

Zentralbanken als marktmachende Akteure

Die *global governance* des Finanzsystems, das Schattenbankensystem und unkonventionelle Zentralbankpolitik seit der globalen Finanzkrise

Ziel des Artikels ist es, aufbauend auf einer gouvernementalitätstheoretisch geprägten Governance-Perspektive die historisch neue Rolle der Zentralbanken für die global governance des Finanzsystems anhand der Geldpolitik der US-Notenbank herauszuarbeiten. Seit der globalen Finanzkrise von 2007 bis 2009 basiert die Stabilisierung des Finanzsystems maßgeblich auf der Stabilisierung des marktbasiereten Kreditsystems, des sogenannten Schattenbankensystems. Ein funktionierendes marktbasieretes Kreditsystem bedarf jedoch seit der Krise des ständigen Eingreifens der Zentralbanken, da das Finanzsystem nicht in der Lage ist, sich selbstständig zu stabilisieren. Um diese Aufgabe übernehmen zu können, mussten die Zentralbanken neue, unkonventionelle und stark von der Norm abweichende Wege einschlagen. In Postkrisenzeiten agieren Zentralbanken selbst als marktmachende Akteure – als Shadow-Dealer of Last Resort. Die Geldpolitik der Zentralbanken reguliert heutzutage stärker als zuvor Kreditnachfrage und Kreditangebot im Schattenbankensystem und damit die Liquidität und Stabilität der Finanzmärkte, wodurch die Verflechtung von staatlichen Institutionen und Finanzmarkt deutlich komplexer geworden ist.

»Central banking will never be quite the same again after the global financial crisis«
(Borio 2012: 1).

1. Einleitung*

Bei Ausbruch der globalen Finanzkrise im Jahr 2007 war die bestehende *Governance*-Struktur des Finanzsystems nicht in der Lage, effektiv auf die Krise zu reagieren und hinreichende Maßnahmen zur Stabilisierung des Finanzsystems durchzuführen. Noch während der Krise wurden neue *Governance*-Akteure geschaffen, wie die G20 und das *Financial Stability Board* (FSB), andere Akteure mit mehr Ressourcen ausgestattet, wie der Internationale Währungsfonds (IWF), und es wurde versucht, bestehende Regulierungen zu verbessern, wie das Baseler Abkommen. Vor allem sollten die verschiedenen Krisenstrategien besser koordiniert wer-

* Ich bedanke mich ganz herzlich bei den GutachterInnen der zib für die sehr ausführlichen und präzisen Gutachten. Sehr hilfreiche Kommentare erhielt ich außerdem von Christoph Scherrer und Daniela Gabor und den TeilnehmerInnen des Workshops »*Finance and Macro-Economic Issues in IPE*« an der Universität Kassel. Auch bei der Redaktion der zib möchte ich mich ganz herzlich bedanken.

den. Allerdings kam die Entwicklung einer robusteren *Global-governance*-Struktur insgesamt nur schleppend voran und insbesondere das FSB erwies sich als zahnlos und weit davon entfernt, sich zu einer Art *World Financial Organisation* zu entwickeln. Aufgrund des hohen Handlungsdrucks bei Ausbruch der Finanzkrise wurde vor allem auf die Ausweitung der Befugnisse und Instrumentarien der bestehenden Institutionen gesetzt. In dieser Situation waren es vor allem die Zentralbanken und insbesondere die US-Notenbank, die am effektivsten agierten. Deren Maßnahmen waren nicht nur unkonventionell, sondern teilweise ein historisches Novum. Nachfolgend wird argumentiert, dass infolge der dramatischen Situation während der Finanzkrise, in der das Finanzsystem zusammenzubrechen drohte, das Interventionsinventar der Zentralbanken wesentlich verändert und erweitert wurde. Neben dem Ergreifen von Maßnahmen wie dem Absenken des Leitzinses auf 0 bis 0,25 Prozent, dem Handeln als *Lender of Last Resort* und der quantitativen Lockerung agierten die Zentralbanken nun erstmals selbst als Finanzhändler und marktmachende Akteure, also nicht mehr nur als *Lender of Last Resort*, sondern auch als *Market-Maker* und *Dealer of Last Resort*.

In einem Großteil der *Governance*-Literatur wird die spezifische politisch-ökonomische Rolle der Zentralbanken als Refinanzierungsquelle und Clearingstelle für Finanzakteure, also ihre Geldpolitik außerhalb der Institutionen und Foren wie der Gruppe der Sieben (G7) bzw. der Gruppe der Zwanzig (G20), der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich und dem Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, kaum untersucht. Hierarchische oder politisch-ökonomische Logiken und Wirkmechanismen, wie die Bedeutung bankbasierter Kreditvergabe und deren Unterschied zur marktbasierter Kreditvergabe (Hardie et al. 2013), die Funktionsweise finanzieller Absicherungsmechanismen wie Swaps, *haircuts* und Accounting-Standards wie *mark-to-market* (Nölke 2010) oder die Rolle von Finanzintermediären sowie die Bedeutung des Schattenbankensystems sind bislang in der *Governance*-Literatur analytisch unterbelichtet. Im globalen Finanzsystem sind es nicht nur Regelsysteme, die das Handeln der Akteure und die Akteursstrategien bestimmen, sondern ganz entscheidend politisch-ökonomische Strukturen, Fragen der Liquiditätsgenerierung und deren Absicherung sowie wirtschaftliche (Profit-)Logiken. Hier nehmen die Zentralbanken eine besondere Stellung ein (vgl. Baker 2006; Hall 2008). Dieses Ausblenden der Zentralbanken als eigenständige, zentrale *Governance*-Akteure ist auch darauf zurückzuführen, dass sich in den 1980er und 1990er Jahren die Sichtweise durchsetzte, Zentralbanken sollten unabhängig von den Regierungen und damit unabhängig und neutral gegenüber dem politischen Tagesgeschäft agieren (McNamara 2002). Zentralbankpolitik wurde auf diese Weise technokratisiert und geriet als Politikfeld auch wissenschaftlich in den Hintergrund (Marcussen 2009; Conti-Brown 2016). In Postkrisenzeiten kann die *global governance* des Finanzsystems aber nicht annähernd verstanden werden, so eine grundlegende These dieses Beitrags, ohne die Rolle der Zentralbanken und deren Geldpolitik miteinzubeziehen.

Heute sind die wichtigsten Zentralbanken – vor allem die sogenannten C6: die US-Notenbank, die Europäische Zentralbank (EZB), die *Bank of England*, die *Bank*

of Japan, die Schweizerische Nationalbank und die *Bank of Canada* – zentrale Akteure in der *global governance* des Finanzsystems. Die geldpolitischen Interventionen der Zentralbanken sind fundamental, um die qualitativ neuen Formen der Krisenreaktionen auf die Finanzkrise und die grundlegende Veränderung der *global governance* des heutigen Finanzsystems zu verstehen (Bowman et al. 2013; ECB 2015; Logan 2018). Grund für die Notwendigkeit des unkonventionellen Handelns ist nicht zuletzt, dass die Finanzkrise vor allem eine Krise des Schattenbankensystems darstellte. Dieses konnte aber durch die klassische Zentralbankpolitik nicht stabilisiert werden. In Anbetracht des Ausmaßes der Krise revolutionierte die US-Notenbank ihr Instrumentarium und läutete eine neue Ära der Zentralbankpolitik ein: »The crisis will no doubt prove to be one of those rare defining moments in the history of this institution« (Borio 2012: 1; s. a. Dow 2015). Die Autorität der Zentralbanken basiert hierbei nicht auf verstärkter Transparenz und ihrer formalen Unabhängigkeit von den Regierungen, wie Rodney Bruce Hall (2008) argumentiert, sondern auf diesen radikal neuen Formen der Geldpolitik.

Inzwischen existieren eine Reihe von Studien, die die Bedeutung des Schattenbankensystems für die Funktionsweise des globalen Finanzsystems untersuchen und die globale Finanzkrise mit der Krise des Schattenbankensystems in Verbindung setzen (Mehrling et al. 2013; Pozsar 2014; FSB 2017a). Diese Arbeiten leisten Pionierarbeit darin, ein Verständnis der Logik, Funktionsweise und Akteurskonstellation des Schattenbankensystems zu entwickeln. Der überwiegende Teil dieser Arbeiten stammt von WirtschaftswissenschaftlerInnen. Obwohl bereits eine Reihe von Arbeiten im Feld der Internationalen Politischen Ökonomie (IPÖ) zu diesem Thema existiert¹, ist doch weiterhin die politische Dimension unterbelichtet. Es gibt wenige politikwissenschaftliche Studien, die den Zusammenhang zwischen Zentralbankpolitik und Schattenbankensystem beleuchten (s. aber Gabor/Vestergaard 2016; Murau 2017; Braun 2018). Auch die Rolle der Zentralbanken als marktmachende Institutionen, als *Market-Maker of Last Resort*, ist bislang wenig erforscht (Ausnahmen: Mehrling 2011; Ban/Gabor 2016; Gabor 2016). Vor allem fehlt es an politikwissenschaftlichen Analysen der daraus resultierenden Veränderung des Staat-Markt-Verhältnisses. Dieser Lücke widmet sich der vorliegende Artikel.

Ziel des Artikels ist es, die neue Rolle der Zentralbanken für die *global governance* des Finanzsystems und die daraus resultierenden Verschiebungen des Verhältnisses von Staat und Finanzmarkt herauszuarbeiten. Die Fragestellungen hierbei lauten, wie es den Zentralbanken möglich war, in das Schattenbankensystem zu intervenieren, auf welche Weise sich hierdurch die *Global-governance*-Struktur des Finanzsystems verändert hat und wie diese Veränderungen politisch zu bewerten sind. Hierfür wird neben der wirtschaftswissenschaftlichen und politikwissenschaftlichen Sekundärliteratur vor allem auf Publikationen der Zentralbanken, mit Fokus auf die US-Notenbank, die Europäische Zentralbank, die *Bank of England* und deren jeweilige Forschungsabteilungen, sowie auf Studien internatio-

1 Vgl. Hardie et al. (2013); Kessler/Wilhelm (2013); Nesvetailova (2015); Cooper (2015); Ertürk (2017); Helgadóttir (2016); zur historischen Entwicklung: Thiemann (2018).

nalere Regulierungsbehörden und Finanzinstitutionen wie dem Internationalen Währungsfonds, der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich und dem *Financial Stability Board*, ebenso wie auf Artikel aus der Finanzpresse zurückgegriffen. Der Artikel hat einen deutlichen Fokus auf die Politik der US-Notenbank als zentralem Akteur während der globalen Finanzkrise. Deren Politik gilt häufig als wegweisend für die Politik der anderen G6.

Der Beitrag beginnt mit der Darstellung der Reformen der *Global-governance*-Struktur seit der Finanzkrise (Abschnitt 2). Die meisten Analysen der Finanzmarkt-reformen zeigen deutlich die Unzulänglichkeiten der *global governance* des Finanzsystems auf und stimmen darin überein, dass die globale Finanzarchitektur unzureichend und nicht in der Lage war, das Finanzsystem nachhaltig zu stabilisieren. Die einzigen Akteure, die in dieser Situation schnell und effektiv reagieren konnten, waren neben den Finanzministerien die Zentralbanken. Um das Handeln der Zentralbanken und die spezifische Verschränkung von Staat, Zentralbank und Finanzmarkt analytisch zu fassen, bedient sich der Beitrag einer gouvernementalitäts-theoretisch geprägten *Governance*-Perspektive (Abschnitt 3). Dieser Ansatz bricht mit dem dichotomen Staat-vs.-Markt-Ansatz und der Vorstellung, das Verhältnis von Staat und Marktakteuren wäre ein Nullsummenspiel (Sending/Neumann 2006; Wullweber 2017). Vielmehr wird davon ausgegangen, dass eine Zunahme der Einflussmöglichkeiten des Staates nicht unbedingt zu einer Abnahme des Spielraums der Marktakteure führt und umgekehrt. Der gouvernementalitätstheoretische Ansatz ermöglicht es, das sich verändernde Verhältnis von Staat und Finanzmarkt zu untersuchen, nach den zugrunde liegenden Rationalitäten bestimmter Regierungsweisen zu fragen und Widersprüchlichkeiten zu identifizieren, die sich aus den Krisenreaktionen ergeben. Das Argument lautet, dass sich die Rationalität des Regierens maßgeblich verschoben hat und der Staat via Zentralbank nun deutlich offensiver in das Finanzsystem eingreift, ohne dass es allerdings zu einer Schwächung der Finanzakteure gekommen wäre. Um die Veränderungen und Probleme der *global governance* des Finanzsystems und das Agieren der Zentralbanken als *Market-Maker of Last Resort* analysieren zu können, wird die Funktionsweise des Schattenbankensystems näher beleuchtet (Abschnitt 4). Zentrale Akteure sind hier die Zwischenhändler, die *Market-Maker*, auch *Shadow-Dealer* genannt, die den größten Teil des Handels organisieren (Abschnitt 5). Als das Schattenbankensystem in der Finanzkrise zusammenzubrechen drohte, entschieden sich die wichtigsten Zentralbanken, allen voran die US-Notenbank, für einen neuen geldpolitischen Weg (Abschnitt 6). Sie agierten nun selbst als Händler und *Market-Maker* auf den Finanzmärkten. Erst diese neue und radikale Form von geldpolitischer Intervention führte zu einer Stabilisierung des globalen Finanzsystems. Es gehört zur *neuen Normalität* der Postkrisen-Zentralbankpolitik, dass Zentralbanken nun regulär als *Shadow-Dealer of Last Resort* agieren. Am Ende des Beitrags werden die Veränderungen im Staat-Markt-Verhältnis analytisch anhand der Foucault'schen Konzepte des Souveränitätsdispositivs, des Disziplinardispositivs und des Sicherheitsdispositivs eingeordnet und analysiert (Abschnitte 7 und 8).

2. Finanzmarktreformen seit der Finanzkrise

Die *Global-governance*-Forschung zum Finanzsystem untersucht vor allem internationale Finanzmarktreformen und horizontale *Governance*-Strukturen. Verschiedene Arbeiten zeigen auf, wie sich die *Global-governance*-Struktur des Finanzsystems in den letzten Jahrzehnten immens ausgeweitet und ausdifferenziert hat.² Zugleich ist die *Governance*-Struktur durch ein Nebeneinander verschiedener nationaler, regionaler und transnationaler freiwilliger und verbindlicher Vorgaben, Regelungssysteme und Standardisierungen gekennzeichnet. Schließlich existieren diverse internationale Regulierungsbehörden und Abkommen sowie private und hybride Institutionen, die *Soft-law*-Standards entwickeln.

Bei Ausbruch der globalen Finanzkrise stellte sich heraus, dass keine kohärente *Governance*-Struktur existierte, die koordiniert auf die Krise hätte reagieren können. Das globale Finanzsystem war aufgrund von staatlichen Liberalisierungen und Deregulierungen mit einer *Governance*-Struktur ausgestattet, die vor allem auf die Kräfte des freien Marktes setzte (Helleiner 1994; Blyth 2002; Best 2005; Porter 2005; Sinclair 2005). Es herrschte ein mikroprudenzieller regulativer Ansatz und ein Glaube in die Selbstregulierungsfähigkeit des Finanzsystems vor (Borio 2009; Baker 2017; Thiemann et al. 2017). Dieser basierte auf der Annahme der neoklassischen Ökonomik, dass Krisen vor allem durch externe Faktoren (insbesondere staatliche Interventionen) ausgelöst und nicht durch der Finanzwirtschaft interne Operationen entstehen können (Minsky 1982). Anastasia Nesvetailova spricht dementsprechend von einem »paradigm of a self-regulating financial system« (Nesvetailova 2010: 22). Weiterhin waren fast alle regulativen Kompetenzen auf den nationalstaatlichen Rahmen beschränkt. Auch die Europäische Union (EU) hatte größtenteils darauf verzichtet, eigene *Governance*-Strukturen aufzubauen. Vielmehr waren die europäischen Institutionen, wie auch die Mitgliedsstaaten, aktiv an der Entstehung des Schattenbankensystems beteiligt, vor allem um die Schaffung eines europäischen Finanzbinnenmarkts zu bestärken (Mügge 2013; Gabor/Ban 2016; Braun 2018). Auch wenn es international verschiedene Institutionen mit Regulierungskompetenzen gab, war doch keine mit einer robusten Handlungsmacht ausgestattet. Stattdessen herrschen *Soft-law*-Standards vor, basierend auf freiwilliger Einhaltung und entworfen von transnationalen und zum Teil privaten Institutionen, wie dem *Basel Committee on Banking Supervision* (BCBS), der *International Organization of Securities Commissions* (IOSC), der *International Association of Insurance Supervisors* (IAIS) oder dem *International Accounting Standards Board* (IASB) (Tsingou 2015).

Die G7 (bzw. G8) wurde kurz nach Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2008 auf die zwanzig wichtigsten Industriestaaten und Schwellenländer erweitert, um gemeinsam Lösungsstrategien zur Stabilisierung des Finanzsystems zu entwickeln

2 Vgl. für einen Überblick Davies/Green (2010); Helleiner et al. (2010); Underhill et al. (2010); Young (2014); Mayntz (2012; 2015a); für einen guten Überblick über die historische Entwicklung im 20. Jahrhundert siehe Germain (2010).

(zur sich verändernden Rolle der G7 vor der Krise s. Baker 2006). Die G20 existierte zwar bereits seit 1999, aber nur in Form von Treffen der FinanzministerInnen und ZentralbanklerInnen der G20-Staaten. Nach Benjamin Brown (2010: 128-129) verhinderte dieses gemeinsame Vorgehen eine zweite globale Weltwirtschaftskrise wie nach 1929. Lora A. Viola (2015) sieht die G20 folglich als einen »Knotenakteur« der *Governance*-Struktur. Eric Helleiner (2014: 25-27) widerspricht dieser Sichtweise allerdings: Abgesehen von der symbolischen Wirkkraft der G20-Treffen spielten diese keine große Rolle für den weiteren Aufbau der *Governance*-Struktur. Auch waren es weniger internationale Kooperationsanliegen als vielmehr die Bekämpfung der Rezession innerhalb der jeweiligen Nationalstaaten, die im Vordergrund stand. Während die ersten beiden Jahre noch durch große Aktivität der G20 hinsichtlich eines gemeinsamen Vorgehens gegen die Rezession und für eine stärkere Finanzregulierung gekennzeichnet waren, nahm die Rolle der G20 hinsichtlich der *global governance* des Finanzsystems nach 2009 wieder rapide ab.

Der IWF wurde im Zuge der Finanzkrise mit mehr Ressourcen ausgestattet. Die Aufgaben des IWF beinhalteten vor allem Monitoring und Informationsaufarbeitung und spiegeln sich u. a. in den regelmäßig publizierten »*Financial Stability Reports*« wider (vgl. Mayntz 2015b: 39-41). In Bezug auf die *Governance*-Struktur kann allerdings konstatiert werden, dass der IWF kein bedeutender Akteur der Finanzregulierung geworden ist. Wie in der *Governance*-Forschung hervorgehoben wird, war die wichtigste Institution, die nach der Finanzkrise gegründet wurde, das *Financial Stability Board*, das bei der Bank für internationalen Zahlungsausgleich angesiedelt ist aus dem *Financial Stability Forum* (FSF) hervorging (Donnelly 2012; Helleiner 2014: 129-169). Das FSB soll die Zusammenarbeit der verschiedenen nationalen und internationalen Akteure in der *governance* des Finanzsystems fördern, die internationalen Finanzreformen überwachen und Transparenz herstellen. Offizielle Mitglieder sind 25 Jurisdiktionen, einschließlich der Europäischen Kommission, der Bank für internationalen Zahlungsausgleich (*Bank for International Settlements*, BIS), des IWF, der *Organisation of Economic Cooperation and Development* (OECD), der Weltbank und der EZB sowie sechs internationaler Standardisierungsinstitutionen (Donnelly 2012). Das FSB ist allerdings eher die Koordinatorin der *Governance*-Struktur, nicht dessen Impulsgeberin. Auch hat das FSB keine Sanktionsmöglichkeiten, um die Umsetzung von Reformen voranzutreiben (vgl. Mayntz 2015b: 45-48). Hinsichtlich der Entwicklung von internationalen Finanzregulierungen ist das *Basel Committee on Banking Supervision* die wichtigste Organisation. Das BCBS entwickelt Regeln für Mindestkapitalreserven der Banken, wodurch sichergestellt werden soll, dass Banken ihre Kredite in ausreichendem Maße absichern (vgl. Goldbach/Kerwer 2012). 1988 entstand das internationale Abkommen Basel I, das im Jahr 2005 von Basel II und 2010 von Basel III abgelöst wurde. Insgesamt ist die Mehrzahl der Studien zum Baseler Akkord jedoch eher skeptisch, ob

die neuen Bestimmungen von Basel III zu einer robusten Stabilisierung des Finanzsystems führen.³

Es kann konstatiert werden, dass die bestehende *Governance*-Struktur des Finanzsystems bei Ausbruch der globalen Finanzkrise nicht in der Lage war, effektiv auf die Krise zu reagieren. Aufgrund des hohen Handlungsdrucks wurde vor allem auf die Ausweitung der Befugnisse der bestehenden Institutionen gesetzt. In dieser Situation waren es insbesondere die Zentralbanken, die mit unkonventioneller Geldpolitik zur Stabilisierung des Finanzsystems beitrugen. Grund hierfür war auch, dass sie als einzige Institutionen theoretisch unbegrenzt Geldmittel bereitstellen können. Schließlich war auch keine andere Institution in der Lage, direkt im Schattenbankensystem aktiv zu werden. Das war jedoch notwendig, um die Krise aufzuhalten, denn wie im Folgenden ausgeführt wird, basiert die Stabilität des Finanzsystems heute maßgeblich auf der Stabilität des Schattenbankensystems. Diese aus den Möglichkeiten der Geldpolitik resultierende bedeutende Stellung der Zentralbanken im Finanzsystem wird in der *Global-governance*-Literatur unzureichend berücksichtigt.

3. Ein gouvernementalitätstheoretischer *Global-governance*-Ansatz

Für die hier angestrebte Analyse wird eine gouvernementalitätstheoretisch geprägte *Governance*-Perspektive verwendet (Foucault 2004a; 2004b; Haus 2010: 473-475; Triantafillou 2012). Insbesondere Langley hat einen solchen Analyserahmen für die Untersuchung von *Governance*-Prozessen mit Bezug auf das globale Finanzsystem ausgearbeitet (Langley 2008; 2013; 2015). Ein solcher Rahmen ermöglicht es, innerhalb von *Governance*-Prozessen Veränderungen bestimmter Rationalitäten des Regierens zu untersuchen und in Bezug auf die Finanzkrise zu fragen, »[...] how sovereign monetary, fiscal, and regulatory techniques were dynamically transformed in order that they could be put to work in the governance of the bust« (Langley 2015: 8).⁴

Ein solcher Ansatz soll einerseits verhindern, dass das »eigentlich ›Politisches‹, das interventionistische Handeln, [...] in den Hintergrund [gerät]« (Mayntz 2004; Grande 2012: 584). Andererseits ermöglicht dieses Vorgehen eine Akzentverschiebung von Steuerung zu *governance* (Mayntz 2004; s. a. Mayntz 2009; Offe 2008: 63-65). Diese Perspektive bricht mit der weiterhin häufig anzutreffenden Dichotomie von Staat und Markt.⁵ Anstatt den Verlust staatlicher Einflussnahme durch Globalisierungs- und Finanzialisierungsprozesse zu konstatieren, ermöglicht es der gouvernementalitätstheoretisch geprägte *Governance*-Ansatz, die Veränderung von

3 Vgl. Porter (2010); Goldbach/Kerwer (2012); Nørholm Just (2014); Helleiner (2014: 102-105).

4 Für eine ähnliche, allerdings von Searle (1995) inspirierte Perspektive auf Zentralbankpolitik innerhalb von *global governance* siehe Hall (2008).

5 Habermas (2011); Streeck (2013); kritisch: Biebricher/Vogelmann (2014); Wullweber (2017).

Staatlichkeit in der *governance* des Finanzsystems und Verschiebungen im Bedingungsverhältnis von Staat und Markt bzw. Finanzmarkt zu analysieren (Mitchell 1999; Campbell/Pedersen 2001; de Goede 2005; Krippner 2011).

In seinen Studien zu Sicherheit, Territorium und Bevölkerung beschäftigt sich Michel Foucault (2004a; 2004b) mit der liberalen und der neoliberalen Regierungsweise. Ihn interessiert, wie sich bestimmte Rationalitäten des Regierens basierend auf verschiedenen Machttechniken und Macht-Wissens-Komplexen ausgebildet und verändert haben. Innerhalb der Internationalen Beziehungen und der Internationalen Politischen Ökonomie sind eine Vielzahl von Studien entstanden, die auf Foucaults Instrumentarium zurückgreifen.⁶ Hierbei ist Foucaults Begriff des Regierens weit gefasst und umfasst nicht nur die Politik einer Regierung, sondern allgemein das Führen der Geführten wie auch die Selbstführung (Lemke 1997). Seine Analyse des Regierens fokussiert auf die »Ausübung der politischen Souveränität« (Foucault 2004a: 14), auf die Art und Weise, wie (strategisch) mit gesellschaftlichen Problemen umgegangen wird. Zur Beschreibung verschiedener Regierungsweisen führt er den Begriff des Dispositivs ein, wobei er drei Dispositivtypen unterscheidet: Das Souveränitätsdispositiv steht für eine hierarchische, tendenziell eher territoriale, zentralisierte und juristische Regierungsweise. Das Disziplinarisdispositiv charakterisiert eine Form der Gouvernementalität, die stärker ideologisch, im Sinne von Selbstdisziplinierung, wirkt. Zugleich beinhaltet es auch starke Überwachungselemente, »[...] ensuring a surveillance which would be both global and individualising whilst at the same time keeping the individuals under observation« (Foucault 1980: 146). Der dritte Dispositivtypus, das Sicherheitsdispositiv, steht vor allem für nicht-hierarchische Formen des Regierens, im Sinne von »governing at a distance« (Rose/Miller 1992: 173). Diese setzen stärker auf regulierte Selbstregulierungsprozesse, in denen nichtstaatliche Akteure in relativ autonomen Bereichen interagieren, ohne dass sich allerdings der Staat zurückziehen würde. Die Rationalität des Sicherheitsdispositivs steht für einen marktliberalen Ansatz, der beinhaltet, dass die Förderung von *laissez faire* die »Selbstdrosselung« des Marktes und »seine Selbstregulierung nach sich ziehen [wird]« (Foucault 2004b: 69). Das Sicherheitsdispositiv zielt vor allem auf die Sicherstellung von Zirkulation:

»[...] es handelt sich darum, die Zirkulation zu organisieren, das, was daran gefährlich war, zu eliminieren, eine Aufteilung zwischen guter und schlechter Zirkulation vorzunehmen und, indem man die schlechte Zirkulation verminderte, die gute zu maximieren« (Foucault 2004b: 37).

Während das Souveränitäts- und das Disziplinarisdispositiv vor allem Regierungsweisen beschreiben, die auf die Kontrolle politisch-ökonomischer Prozesse und die Eliminierung von Unsicherheit zielen, wird in der Logik der durch das Sicherheitsdispositiv typisierten Regierungsweisen Unsicherheit als etwas Produktives gesehen (Langley 2015: 19-21).

6 Vgl. beispielhaft de Goede (2005); Aitken (2007); Dillon (2008); Paudyn (2013); Lobo-Guerrero (2016).

Nach Foucault sind alle drei Regierungsweisen stets gegenwärtig, sie können jedoch unterschiedlich stark ausgeprägt sein. In westlichen Gesellschaften ist beginnend mit dem 18. Jahrhundert eine stetig zunehmende Verschiebung hin zur Rationalität des Sicherheitsdispositivs zu registrieren, die sich insbesondere seit den 1970er Jahren nochmals verstärkt. Während die anderen Dispositivtypen zwar weiterhin präsent sind, ist insbesondere die marktliberale (neoliberale) Regierungsrationale durch das Sicherheitsdispositiv geprägt. Dieses Dispositiv räumt den Marktkräften möglichst großen Raum ein, ohne dass der Staat an Bedeutung verliert (Krippner 2007; 2011; Mirowski 2014: 56-57). Die Zirkulation von Menschen, Waren und Finanzströmen soll weitgehend ungehindert vonstattengehen, wobei Deregulierungen durchaus zu einer Zunahme von staatlichen Strukturen führen können (Vogel 1996; Knafo 2013). Risiken werden nicht als Gefahr, sondern als Chance und mögliche Profitquelle begriffen, ersichtlich auch am Handel mit diversen Formen der Risikoabsicherung auf den Finanzmärkten: »[...] risk relies on actuarial-like data, modelling and speculations that do not simply call for the elimination of risk but develop strategies to embrace it« (Aradau et al. 2008: 148; s. a. Amore 2011). Mehr noch: Das Eingehen von Risiken wird als Voraussetzung für wirtschaftlichen Erfolg gesehen: »Securitising financially is a classic biopolitical strategy which capitalises ›life‹ by translating contingency into risk and risk into a tradable asset« (Dillon/Lobo-Guerrero 2008: 268).⁷

Im vorliegenden Beitrag wird argumentiert, dass ein Teil der geldpolitischen Kriseninterventionen, wie Leitzinspolitik, *Lender of Last Resort* und quantitative Lockerung, im Sinne des Sicherheitsdispositivs verstanden werden können. Als sich die Finanzkrise weiter verstärkte, kam es jedoch parallel zu Kriseninterventionen, die einen deutlichen Bruch mit dem Sicherheitsdispositiv markieren. Diese Zäsur entspricht nicht dem von Foucault beschriebenen liberalen *Governance*-Prinzip, das vor allem auf flache Hierarchien und Selbstkontrolle abzielt. Vielmehr treten die Zentralbanken nun mit bis dato ungekannter Vehemenz auf. Wie noch zu zeigen ist, führt dieses Vorgehen zu dem Paradox, dass die Zentralbanken zur Aufrechterhaltung freier Finanzmärkte und letztlich zur Rettung der liberalen Marktrationalität genau mit dieser Rationalität partiell brechen müssen.

4. Das Schattenbankensystem

Die erste Reaktion der Zentralbanken auf die Krise war die Senkung des Leitzinses. Leitzinspolitik kann als ein Mechanismus des Sicherheitsdispositivs par excellence verstanden werden, denn Ziel dieser Art von Geldpolitik ist die indirekte Regulierung von Zirkulation. Die Beschaffung von Geldmitteln wird erleichtert, ohne dass der Staat offensiv intervenieren würde: »[...] keep inflation within a tight range through control of a short-term interest rate, and everything else will take care of

7 Siehe zum Zusammenhang von Risiko und Profit Lemke (2001); Kessler (2008); Martin (2013).

itself« (Borio 2015: 191). Diese Geldpolitik hat allerdings ihre objektive Untergrenze bei einem Leitzins von 0 Prozent (Borio 2012). Zugleich agierten die Zentralbanken als *Lender of Last Resort*, um vor allem als systemrelevant bewertete Finanzakteure mit Geldmitteln zu versorgen. Allerdings war selbst diese klassische, wenn auch drastische geldpolitische Maßnahme unzureichend, um die Krise einzudämmen. Daraufhin begannen die Zentralbanken, das Finanzsystem massiv mit Geldmitteln zu »fluten«, indem über eine Geldpolitik der quantitativen Lockerung groß angelegte Anleihekaufprogramme gestartet wurden (Borio/Disyatat 2009; McLeay et al. 2014). Doch auch diese sehr unkonventionelle Vorgehensweise war nicht in der Lage, das Finanzsystem zu stabilisieren. Grund hierfür war maßgeblich das Schattenbankensystem, das inzwischen eine zentrale Bedeutung für die Funktionsweise des gesamten Finanzsystems eingenommen hatte. Aufgrund des Ausmaßes der Krise und der Struktur des Schattenbankensystems übersetzte sich *Finanzierungsliquidität*, also die Versorgung mit Geldmitteln, nicht in eine *Marktliquidität* der Wertpapiere, also die Möglichkeit, diese Wertpapiere auf dem Finanzmarkt zu veräußern. Die Wertpapiere konnten trotz vorhandener Geldmittel nicht gehandelt werden.

Im Schattenbankensystem werden inzwischen Wertpapiere im Umfang von über 90 Billionen US-Dollar umgesetzt, mit einem jährlichen Zuwachs von ca. 10 Prozent (FSB 2017b: 16). Das *Financial Stability Board* definiert das Schattenbankensystem als »[...] credit intermediation involving entities and activities (fully or partially) outside the regular banking system« (FSB 2013: ii) und sieht verschiedene systemische Risiken, die bestimmte Finanzpraktiken innerhalb des Schattenbankensystems für das gesamte Finanzsystem haben können. Der größte Schattenbankensektor befindet sich in den USA (ca. 40 Prozent des gesamten Schattenbankensystems), gefolgt von der Eurozone (ca. 20 Prozent) (vgl. FSB 2017b: 48). Die wichtigsten Akteure im Schattenbankensystem sind Investmentfonds, Broker-Dealer (Wertpapierhändler), Geldmarktfonds, Privatkapitalgesellschaften, Hedgefonds und Zweckgesellschaften (Pozsar 2014; FSB 2017b: 19-22).

Das starke Wachstum des globalen Schattenbankensystems in den letzten 15 Jahren ist nicht allein auf finanzmarktinterne Entwicklungen zurückzuführen. Der Begriff des Schattenbankensystems suggeriert, dass sich innerhalb des Finanzsystems ein Bereich abseits der staatlichen Kontrolle herausgebildet habe. Ausgeblendet wird hierbei, dass einige Staaten, wie die USA und Frankreich und auch europäische Institutionen, aktiv den Ausbau des marktbasierten Kreditsystems vorangetrieben haben. Denn durch die Trennung von Geld- und Fiskalpolitik und die politisch durchgesetzte Unabhängigkeit der Zentralbank fanden sich die westlichen Staaten in einer Situation wieder, in der die Zentralbanken nicht mehr die Abnahme der Staatsanleihen garantierten, sondern diese auf dem Finanzmarkt platziert werden mussten. Da das Schattenbankensystem auf Staatsanleihen zur Absicherung der Kreditwürdigkeiten angewiesen ist, war die Ausweitung des marktbasierten Kreditsystems vorteilhaft für den Absatz von Staatsanleihen (vgl. Mügge 2013; Gabor 2016; ECB 2017).

Das Schattenbankensystem gilt als unregulierter Teil des Finanzsystems (für verschiedene Definitionen vgl. Helgadóttir 2016). Dementsprechend beschäftigen sich viele *Policy*-Empfehlungen mit der Frage, wie bestehende Regulierungsrahmen auf das Schattenbankensystem ausgeweitet werden können (vgl. Gorton 2010; Adrian/Ashcraft 2012; FSB 2013; 2015). Einer solchen Sichtweise fehlt allerdings ein Verständnis für die Rolle, die der Staat und die Zentralbanken hinsichtlich der Aufrechterhaltung, Stabilisierung und auch des Ausbaus dieses Systems innehaben (Thiemann 2014). Wie im Folgenden argumentiert wird, ist das Interessante am Schattenbankensystem vor allem, dass es sich im Gegensatz zum klassischen *bankbasierten* Kreditsystem um ein *marktbasierendes* Kreditsystem handelt. Im Schattenbankensystem werden keine Darlehen vergeben, sondern Geldmittel über bestimmte Verträge, die Rückkaufvereinbarungen, bereitgestellt, welche durch Vermögenswerte aus dem Kapitalmarkt abgesichert sind. Das Schattenbankensystem verbindet auf diese Weise den Geldmarkt, also den Markt für kurzfristige Beschaffung von Geldmitteln, mit dem Kapitalmarkt, dem Markt für mittel- und langfristige Investitionen und Geldfinanzierung. Diese Verzahnung wird über Finanzintermediäre, die *market-maker*, vermittelt (Mehrling et al. 2013). Hierdurch werden Vermögenswerte mit verschiedenen Fälligkeiten und Risikodispositionen miteinander verquickt. Diverse kurzfristige Schuldtitel ermöglichen die Finanzierung von Finanzanlagen-Portfolios (Ricks 2016: ix). Die zunehmende Bedeutung des marktbasierenden Kreditsystems spiegelt sich auch darin wider, dass innerhalb des Finanzsystems inzwischen immer mehr Kredite von Finanzakteuren vergeben werden, die keine Bank sind, also die Geschäftsbanken zunehmend unwichtiger für die Vergabe von Geldmitteln werden (vgl. FSB 2017b: 2; s. a. Hardie et al. 2013). Inzwischen findet fast 50 Prozent der weltweiten Kreditvermittlung, mit einem Umfang von insgesamt etwa 160 Billionen US-Dollar, außerhalb des regulären Bankensystems statt, Tendenz weiterhin steigend (FSB 2018: 46-47).

Das Schattenbankensystem ist für viele Finanzakteure heutzutage von zentraler Bedeutung, da sie sich hier relativ günstig Geldmittel beschaffen können und deutlich weniger Restriktionen unterliegen als im bankbasierten Kreditsystem (Nesvetailova 2015; BIS 2017). *Repurchase agreements* (kurz: Repos) sind hier die gängigste Art und Weise, sich kurzfristig – häufig mit einer Laufzeit von einem Tag – Geldmittel zu beschaffen. Repos sind Verträge, bei denen Wertpapiere zu einem bestimmten Preis verkauft werden, um diese nach einer definierten Zeit zu einem vorher festgesetzten Preis plus Zinsen wieder zurückzukaufen. Der Käufer, z. B. Geldmarktfonds oder andere institutionelle Investoren, wird der rechtmäßige Besitzer der Wertpapiere und kann diese weiterverkaufen (Singh 2017). Falls der Verkäufer der Wertpapiere Insolvenz anmeldet und die Wertpapiere nicht wieder zurückkauft, können diese von dem Kreditgeber auf dem Markt veräußert werden. Die Wertpapiere fungieren daher als Sicherheiten. Rechtlich gesehen handelt es sich um abgesicherte Kredite. Allerdings muss die eine Seite, meist der Kreditnehmer, einen sogenannten *haircut* zahlen, also einen Aufschlag auf das Wertpapier. Der *haircut* soll gewährleisten, dass die Sicherheiten auch bei Rückgang des Marktwerts weiterhin ohne Verlust auf dem Markt veräußert werden können (im Falle von Nichtrückzah-

lung). Der geringste *haircut* und die geringsten Zinszahlungen fallen bei Staatsanleihen an, insbesondere bei den Staatsanleihen der wichtigsten Industriestaaten, da diese als sehr sicher und wertstabil gelten. Für Repo-Transaktionen ist daher die Verfügbarkeit von Staatsanleihen von zentraler Bedeutung (Bank of England 2015: 6).

Wenn der Wert der als Sicherheiten verwendeten Wertpapiere fällt, müssen mehr Sicherheiten für die Repo-Transaktionen aufgebracht oder die teureren Bankkredite aufgenommen werden, was insgesamt zu geringeren Gewinnmargen und geringerem Engagement auf den Kapitalmärkten führt. Die Verfügbarkeit von sicheren Staatsanleihen hat auf diese Weise auch eine direkte Auswirkung auf die Preise für andere Vermögenswerte. Da sich der Preis der Repo-Transaktion nach der Qualität der Absicherung bemisst, gibt es große Differenzen zwischen den Zinsraten. Weiterhin wird der Wert der Sicherheiten *mark-to-market* bewertet, um auch bei größerem Wertverlust die kreditgebende Seite zu schützen.⁸ Wenn es zum Wertverlust oder auch einem Wertgewinn kommt, sind beide Seiten zum *margin call* berechtigt, können also weitere Sicherheiten (bei Wertverlust) oder weitere Geldmittel (bei Wertsteigerung) nachfordern. Die Höhe der *haircuts* und die Qualität der Sicherheiten bestimmen maßgeblich die Kosten der Repo-Transaktion (vgl. BIS 2017).

Die Repo-Transaktion kann direkt zwischen zwei Verhandlungspartnern stattfinden. In der Regel sind allerdings Händler (Broker-Dealer) zwischengeschaltet, die von der einen Seite Wertpapiere aufkaufen (z. B. von Vermögensverwaltern, Pensionsfonds, Hedgefonds oder Versicherungsunternehmen), um sie an die andere Seite zu verkaufen (z. B. an Geldmarktfonds oder die Zentralbank), wobei Broker-Dealer auch durchaus Eigenhandel betreiben (vgl. BIS 2017: 5-6). Durch die große Bedeutung des Repo-Marktes und die gewichtige Stellung der Zwischenhändler entstehen neue systemrelevante Akteure (vgl. Gabor/Ban 2016: 617-618). Die Investmentbank *Lehman Brothers* war bis zur Insolvenz im September 2008 einer der wichtigsten Zwischenhändler im Schattenbankensystem. Repo-Transaktionen werden nicht nur aus ökonomischen, sondern auch aufgrund von regulativen Entwicklungen wichtiger, da das Basel-III-Abkommen bestimmte Mindestabsicherungen vorschreibt, die auch durch Repo-Transaktionen erlangt werden können (FSB 2017a: 3). Auch vollziehen Zentralbanken wie die US-Notenbank, die EZB und die *Bank of England* inzwischen einen Großteil ihrer Geldpolitik über Repo-Transaktionen (FSB 2017a: 5; Logan 2017).

Repos erhöhen in guten Zeiten die Marktliquidität des Finanzsystems, also die Möglichkeit, Wertpapiere in Geldmittel umzuwandeln (Bryan et al. 2016). Zugleich führen Repos tendenziell aber auch zu einer Zunahme von stark gehebelten Finanzpraktiken, also der Möglichkeit, mit relativ geringem Eigenkapital verhältnismäßig viele Finanztransaktionen durchführen zu können, und kurzfristigen Refinanzierungen. Das Volumen an ausstehenden Repo-Transaktionen betrug Anfang 2017 rund

8 *Mark-to-market* bedeutet, dass der Wert eines Vermögenswertes bzw. eines Finanzprodukts nicht zu einem bestimmten Zeitpunkt geschätzt und dann fixiert, sondern laufend dem Marktwert angepasst wird.

zwölf Billionen US-Dollar, von denen knapp neun Billionen mit Staatsanleihen abgesichert waren (BIS 2017: 6). Da es sich bei Repo-Transaktionen in der Regel um Verträge mit kurzer bis sehr kurzer Laufzeit handelt, sind kreditnehmende Institutionen einem erhöhten Refinanzierungsrisiko ausgesetzt. Da der Wert der zugrunde liegenden Sicherheit *mark-to-market* evaluiert wird, ist der Preis für die Repos zudem prozyklischen Entwicklungen unterworfen. Weil die Repos zugleich weiterverkauft werden können, entsteht potenziell eine Kette an Verschuldungen, deren zugrunde liegende Sicherheit nicht gestreut ist, sondern sich jeweils auf dieselben Sicherheiten bezieht (FSB 2017b: 27). Der Repo-Markt kann daher, wie in der Finanzkrise geschehen, eine destabilisierende Wirkung für das gesamte Finanzsystem entfalten.

5. *Shadow-Dealer*

Entscheidend für das Funktionieren des Finanzsystems ist die Verfügbarkeit von Geldmitteln. Die Verwendung und Schöpfung von Geld und Kredit ist heutzutage so alltäglich geworden, dass der komplexe und elastische Mechanismus des Geldmarktes eher selten wahrgenommen wird. Ein Verständnis dieses Mechanismus ist allerdings wichtig, um die Funktionsweise des Finanzsystems, Gründe für dessen Krisen und Probleme der *governance* des Systems zu verstehen. Im Zentrum der Liquiditätszirkulation im Finanzsystem steht der Staat bzw. die Zentralbank. Sie gibt den Leitzins vor und steuert auf diese Weise indirekt auch die Zinssätze, zu denen sich die Akteure gegenseitig Geld leihen, und die Liquidität am Geldmarkt (McLeay et al. 2014: 20-21). Der Leitzins der Zentralbank hat in der Regel also Auswirkungen auf den Zinssatz, mit dem die Geschäftsbanken sich untereinander und an PrivatkundInnen Geld (ver-)leihen.

Die Beschaffung von Geldmitteln läuft, wie oben beschrieben, meist über Broker-Dealer. Hierbei handelt es sich z. B. um Investmentfonds und Großbanken wie *Morgan Stanley*, *JPMorgan* und die *American International Group* (AIG) und bis zur Finanzkrise *Lehman Brothers* und *Bear Stearns*. Während für das traditionelle darlehensbasierte Bankwesen Zwischenhändler relativ uninteressant sind – der größte Teil der Kredite wird hier über die Geldschöpfung der Banken vollzogen (McLeay et al. 2014), rücken diese im Schattenbankensystem in den Mittelpunkt: Wenn Vermögensbesitzer (Investmentfonds, Asset-ManagerInnen, Pensionsfonds etc.) einen Teil ihrer Wertpapiere anlegen wollen, bieten die Zwischenhändler einen Preis für diese Papiere, kaufen diese über Repo-Transaktionen auf und sichern sich über *mark-to-market* und *haircuts* ab, um sie anschließend (mit Profit) an beispielsweise Geldmarktfonds weiterzuverkaufen. Die Finanzintermediäre vermitteln daher zwischen kreditgebendem Akteur mit Überschuss an Geldmitteln und Vermögensmanager, der seinen Geldmittelbedarf durch Bereitstellung von Wertpapieren deckt, weswegen Intermediäre auch als marktmachende Institutionen, als *market-maker* bezeichnet werden. Die Banken stellen den Zwischenhändlern, falls notwendig, bei Liquiditätsengpässen zur Zwischenfinanzierung die benötigten Kreditlinien zur

Verfügung, in der Regel über Repo-Transaktionen, in denen die gehandelten Wertpapiere als Sicherheit fungieren (also marktbasierter und nicht darlehensbasierter Kredite). Hierdurch erhöht sich bei den Banken der Bedarf an Reserven. Die Zentralbank unterstützt die Vergabe von Krediten durch Ausweitung der Offenmarktgeschäfte: »[...] market liquidity is sustained every day because funding liquidity is elastically forthcoming in this way« (Mehrling 2011: 104).

Die Zwischenhändler übernehmen im *kapitalmarktbasieren* Finanzsystem die Funktion der Bereitstellung von Geldmitteln wie die Banken im *darlehensbasieren* Bankwesen. Der entscheidende Unterschied liegt allerdings in der Finanzierung der Vermittlungstätigkeit und in der fehlenden staatlichen Absicherung und Regulierung (Ricks 2016: 5). Wenn eine Bank einen Kredit ausgibt oder Geld an eine andere Bank transferiert, kann sie die Geldmittel selbst schöpfen und sich in der Regel mit entsprechendem Zentralbankgeld versorgen. Banken haben im Gegensatz zu den Zwischenhändlern einen direkten Zugang zur Finanzierungsliquidität der Zentralbank. Die Zwischenhändler im Schattenbankensystem müssen daher andere Mechanismen der Finanzierung und Absicherung finden.

Im traditionellen darlehensbasierten Kreditwesen tragen Banken vor allem das Risiko, das KreditnehmerInnen Insolvenz anmelden und der Kredit nicht zurückgezahlt wird. Auch besteht ein Refinanzierungsrisiko, wenn sehr hohe Summen von Konten abgehoben werden (Bank of England 2015: 4). Während das Insolvenzrisiko über die staatliche Einlagensicherung und das Eigenkapital abgedeckt werden soll, wird das Refinanzierungsrisiko durch die Spitzenfinanzierungsfazität der Zentralbank abgesichert. Im Schattenbankensystem sind die Risiken etwas anders gelagert. Statt Kredite halten Finanzinstitutionen im Schattenbankensystem verbriefte Kredite, die durch Zinsswaps und Devisen-Swapgeschäfte zwischen privaten Finanzakteuren abgesichert werden.⁹ Statt über die Schaffung von Depositen – die staatlich legitimierte Geldschöpfung der Banken – werden die Kredite im Schattenbankensystem über den (marktbasieren) Geldmarkt finanziert. Insolvenzrisiken werden kaum über Eigenkapital abgesichert, sondern sollen über andere Formen der privaten Absicherungen, z. B. in Form von Kreditausfallswapgeschäften aufgefangen werden. Das Refinanzierungsrisiko wiederum soll im Schattenbankensystem über Repo-Transaktionen zwischen privaten Finanzakteuren bewältigt werden, basierend auf verbrieften Krediten. Der entscheidende Unterschied hinsichtlich des Gesamtrisikos zwischen dem darlehensbasierten Bankwesen und dem kapitalmarktbasieren Schattenbankensystem liegt darin begründet, dass ersteres aufgrund von rechtlichen Sicherungssystemen durch den Staat abgesichert ist, während letzteres keine (direkte) staatliche Absicherung besitzt (Mehrling 2011: 116-119). Vielmehr wird die staatliche Einlagensicherung der Banken im Schattenbankensystem über die hinterlegten Wertpapiersicherheiten *simuliert* (s. Tab. 1).

9 Nach Pozsar (2011) kann die Zunahme der Verbriefungspraxis vor der Finanzkrise auch durch den gestiegenen Bedarf an hochwertigen Absicherungen verstanden werden, der nicht mehr durch die vorhandene Menge an Staatsanleihen abgedeckt werden konnte.

Tabelle 1: Vergleich der Absicherung von Banken und Shadow-Dealer

	Insolvenzrisiko	Refinanzierungsrisiko	Gesamtrisiko
Geschäftsbank (darlehensbasiertes Kreditsystem)	abgesichert durch Einlagensicherung des Staates und Eigenkapital	Spitzenfinanzierungsfazilität der Zentralbank	rechtliche, durch den Staat garantierte Sicherungssysteme
Shadow-Dealer/ Market-Maker (marktbasieretes Kreditsystem)	diverse private Absicherungen, z. B. Zinsswaps, Devisenswaps und Kreditausfallswaps	Repo-Transaktionen zwischen privaten Finanzakteuren basierend auf verbrieften Krediten	kein staatlicher Schutz; privat hinterlegte Sicherheiten simulieren staatliche Absicherung

Tabelle 1 zeigt deutlich den Unterschied zwischen dem darlehensbasierten und dem marktbasieren Kreditsystem hinsichtlich der Risikoexposition. Während das reguläre Bankensystem auf diversen Formen staatlicher Absicherung beruht, besaß das Schattenbankensystem bis zur globalen Finanzkrise nur private Sicherungssysteme. Letzteres basierte letztlich auf diversen Swageschäften und vor allem auf der Sicherheit der zugrunde liegenden Wertpapiere. In Nichtkrisenzeiten und insbesondere in Zeiten der Hausse lässt sich ein Großteil der Wertpapiere problemlos als Sicherheiten verwenden. Deren *Marktliquidität* hängt allgemein davon ab, ob Wertpapierhändler die Wertpapiere aufkaufen und weiterverkaufen können. Hierfür benötigen die Wertpapierhändler Zugang zum Geldmarkt. Ohne Repo-Markt müssten *market-maker* ihren Handel mit ihrem eigenen Kapital finanzieren oder direkt Bankkredite aufnehmen. Marktliquidität hängt daher auch von der Finanzierungsliquidität ab (Brunnermeier/Pedersen 2009). Die Wertpapierhändler finanzieren sich heutzutage vor allem über Repos, der Rückgriff auf (darlehensbasierte) Bankkredite wird, wenn möglich, vermieden.

Diejenigen Wertpapiere, die von der Zentralbank als Sicherheit akzeptiert werden, insbesondere Staatsanleihen, weisen die höchste Marktliquidität auf, denn sie können über Repo-Transaktionen direkt vom Finanzintermediär über die Banken an die Zentralbank weitergereicht werden (Gabor 2016). Die Marktliquidität der anderen Wertpapiere hängt viel stärker von der jeweiligen Marktsituation ab. Die mögliche Menge an Repo-Transaktionen ist bedingt durch den Marktwert der Wertpapiersicherheiten. Wenn die *Marktliquidität* dieser Wertpapiere abnimmt, wird es teurer, diese als Sicherheiten für Repo-Transaktionen zu verwenden (wegen höherer *haircuts*), weswegen tendenziell die *Finanzierungsliquidität* abnimmt. Auch können nun insgesamt weniger Repo-Transaktionen durchgeführt werden. Dies kann unter Umständen dazu führen, dass Akteure gezwungen sind, diese Wertpapiere zu verkaufen, wodurch die Preisspirale weiter nach unten läuft. Sind hiervon viele Finanzakteure betroffen, kann es zu einer Finanzkrise kommen (Adrian et al. 2017; FSB 2017a).

6. Die Zentralbank als Shadow-Dealer of Last Resort

Vor der Finanzkrise war es zu einem erheblichen Anstieg von Repo-Transaktionen gekommen, wodurch bestimmte Finanzakteure in die Lage versetzt wurden, ihren Verschuldungsgrad durch erhöhte Hebelwirkung, basierend auf kurzfristigen Refinanzierungsmitteln, stark zu steigern. In der Finanzkrise kollabierten diese Hebel (vgl. Adrian/Shin 2010).

Zuerst brach im Herbst 2007 der Markt für verbrieftete Kredite zusammen. Dieser konnte anfangs trotz sinkender Preise durch zusätzliche Kredite aus dem Bankensektor und verstärkte Repo-Transaktionen aufgefangen werden. Die US-Notenbank (kurz: *Fed*) erweiterte die Palette an Wertpapieren, die sie als Sicherheiten akzeptierte und stellte auf diese Weise den Banken mehr Finanzierungsliquidität zur Verfügung. Anfang 2008 nahmen die Risikoaufschläge für die riskanteren Wertpapiere deutlich zu. Stark gehebelte Akteure hatten nun ein Problem. Jetzt zeigte sich, dass es sich bei den meisten der verbrieften Wertpapiere, die als Sicherheit fungiert hatten, nicht um sichere Wertpapiere gehandelt hatte (Golec/Perotti 2017). Da die Sicherheiten *mark-to-market* bewertet werden, trat dieser Effekt sehr schnell ein (MacKenzie 2012). Als es nun zu größeren Verkäufen von Wertpapieren mit geringerer Sicherheit kam, fiel der Preis für diese Wertpapiere. Es wurden nun höhere Sicherheitsabschläge für Repo-Transaktionen verlangt und als Folge der Unsicherheit hinsichtlich der Zahlungsfähigkeit der Vertragspartner erhöhte *haircuts* veranschlagt. Stark gehebelte Finanzakteure kamen in Zahlungsschwierigkeiten, da sie Geldmittel und Sicherheiten nachliefern mussten, die sie nicht besaßen. Nun waren die Kreditnehmer gezwungen, einen Teil ihrer Wertpapiere zu verkaufen und konnten relativ zu den als Sicherheiten fungierenden Wertpapieren weniger Repo-Transaktionen durchführen. Andere Finanzakteure vergaben zögerlicher Kredite und versuchten, möglichst liquide Reserven zu halten. Der vermehrte Verkauf von Wertpapieren führte zu deren Wertminderung, was wiederum erhöhte *margin calls*, also das Nachfordern von Wertpapiersicherheiten, und *haircuts* sowie infolgedessen Liquiditätsengpässe nach sich zog. Eine Liquiditätsabwärtsspirale trat ein (vgl. Adrian et al. 2017; BIS 2017: 29-30; s. a. FSB 2013).

Mit der Quasi-Insolvenz von *Bear Stearns* – die Investmentbank wurde von *JP Morgan Chase* mit Unterstützung der US-Regierung übernommen – kam der US-Repo-Markt unter Druck, da nun die *haircuts* immens anstiegen. Jetzt wurde die *Fed* zum *Lender of Last Resort* und stellte dem Markt umfangreich Geldmittel zur Verfügung. Dennoch meldete im September 2008 *Lehman Brothers* Insolvenz an, zu diesem Zeitpunkt einer der wichtigsten *market-maker* für hypotheckenbesicherte Wertpapiere weltweit. Die Insolvenz von *Lehman Brothers* führte zu einer Panik auf den Repo-Märkten, woraufhin sich der beschriebene Abwärtstrend noch weiter verstärkte. Schließlich kollabierte der Geldmarkt und niemand wollte mehr Repo-Transaktionen durchführen. Die Zwischenhändler konnten nun nicht mehr agieren, da sie Probleme hatten, sowohl die Wertpapiere weiterzuverkaufen, als auch ihre eigenen Wertpapierkäufe zu finanzieren (Mehrling 2011: 119-125; FSB 2017a: 11-12).

In diesem Moment reichte die Liquiditätsbereitstellung der *Fed* nicht mehr aus. Die zusätzlich für den Bankensektor bereitgestellten Geldmittel wurden nicht investiert, sondern nur genutzt, um die eigenen Reserven zu erhöhen. Vor allem aber erreichten die Geldmittel nicht in ausreichendem Maße das Schattenbankensystem. *Finanzierungsliquidität* übersetzte sich nicht in *Marktliquidität* (Brunnermeier/Pedersen 2009). Da kein Vertrauen mehr zwischen den Finanzakteuren existierte, wollten alle Akteure Geldmittel erhalten und Wertpapiere bzw. Risikoexposition verkaufen. In diesem Moment funktionierte das System der Zwischenhändler nicht mehr, es kamen keine Preise mehr zustande und der Handel brach zusammen (Mehrling et al. 2013: 13).

Das Agieren der US-Notenbank als *Lender of Last Resort* war in diesem Moment unzureichend. Als deutlich wurde, dass der US-Wertpapiermarkt nicht mehr funktionierte, revolutionierte die US-Notenbank ihr geldpolitisches Interventionsinventar: Sie agierte nun selbst als Broker-Dealer und *market-maker*, um die Marktliquidität wiederherzustellen: »September 2008 was the moment when the Fed moved from lender of last resort to dealer of last resort« (Mehrling 2011: 122-123). Banken, die Sicherheiten benötigten, konnten diese bei der *Fed* über die neue *Commercial Paper Facility* oder die *Liquidity Swap Facility* erwerben. Geldmarktfonds und andere Primärhändler ohne Reservenkonto bei der *Fed* konnten stattdessen über die *Term Securities Lending Facility* (TSLF), die *Term Auction Facility* (TAF) und die *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF) *Treasury Bills*, also kurzfristige US-amerikanische Staatsanleihen erwerben.¹⁰ Die TSLF-Kredite waren im Austausch mit *Investment-grade*-Wertpapieren (daher bis hin zur mittleren Bonität) erhältlich. Die PDCF-Kredite hingegen wurden für *alle verfügbaren Wertpapiere*, egal welcher Bonität, und sogar für unbewertete Wertpapiere vergeben. Wertpapiere mit geringer Bonität konnten auf diese Weise temporär gegen *Treasury Bills* getauscht werden.

Aber auch diese Fazilitäten waren nicht ausreichend. Kurz nach der *Lehman*-Insolvenz geriet der erste Geldmarktfonds in Schwierigkeiten. Investoren zogen 450 Milliarden US-Dollar von verschiedenen Geldmarktfonds ab, woraufhin die Geldmarktfonds ihre Geldmarktstätigkeit reduzieren mussten. Nun richtete die *Fed* vier weitere Fazilitäten speziell für die Akteure im Schattenbankensystem ein, die *Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility* (AMLF), die *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF), die *Money Market Investor Funding Facility* (MMIFF) und die *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF) (vgl. Domanski et al. 2014: 55-58). Hierdurch sollte insbesondere der Markt für Verbriefungen wieder angekurbelt und die für den US-Markt wichtigen Geldmarktfonds gestützt werden.

Diese geldpolitischen Instrumente beinhalteten die Schaffung von Marktliquidität. Rechtlich handelte es sich um Kredite, Wertpapiere konnten nicht an die Zentralbank verkauft werden. De facto waren es aber Kreditausfallversicherungen. Denn dadurch, dass ständige Fazilitäten geschaffen worden waren, garantierte die

10 Ähnliche Programme, wenn auch nicht ganz so umfangreich, wurden z. B. auch von der EZB und der *Bank of England* durchgeführt.

Notenbank einen bestimmten Preis, setzte hierdurch eine Preisuntergrenze für das jeweilige Wertpapier und stabilisierte dadurch die Repo-Transaktionen und deren Marktliquidität. Vor allem wurden diese Fazilitäten erstmals auf Nichtbanken und das Schattenbankensystem ausgeweitet: »The Fed was moving the wholesale money market onto its own balance sheet« (Mehrling 2011: 125). In der Finanzkrise war die Marktliquidität weniger von der Finanzierungsliquidität als vielmehr von der Verschiebbarkeit der Wertpapiere hin zur Zentralbank abhängig:

»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: 398).

Auch die *Bank of England* und die EZB agieren seitdem als *Market-Maker of Last Resort*, wobei die *Bank of England* als erste Zentralbank dieses Vorgehen in ihrem *Redbook* von 2015 formalisiert hat (Bank of England 2015). Weiterhin schufen die Zentralbanken eine neue Liquiditätskette für Schattenbankakteure und ermöglichten auf diese Weise erstmals in der Geschichte der Zentralbanken auch Nichtbanken die Geldschöpfung (vgl. Wullweber 2019, i. E.).

Die ständigen Fazilitäten haben allerdings ihren Preis, sodass nur diejenigen Finanzinstitute auf sie zurückgriffen, die keine andere Möglichkeit hatten. Die Grundidee hierbei ist, dass diese Finanzakteure im Prinzip solvent sind, sich aber temporär aufgrund von negativen Marktentwicklungen keine kurzfristigen Geldmittel beschaffen können. Die Zentralbank übernimmt auf diese Weise idealerweise nur das Liquiditätsrisiko, nicht das Solvenzrisiko (Acharya et al. 2014). Hier zeigt sich allerdings die grundlegende Differenz zum klassischen darlehensbasierten Bankwesen. Die Gefahr von Insolvenz im darlehensbasierten Bankwesen wird durch die Sicherstellung von Finanzierungsliquidität über Zahlungsverprechen bzw. Geldverleihversprechen abgefedert. Die Zentralbank agiert hier als *Lender of Last Resort*. Im Schattenbankensystem ist ein *Lender of Last Resort* in der Krise unter Umständen nicht ausreichend. Hier muss die Zentralbank Marktliquidität durch *Kaufversprechen* wiederherstellen, indem sie selbst als Zwischenhändler, als *Shadow-Dealer of Last Resort*, agiert, um Abwärtsspiralen einzudämmen (vgl. Mehrling et al. 2013: 4-7).

Der entscheidende Vorteil der Zentralbank gegenüber den privaten Zwischenhändlern ist, dass die Finanzierung des Handels nicht über Privatkapital läuft, sondern über die eigene Geldschöpfung. In Abwandlung von Walter Bagehots *Lender-of-Last-Resort-Prinzipien* (Bagehot [1873] 2006), so viel Geld bereitzustellen, wie benötigt wird, allerdings zu hohen Zinsraten und nur an solvente Institute gegen sichere Wertpapiere, beinhaltet eine Geldpolitik des *Dealers of Last Resort*, so viel Handel zu betreiben, wie notwendig ist, allerdings mit einer weiten Geld-Brief-Spanne (*bid-ask spread*) gegen in Nichtkrisenzeiten als sicher eingeschätzte Wertpapiere (Mehrling 2017: 110). Der weite *bid-ask spread* wird gewählt, da er den Handel auf den Finanzmärkten nur unterstützen und nicht ersetzen soll. Die Hoffnung hierbei ist, dass die Finanzakteure mittelfristig wieder versuchen werden, ihre Positionen bei der Zentralbank zu liquidieren, da sich auf den Finanzmärkten besse-

re Preise und damit höhere Gewinne erzielen lassen. Die im Jahr 2013 dauerhaft eingerichteten Zentralbankliquiditätsswaps zwischen den C6 können demnach als internationales *Dealer-of-Last-Resort*-System für den globalen Geldmarkt interpretiert werden (Mehrling 2017: 113). Die Swap-Linien mit der *Fed* ermöglichen es diesen Zentralbanken, wenn nötig auch als *Lender of Last Resort* für den US-Dollar zu fungieren. Die *Fed* wird hierdurch de facto zum »Sovereign International Last-Resort Lender« (McDowell 2012).

7. Staat und Marktliberalismus

Zu Beginn der Krise wurde versucht, dieser im Sinne der Rationalität des Sicherheitsdispositivs zu begegnen. Das entsprechende Instrumentarium war Leitzinspolitik, das Agieren als *Lender of Last Resort* und eine Geldpolitik der quantitativen Lockerung. Unterstützt von den Zentralbanken sollte sich das Finanzsystem selbstständig stabilisieren. Anstatt wie bei dem Souveränitätsdispositiv und dem Disziplinardispositiv »eine binäre Aufteilung zwischen dem Erlaubten und dem Verbotenen zu begründen«, wird beim Sicherheitsdispositiv »einerseits ein als optimal angesehener Mittelwert festgelegt, und andererseits werden Grenzen des Akzeptablen festgelegt, jenseits deren das nicht mehr passieren dürfte« (Foucault 2004b: 19-20). Die Leitzinspolitik wirkt indirekt, indem über An- und Verkauf von Staatsanleihen im Interbankenmarkt (Offenmarktgeschäfte) die Menge an Reservegeld gesteuert und damit der Preis beeinflusst wird, zu dem sich die Banken untereinander Reservegeld zum Saldenausgleich verleihen (Krippner 2007). Auch das Agieren als *Lender of Last Resort* und die Politik der quantitativen Lockerung basieren auf dem marktliberalen Sicherheitsdispositiv (Langley 2013). Es werden keine neuen Finanzregulierungen geschaffen, sondern Finanzierungsliquidität bereitgestellt. Die Annahme lautet weiterhin, dass der Finanzmarkt in der Lage ist, sich selbst zu regulieren.

Als Ende 2008 nach der Insolvenz von *Lehman Brothers* Panik auf den Finanzmärkten ausbrach, wurde deutlich, dass die Finanzakteure trotz massiver Bereitstellung von Finanzierungsliquidität nicht in der Lage waren, die Krise selbstständig zu stoppen. Das liberale Sicherheitsdispositiv funktionierte als Regierungsweise des Finanzmarktes nicht mehr. In diesem Moment griffen die Zentralbanken direkt ins Marktgeschehen ein. Als *Market-Maker of Last Resort* waren es nun die Zentralbanken, die sowohl den Geldmarkt stabilisierten als auch auf dem Kapitalmarkt Angebot und Nachfrage insbesondere für die hypothekenbesicherten Wertpapiere, aber letztlich für praktisch alle Wertpapiere garantierten (s. Tab. 2).

Tabelle 2: Die Geldpolitik der Zentralbanken

Geldpolitik	Geldpolitischer Ansatz
Leitzinsänderung	Der Preis für Geldmittel wird stark gesenkt.
<i>Lender of Last Resort</i>	Bereitstellung von Finanzierungsliquidität für systemrelevante Finanzakteure.
Quantitative Lockerung	Massive Bereitstellung von Finanzierungsliquidität für einen großen Kreis an Finanzakteuren.
<i>Dealer of Last Resort</i>	Die Zentralbank agiert selbst als <i>market-maker</i> und garantiert auf diese Weise Marktliquidität (auch für ansonsten unverkäufliche Wertpapiere).

Die Frage ist, ob es sich hierbei um eine Rückbewegung hin zu einer autoritär-hierarchischen Regierungsweise, um ein Wiedererstarren der Rationalität des Souveränitäts- und des Disziplinardispositivs handelt, indem nun wieder stark kontrollierend in den Finanzmarkt eingegriffen wird. Denn die Zentralbanken funktionieren seit der Finanzkrise in der Tat verstärkt als »zentrale Zirkulationsstelle« (Foucault 2004b: 32). Sie treten als Souveränitätsmacht auf, die den Finanzakteuren einen *bid-ask spread* für bestimmte Finanzprodukte anbietet und auf diese Weise einen Korridor absichert, in dem diese Handel betreiben können. Auf den ersten Blick tritt der Souverän in Form der Zentralbank so massiv auf, dass es naheliegend wäre, eine Rückbewegung hin zur Rationalität des Souveränitätsdispositivs zu konstatieren, »Grenzl意思 zu setzen, Grenzen festzusetzen« (Foucault 2004b: 52). Auch soll unberechenbare Ungewissheit stärker in berechenbares Risiko überführt werden, wodurch sich die Gesamtproblematik vom Organisieren der Ungewissheit weg wieder stärker hin zur Regulierung von Risiken verschieben soll (Foucault 2004b: 38-41).

Es sind die Zentralbanken, die durch ihr ständiges Eingreifen in das Finanzsystem eben jenes System aufrechterhalten. Der Staat greift deutlich intensiver und direkter als vormals in den Finanzhandel ein. Diese Intervention geschieht aber nur bedingt im Sinne des Souveränitätsdispositivs über den Erlass von Gesetzen, über das Aussetzen des Finanzhandels, durch die Bestrafung bestimmter Finanzakteure oder gar durch das Ausrufen eines Ausnahmezustands (Agamben 2005). Es ist eher eine stille, wenn auch radikale Veränderung. Denn es geht weiterhin darum, »Zirkulation zuzulassen, zu gewährleisten, sicherzustellen« (Foucault 2004b: 52). Es ist jedoch eine andere Form der *Laissez-faire*-Zirkulation als vor der Finanzkrise.

Ich möchte daher vorschlagen, die Krisenintervention der Zentralbanken nicht als Rückbewegung hin zur Rationalität des Souveränitätsdispositivs zu verstehen, sondern vielmehr als – bedeutende – Modifikation des Sicherheitsdispositivs zu interpretieren. Denn das Sicherheitsdispositiv wird nicht durch das Souveränitätsdispositiv ersetzt. Vielmehr rahmt das Souveränitätsdispositiv das Sicherheitsdispositiv ein. Innerhalb dieses autoritär gesetzten Rahmens sollen sich die Marktkräfte je-

doch weiterhin »frei« entfalten können. Es wird kein Preis für Finanzprodukte festgesetzt, sondern nur der preisliche Rahmen vorgegeben. Der Preis soll sich selbstständig entwickeln, allerdings »in akzeptablen Schranken« (Foucault 2004b: 102). Es handelt sich folglich auch nicht um eine Rückkehr zum Disziplindispositiv. Das würde bedeuten, dass neue, starke, regulative Vorgaben gesetzlich vorgeschrieben werden würden, wie der Finanzhandel vonstattengehen soll: »Die Disziplin regelt definitionsgemäß alles. [...] Sie lässt nicht nur nicht gewähren, sondern ihr Prinzip ist, daß selbst die kleinsten Dinge nicht sich selbst überlassen werden dürfen« (Foucault 2004b: 74). Die Logik des Sicherheitsdispositivs ist weiterhin dominierend. Es handelt sich um die Anpassung des Sicherheitsdispositivs an den Krisenmodus. Der Glaube an Selbstregulierung wurde nicht verworfen, die »These des gerechten Preises« (Foucault 2004b: 493) gilt weiterhin, sie wurde nur *an den Rändern* des Preiskorridors, bis zum vermeintlichen Ende der Krise, suspendiert. Die Rationalität des Sicherheitsdispositivs wird in heutigen Zeiten folglich viel stärker als vor der Finanzkrise vom Souveränitätsdispositiv flankiert und Zirkulation wieder verstärkt abgesichert. Innerhalb der »Gesamtökonomie der Macht« (Foucault 2004b: 52) hat sich die Rationalität des Regierens daher zwar deutlich verschoben, aber nicht komplett verändert. Die Finanzakteure akzeptieren diese Einschränkung, da sie im Ausgleich durch den Staat vor größeren Krisen geschützt werden.¹¹

Das marktliberale Sicherheitsdispositiv wird dadurch nicht geschwächt, wie Anastasia Nesvetailova und Ronen Palan (2010) annehmen, sondern gestärkt (Mirowski 2014; Scherrer 2014; Konings 2018). Es ist diese erstaunliche Elastizität zwischen Staat und Markt, die kennzeichnend für die kapitalistische Marktwirtschaft ist und eine Vielzahl von Krisenreaktionsmöglichkeiten ermöglicht: »[...] liberal financial governance was always more dynamic than generally believed« (Knafo 2013: 176). Es handelt sich also vielmehr um ein eingerahmtes *laissez faire*. Mehr noch, es ist ein *laissez faire*, das künstlich am Laufen gehalten wird, da sich das Finanzsystem ohne die Interventionen der Zentralbanken nicht selbstständig stabilisieren könnte. Postkrisen-Zentralbankpolitik bedeutet dementsprechend, dass die Zentralbanken als Ordnungsmacht den »freien Finanzmarkt« aufrechterhalten, der ohne diese Stabilisierungspolitik nicht funktionieren würde (Mehrling 2012; 2017).

8. Schlussbetrachtungen

Wie anhand der Geldpolitik der US-Notenbank aufgezeigt wurde, war die massive geldpolitische Intervention der Zentralbanken unumgänglich, um die globale Finanzkrise aufzuhalten und einen Zusammenbruch des Finanzsystems zu verhindern. Grund für die Notwendigkeit dieses Handelns war die unzureichende Regulierung des Finanzsystems. Hierfür mussten die Zentralbanken ihr Repertoire an

11 Siehe Daniel Mertens und Matthias Thiemann (2018) für eine ähnliche Entwicklung bezüglich der Rolle von Entwicklungsbanken.

geldpolitischen Instrumentarien stark erweitern und sich sehr unkonventioneller Instrumentarien bedienen.

Seit der Finanzkrise hat sich die *global governance* des Finanzsystems grundlegend geändert. Die Stabilisierung des Finanzsystems basiert heute maßgeblich auf der Stabilisierung des Schattenbankensystems und folglich auf der Gewährleistung eines liquiden Marktes für Wertpapiersicherheiten, der wiederum einen funktionierenden Repo-Markt voraussetzt. Während ein bankbasiertes Kreditsystem in der Krise einen *Lender of Last Resort* benötigt, um die Finanzierungsliquidität aufrechtzuerhalten, ist das marktbasierende Kreditsystem auf einen *Dealer of Last Resort* angewiesen, der die Marktliquidität garantiert. Der Repo-Markt bedarf auch weiterhin des Eingreifens der Zentralbank, um den Wertpapiermarkt und damit das Schattenbankensystem zu stabilisieren. Denn auch in Postkrisenzeiten besteht nach wie vor kein Vertrauen zwischen den privaten Finanzakteuren: Die ungesicherten Interbankkredite gehen seit der Finanzkrise kontinuierlich zurück, während die Nachfrage nach besicherten Repo-Transaktionen stetig zunimmt: »[...] markets are [still] in the process of adapting to the post-crisis landscape« (BIS 2017: 3; ECB 2017: 74). Nicht zuletzt aus diesem Grund ist die Verflechtung von Staat und Finanzmarkt im Allgemeinen und von Fiskal- und Finanzpolitik im Speziellen seit der globalen Finanzkrise deutlich komplexer geworden. Die Geldpolitik der Zentralbanken reguliert heutzutage stärker als zuvor Kreditnachfrage und Kreditangebot und damit sowohl die Finanzierungs- als auch die Marktliquidität der Finanzmärkte insgesamt (Eickmeier et al. 2013; Dow 2015; Avdjiev et al. 2017). Die Autorität der Zentralbank in *Governance*-Prozessen ist hierbei weniger auf verstärkte Transparenz und ihre formale Unabhängigkeit von den Regierungen zurückzuführen, sondern basiert vor allem auf ihren stark ausgeweiteten geldpolitischen Instrumentarien.

Dadurch, dass die C6 als internationales *Dealer-of-Last-Resort*-System agieren und die US-Notenbank die Rolle als globaler *Lender of Last Resort* des US-Dollars für die anderen Zentralbanken übernimmt, wird das Finanzsystem insgesamt stabilisiert. Zentralbanken werden mehr denn je zu globalen Akteuren. Die vormalig vorherrschende »Vernunft der minimalen Regierung als Organisationsprinzip der Staatsräson« (Foucault 2004a: 50) ist notgedrungen der Einsicht gewichen, dass die Zentralbanken das Finanzsystem massiv stützen müssen. Hierbei interessiert weniger die konkrete Höhe an Zentralbankgeld, das über Repo-Transaktionen, Wertpapieraufkäufe oder Devisenswaps bereitgestellt wird, sondern die *theoretisch* unbegrenzte Menge an Zahlungs- und Kaufversprechen, an Kreditvergabe gegen Sicherheiten, die durchgeführt werden *könnten*, um das Finanzsystem zu stabilisieren. Denn das Wissen, dass die Zentralbanken im Zweifelsfall auch im Schattenbankensystem einschreiten, war ausreichend, um den Wertpapierhandel zu stabilisieren und wieder in Schwung zu bringen (Mehrling 2011: 125). Aus der Ausnahme, als *Shadow-Dealer of Last Resort* zu agieren, ist seit der globalen Finanzkrise die Regel geworden (Bank of England 2015; ECB 2015). Die Akteure im Finanzsystem sind weiterhin so verunsichert, dass es einer staatlichen Instanz bedarf, die eine Unter- und Obergrenze für den Wertpapierhandel garantiert.

Durch die zentrale Stellung des Repo-Marktes und des Schattenbankensystems für das Finanzsystem wird die Verbindung von staatlichen Institutionen und Finanzmarkt auf eine neue Stufe gestellt und radikal neu definiert. Es ist der Staat selbst, der als Emittent der meistgefragten Wertpapiersicherheit, der Staatsanleihe, das Schattenbankensystem maßgeblich stützt. Etwas provokant sprechen Daniela Gabor und Jakob Vestergaard vom Staat als einer de facto »shadow central bank« (Gabor/Vestergaard 2016: 29). Der Vergleich hat insofern seine Berechtigung, als die Staatsanleihen das grundlegende Wertpapier darstellen, ohne das das Schattenbankensystem nicht funktionieren könnte und daher eine Parallele zur Rolle des Zentralbankgelds für das Bankensystem besteht. Allerdings – und hier endet die Parallele – druckt das Finanzministerium nicht je nach Marktlage entsprechend mehr Staatsanleihen oder kauft diese auf, wenn zu viele Anleihen im Umlauf sein sollten. Finanzministerien können nicht flexibel Staatsanleihen emittieren oder aufkaufen, sondern agieren vor allem aufgrund von haushaltspolitischen Kriterien auf die gesamtwirtschaftliche Situation des jeweiligen Landes bezogen und aufgrund von innenpolitischen Erwägungen. Indes verwischt die Unterscheidung zwischen Geld- und Fiskalpolitik zunehmend.

Die politisch gewollte Ausweitung des Repo-Marktes führt auch dazu, dass das Schattenbankensystem heutzutage weitaus wichtiger zur Beschaffung von Geldmitteln geworden ist als der unbesicherte darlehensbasierte Geldmarkt. Aus diesem Grund greift die klassische Leitzinspolitik immer weniger. Es sind inzwischen weniger die Leitzinsveränderungen, die den Preis für Geldmittel ausmachen, als die marktbasierende Bewertung der Wertpapiersicherheiten, weswegen Zentralbanken auf dem Repo-Markt aktiv sind, um ihre Geldpolitik umzusetzen. Das heißt, Zentralbanken *agieren im Schattenbankensystem*, um die *Leitzinsen für das Bankensystem* zu stabilisieren (Federal Reserve 2015). Die erwähnte Einrichtung einer ständigen Fazilität für *Overnight*-Repos durch die US-Notenbank und andere Zentralbanken gewährt erstmals in der Geschichte der Notenbank auch Nichtbanken Zugriff auf Zentralbankgeld (Wullweber 2019, i. E.). Das zeigt auch die Bedeutung, die *market-makers* in Postkrisenzeiten zugeschrieben wird. Hierbei übernehmen die westlichen Zentralbanken die gängigen Marktpraktiken wie *mark-to-market*, *haircuts* und *margin calls*. Eine Reevaluation der Wertpapiere, die als Sicherheiten für die Repo-Transaktionen mit den Zentralbanken verwendet werden, findet täglich statt (vgl. Bank of England 2015). Diese marktbasierenden Praktiken sind in ihrer Wirkweise jedoch nicht neutral. So verschärfte die marktbasierende Geldpolitik der EZB anfangs die Eurokrise und führte zum Auseinanderdriften der Spreads für Staatsanleihen innerhalb der Eurozone. 2010 wurden die Staatsanleihen von Portugal, Griechenland und Irland schließlich von Finanzhändlern nicht mehr als Sicherheiten akzeptiert. Erst als Anfang 2012 nicht mehr nur die (hinsichtlich ihrer Wirtschaftsleistung) peripheren Länder der Eurozone betroffen waren, sondern auch die Zinsaufschläge für italienische Staatsanleihen zunahmen, dem zweitgrößten Markt für Sicherheiten in der Eurozone, und damit der gesamte europäische Repo-Markt ins Wanken geriet, schritt die EZB ein: »[...] the ECB's »whatever it takes« committed to put a floor on sovereign bond prices, and prevented the safe asset universe in Eurozone from

shrinking to German bunds« (Gabor/Vestergaard 2016: 29). Paradox an dieser Situation ist, dass die Zentralbanken nun steuernd in die Liquiditätsspiralen intervenieren müssen, die die Staaten durch ihre Austeritätspolitik, aber auch die Zentralbanken selbst durch ihre marktbasieren Finanzpraktiken mithervorgerufen oder zumindest verstärkt haben.

Die Eurozone steht durch die gemeinsame Währung, aber verschiedene nationale Staatsanleihen vor sehr spezifischen Herausforderungen. Um zu verhindern, dass die Eurozone zu einer Bundesanleihezone – »a German bund area« (Gabor/Vestergaard 2016: 25) – wird, wäre es eigentlich notwendig, Eurobonds einzuführen. Da diese derzeit vor allem von deutscher Seite nicht gewollt sind, setzen die Europäische Kommission und die Zentralbank weiterhin auf den Repo-Markt (Braun 2018). Indem die Zentralbank fast alle Staatsanleihen der EU-Länder zu gleichen Konditionen als Wertpapiersicherheiten für Repo-Transaktionen akzeptiert, werden die Zinsunterschiede zwischen den Staatsanleihen der EU-Länder reduziert. Die traditionelle Aufgabe der Zentralbanken, Staatsschulden zu monetarisieren, wird auf diese Weise ungewollt fortgeführt, dieses Mal aber nicht zum Zweck der Staatsfinanzierung, sondern zur Sicherung des Repo-Marktes bzw. zur Minderung der Zinsunterschiede. Die häufig geäußerte Kritik, dass durch die Anleiheaufkaufprogramme die Unabhängigkeit der Zentralbank infrage gestellt werde und es zu einer Verwischung von Geld- und Fiskalpolitik komme, übersieht folglich die Kernproblematik der Postkrisenkonstellation und der *neuen Normalität* der Finanzmärkte.

Am Schattenbankensystem wird die neue Art der Verflechtung zwischen Geld- und Fiskalpolitik deutlich. Denn die vormals vorherrschende marktliberale Logik, auf die freien Marktkräfte zu setzen und die Steuerungsfunktion der Zentralbanken weg von der Staatsfinanzierung hin zu einer Leitzinspolitik zu verschieben (McNamara 2002; Krippner 2007), funktioniert nicht: Damit sich die Finanzmarktakteure bzw. die Marktkräfte »frei« entfalten können, sind die Zentralbanken gezwungen, lenkend im Schattenbankensystem einzugreifen und selbst als *market-maker* zu agieren. Mehr noch: Ein weiteres Paradox besteht darin, dass die marktliberale Reformagenda, deren Strukturreformen beinhalten, die Staatsausgaben und die Staatsschulden zu reduzieren, dem Bedarf der Finanzmarktakteure im Schattenbankensystem an Wertpapiersicherheiten in Form von Staatsanleihen diametral entgegensteht (Gabor 2016). Das *marktliberale Programm* wendet sich gewissermaßen gegen sich selbst und es bedarf des starken Eingreifens des Staates in Form der Zentralbank, um zu garantieren, dass beide Logiken nebeneinander bestehen bleiben können, ohne dass das Finanzsystem zusammenbricht. Letztlich resultiert die bedeutende Stellung der Zentralbanken in der *global governance* des Finanzsystems jedoch aus der fehlenden politischen Bereitschaft, eine robuste Finanzarchitektur aufzubauen.

Trotz dieser sehr grundlegenden Probleme wird nicht von der marktliberalen Logik abgewichen. Vielmehr wird diese mit aller Kraft aufrechterhalten. Es ist heute allerdings (noch) offensichtlicher als vor der globalen Finanzkrise, dass der Staat notwendig ist, um das Finanzsystem zu stabilisieren. Die neue Normalität zeichnet sich durch die politische *governance* der permanenten Krise aus. Diese Krise macht

ein ständiges Einschreiten der Zentralbanken unumgänglich. Auch wenn es richtig ist, dass »es keinen Akteur mehr [gibt], der als autonome Steuerungsinstanz des Gesamtprogramms fungieren könnte« (Grande 2012: 581), ist es wichtig, dass sich die *Governance*-Forschung stärker mit Zentralbanken als spezifischen *Governance*-Akteuren auseinandersetzt und deren zentrale politisch-ökonomische Rolle und die Besonderheit der *Geldpolitik als Governance-Politik* anerkennt. Auch die Bedeutung des Schattenbankensystems für das Funktionieren und für die Stabilität des globalen Finanzsystems sollte stärker in den Fokus genommen werden. Hierfür ist es notwendig, den Forschungsfokus stärker auf die (Profit-)Logiken der Marktakteure und die Struktur dynamiken der Finanzmärkte zu legen, die wesentlich durch reflexive Prozesse geprägt sind (Wullweber 2016). Eine solche Ausweitung der Forschungsperspektive würde bedeuten, dass sich die *Governance*-Forschung stärker in Richtung Internationale Politische Ökonomie orientiert und insgesamt multiperspektivischer wird (Ansell/Torfig 2016; Haus 2010: 477). Die Herausforderungen sind gewaltig, denn wie aufgezeigt wurde ist das globale Finanzsystem weit von einem stabilen Zustand entfernt. Zugleich scheint das Kriseninstrumentarium weitgehend ausgereizt und es ist unklar, wie einer kommenden Krise begegnet werden kann. Hinsichtlich der Geldpolitik der Zentralbanken sind in Zukunft notgedrungen wahrscheinlich noch einige Überraschungen zu erwarten: »The years ahead will be a period of experimentation in central banking« (Borio 2015: 191).

Literatur

- Acharya, Viral V./Fleming, Michael J./Hrung, Warren B./Sarkar, Asani* 2014: Dealer Financial Conditions and Lender-of-Last-Resort Facilities (Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 673), in: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr673.pdf; 1.4.2018.
- Adrian, Tobias/Ashcraft, Adam* 2012: Shadow Banking: A Review of the Literature (Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 580), in: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr580.pdf; 28.4.2017.
- Adrian, Tobias/Fleming, Michael/Shachar, Or/Vogt, Erik* 2017: Market Liquidity after the Financial Crisis (Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 796), in: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr796.pdf?la=en; 29.4.2017.
- Adrian, Tobias/Shin, Hyun S.* 2010: Liquidity and Leverage (Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 328), in: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr328.pdf; 24.4.2017.
- Agamben, Giorgio* 2005: State of Exception, Chicago, IL.
- Aitken, Rob* 2007: Performing Capital. Toward a Cultural Economy of Popular and Global Finance, Basingstoke.
- Amoore, Louise* 2011: Data Derivatives on the Emergence of a Security Risk. Calculus for Our Times, in: *Theory, Culture & Society* 28: 6, 24-43.
- Ansell, Christopher/Torfig, Jacob* (Hrsg.) 2016: Handbook on Theories of Governance, Cheltenham.
- Aradau, Claudia/Lobo-Guerrero, Luis/Van Munster, Rens* 2008: Security, Technologies of Risk, and the Political, in: *Security Dialogue* 39: 2-3, 147-154.

- Avdjiev, Stefan/Gambacorta, Leonardo/Goldberg, Linda S./Schiaffi, Stefano* 2017: The Shifting Drivers of Global Liquidity (Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 819), in: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr819.pdf?la=en; 2.7.2017.
- Bagehot, Walter* [1873] 2006: Lombard Street, New York, NY.
- Baker, Andrew* 2006: The Group of Seven: Finance Ministries, Central Banks and Global Financial Governance, London.
- Baker, Andrew* 2017: Political Economy and the Paradoxes of Macroprudential Regulation, in: SPERI Paper 40, 1-27.
- Ban, Cornel/Gabor, Daniela* 2016: The Political Economy of Shadow Banking, in: Review of International Political Economy 23: 6, 901-914.
- Bank for International Settlement (BIS)* 2017: Repo Market Functioning, Committee on the Global Financial System (CGFS Papers No. 59), in: <https://www.bis.org/publ/cgfs59.pdf>; 22.4.2017.
- Bank of England* 2015: The Bank of England's Sterling Monetary Framework, in: <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Documents/money/publications/redbook.pdf>; 5.7.2017.
- Best, Jacqueline* 2005: The Limits of Transparency: Ambiguity and the History of International Finance, Ithaca, NY.
- Biebricher, Thomas/Vogelmann, Frieder* 2014: Die Zukunft Europas zwischen Demokratie und Kapitalismus, in: Politische Vierteljahresschrift 55: 1, 1-17.
- Blyth, Mark* 2002: Great Transformations: Economic Ideas and Political Change in the Twentieth Century, Cambridge.
- Borio, Claudio* 2009: Implementing the Macroprudential Approach to Financial Regulation and Supervision, in: Banque de France Financial Stability Review 13: 1, 31-41.
- Borio, Claudio* 2012: Central Banking Post-crisis: What Compass for Uncharted Waters? (BIS Working Paper No. 353), in: <http://www.bis.org/publ/work353.pdf>; 18.12.2017.
- Borio, Claudio* 2015: Central Banking Post-crisis, in: Goodhart, Charles/Gabor, Daniela/Ertürk, Ismail/Vestergaard, Jakob (Hrsg.): Central Banking at a Crossroads, London, 191-216.
- Borio, Claudio/Disyatat, Piti* 2009: Unconventional Monetary Policies: An Appraisal (BIS Working Paper No. 292), in: www.bis.org; 23.11.2014.
- Bowman, Andrew/Ertürk, Ismail/Froud, Julie/Johal, Sukhdev/Leaver, Adam/Moran, Mick/Williams, Karel* 2013: Central Bank-led Capitalism, in: Seattle University Law Review 36: 2, 455-487.
- Braun, Benjamin* 2018: Central Banking and the Infrastructural Power of Finance: The Case of ECB Support for Repo and Securitization Markets, in: Socio-Economic Review, doi: 10.1093/ser/mwy008.
- Brown, Gordon* 2010: Beyond the Crash, New York NY.
- Brunnermeier, Markus K./Pedersen, Lasse H.* 2009: Market Liquidity and Funding Liquidity, in: Review of Financial Studies 22: 6, 2201-2238.
- Bryan, Dick/Rafferty, Michael/Wigan, Duncan* 2016: Politics, Time and Space in the Era of Shadow Banking, in: Review of International Political Economy 23: 6, 941-966.
- Campbell, John L./Pedersen, Ove K.* (Hrsg.) 2001: The Rise of Neoliberalism and Institutional Analysis, Princeton, NJ.
- Conti-Brown, Peter* 2016: The Power and Independence of the Federal Reserve, Princeton, NJ.
- Cooper, Melinda* 2015: Shadow Money and the Shadow Workforce: Rethinking Labor and Liquidity, in: South Atlantic Quarterly 114: 2, 395-423.
- Davies, Howard/Green, David* (Hrsg.) 2010: Global Financial Regulation: The Essential Guide, Cambridge.
- de Goede, Marieke* 2005: Virtue, Fortune and Faith. A Genealogy of Finance, Minneapolis, MN.
- Dillon, Michael* 2008: Underwriting Security, in: Security Dialogue 39: 2-3, 309-332.

- Dillon, Michael/Lobo-Guerrero, Luis 2008: Biopolitics of Security in the 21st Century, in: Review of International Studies 34: 2, 265-292.
- Domanski, Dietrich/Moessner, Richhild/Nelson, William 2014: Central Banks as Lender of Last Resort: Experiences during the 2007–2010 Crisis and Lessons for the Future, in: Bank for International Settlements: Re-thinking the Lender of Last Resort (BIS Paper No. 79), 43-75, <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap79.pdf>; 21.2.2016.
- Donelly, Shawn 2012: Institutional Change at the Top: From the Financial Stability Forum to the Financial Stability Board, in: Mayntz, Renate: Crisis and Control: Institutional Change in Financial Market Regulation, Frankfurt a. M., 263-279.
- Dow, Sheila C. 2015: The Relationship between Central Banks and Governments, in: Goodhart, Charles/Gabor, Daniela/Ertürk, Ismail/Vestergaard, Jakob (Hrsg.): Central Banking at a Crossroads, London, 229-243.
- European Central Bank (ECB) 2015: The Role of the Central Bank Balance Sheet in Monetary Policy, in: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art01_eb201504.en.pdf; 14.11.2017.
- ECB 2017: Financial Integration in Europe, in: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.financialintegrationineurope201705.en.pdf>; 2.7.2017.
- Eickmeier, Sandra/Gambacorta, Leonardo/Hofmann, Boris 2013: Understanding Global Liquidity (BIS Working Paper No. 402), in: <http://www.bis.org/speeches/sp160608.htm>; 2.7.2017.
- Ertürk, Ismail 2017: Shadow Banking: A Story of the Doppelgänger (the Double) in Science of Finance, in: Journal of Cultural Economy 10: 4, 377-392.
- Federal Reserve 2015: Statement Regarding Overnight Reverse Repurchase Agreements, December 16, in: https://www.newyorkfed.org/markets/opolicy/operating_policy_151216.html; 17.7.2017.
- Foucault, Michel 1980: Power/Knowledge: Selected Interviews and Other Writings, New York, NY.
- Foucault, Michel 2004a: Die Geburt der Biopolitik. Geschichte der Gouvernementalität II. Vorlesungen am Collège de France 1978/1979, herausgegeben von Michel Sennelart, Frankfurt a. M.
- Foucault, Michel 2004b: Sicherheit, Territorium, Bevölkerung. Geschichte der Gouvernementalität I. Vorlesungen am Collège de France 1977/1978, herausgegeben von Michel Sennelart, Frankfurt a. M.
- Financial Stability Board (FSB) 2013: Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking: An Integrated Overview of Policy Recommendations, 18.11.2013, in: http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_130829b.pdf; 5.5.2014.
- FSB 2015: Global Shadow Banking Monitoring Report 2015, in: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/global-shadow-banking-monitoring-report-2015.pdf>; 4.5.2017.
- FSB 2017a: Transforming Shadow Banking into Resilient Market-based Finance, in: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/Re-hypothecation-and-collateral-re-use.pdf>; 24.4.2017.
- FSB 2017b: Global Shadow Banking Monitoring Report 2016, in: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/global-shadow-banking-monitoring-report-2016.pdf>; 4.7.2017.
- FSB 2018: Global Shadow Banking Monitoring Report 2017, in: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P050318-1.pdf>; 12.4.2018.
- Gabor, Daniela 2016: The (Impossible) Repo Trinity: The Political Economy of Repo Markets, in: Review of International Political Economy 23: 6, 967-1000.
- Gabor, Daniela/Ban, Cornel 2016: Banking on Bonds: The New Links Between States and Markets, in: Journal of Common Market Studies 54: 3, 617-635.
- Gabor, Daniela/Vestergaard, Jakob 2016: Towards a Theory of Shadow Money (Working Paper, Institute for New Economic Thinking), in: <https://www.ineteconomics.org/perspectives/blog/towards-a-theory-of-shadow-money>; 14.4.2017.
- Germain, Randall D. 2010: Global Politics and Financial Governance, Basingstoke.

- Goldbach, Roman/Kerwer, Dieter* 2012: New Capital Rules? Reforming Basel Banking Standards after the Financial Crisis, in: Mayntz, Renate (Hrsg.): Crisis and Control: Institutional Change in Financial Market Regulation, Frankfurt a. M., 247-262.
- Golec, Pascal/Perotti, Enrico* 2017: Safe Assets: A Review (ECB Working Paper No 2035), in: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp2035.en.pdf>; 11.11.2017.
- Gorton, Gary* 2010: Regulating the Shadow Banking System (Brookings Papers on Economic Activity No. 2), 261-312, in: https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2010/09/2010b_bpea_gorton.pdf; 1.3.2018
- Grande, Edgar* 2012: Governance-Forschung in der Governance-Falle? Eine kritische Bestandsaufnahme, in: Politische Vierteljahresschrift 53: 4, 565-592.
- Habermas, Jürgen* 2011: Die Krise der Europäischen Union im Lichte einer Konstitutionalisierung des Völkerrechts, in: Habermas, Jürgen (Hrsg.): Zur Verfassung Europas, Berlin, 39-96.
- Hall, Rodney Bruce* 2008: Central Banking as Global Governance: Constructing Financial Credibility, Cambridge.
- Hardie, Iain/Howarth, David/Maxfield, Sylvia/Verdun, Amy* 2013: Banks and the False Dichotomy in the Comparative Political Economy of Finance, in: World Politics 65: 4, 691-728.
- Haus, Michael* 2010: Governance-Theorien und Governance-Probleme: Diesseits und Jenseits des Steuerungsparadigmas, in: Politische Vierteljahresschrift 51: 3, 457-479.
- Helgadóttir, Oddný* 2016: Banking Upside Down: The Implicit Politics of Shadow Banking Expertise, in: Review of International Political Economy 23: 6, 915-940.
- Helleiner, Eric* 1994: States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s, Ithaca, NY.
- Helleiner, Eric* 2014: The Status Quo Crisis: Global Financial Governance After the 2008 Meltdown, Oxford.
- Helleiner, Eric/Pagliari, Stefano/Zimmermann, Hubert* (Hrsg.) 2010: Global Finance in Crisis: The Politics of International Regulatory Change, London.
- Kessler, Oliver* 2008: Die internationale politische Ökonomie des Risikos: Eine Analyse am Beispiel der Diskussion um die Reformierung der Finanzmärkte, Wiesbaden.
- Kessler, Oliver/Wilhelm, Benjamin* 2013: Financialization and the Three Utopias of Shadow Banking, in: Competition and Change 17: 3, 248-264.
- Knafo, Samuel* 2013: The Making of Modern Finance: The Gold Standard and the Rise of Liberal Financial Governance, Abingdon.
- Konings, Martijn* 2018: Capital and Time. For a New Critique of Neoliberal Reason, Stanford, CA.
- Krippner, Greta R.* 2007: The Making of US Monetary Policy: Central Bank Transparency and the Neoliberal Dilemma, in: Theory and Society 36: 6, 477-513.
- Krippner, Greta R.* 2011: Capitalizing on Crisis: The Political Origins of the Rise of Finance, Cambridge, MA.
- Langley, Paul* 2008: The Everyday Life of Global Finance: Saving and Borrowing in Anglo-America, Oxford.
- Langley, Paul* 2013: Toxic Assets, Turbulence and Biopolitical Security: Governing the Crisis of Global Financial Circulation, in: Security Dialogue 44: 2, 111-126.
- Langley, Paul* 2015: Liquidity Lost: The Governance of the Global Financial Crisis, Oxford.
- Lemke, Thomas* 1997: Eine Kritik der politischen Vernunft. Foucaults Analyse der modernen Governmentalität, Hamburg.
- Lemke, Thomas* 2001: »The Birth of Bio-politics«. Michel Foucault's Lecture at the Collège de France on Neo-liberal Governmentality, in: Economy and Society 30: 2, 190-207.
- Lobo-Guerrero, Luis* 2016: Insuring Life: Value, Security and Risk, London.
- Logan, Lorie K.* 2017: Implementing Monetary Policy: Perspective from the Open Market Trading Desk (Speech by the Senior Vice President of the FED, May 18), in: <https://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2017/log170518>; 22.5.2017.

- Logan, Lorie K. 2018: Operational Perspectives on Monetary Policy Implementation: Panel Remarks on »The Future of the Central Bank Balance Sheet« (Speech by the Senior Vice President of the FED, May 4), in: <https://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2018/log180504>; 5.5.2018.
- MacKenzie, Donald 2012: Knowledge Production in Financial Markets: Credit Default Swaps, the ABX and the Subprime Crisis, in: *Economy and Society* 41: 3, 335-359.
- Marcussen, Martin 2009: Scientization of Central Banking: The Politics of A-Politicization, in: Dyson, Kenneth/Marcussen, Martin (Hrsg.): *Central Banks in the Age of the Euro: Europeanization, Convergence, and Power*, Oxford, 373-390.
- Martin, Randy 2013: After Economy? Social Logics of the Derivative, in: *Social Text* 31: 1, 83-106.
- Mayntz, Renate 2004: Governance Theory als fortentwickelte Steuerungstheorie? (MPIfG Working Paper 04/1), in: <http://www.mpifg.de/pu/workpap/wp04-1/wp04-1.html>; 23.6.2016. Mayntz, Renate 2009: Über Governance: Institutionen und Prozesse politischer Regelung, Frankfurt a. M.
- Mayntz, Renate (Hrsg.) 2012: *Crisis and Control: Institutional Change in Financial Market Regulation*, Frankfurt a. M.
- Mayntz, Renate (Hrsg.) 2015a: *Negotiated Reform. The Multilevel Governance of Financial Regulation*, Frankfurt a. M.
- Mayntz, Renate 2015b: International Institutions in the Process of Financial Market Regulatory Reform, in: Mayntz, Renate (Hrsg.): *Negotiated Reform. The Multilevel Governance of Financial Regulation*, Frankfurt a. M., 37-63.
- McDowell, Daniel 2012: The US as »Sovereign International Last-Resort Lender«: The Fed's Currency Swap Programme during the Great Panic of 2007–09, in: *New Political Economy* 17: 2, 157-178.
- McLeay, Michael/Radia, Amar/Ryland, Thomas 2014: Money Creation in the Modern Economy, in: *Bank of England Quarterly Bulletin* 54: 1, 14-27.
- McNamara, Kathleen 2002: Rational Fictions: Central Bank Independence and the Social Logic of Delegation, in: *West European Politics* 25: 1, 47-66.
- Mehrling, Perry 2011: *The New Lombard Street: How the Fed Became the Dealer of Last Resort*, Princeton, NJ.
- Mehrling, Perry 2012: Three Principles for Market-based Credit Regulation, in: *The American Economic Review* 102: 3, 107-112.
- Mehrling, Perry 2017: Why Central Banking Should Be Re-imagined, in: *BIS Paper* 79, 108-118.
- Mehrling, Perry/Pozsar, Zoltan/Sweeney, James/Neilson, Dan 2013: Bagehot Was a Shadow Banker: Shadow Banking, Central Banking, and the Future of Global Finance, in: http://econ.as.nyu.edu/docs/IO/26329/Mehrling_10012012.pdf; 20.4.2016.
- Mertens, Daniel/Thiemann, Matthias 2018: Market-based but State-led: The Role of Public Development Banks in Shaping Market-based Finance in the European Union, in: *Competition and Change*, doi: 10.1177/1024529418758479.
- Minsky, Hyman P. 1982: *Can »It« Happen Again? Essays on Instability and Finance*, Armonk, NY.
- Mirowski, Philip 2014: *How Neoliberalism Survived the Financial Meltdown*, London.
- Mitchell, Timothy 1999: State, Economy, and the State Effect, in: Steinmetz, George (Hrsg.): *State/Culture. State-Formation after the Cultural Turn*, Ithaca, NY, 76-97.
- Mügge, Daniel 2013: The Political Economy of Europeanized Financial Regulation, in: *Journal of European Public Policy* 20: 3, 458-470.
- Murau, Steffen 2017: Shadow Money and the Public Money Supply: The Impact of the 2007–2009 Financial Crisis on the Monetary System, in: *Review of International Political Economy* 24: 5, 802-838.
- Nesvetailova, Anastasia 2010: *Financial Alchemy in Crisis: The Great Liquidity Illusion*, London.

- Nesvetaïlova, Anastasia* 2015: A Crisis of the Overcrowded Future: Shadow Banking and the Political Economy of Financial Innovation, in: *New Political Economy* 20: 3, 431-453.
- Nesvetaïlova, Anastasia/Palan, Ronen* 2010: The End of Liberal Finance? The Changing Paradigm of Global Financial Governance, in: *Millennium* 38: 3, 797-825.
- Nölke, Andreas* 2010: The Politics of Accounting Regulation. Responses to the Subprime Crisis, in: Helleiner, Eric/Pagliari, Stefano/Zimmermann, Hubert (Hrsg.): *Global Finance in Crisis: The Politics of International Regulatory Change*, London, 37-55.
- Nørholm Just, Sine* 2014: The Negotiation of Basel III. Postliberalism in the Making?, in: *Journal of Cultural Economy* 8: 1, 25-41.
- Offe, Claus* 2008: Governance – »Empty Signifier« oder sozialwissenschaftliches Forschungsprogramm?, in: Schuppert, Gunnar Folke/Zürn, Michael (Hrsg.): *Governance in einer sich wandelnden Welt*, Wiesbaden, 61-76.
- Paudyn, Bartholomew* 2013: *Credit Rating Agencies and the Sovereign Debt*, Basingstoke.
- Porter, Tony* 2005: *Globalization and Finance*, Cambridge, MA.
- Porter, Tony* 2010: Risk Models and Transnational Governance in the Global Financial Crisis, in: Helleiner, Eric/Pagliari, Stefano/Zimmermann, Hubert (Hrsg.): *Global Finance in Crisis: The Politics of International Regulatory Change*, London, 58-73.
- Pozsar, Zoltan* 2011: Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the U.S. Banking System (IMF Working Paper 11/190), in: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/s/2016/12/31/Institutional-Cash-Pools-and-the-Triffin-Dilemma-of-the-U-S-25155>; 20.4.2017.
- Pozsar, Zoltan* 2014: Shadow Banking: The Money View (U.S. Treasury, Office of Financial Research Working Paper 14-4), in: http://financialresearch.gov/working-papers/files/OFRwp2014-04_Pozsar_ShadowBankingTheMoneyView.pdf; 29.9.2015.
- Ricks, Morgan* 2016: The Money Problem. Rethinking Financial Regulation, Chicago, IL.
- Rose, Nikolas/Miller, Peter* 1992: Political Power beyond the State: Problems of Government, in: *British Journal of Sociology* 43: 2, 172-205.
- Scherrer, Christoph* 2014: Neoliberalism's Resilience: A Matter of Class, in: *Critical Policy Studies* 8: 3, 348-351.
- Searle, John R.* 1995: *Construction of Social Reality*, London.
- Sending, Ole Jacob/Neumann, Iver B.* 2006: Governance to Governmentality: Analyzing NGOs, States, and Power, in: *International Studies Quarterly* 50: 3, 651-672.
- Sinclair, Timothy* 2005: The New Masters of Capital. American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness, Ithaca, NY.
- Singh, Manmohan* 2017: Collateral Reuse and Balance Sheet Space (IMF Working Paper 17/113), in: <https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/wp17113.pdf?abstractid=305319&mirid=1>; 15.2.2018.
- Streeck, Wolfgang* 2013: *Gekaufte Zeit: Die vertagte Krise des demokratischen Kapitalismus*, Berlin.
- Thiemann, Matthias* 2014: In the Shadow of Basel: How Competitive Politics Bred the Crisis, in: *Review of International Political Economy* 21: 6, 1203-1239.
- Thiemann, Matthias* 2018: *The Growth of Shadow Banking. A Comparative Institutional Analysis*, Cambridge.
- Thiemann, Matthias/Aldegwy, Mohamed/Ibrocevic, Edin* 2017: Understanding the Shift from Micro- to Macro-prudential Thinking: A Discursive Network Analysis, in: *Cambridge Journal of Economics*, doi: 10.1093/cje/bex056.
- Triantafyllou, Peter* 2012: *New Forms of Governing: A Foucauldian Inspired Analysis*, New York, NY.
- Tsingou, Eleni* 2015: Club Governance and the Making of Global Financial Rules, in: *Review of International Political Economy* 22: 2, 225-256.
- Underhill, Geoffrey R. D./Blom, Jasper/Mügge, Daniel* (Hrsg.) 2010: *Global Financial Integration Thirty Years On. From Reform to Crisis*, Cambridge.

- Viola, Lora A.* 2015: The Governance Shift: From Multilateral IGOs to Orchestrated Networks, in: Mayntz, Renate (Hrsg.): Negotiated Reform. The Multilevel Governance of Financial Regulation, Frankfurt a. M., 17-36.
- Vogel, Steven K.* 1996: Freer Markets, More Rules: Regulatory Reform in Advanced Industrial Countries, Ithaca, NY.
- Wood, Ellen M.* 1997: Modernity, Postmodernity or Capitalism, in: Review of International Political Economy 4: 3, 539-560.
- Wullweber, Joscha* 2016: Performative Global Finance: Bridging Micro and Macro Approaches with a Stratified Perspective, in: New Political Economy 21: 3, 305-321.
- Wullweber, Joscha* 2017: Leviathan vs. selbstregulierende Märkte? Die globale Finanzkrise und die Governance von Finanzmarktliquidität, in: Politische Vierteljahresschrift 58: 1, 98-123.
- Wullweber, Joscha* 2019, i. E.: Geld, Staat und die Politik der Liquiditätsketten, in: Politische Vierteljahresschrift 60: 1.
- Young, Brigitte* 2014: Financial Crisis: Causes, Policy Responses, Future Challenges. Outcomes of EU-funded Research, Luxemburg.