. In *Markets on Trial: The Economic Sociology of the U.S. Financial Crisis*, Hrsg. Michael Lounsbury, und Paul M. Hirsch, 29-70. Bingley: Emerald.
- Gabor, Daniela, und Cornel Ban. 2016. Banking on Bonds: The New Links Between States and Markets. *Journal of Common Market Studies* 54: 617-635. DOI: 10.1111/jcms.12309.
- Gabor, Daniela. 2016. A step too far? The European financial transactions tax on shadow banking. *Journal of European Public Policy* 23: 925-945. DOI: 10.1080/13501763.2015.1070894.
- Germain, Randall D. 1997. *The international organization of credit. States and global finance in the world-economy*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Goede, Marieke de. 2005. *Virtue, Fortune and Faith. A Genealogy of Finance*. Minneapolis: University of Minnesota Press.
- Greenspan, Alan. 2004. *Banking. Remarks by Chairman Alan Greenspan, American Bankers Association Annual Convention, New York*, 5. Oktober. <http://www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/Speeches/2004/20041005/default.htm>. Zugegriffen: 27. Februar.
- Habermas, Jürgen. 2011. Die Krise der Europäischen Union im Lichte einer Konstitutionalisierung des Völkerrechts. In *Zur Verfassung Europas*, Hrsg. Jürgen Habermas, 39-96. Berlin: Suhrkamp Verlag.
- Harvey, David. 1991. *The conditions of Postmodernity. An Enquiry into the Origins of Cultural Change*. Oxford: Blackwell.
- Hassel, Anke, und Susanne Lütz. 2010. Durch die Krise aus der Krise? Die neue Stärke des Staates. *der moderne staat – Zeitschrift für Public Policy, Recht und Management* 10: 251-271.
- Heires, Marcel, und Andreas Nölke (Hrsg.). 2014. *Politische Ökonomie der Finanzialisierung*. Wiesbaden: Springer VS.
- Helleiner, Eric, Stefano Pagliari, und Hubert Zimmermann (Hrsg.). 2010. *Global Finance in Crisis: The Politics of International Regulatory Change*. London: Routledge.
- Helleiner, Eric. 1994. *States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s*. Ithaca: Cornell University Press.
- Helleiner, Eric. 2014. *The Status Quo Crisis: Global Financial Governance After the 2008 Meltdown*. Oxford: Oxford University Press.
- Holmes, Douglas R. 2014. *Economy of words. Communicative imperatives in central banks*. Chicago: University of Chicago Press.
- IMF. 2006. *Global Financial Stability Report. Market Developments and Issues*, April 2006. Washington, DC: IMF Publications Services.
- Ingham, Geoffrey. 2004. *The nature of money*. Cambridge: Polity.

- Ingham, Geoffrey. 2011. *Capitalism*. Cambridge: Polity.
- Kessler, Oliver. 2009. Die Subprime-Krise und die Frage nach der Finanzmarktstabilität. *Zeitschrift für Internationale Beziehungen* 16: 161-176.
- Keynes, John M. [1936] 2009. *Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes*. Berlin: Duncker und Humblot.
- Keynes, John Maynard. 1955. *Vom Gelde*. Berlin: Duncker and Humblot.
- Knapp, Georg Friedrich. [1905] 1924. *The State Theory of Money*. London: Macmillan.
- Knorr Cetina, Karin, und Alex Preda (Hrsg.). 2014. *The Oxford handbook of the sociology of finance*. Oxford: Oxford University Press.
- Krugman, Paul. 2013. Austerität. Der Einsturz eines Glaubensgebäudes. *Blätter für deutsche und internationale Politik* 7: 45-58.
- Langley, Paul. 2008. *The Everyday Life of Global Finance: Saving and Borrowing in Anglo-America*. Oxford: Oxford University Press.
- Langley, Paul. 2015. *Liquidity Lost: The Governance of the Global Financial Crisis*. Oxford: Oxford University Press.
- Lewis, Michael. 1989. *Liar's Poker: Rising Through the Wreckage on Wall Street*. London: W. W. Norton.
- Lewis, Michael. 2010. *The Big Short*. London: W. W. Norton.
- Leyshon, Andrew, und Nigel Thrift. 2007. The capitalization of almost everything: The future of economy and finance. *Theory, Culture and Society* 24: 97-115.
- Lütz, Susanne. 2002. *Der Staat und die Globalisierung von Finanzmärkten. Regulative Politik in Deutschland, Großbritannien und den USA*. Frankfurt/New York: Campus.
- Lysandrou, Photis, und Anastasia Nesvetailova. 2015. The role of shadow banking entities in the financial crisis: a disaggregated view. *Review of International Political Economy* 22: 257-279. DOI: 10.1080/09692290.2014.896269.
- MacKenzie, Donald, Fabian Muniesa, und Lucia Siu (Hrsg.). 2007. *Do economists make markets? On the performativity of economics*. Princeton: Princeton University Press.
- MacKenzie, Donald, und Taylor Spears. 2014a. 'The formula that killed Wall Street': The Gaussian copula and modelling practices in investment banking. *Social Studies of Science* 44: 393-417. DOI: 10.1177/0306312713517157.
- MacKenzie, Donald, und Taylor Spears. 2014b. A device for being able to book P&L: The organizational embedding of the Gaussian copula. *Social Studies of Science* 44: 418-440. DOI: 10.1177/0306312713517158.
- MacKenzie, Donald. 2006. *An Engine, Not a Camera. How Financial Models Shape Markets*. Cambridge: MIT.
- MacKenzie, Donald. 2011. The Credit Crisis as a Problem in the Sociology of Knowledge. *American Journal of Sociology* 16: 1778-1841. DOI: 10.1086/659639.
- Mäki, Uskali. 2013. Performativity: Saving Austin from MacKenzie. In *EPSA11 Perspectives and Foundational Problems in Philosophy of Science*, Hrsg. Vasilios Karakostas, und Dieks, Dennis, 443-453. Dordrecht: Springer.
- Mayntz, Renate. 2014. Markt oder Staat? Kooperationsprobleme in der Europäischen Union. *Leviathan* 42: 292-304. DOI: 10.5771/0340-0425-2014-2-292.
- Mehrling, Perry. 2011. *The New Lombard Street: How the Fed Became the Dealer of Last Resort*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Minsky, Hyman P. 1982a. *Can „it“ happen again? Essays on instability and finance*. Armonk, NY: Sharpe.

- Minsky, Hyman P. 1982b. The Financial Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behaviour of the Economy. In *Financial Crisis. Theory, History, Policy*, Hrsg. Charles Kindleberger, und Jean-Pierre Laffargue, 13-29. Cambridge: Cambridge University Press.
- Mügge, Daniel. 2010. *Widen the Market, Narrow the Competition: Banker Interests and the Making of a European Capital Market*. Colchester: ECPR Press.
- Mügge, Daniel. 2013. The Political Economy of Europeanized Financial Regulation. *Journal of European Public Policy* 20: 458-470. DOI: 10.1080/13501763.2012.752122.
- Muniesa, Fabian. 2014. *The Provoked Economy. Economic Reality and the Performative Turn*. London: Routledge.
- Nelson, Stephen C., und Peter J. Katzenstein. 2014. Uncertainty, Risk, and the Financial Crisis of 2008. *International Organization* 68: 361-392. DOI: 10.1017/S0020818313000416.
- Nesvetailova, Anastasia. 2010. *Financial Alchemy in Crisis: The Great Liquidity Illusion*. London: Pluto.
- Nesvetailova, Anastasia. 2015. A Crisis of the Overcrowded Future: Shadow Banking and the Political Economy of Financial Innovation. *New Political Economy* 20: 431-453. DOI: 10.1080/13563467.2014.951428.
- O'Brien, Richard. 1992. *Global financial integration: The end of geography*. New York: Council on Foreign Relations.
- Paudyn, Bartholomew. 2013. *Credit rating agencies and the sovereign debt*. Basingstoke, Hampshire: Palgrave MacMillan.
- Polanyi, Karl. 1978. *The Great Transformation. Politische und ökonomische Ursprünge von Gesellschaften und Wirtschaftssystemen*. Frankfurt am Main: Suhrkamp.
- Porter, Tony. 2010. Risk models and transnational governance in the global financial crisis. In *Global Finance in Crisis: The Politics of International Regulatory Change*, Hrsg. Eric Helleiner, Stefano Pagliari, und Hubert Zimmermann, 58-73. London: Routledge.
- Pozsar, Zoltan, Tobias Adrian, Adam Ashcraft, und Hayley Boesky. 2010. *Shadow Banking. Federal Reserve Bank of New York, Staff Report No. 458, Revised February 2012*. New York: Federal Reserve Bank of New York.
- Pozsar, Zoltan. 2014. *Shadow Banking: The Money View. U.S. Treasury, Office of Financial Research, Working Paper 14-4, 2. Juli*. http://financialresearch.gov/working-papers/files/OFRwp2014-04_Pozsar_ShadowBankingTheMoneyView.pdf. Zugegriffen: 29.09.2015.
- Salmon, Felix. 2009. Recipe for Disaster: The Formula That Killed Wall Street. *Wired Magazine* 17. http://archive.wired.com/techbiz/it/magazine/17-03/wp_quant?currentPage=all. Zugegriffen: 12.08.2011.
- Scherrer, Christoph. 1999. *Globalisierung wider Willen. Die Durchsetzung liberaler Außenwirtschaftspolitik in den USA*. Berlin: Edition Sigma.
- Scherrer, Christoph. 2014. Neoliberalism's resilience: a matter of class. *Critical Policy Studies* 8: 348-351. DOI: 10.1080/19460171.2014.944366.
- Schwartz, Herman, und Leonard Seabrooke (Hrsg.). 2009. *The Politics of Housing Booms and Busts*. Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Schwartz, Herman. 2009. *Subprime Nation: American Power, Global Capital, and the Housing Bubble*. Ithaca, NY: Cornell University Press.
- Seabrooke, Leonard. 2006. *The social sources of financial power: domestic legitimacy and international financial orders*. Ithaca, NY: Cornell University Press.
- Shiller, Robert J. 2009. *The Subprime Solution*. Princeton: Princeton University Press.
- Simmerl, Georg, und Michael Zürn. 2016. Internationale Autorität. *Zeitschrift für Internationale Beziehungen* 23: 38-70. DOI:10.5771/0946-7165-2016-1-38.

- Sinclair, Timothy. 2005. *The New Masters of Capital. American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness*. Ithaca, NY: Cornell University Press.
- Strange, Susan. 1998. *Mad Money*. Manchester: Manchester University Press.
- Streeck, Wolfgang. 2013. *Gekaufte Zeit: Die vertagte Krise des demokratischen Kapitalismus*. Berlin: Suhrkamp.
- Taylor, John B. 2009. *Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*. Stanford, CA: Hoover Press.
- Tett, Gillian, und Aline Van Duyn. 2009. Under restraint. *Financial Times*, 6. Juli. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/41eca4ae-6a5c-11de-ad04-00144feabdc0.html#axzz4B412TNBs>. Zugegriffen: 09.03.2016.
- Thatcher, Margaret. 1986. *Speech at Lord Mayor's Banquet*, 10. November. <http://www.margarethatcher.org/document/106512>. Zugegriffen: 03.04.2014.
- Thiemann, Matthias. 2014. In the Shadow of Basel: How Competitive Politics Bred the Crisis. *Review of International Political Economy* 21: 1203-1239. DOI: 10.1080/09692290.2013.860612.
- Tsingou, Eleni. 2010. Regulatory reactions to the global credit crisis. In *Global Finance in Crisis: The Politics of International Regulatory Change*, Hrsg. Eric Helleiner, Stefano Pagliari, und Hubert Zimmermann, 22-36. London: Routledge.
- Underhill, Geoffrey R. D., Jasper Blom, und Daniel Mügge (Hrsg.). 2010. *Global Financial Integration Thirty Years On. From Reform to Crisis*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Weber, Max. 1922. *Wirtschaft und Gesellschaft*. Tübingen: Mohr Siebeck.
- Wolf, Martin. 2015. Beware of the liquidity delusion. *Financial Times*. 6. Oktober. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/c8c2cc44-68fa-11e5-a57f-21b88f7d973f.html#axzz3ny6V0Yen>. Zugegriffen: 8. Januar 2016.
- Wullweber, Joscha, Antonia Graf, und Maria Behrens (Hrsg.). 2013. *Theorien der Internationalen Politischen Ökonomie*. Wiesbaden: VS Verlag.
- Wullweber, Joscha. 2016a. A Grave Case of Myopia? Die globale Finanzmarktkrise und die Internationale Politische Ökonomie. *Zeitschrift für Politikwissenschaft* 26: 105-121. DOI: 10.1007/s41358-015-0001-4.
- Wullweber, Joscha. 2016b. Performative Global Finance: Bridging Micro and Macro Approaches with a Stratified Perspective. *New Political Economy* 21: 305-321. DOI: 10.1080/13563467.2016.1113948.
- Zimmermann, Hubert. 2010. Varieties of global financial governance? British and German approaches to financial market regulation. In *Global Finance in Crisis: The Politics of International Regulatory Change*, Hrsg. Eric Helleiner, Stefano Pagliari, und Hubert Zimmermann, 121-136. London: Routledge.
- Zuckerman, Gregory. 2009. *The Greatest Trade Ever*. New York: Broadway.

Autorenangaben

Dr. Joscha Wullweber
Universität Kassel
Nora-Platiel-Straße 1
34127 Kassel
E-Mail: joscha.wullweber@uni-kassel.de

ZUSAMMENFASSUNGEN

Birgit Sauer

Gesellschaftstheoretische Überlegungen zum europäischen Rechtspopulismus. Zum Erklärungspotenzial der Kategorie Geschlecht

Der Artikel untersucht die Gründe für den aktuellen Erfolg rechtspopulistischer Parteien und Bewegungen aus einer Geschlechterperspektive und will damit einen Beitrag zu einem besseren Verständnis des Phänomens Neue Rechte leisten. Darüber hinaus soll das politikwissenschaftliche Erklärungspotenzial der Kategorie Geschlecht an diesem aktuellen politischen Phänomen deutlich werden. Zwar waren Geschlechterideologien für rechtsextreme Parteien und Gruppierungen immer wichtig, doch wurden Geschlechterfragen für die politische Mobilisierung der Neuen Rechten zentral. Rechtspopulistische Parteien machen so Bearbeitungsangebote einer ‚Krise der Männlichkeit‘ und bereiten ein gegenhegemoniales Projekt gegen Gleichheits- und Anti-Diskriminierungspolitik seit den 1960er und 1970er Jahren vor.

Lisa Riedel und Gerald Schneider

Dezentraler Asylvollzug diskriminiert: Anerkennungsquoten von Flüchtlingen im bundesdeutschen Vergleich, 2010-2015

Dieser Beitrag untersucht, ob sich die Asylanerkenntnisraten in den deutschen Bundesländern trotz der einheitlichen Vorgaben des Asylrechts und der Zuständigkeit durch eine Bundesbehörde unterscheiden. Wir greifen auf die Prinzipal-Agent-Theorie des Föderalismus zurück und argumentieren, dass sich die Entscheider in den Außenstellen des Bundesamtes für Migration und Flüchtlinge teilweise vom regionalen Umfeld leiten lassen. Eine Panelanalyse zu Asylentscheidungen von 2010 bis 2015 unterstützt die These, der Asylvollzug sei durch länderspezifische Interessen und Einstellungen mitbestimmt. Auch wenn unsere Makroanalyse keine Aussagen auf individuelle Diskriminierung zulässt, erhärtet sie den Verdacht, Asylbewerber hätten sehr unterschiedliche Chancen, als Flüchtlinge anerkannt zu werden. Besonders der negative Einfluss von Fremdenfeindlichkeit auf die Anerkennungsquoten stimmt bedenklich.

Anna Kern

Identifikation mit politischen Parteien und Demokratiezufriedenheit: Eine Längsschnittanalyse zum Einfluss von Parteiidentifikation in Deutschland

Politische Parteien stellen ein Bindeglied zwischen Bürgern und Staat dar, allerdings nimmt der Anteil parteigebundener Bürger in Deutschland seit Jahren ab. Dabei ist wenig darüber bekannt, welche Bedeutung diese Entwicklung für die Einstellungen der Bürger im Hinblick auf das Parteiensystem und die Demokratie im Allgemeinen hat. Mithilfe einer Längsschnittanalyse der Daten des sozio-ökonomischen Panels (SOEP) wird in dieser Studie untersucht, ob sich der Einfluss von Parteiidentifikation auf die Zufriedenheit mit der

Demokratie im Zeitraum von 23 Jahren (1987-2010) verändert hat. Die Ergebnisse zeigen, dass der Einfluss von Parteiidentifikation auf Demokratiezufriedenheit in diesem Zeitraum stärker wurde. Dabei stellt sich jedoch heraus, dass dieser Zusammenhang davon abhängig ist, ob sich der parteigebundene Bürger mit einer Regierungspartei identifiziert.

Benjamin C. Sack

Gewinnen, Verlieren und lokale Betroffenheit bei Volksabstimmungen: Auswirkungen auf die Demokratiezufriedenheit im zeitlichen und räumlichen Vergleich

Bisherige Studien zeigen, dass mehr direkte Demokratie zu mehr Demokratiezufriedenheit führt. Jedoch fehlen tief gehende Analysen zu diesem Zusammenhang. So wurden bisher weder der Einfluss der individuellen Teilnahme an einem Referendum auf die Demokratiezufriedenheit untersucht, noch die Rolle, die Gewinn und Verlust und die lokale Betroffenheit in diesem Zusammenhang spielen. Diese Lücken will der Beitrag schließen. Hierzu werden gepoolte Querschnittsdaten analysiert, die von 2011 bis 2014 und im Rahmen der Volksabstimmung ‚Stuttgart 21‘ erhoben wurden. Es zeigen sich positive Effekte der Teilnahme und des Gewinns der Volksabstimmung auf die Demokratiezufriedenheit. Eine höhere lokale Betroffenheit verstärkt dies zusätzlich. Allerdings ist keiner der Effekte zeitlich stabil.

Joscha Wullweber

Leviathan vs. selbstregulierende Märkte? Die globale Finanzkrise und die Governance von Finanzmarktliquidität

Während vor der globalen Finanzkrise Liquidität vor allem von privaten Akteuren generiert worden war, wird staatlichen Institutionen und insbesondere den Zentralbanken inzwischen wieder eine wichtige Rolle zugesprochen. Es ist eine scheinbar paradoxe Entwicklung zu konstatieren, bei der private Akteure eine immer bedeutendere Rolle in der Generierung von Liquidität erhalten und staatliche Institutionen zugleich immer essenzieller hinsichtlich der Absicherung dieser Liquiditätsgenerierung werden. Der Beitrag hinterfragt dichotome Analysen von Finanzmarkt und Staat und argumentiert, dass der Staat stets eine zentrale Stellung in der Governance der Finanzmarktliquidität innehatte und sich diese seit der globalen Finanzkrise deutlich ausgeweitet hat.

Olaf Briese

Anarchismus im 21. Jahrhundert. Ein Literaturbericht

Anarchismus, als theoretische Strömung, führt ein Schattendasein, allerdings nur im deutschsprachigen Raum und nur, was die akademische Sphäre betrifft. International gesehen, gibt es rege Forschungsdiskussionen (und in Deutschland in nichtakademischen Zirkeln). Dieser Literaturbericht zeichnet ausgewählte Debattenschwerpunkte der letzten zweieinhalb Jahrzehnte nach, arbeitet heraus, inwiefern sich neue Theorieentwicklungen ergeben haben, und er macht anarchistische Streitpunkte kenntlich. Insbesondere verdeutlicht er den Unterschied zwischen ‚klassischen‘ und ‚modernen‘ Anarchismen und hebt hervor, wie sich letztere u. a. nicht mehr auf *Staatskritik* konzentrieren, sondern, in erweiterter Perspektive, auf *Herrschaftskritik*.

GUTACHTERINNEN UND GUTACHTER 2016

Die Redaktion der PVS dankt allen Gutachterinnen und Gutachtern, die ihr bei der Auswahl der Beiträge im Jahr 2016 behilflich waren und mit ihrem Engagement bei der sorgfältigen und konstruktiven Prüfung der eingegangenen Manuskripte wesentlich zur Sicherung der Qualität der PVS beigetragen haben.

Florian Bader
André Bächtiger
Stefanie Bailer
Annegret Bendiek
Heiko Biehl
Ursula Birsl
Michael Böcher
Gideon Botsch
Thomas Bräuninger
Ulrich Brand
Andreas Broscheid
Evelyn Bytzek
Marc Debus
Frank Decker
Hermann Dülmer
Martin Elff
Thomas Fröhlich
Dieter Fuchs
Heiko Giebler
Katharina Glaab
Laurent Goetschel
Martin Hartmann
Dominic Heinz
Eva Herschinger
Alexander Herzog
Lisa Herzog
Jeanette Hofmann
Lars Holtkamp
Simon Hug

Sebastian Jäckle
Dirk Jörke
Oliver Keßler
Bernhard Kittel
Markus Klein
Heike Klüver
Jörn Knobloch
Eun-Jeung Lee
Sina Leipold
Eric Linhart
Susanne Lütz
Philip Manow
Kamil Marcinkiewicz
Christian Martin
Reinhard Mehring
Ursula Münch
Franz Urban Pappi
Susanne Pickel
Thomas Plümper
Katrin Praprotnik
Birger Priddat
Walter Reese-Schäfer
Marion Reiser
Ingo Rohlfing
Sigrid Roßteutscher
Martin Saar
Gary Schaal
Hannes Schammann
Stefan Schirm

Etienne Schneider
Harald Schoen
Wolfgang Schroeder
Laura Seelkopf
Sandra Seubert
Susumo Shikano
Tim Spier
Stephan Stetter
Grit Straßenberger
Oliver Strijbis
Roland Sturm
Markus Tausendpfund
Guido Tiemann
Klaus G. Troitzsch
Adrian Vatter
Sylvia Veit
Timo Weishaupt
Maike Weißpflug
Christian Welzel
Georg Wenzelburger
Bettina Westle
Sebastian Wolf
Andreas Wüst
Natascha Zaun
Thomas Zittel
Sonja Zmerli
Raimut Zohlhöfer