



Eric Helleiner

Die Finanzkrise und ihre Reaktionen – was bisher geschah

Fünf Ansätze auf der Suche nach einem Ergebnis

■ Jede globale Finanzkrise erzeugt neue regulatorische Reaktionen. Die fünf zum jetzigen Zeitpunkt wichtigsten Regulierungsansätze können wie folgt zusammengefasst werden: (i) Schließen regulatorischer Lücken auf internationaler Ebene, (ii) Reform der internationalen Finanzaufsicht, (iii) Widerstand gegen Regulierung, (iv) Kapitalverkehrskontrollen und (v) dezentrale Regulierung.

■ Die Gegner neuer Regulierungsprojekte befinden sich zwar momentan in der Defensive, ihr weiterhin bestehender Einfluss auf die Finanzpolitik sollte aber nicht unterschätzt werden, insbesondere wenn die Krise sich schnell entschärft und das öffentliche Interesse nachlässt.

■ Dennoch könnte die Finanzkrise einen historischen Wendepunkt in der internationalen Regulierungspolitik darstellen. Sollte sie in eine Zahlungskrise größeren Ausmaßes oder sogar eine Dollarkrise münden, könnte dies der weitreichenden Idee, den Kapitalverkehr zu kontrollieren am Ende mehr Gewicht verleihen.

JANUAR 2009

Inhalt

Einleitung	3
Ansatz 1: Schließen regulatorischer Lücken auf internationaler Ebene	3
Ansatz 2: Reform der internationalen Finanzaufsicht	4
Ansatz 3: Widerstand gegen eine Regulierung	6
Ansatz 4: Kapitalverkehrskontrollen	7
Ansatz 5: Dezentrale Regulierung	8
Fazit: Ein historischer Wendepunkt?	10
Literaturverzeichnis	12

Einleitung

Jede globale Finanzkrise erzeugt neue regulatorische Reaktionen. Welche nun hat die derzeitige Krise, die bereits 2007 ihren Anfang nahm, bislang hervorgebracht? Inwiefern gleichen diese Reaktionen jenen, die auf die letzte große Krise in den Jahren 1997-1998 folgten? Und wo liegen die Unterschiede? Stellt die aktuelle Finanzkrise, wie einige bereits voraussagen, eine Art historischen Wendepunkt in der internationalen Finanzpolitik dar?

Im vorliegenden Beitrag möchte ich versuchen, diese Fragen aus derzeitiger Sicht zu beantworten. Man kann die fünf zum jetzigen Zeitpunkt wichtigsten Regulierungsansätze, die jeweils für unterschiedliche Strategien plädieren, wie folgt zusammenfassen: (i) Schließen regulatorischer Lücken auf internationaler Ebene, (ii) Reform der internationalen Finanzaufsicht, (iii) Widerstand gegen jede weitere Regulierung, (iv) Kapitalverkehrskontrollen und (v) dezentrale Regulierung. Ich versuche an dieser Stelle nicht, diese Ansätze zu bewerten. Vielmehr geht es mir um die bescheidenere Tätigkeit des Beschreibens und Klassifizierens der einzelnen Vorschläge. Nach einer Erläuterung der einzelnen Ansätze wird abschließend dargestellt, dass es sowohl Punkte gibt, die dafür sprechen, dass diese Krise einen wichtigen Wendepunkt darstellt als auch solche, die dieser These widersprechen.

Ansatz 1: Schließen regulatorischer Lücken auf internationaler Ebene

Der erste regulatorische Ansatz, der aus der Krise geboren wurde, ist zugleich der politisch bedeutsamste. Er geht von der Prämisse aus, dass Finanzmärkte von Natur aus anfällig sind für das, was Kindleberger (1978) in seinem berühmten Zitat als »Manie, Panik und Crashes« bezeichnete. Die Vertreter dieses Ansatzes schreiben die Instabilität der Finanzmärkte einer Reihe verschiedener Faktoren zu, die von asymmetrischer Information bis hin zu menschlicher Psychologie reichen. Sie alle eint die Überzeugung, dass Finanzmärkte bis zu einem gewissen Grad reguliert werden müssen, wenn das Ausmaß von Krisen begrenzt werden soll. Aus ihrer Sicht entstand die jüngste Krise aus einer Kombination der üblichen Marktturbulenzen und einem Versagen der Aufsichtsbehörden, sich bezüglich der Finanzinnovationen am Markt auf dem Laufenden zu halten.

Dieses Versagen war besonders auffällig in Hinblick auf Finanzinnovationen, die mit neuen Modellen der Absicherung und Verteilung von Risiken zusammen-

hängen. Subprime-Immobilienkredite wurden in Wertpapiere umgewandelt, die anschließend zu Paketen geschnürt und in handelbare Portfolios mit unterschiedlichen Risikoprofilen aufgeteilt wurden. Die Kreditrisiken wurden zunehmend nicht nur übertragen und über Instrumente wie CDO (Collateralized Debt Obligations) gehandelt, sondern auch über Kreditderivate wie Credit Default Swaps (CDS) abgesichert, welche die Halter gegen Zahlungsausfälle bei Unternehmensanleihen (Corporate Bonds) oder hypothekarisch gesicherten Anleihen schützte. Die eigentliche Funktion dieser Innovationen bestand darin, durch eine Streuung des Kreditrisikos und eine höhere Marktliquidität die Stabilität des Systems zu erhöhen. Folglich unternahm die Aufsichtsbehörden nur wenig, um sie zu überwachen oder regulierend einzugreifen. Die Subprime-Krise macht nun die Probleme dieses passiven Ansatzes deutlich.

Da das Kreditrisiko an Parteien abgegeben wurde, die weit von der ursprünglichen Quelle entfernt waren, wurde es immer undurchsichtiger und in der Folge vom Markt und den Rating-Agenturen unterbewertet. Als die Krise dann ausbrach, verstärkte die Streuung der Subprime-Hypotheken den Vertrauensverlust, da eine weit verbreitete Unsicherheit dahingehend bestand, in wessen Besitz sich die Produkte faktisch befanden und wie groß das tatsächliche Risiko war. Die fehlende Transparenz in Bezug auf die Art des Risikos und die tatsächlichen Risikonehmer hatte nicht nur Auswirkungen auf die Marktteilnehmer, sondern betraf mit zunehmender Ausweitung der Krise auch die Aufsichtsbehörden. Besonders undurchsichtig war der riesige Markt für außerbörslich gehandelte Derivate (Produkte wie CDS), auf dem Marktbeteiligte (zumeist stark fremdfinanzierte Hedgefonds) bilaterale Geschäfte ohne eine formelle Clearingstelle oder Handelsplattform abschlossen, die für die Verträge das so genannte »Counterparty Risk« (Vertragspartnerrisiko) minimieren und Margenanforderungen durchsetzen konnte.

Die neuen Verbriefungstrends haben die derzeitigen internationalen regulatorischen Anforderungen an Banken praktisch ausgehebelt. Als die Kapitalanforderungen unter Basel I und II strenger wurden, schufen die Banken außerhalb der Bilanz liegende strukturierte Investmentvehikel (SIV) mit einer höheren Fremdfinanzierung, um ins Wertpapiergeschäft einsteigen zu können.

Schätzungen zufolge war das »Schattenbanksystem« kurz vor der Krise auf über die Hälfte des regulierten Banksektors der USA angewachsen (Tett und Guha 2008). Zusätzlich gewannen andere Institutionen – wie Investmentbanken, Kreditversicherer und Hedgefonds – am Wertpapiermarkt an Bedeutung,

Eric Helleiner ist Professor für Politikwissenschaft an der University of Waterloo in Ontario, Kanada.

die nicht unter die verschiedenen Arten von Risikomanagementregularien fallen.

Der Zusammenbruch der Investmentbank Bear Stearns – deren Rettung mit dem Argument gerechtfertigt wurde, sie sei für das Finanzsystem zu wichtig – machte die Notwendigkeit deutlich, die Probleme endlich anzugehen.

Betrachtet man die Krise aus dieser Perspektive, so hat sie vor allem gezeigt, dass die Aufsichtsbehörden den Finanzinnovationen hinterherhinken. Die jetzigen internationalen Vereinbarungen für mehr Markttransparenz und ein besseres Risikomanagement müssen verstärkt und erweitert werden. An diesen Vereinbarungen wird seit den 1980er Jahren gearbeitet und sie wurden als Folge der Asienkrise der Jahre 1997-1998 von den westlichen Regierungen stark gefördert. Die gleichen Regierungen setzen sich jetzt vehement für das Nachholen der Versäumnisse ein.

Dabei haben sie die Aufgabe, einen Fahrplan für diesen Ansatz zu entwickeln, an das Forum für Finanzstabilität (FSF) übergeben, das 1999 gegründet wurde, um hochrangige Vertreter der Finanzministerien, der Notenbanken und der Finanzaufsichtsbehörden der G7-Staaten, Repräsentanten internationaler Regierungsgremien sowie Vertreter wichtiger internationaler Institutionen und Aufsichtsgremien zusammenzubringen. Im April 2008 gab das Forum einen Bericht heraus, der von den G7-Staaten eiligst befürwortet wurde und einen Plan mit über 60 Empfehlungen zum Füllen regulatorischer Lücken umfasste. Neben anderen Dingen sollten die Banken bei komplex strukturierten Produkten und außerhalb der Bilanz liegenden Finanzgeschäften zu einer höheren Kapitalunterlegung gezwungen werden (die genauen Vorschriften wurden vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS) entworfen). Zudem sollten sie neue Richtlinien zum Liquiditätsmanagement befolgen, die das BCBS im Juli bekannt gab. Alle an den verschiedenen Stufen des Absicherungsprozesses Beteiligten sollten Risiken stärker offen legen. Das FSF empfahl zudem die Schaffung eines so genannten »College of Supervisors«, eines Aufsichtsgremiums mit Mitgliedern aus verschiedenen Ländern, das die weltweit größten Finanzinstitute überwachen soll. Die Kernelemente des FSF-Aktionsplans wurden beim G20-Weltfinanzgipfel in Washington gebilligt.

Allerdings hat der Aktionsplan aus Sicht vieler Befürworter einer stärkeren internationalen Regulierung auch seine Grenzen. So wurde beispielsweise nicht auf die Frage eingegangen, ob die Kapitalanforderungen über die Banken hinaus auch auf andere Institute ausgedehnt werden sollen bzw. ob diesen verboten werden sollte, bestimmte Tätigkeiten auszuüben, die für das System von hoher Bedeutung sind.

Wie weiter unten in diesem Artikel noch gezeigt wird, gab der Plan zudem einige Empfehlungen in Bezug auf Bonitätseinstufungen, außerbörslich gehandelte Derivate und Hedgefonds, die stärker auf freiwillige und selbstregulierende Ansätze setzen, denn auf verbindliche Regeln.

Ansatz 2: Reform der internationalen Finanzaufsicht

Der zweite Ansatz überschneidet sich weitestgehend mit dem ersten, geht jedoch an einem wichtigen Punkt über ihn hinaus: Er möchte die internationalen Regelungen nicht nur auf einen neueren Stand bringen, sondern strebt eine echte Reform an. Aus seiner Sicht liegt die Schuld an der Krise nicht allein daran, dass die Aufsichtsbehörden den Innovationen am Markt hinterherhinken, sondern vielmehr am Inhalt der derzeitigen Regelungen an sich, bei denen ein einfaches Verschärfen und Erweitern nicht ausreicht. Zusätzlich müssen wichtige Eigenschaften dieser Regelungen geändert werden, wenn eine größere Krise vermieden werden soll.¹

Die Befürworter dieser Position argumentieren, dass der entscheidende Fehler beim derzeitigen Ansatz in der prozyklischen Natur der Regeln liegt. Dies hängt damit zusammen, dass sie auf marktbasierenden Mechanismen zur Bewertung von Risiken und Vermögenswerten beruhen. Wenn alle Institute Risikobewertungsmodelle einsetzen, die auf Marktpreisen basieren, kann ein Abschwung am Markt eine Eigendynamik entwickeln, da die Modelle dann weitere Massenverkäufe erzwingen. Die Anforderung der derzeitigen internationalen Buchhaltungsrichtlinien, Vermögenswerte zum Zeit- oder Marktwert (»fair value«) zu bewerten, haben den gleichen Effekt. Wenn alle Firmen diese marktbasierenden Regeln einsetzen müssen, entstehen Teufelskreise, die nur dadurch gestoppt werden können, dass der Staat eingreift und den Markt stabilisiert.

Aus dieser Sicht ist in das bestehende Regulierungsmodell quasi eine Verpflichtung zum Eingriff des Staates eingebaut. Diese Verpflichtung wird als problematisch angesehen, und zwar nicht nur aufgrund des moralischen Wagnisses (»moral hazard«), diesen Eingriff in Kauf zu nehmen, sondern auch aus Gründen der Risikoverteilung. Oder wie Persaud es ausdrückt: »Es handelt sich um eine Sozialisierung der Kosten auf dem Rücken der Steuerzahler.

¹ Siehe zu den nachfolgenden Argumenten vor allem Persaud (2008a, b), Eatwell und Persaud (2008a, b) sowie Goodhart und Persaud (2008).

Für ein Jahrzehnt Bonuszahlungen an Banker aufzukommen, kann für den Steuerzahler sehr teuer werden und das Risiko der moralischen Wagnisse ist sehr hoch.«² Andererseits fördert der prozyklische Charakter der derzeitigen Regelungen sich selbst verstärkende Zyklen, die zu gefährlichen Finanzblasen wie derjenigen führen können, die wir gerade durchleben.

Wie lässt sich hier Abhilfe schaffen? Die prozyklische Natur der bestehenden Regelungen zu ändern erfordert, dass die Regulatoren weniger Vertrauen in den Markt, also die preisbasierte Bewertung von Wert und Risiko, setzen. Das Grundprinzip wird von Goodhart und Persaud (2008) einleuchtend erklärt: »Die Regulatoren haben die Marktpreise verwendet, um sich gegen einen Zusammenbruch des Marktes abzusichern. Es ist nicht weiter überraschend, dass sich dies als ebenso effektiv erwiesen hat wie die Maginot-Linie. Wenn die Marktpreise dazu taugen würden, einen Crash vorherzusagen, dann würde es nicht zu Crashes kommen.« Stattdessen müssen die Aufsichtsbehörden neue Arten von Regelungen entwickeln, die gegen Marktpreistrends wirken. Ein Beispiel ist das spanische System dynamischer Rücklagen, welches die Banken dazu zwingt, in guten Zeiten zusätzliche Rücklagen zu bilden, die ihnen dann in schlechten Zeiten zur Verfügung stehen. Darüber hinaus könnten weitere Arten von antizyklischen Auflagen für Finanzinstitute untersucht werden, deren Wert sich in Abhängigkeit vom Wachstum des Kreditvolumens oder dem Preis der relevanten Vermögenswerte verändert. Viele dieser Reformen, so wird argumentiert, könnten im Rahmen der zweiten Säule von Basel II eingeführt werden.

Weiterhin könnten bezüglich der mit staatlichen Rettungsaktionen verbundenen Herausforderungen die Banken gezwungen werden, Versicherungsprämien zu zahlen, die bei einem Eingreifen des Staates als Deckung dienen. Diese Reform würde nicht nur die Risikoverteilung solcher »Bailouts« regeln, sondern die Banker auch dazu bewegen, umsichtiger zu handeln. Eventuell könnte es sie sogar davon abhalten, eine zu große Rolle im System spielen zu wollen (denn dieser Status würde bedeuten, dass sie höhere Versicherungsprämien zahlen müssten).

Zudem argumentiert Persaud (2008a, b), dass die Regulatoren davon absehen sollten, alle Institute zur Einhaltung eines einheitlichen Satzes an Regeln zu zwingen. Anstatt eine Homogenität auf den Märkten zu schaffen, sollten sie die Existenz von Instituten ermöglichen, die während Krisen kaufen und somit eine

stabilisierende Rolle spielen. Die regulatorischen Auflagen könnten je nach Risikostruktur der unterschiedlichen Institute gestaffelt werden. Wenn ein Institut beispielsweise einen geringen Verschuldungsgrad oder eine günstige Finanzierungsstruktur aufweist, oder wenn es sich größtenteils auf eine langfristige Finanzierung stützt, sollte es nicht durch Regelungen gebunden sein, die Dinge wie Marktpreisbewertung oder risikosensitive Modelle vorschreiben.

In welchem Umfang stoßen diese Arten von Modellen auf offizielle politische Unterstützung? Unter westlichen Finanzexperten findet die Ansicht immer stärker Verbreitung, dass die prozyklische Natur der Regulierung ein Problem darstellt, das angegangen werden muss. Bei ihrem Treffen im Juni 2008 erklärten beispielsweise die Finanzminister der G8-Staaten: »Wir planen, an der Entschärfung der Prozyklizität des Finanzsystems zu arbeiten«. Die Staats- und Regierungschefs der G20-Staaten bestätigten dies im November und forderten die Regulatoren auf, »Empfehlungen zur Entschärfung der Prozyklizität zu entwickeln, einschließlich einer Prüfung, wie Wertmittlungsmodelle und Fremdfinanzierung, Kapitalanforderungen, Manager-Gehälter und Bereitstellungsmodelle zyklische Trends verschärfen können« (Staats- und Regierungschefs der G20-Staaten, 2008). Der Hinweis auf Manager-Gehälter spiegelt die wachsende Überzeugung wider, dass Mitarbeiter von Finanzinstituten durch die Struktur ihres Gehaltspaketes ermutigt wurden, in Zeiten des Booms hohe Risiken einzugehen.

Allerdings herrscht noch kein allgemeines Einverständnis darüber, was getan werden kann, um die Regulierung stärker antizyklisch auszurichten. Der Bericht des FSF vom April 2008 schlägt beispielsweise vor, dass die Regulatoren antizyklische Eigenkapitalstandards erwägen sollten, allerdings frühestens ab 2009. Die Debatte zur Reform der Bilanzierungsrichtlinien wurde wesentlich prompter und intensiver geführt, wobei eine Reihe von Regierungsvertretern – speziell aus Europa – Interesse daran zeigte, die Richtlinien zu ändern, um den kontraktiven Druck nicht noch weiter zu verschärfen (z.B. Giles 2008). Zudem machen Gruppen der Privatwirtschaft – zum Teil gegen den Widerstand anderer privatwirtschaftlicher Gruppen – ihren Einfluss geltend, um im Umfeld der Krise eine Lockerung der Marktwertbewertung für nicht liquide Aktivposten zu erreichen (Guerrera 2008). Am Ende forderte das FSF die führenden Aufsichtsbehörden auf, das Thema näher zu untersuchen.

² Alle Zitate wurden aus dem Englischen übersetzt durch die Redaktion der Internationalen Politikanalyse.

Ansatz 3: Widerstand gegen eine Regulierung

Ein dritter, völlig anderer Ansatz bemüht sich, dem Drängen der Regierungen auf eine Neuregulierung der Finanzmärkte Widerstand entgegenzusetzen. Hier wird die Ansicht vertreten, dass die staatlichen Regulatoren nie über ausreichende Informationen verfügen können, um die nächste Krise zu verhindern und immer wieder auf verlorenem Posten stehen. Alan Greenspan (2008) gehörte ursprünglich zu den prominentesten Vertretern dieses Ansatzes (obwohl er sich in der Folge leicht davon distanzierte): »Abgesehen von der Tatsache, dass das Aufdecken betrügerischer Machenschaften (ein Thema, das mir bereits seit Langem ein Anliegen ist) erschwert würde, ist es sicher, dass eine grundlegende Verschärfung der Aufsicht das Finanzergebnis verbessern würde? Ich bezweifle das. Das Problem liegt nicht in einer zu geringen Regulierung, sondern in unrealistischen Erwartungen in Bezug darauf, was Regulatoren verhindern können. (...) Selbst wenn sie die Befugnis zur völligen Intervention hätten, ist nicht anzunehmen, dass sie das Subprime-Debakel hätten verhindern können. (...) Wir haben es mit Regulierung versucht, von starker bis hin zu zentraler Planung. Kein Ansatz hat wirklich funktioniert. Wie oft wollen wir die Beweise noch prüfen?«

Ebenfalls für diesen Ansatz spricht die Tatsache, dass die Krise zu einem großen Teil nicht von einem Versagen des Marktes, sondern durch die Regierungspolitik verursacht wurde. Das hektische Drängen des Staates auf eine Neuregulierung beruht nach dieser Sichtweise auf einer Fehlinterpretation der Lektionen der Krise. Ein oft zitiertes Beispiel für fehlerhafte Regierungspolitik ist das Verfolgen einer allzu lockeren Geld- und Währungspolitik seit Beginn des neuen Jahrtausends, das zu einer Inflationsblase in den USA und anderswo führte. Münchau (2008) führt dazu aus: »...diese [Krise] wurde primär nicht durch Finanzspekulationen, sondern vielmehr durch die Wirtschaftspolitik hervorgerufen. Die entscheidenden Bösewichte sind daher nicht die Banker, sondern die Volkswirte – nicht in ihrer Rolle als Lehrende und Forscher, sondern in ihrer Funktion als politische Berater und Entscheidungsträger.« Die wichtigste Lektion aus der Krise wäre folglich nicht eine stärkere Regulierung, sondern eine Verbesserung der Geld- und Währungspolitik. Münchau kritisiert vor allem die Ansicht Alan Greenspans, dass Inflationsblasen nicht berücksichtigt werden sollten. Andere wiederum argumentieren, dass die Inflationsblase nicht allein Schuld der westlichen Zentralbanken sei, sondern dass auch China und andere Schwellenmärkte sowie die Öl pro-

duzierenden Länder eine Mitschuld trügen, da ihre hohen Spareinlagen und massiven Dollarreserven eine Senkung der Realzinssätze in den USA verursachten (siehe beispielsweise Wolf 2008c).

Führende Vertreter der internationalen privaten Finanzwirtschaft wehren sich aus eigennützigeren Gründen gegen eine Neuregulierung der Finanzmärkte durch Regulierungsbehörden. Eine führende Rolle kommt dabei dem Weltbankenverband IIF (Institute of International Finance) zu, der im vergangenen Jahrzehnt mehrfach äußerst erfolgreich internationale regulatorische Bemühungen verhindert oder zumindest verwässert hat, indem er verschiedene freiwillige Verhaltensregeln und andere Selbstregulierungsinitiativen innerhalb der Finanzbranche organisierte (siehe beispielsweise Porter 2005; Helleiner, in Kürze erscheinend).

Diese Strategie verfolgte er auch wieder zu Beginn der Krise. Anfang April gab der Verband einen Zwischenbericht heraus, der auf höchster Ebene bei den wichtigsten Banken der Welt diskutiert wurde. Dieser beinhaltete ein weit reichendes Bekenntnis der von den Banken begangenen Fehler und schlug verschiedene selbstregulierende Initiativen in Bereichen wie Risikomanagement, Liquidität, außerbilanziellen Geschäften, Bewertung, Risikoübernahme, Bonität und Gehälter sowie Transparenz und Offenlegung vor. So sagte der Präsident des IIF und Vorstand der Deutschen Bank Josef Ackermann: »Wir sind entschlossen, zuerst vor der eigenen Tür zu kehren und diese Aufgabe nicht den Aufsichtsbehörden zu überlassen« (Zitat aus Giles, Atkins und Wilson 2008). Das Plädoyer der Banker nach einer stärkeren Selbstregulierung traf auch in anderen Teilen des Finanzsektors auf Zustimmung.

Die Reaktion der staatlichen Stellen war allerdings angesichts der teuren Rettungsaktionen und der offensichtlichen Schwere der Krise deutlich zurückhaltender als in den vergangenen Jahren. Als Spitzenbanker kurz nach der Veröffentlichung des IIF-Berichts ihren Standpunkt anlässlich eines privaten Essens mit G7-Ministern und Vertretern der Zentralbanken nachdrücklich vertraten, beschrieben Zeugen die Stimmung zwischen ihnen und den Regierungsvertretern als »gereizt« und ein G7-Vertreter bezeichnete das Ansinnen der Banker gar als »bemerkenswert«. Laut Jean-Claude Trichet, Präsident der Europäischen Zentralbank, erfüllt die Selbstregulierung nicht mehr ihren Zweck: »Wir alle müssen unsere Verantwortung sehr ernst nehmen und im Zweifelsfall in Kauf nehmen, den privaten Finanzsektor zu verärgern« (alle Zitate aus Giles und Guha 2008). Der französische Präsident Nicolas Sarkozy ging sogar noch weiter: »Die Selbstregulierung der Märkte ist passé. Kein Laissez-faire

mehr. Der Markt hat nicht immer Recht« (Zitat aus Thornhill 2008).

Auch auf Seiten der Finanzjournalisten regt sich Kritik. Nachdem er die »vernichtende Selbstkritik« der Banker gelesen hatte, fragte Martin Wolf (2008b) von der Financial Times: »Würden Sie Leuten, die ihre eigenen Fehler auf derartig drastische Weise beschreiben, die Einhaltung eines freiwilligen Kodex abkaufen?« Er bemerkte zudem, dass das Plädoyer für eine Selbstregulierung durch die Rettungsaktion für Bear Stearns einen Schlag erlitten habe: »Wenn wir billigend in Kauf nehmen, dass wir bei einer Krise des Finanzsystems rettend eingreifen, dann ist eine Regulierung unausweichlich« (Wolf 2008a). Wolf fasst seine Reaktion auf den Bericht mit der Spitze »netter Versuch, aber knapp daneben ist auch vorbei« zusammen. (Wolf 2008b).

Trotz der Entschlossenheit vieler Regulatoren unterstützte das FSF in seinem Bericht vom April 2008 den Einsatz einiger freiwilliger bzw. selbstregulierender Initiativen. In Hinblick auf außerbörslich gehandelte Derivate appellierte das FSF an die Privatwirtschaft, lieber selbst eine robustere Infrastruktur für den Markt zu schaffen als dieses Ergebnis zwanghaft herbeizuführen. In Bezug auf Rating-Agenturen verwies das FSF auf einen nur marginal überarbeiteten IOSCO-Kodex (der Ende Mai erschien). Und zum Thema Hedgefonds begrüßte es lediglich regelmäßige Berichte zur Übernahme von »Best Standards«, die von der Branche entwickelt werden. Bis zum G20-Gipfel im November wurden der Ton der offiziellen Verlautbarungen zum Thema außerbörslich gehandelte Derivate und Rating-Agenturen dann zunehmend schärfer, wobei die Staats- und Regierungschefs weiterhin eine Selbstregulierung der Privatwirtschaft in punkto Hedgefonds akzeptieren.

Ansatz 4: Kapitalverkehrskontrollen

Am anderen Ende des Spektrums befindet sich ein Regulierungsansatz, der auf eine stärkere Kontrolle grenzüberschreitender Kapitalbewegungen drängt. Ein Argument hierfür lautet, dass die Krise zumindest zum Teil durch eine exzessive Kapitalmobilität hervorgerufen wurde. Die Befürworter des Ansatzes argumentieren, dass die enormen Kapitalzuflüsse in die USA zu einer weiteren Aufblähung der dortigen Spekulationsblase beitrugen. In diesem Zusammenhang wird die Krise mit derjenigen von 1997-1998 in den asiatischen Schwellenmärkten verglichen, der ebenfalls ein massiver Kapitalzufluss vorausging, welcher zu Spekulationsblasen in mehreren Ländern führte. Auch werden Parallelen zur Schuldenkrise der 1980er

Jahre gezogen, bei der zuvor eine groß angelegte und plötzliche Umverteilung von Petrodollar-Überschüssen stattfand.³

Aus dieser Erfahrung haben einige die Schlussfolgerung gezogen, dass eine der wichtigsten Lehren der Krise lautet, die Kapitalmobilität einzuschränken. Rodrik und Subramanian (2008) führen dazu aus: »Zuerst führten größere Kapitalflüsse von reichen in ärmere Länder zur lateinamerikanischen Schuldenkrise der frühen 1980er Jahre. Im darauf folgenden Jahrzehnt begründete ein ähnlicher Kapitalfluss die asiatische Finanzkrise. Seit 2002 hat sich der Fluss nun umgekehrt, d.h. Kapital wandert vermehrt von den Schwellenmärkten und ölexportierenden Ländern in die Industrienationen, speziell die USA. Das Ergebnis bleibt das gleiche. Es scheint egal zu sein, in welche Richtung sich das Kapital bewegt. Allein die Tatsache, dass es in größeren Mengen in andere Länder fließt – das hoch gepriesene Phänomen der finanziellen Globalisierung – scheint zu Problemen zu führen. (...) Auch wenn die Wurzeln der Subprime-Krise in der heimischen Finanzwirtschaft liegen, hat der internationale Geldfluss das Ausmaß der Krise verschärft.«

Wenn es um die Entschärfung globaler Finanzkrisen geht, hat ein Ansatz zur Reduzierung der Kapitalmobilität, so die Autoren, größere Aussicht auf Erfolg als alle Bemühungen einer stärkeren Regulierung, da letztere niemals mit den Innovationen am Finanzmarkt Schritt halten kann. Kurz zusammengefasst klingt das bei ihnen wie folgt: »Wenn das Risikoverhalten der Banken und Finanzinstitute nicht auf perfekte Weise reguliert werden kann, müssen wir Wege finden, das Transaktionsvolumen zu verringern. (...) Das bedeutet, dass Finanzmittel in geringeren Mengen über die Grenzen fließen, so dass das Finanzwesen »vorwiegend national« ist, wie schon John Maynard Keynes anriet.« Sicherlich würden durch Kapitalverkehrskontrollen einige Vorteile der finanziellen Globalisierung verloren gehen. Aber Rodrik und Subramanian (2008) deuten an, dass wirtschaftliche Beweise für diese Vorteile wohl »schwer zu finden« sein werden.

Im Besonderen fordern die beiden Autoren eine Verstärkung der Kapitalverkehrskontrolle in Entwicklungsländern, einschließlich Einlageanforderungen für Kapitalzuflüsse und Steuern auf Finanztransaktionen. Für die Industrieländer mahnen sie eine indirekte Beeinflussung des Kapitalzuflusses über Wechselkurse und makroökonomische Mechanismen an. Ihre Schlussfolgerung lautet denn auch:

³ Siehe auch Reinhart und Rogoff (2008: 344), wengleich die beiden Autoren keine Befürworter des beschriebenen Regulierungsansatzes sind.

»Solange die Weltwirtschaft politisch gesehen durch souveräne Einzelstaaten und verschiedene Aufsichtsbehörden gespalten bleibt, ist das globale Finanzwesen dazu verdammt, Deformationen zu erleiden, die wesentlich stärker ausfallen als dies auf nationaler Ebene der Fall wäre. Je nach Gesamtsituation fällt der Politik ebenso oft die Rolle zu, übermäßige Kapitalflüsse einzudämmen wie sie zu fördern« (Rodrik und Subramanian 2008).

Diese Kritik an der Kapitalmobilität erinnert an Meinungen, die zur Zeit der Krise 1997-98 geäußert wurden. Hier wurde der Ruf nach Einschränkungen des Kapitalflusses vor allem in solchen Ländern laut, die direkt vom Platzen der Spekulationsblasen betroffen waren. Er spiegelte nicht nur die Erkenntnis wider, dass der Kapitalzufluss diese Blasen erzeugt hatte, sondern stellte vor allem eine Gegenreaktion auf die massiven spekulativen Kapitalabwanderungen dar, die durch ihr Platzen ausgelöst wurden und in der Folge zu Wechselkurs- und lokalen Finanzkrisen führten. In diesen Ländern wurden internationale Finanzflüsse stärker für die Finanzkrise von 1997-98 verantwortlich gemacht als Probleme des heimischen Finanzwesens.

Kommt nun in den diesmal betroffenen Ländern, also den USA und den anderen westlichen Ländern, eine ähnliche Kritik an der Kapitalmobilität auf? Sicherlich haben einige Politiker, die die Globalisierung des Finanzwesens schon seit längerem skeptisch betrachten, ihre Kritik während der Krise bekräftigt. In Deutschland beispielsweise hat Oskar Lafontaine, Ex-Finanzminister und mittlerweile Vorsitzender der Partei Die Linke, seinen Ruf nach einer weltweiten Einführung von Mechanismen zur Regulierung von Kapitalflüssen wiederholt: »Wir brauchen Investitionen in die reale Wirtschaft und keine spekulativen Transaktionen« (Zitat aus Godov 2008).

Aber die Kritik an Kapitalflüssen fällt in den meisten westlichen Ländern auf politischer Ebene eher schwach aus, in den USA ist sie kaum vorhanden. Das liegt vor allem daran, dass das Platzen der US-Spekulationsblase noch nicht den Grad an Kapitalabfluss und eine Wechselkurskrise nach sich gezogen hat, von der die Schwellenländer 1997-98 betroffen waren. Die Kreditaufnahme in eigener Währung hat die USA vor dem »Currency Mismatch« bewahrt, unter dem die Schwellenländer damals litten. Ausländische Zentralbanken haben zudem den Dollar weiterhin wegen seiner zentralen Rolle im internationalen Finanzsystem gestützt. Wenn die Krise sich allerdings zu einer Dollarkrise ausweiten sollte, mag die politische Unterstützung für eine Beschränkung des Kapitalverkehrs in den USA und anderen westlichen Ländern an Boden gewinnen. Die Möglichkeit, dass die Subprime-

Krise in ihrer nächsten Phase in eine Dollarkrise mündet, sollte nicht unterschätzt werden (siehe beispielsweise Soros 2008; Morris 2008; Helleiner 2008).

Interessanterweise sind es vor allem die Entwicklungsländer, in denen im Zusammenhang mit der gegenwärtigen Krise der Ruf nach Kapitalkontrollen laut wird. Allerdings liegt der Fall in diesen Ländern anders als in den Jahren 1997-98. Das Blatt hat sich gewendet und so sind viele Finanzexperten in den Entwicklungsländern eher als noch vor zehn Jahren bereit, dem Opfer – in diesem Fall den westlichen Ländern – die Schuld zu geben. Sie sehen Kapitalverkehrskontrollen heute vor allem als Mittel, um die Auswirkungen der Turbulenzen an den westlichen Finanzmärkten auf ihr Land zu begrenzen. Strategien, die seit den späten 1990er Jahren eingesetzt werden, um nicht mehr für Probleme an den globalen Finanzmärkten allzu anfällig zu sein – wie Kapitalverkehrskontrollen und der Aufbau massiver Devisenreserven – werden nun dafür gepriesen, dass sie die Länder vor der vom Westen ausgehenden Instabilität schützen (siehe beispielsweise Khor 2008).

Ansatz 5: Dezentrale Regulierung

Der letzte Regulierungsansatz plädiert für eine gewisse Dezentralisierung der internationalen Regulierung des Finanzwesens. Das Kernstück der ersten beiden beschriebenen Ansätze ist eine weiter gehende Verpflichtung zu international koordinierten Formen der finanziellen Regulierung. Diese Verpflichtung war nach der Krise 1997-98 plötzlich in aller Munde und die G7-Finanzvertreter drängten auf die Einführung einer Reihe von internationalen Best Practice-Standards und Kodizes in den Entwicklungsländern. Deren Regierungen allerdings standen dieser Initiative zum größten Teil eher skeptisch gegenüber und diese Skepsis hat angesichts der jüngsten Krise weiter zugenommen.

Bei der Krise 1997-98 lag der mangelnde Enthusiasmus einiger Entwicklungsländer für das Standard- und Kodex-Projekt nicht allein daran, dass sie ob des unausgesprochenen Vorwurfs, ihre unzureichenden inländischen Kontrollen (und nicht volatile Kapitalflüsse) seien die Hauptursache für die Krise, verstimmt waren. Ebenso entscheidend war die Tatsache, dass die propagierten Standards und Kodizes in Gremien entwickelt wurden, in denen sie kaum oder gar nicht vertreten waren. Zudem spiegelte der Inhalt der Kodize und Standards primär die Erfahrungen der Industrieländer – speziell der USA und Großbritanniens – wider, die nicht unbedingt in den lokalen Kontext passten und den Entwicklungsländern häufig unan-

gemessen hohe Kosten aufzubürden schienen (Helleiner und Pagliari, erscheint in Kürze).

Wie schon Andrew Walter (2007) bemerkte, äußerte sich der Widerstand anfänglich primär in Form einer »Scheinzustimmung«. Im Zuge der Subprime-Krise allerdings wird nun auch offene Kritik an der Idee laut, dass angloamerikanische Standards stets auch das beste Modell für alle anderen darstellen. Tatsächlich kann man es den Analysten der Entwicklungsländer kaum verdenken, wenn sie nun ihrerseits die USA und andere westliche Länder für ihre Schwächen und Fehler auf dem Gebiet der Regulierung kritisieren und dabei teils sogar die gleichen Formulierungen verwenden (wie den Begriff »crony capitalism«, häufig übersetzt mit Vetternwirtschaft). Mit anderen Worten: die Kritik an internationalen Regulierungsprojekten auf Basis von angloamerikanischen Modellen häuft sich. Oder wie Martin Wolf (2008d) es ausdrückt: »Bis vor kurzem konnte man den Chinesen, den Indern und anderen, die in den vergangenen zwei Jahrzehnten größere Finanzkrisen durchlaufen haben, noch sagen, dass ein Finanzsystem existiert, das sowohl freiheitlich als auch solide ist. Das geht nun nicht mehr. Mehr noch, es wird schwer werden, diese Länder davon zu überzeugen, dass der Zusammenbruch der Märkte in den USA und anderen Ländern mit hohem Einkommen keine ernste Warnung darstellt. Wenn selbst die USA mit ihren enormen Ressourcen und Erfahrungen es nicht vermeiden konnten, in diese Falle zu tappen, werden sie fragen, warum sollten wir es dann besser machen können?«

Wenn man den Finanzsektor weltweit in diesem neuen Kontext erfolgreich regulieren will, können die entsprechenden Initiativen nicht mehr länger einfach auf den Modellen der dominierenden Finanzmächte beruhen. Weitere Parteien müssen in den Prozess einbezogen werden. Derzeit spielen die Entwicklungsländer keine oder zumindest keine offizielle Rolle in den wichtigsten Gremien, die sich um eine Neuregelung des internationalen Ansatzes bemühen (wie G7-Gipfel, das FSF und der Basler Ausschuss). Zur Behebung dieser Situation beschlossen die G20-Staaten auf ihrem Gipfel im November, das FSF hinsichtlich »einer stärkeren Mitgliedschaft von Schwellenländern« zu erweitern. Gleichzeitig wurden »andere wichtige Gremien, die sich mit dem Setzen von Standards beschäftigen« aufgefordert, »ihre Mitgliedschaft unverzüglich zu prüfen« (Staats- und Regierungschefs der G20-Staaten 2008). Wenn es diesen Initiativen tatsächlich gelingt, den Entwicklungsländern mehr Gehör zu verschaffen, könnten diese eher dazu bereit sein, die ersten beiden internationalen Neuregulierungsansätze mit zu tragen (und ihre Beteiligung könnte zudem den

Inhalt dieser Ansätze auf verschiedene Weise beeinflussen). Scheitern sie jedoch, werden wir wahrscheinlich Zeugen eines größeren Widerstands gegenüber universellen Regulierungsprojekten und vielleicht sogar eines wachsenden Interesses an einer dezentralen und stärker fragmentierten internationalen Regulierungsordnung werden.

Ein erstes Interesse daran ist jetzt schon spürbar. Interessanterweise kommt es aus anderen hoch entwickelten Industrieländern außerhalb der angloamerikanischen Kreise. Bei den ASEAN+3 Gesprächen im Mai 2008 schlug Japan zum ersten Mal die Schaffung einer asiatischen Version des Forums für Finanzmarktstabilität (FSF) vor. Bereits während der Verhandlungen zu Basel II spielten die asiatischen Länder, frustriert durch die mangelnde Beachtung ihrer Anliegen, mit dem Gedanken, ein alternatives »asiatisches Basel-System« aufzubauen (Walter 2008: 181). Diese Idee hat nun durch die Diskreditierung der marktfreundlichen angloamerikanischen Finanzmodelle neue Nahrung erhalten. Liao Min, hochrangiges Mitglied der chinesischen Bankenkommission, fasste die Meinung vieler Asiaten im Mai 2008 wie folgt zusammen: »Ich glaube, die westlichen Länder sollten ihre Meinung bezüglich des Verhältnisses von Markt und Regierung überdenken. Sie neigen dazu, die Möglichkeiten des Marktes zu überschätzen und vernachlässigen die Regulierungsrolle der Regierung. Deshalb ist es zur Subprime-Krise gekommen« (Zitat aus Anderlini 2008). China und Südkorea unterstützen mittlerweile den japanischen Vorschlag und die ASEAN-Länder werden aufgefordert, der Initiative zur Gründung eines asiatischen FSF beizutreten (*Daily Yomiuri* 2008).

In Europa haben deutsche Politiker ebenfalls offen ihre Frustration über das geäußert, was sie im Zusammenhang mit der Subprime-Krise als Auswüchse des angloamerikanischen Kapitalismus sehen. Als die deutschen Banken anfänglich mit zu den am stärksten von der Krise betroffenen Instituten zählten, begannen sie, die Dominanz angloamerikanischer Interessen in den internationalen Regulierungsgremien in Frage zu stellen. In seinem berühmt gewordenen Zitat sprach Bundespräsident Horst Köhler davon, dass »sich die internationalen Finanzmärkte zu einem Monster entwickelt haben, das in die Schranken gewiesen werden muss« und forderte »ein selbstbewusstes Eintreten für die kontinentaleuropäische Finanz- und Bankkultur« (Zitat aus Benoit und Wilson 2008). Zwar tritt Deutschland auch weiterhin für eine stärkere Regulierung auf internationaler Ebene ein, alternative regionale Optionen werden aber ebenfalls offen diskutiert. Bereits im Februar 2008 drohten deutsche Vertreter Berichten zufolge damit, auf

EU-Ebene aktiv zu werden, sollten die internationalen Regulierungsinitiativen nicht strikt genug ausfallen (Benoit 2008). Im Juni dann verlieh Bundeskanzlerin Angela Merkel ihrem Wunsch Ausdruck, die Eurozone möge die angloamerikanische Dominanz bei den Finanzstandards in Frage stellen und ihre eigene Rating-Agentur aufbauen: »Europa hat sich dank des Euro eine gewisse Unabhängigkeit erarbeitet. Aber wir haben – was die Regelsetzung, die Transparenz und die gesamte Standardisierung der Finanzmärkte anbelangt – nach wie vor ein sehr stark angelsächsisch dominiertes System. Die Eurozone hat es bislang noch nicht geschafft, die Regulierung der Finanzmärkte ausreichend zu beeinflussen« (Zitat aus Barber, Benoit, and Williamson 2008).

Im September äußerte der deutsche Finanzminister Peer Steinbrück, nachdem er die »angloamerikanischen« Finanzgrundsätze des freien Marktes kritisiert hatte, seine Ansicht, dass das Weltfinanzsystem in Folge der Krise »multipolarer« werde. Wörtlich sagte er: »Die Langzeit-Konsequenzen aus dieser Krise sind noch nicht klar, aber ich halte es für sehr wahrscheinlich, dass die USA ihren Status als Supermacht im globalen Finanzsystem verlieren werden« (Zitat aus Mangasarian 2008).

Das Interesse an regionalen Regulierungsinitiativen wird wahrscheinlich weiter wachsen, wenn die angloamerikanischen Entscheidungsträger versuchen, internationalen Regulierungsstrategien eine Richtung zu geben, die zu stark von den Vorstellungen anderer abweicht. Natürlich wird der Wettbewerbsdruck dafür sorgen, dass mögliche regionale Regelungen nicht zu stark von den in London und New York gesetzten Standards abweichen (Singer 2007). Aber der Ruf dieser Finanzzentren hat unter der Krise gelitten. Gleichzeitig gewinnen die Eurozone und Asien an Bedeutung, was ihnen mehr Gewicht in der internationalen Regulierungspolitik gibt und ihre Möglichkeiten erhöht, einen eigenen Kurs zu fahren. Wenn sie sich für die letztere Option entscheiden, werden wir uns hin zu einer dezentralisierten Regulierungsordnung bewegen, die sich einerseits leichter mit verschiedenen Formen des Kapitalismus verträgt, andererseits jedoch weniger Raum für ein gänzlich liberales System von Kapitalbewegungen und Finanzdienstleistungen lässt.

Fazit: Ein historischer Wendepunkt?

Es ist fast schon zur Floskel geworden zu behaupten, dass die derzeitige globale Finanzkrise eine der schlimmsten – wenn nicht gar die schlimmste – seit den 1930er Jahren ist. Sie wird in weiten Teilen als eine Art Wendepunkt für das internationale Finanzsystem gesehen, eine Abkehr von der marktorientierten Regulierungspolitik, welche die vergangenen beiden Jahrzehnte geprägt hat. Oder wie George Soros (2008: 99) es in seinem kürzlich erschienenen Buch ausdrückt: Während frühere Krisen das verstärkten, was er als »Marktfundamentalismus« bezeichnet, stellt diese jüngste Krise »das Ende einer Ära« dar.

Wie wir gesehen haben, ist es sicherlich richtig, dass diese Krise eine Reihe neuer Regulierungsprojekte angestoßen hat und dass sich all jene, die sich gegen eine offizielle Regulierung aussprechen, in der Defensive befinden. Aber der weiterhin bestehende Einfluss der letzteren auf die Finanzpolitik sollte nicht unterschätzt werden, speziell wenn die Krise sich schnell entschärft und das öffentliche Interesse nachlässt. Zudem stehen die bislang bedeutendsten Regulierungsinitiativen – die auf eine stärkere Anpassung an neue Entwicklungen und eine Reform der Regulierung setzen – eher für Kontinuität denn für eine dramatische Veränderung, da sie auf dem internationalen Regulierungsprojekt für den Finanzsektor aufbauen, das die G7-Staaten nach der Krise 1997-98 unterstützten. Diejenige Neuregelungsinitiative, die einen radikaleren Wandel fordert – der Ansatz der Kapitalverkehrskontrollen – scheint heute im Vergleich zur Krise 1997-98 (als die Debatte über das Für und Wider von Kapitalverkehrskontrollen und die Tobin-Steuer sehr viel mehr Gewicht hatte) eher an Bedeutung zu verlieren (siehe beispielsweise Cohen 2002).

Dennoch legt diese Analyse zwei Gründe nahe, warum die Subprime-Krise einen historischen Wendepunkt in der internationalen Regulierungspolitik darstellen könnte. Wenn sie zunächst einmal tatsächlich in eine Zahlungskrise größeren Ausmaßes oder sogar eine ernste Dollarkrise mündet – eine Entwicklung, die Soros selbst voraussagt – könnte dies der Idee von Kapitalverkehrskontrollen mehr Gewicht verleihen. Und zum zweiten sind die Folgen des Aufkommens eines neuen dezentralen Ansatzes schwer einzuschätzen. Er geht sicherlich in eine ganz andere Richtung als das Projekt universeller Standards und Kodizes, das nach der Krise 1997-98 vor allem von den G7-Staaten vertreten wurde. Und das Infragestellen der langjährigen angloamerikanischen Dominanz in Bezug auf das, was Wade (2008) als das »Oberkommando« der globalen Finanzsteuerung bezeichnet, könnte den

Beginn eines historischen Umschwungs markieren. Wenn die Dezentralisierung auf die Entwicklungsländer beschränkt bleibt, mag es einfach zu einer Koexistenz mit den beiden ersten Regulierungsansätzen kommen, da die letzteren derzeit stark auf die OECD-Region fixiert sind. Findet dieser Ansatz allerdings zunehmend Unterstützung in Japan und Kontinentaleuropa, könnten die Folgen für das System wesentlich weitreichender sein.

Literaturverzeichnis

- Anderlini, Jamil (2008): China says West's Lack of Market Oversight Led to Subprime Crisis. In: *Financial Times*, 28.05.2008
- Barber, Lionel; Benoit, Bertrand; Williamson, Hugh (2008): March to the Middle. In: *Financial Times*, 11.06.2008
- Benoit, Bertrand (2008a): Berlin May Go It Alone on Bank Regulations. In: *Financial Times*, 06.02.2008
- Benoit, Bertrand; Wilson, James (2008): German President Lashes Out at 'Monster' Market and Its Bankers. In: *Financial Times*, 15.05.2008
- Cohen, Benjamin (2002): Capital Controls: Why Don't Governments Do the Obvious? In: Armijo, Leslie (Hrsg.): *Debating the Global Financial Architecture*. Albany: State University of New York Press
- Daily Yomiuri (2008): Japan, China, ROK to Set Up 'Asian FSF'. In: *Daily Yomiuri*, 23.10.2008
- Eatwell, John; Persaud, Avinash (2008a): Fannie and Freddie, Damned by a Faustian Bargain. In: *Financial Times*, 17.07.2008
- Eatwell, John; Persaud, Avinash (2008b): A Practical Approach to the Regulation of Risk. In: *Financial Times*, 26.08.2008
- Financial Stability Forum (2008): Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience, Financial Stability Forum (April)
- G8 (2008): *Kommuniqué*, Finanzminister, 14.06.2008
- Gerrera, Francesco (2008): Goldman Set to Sever IIF Links. In: *Financial Times*, 23.05.2008
- Giles, Chris (2008): Stability Forum Begins to Think the Unthinkable. In: *Financial Times*, 2. April 2008
- Giles, Chris; Guha, Krishna (2008): Banks' Self-Regulation Bid Brushed Aside. In: *Financial Times*, 14.04.2008
- Giles, Chris; Atkins, Ralph; Wilson, James (2008): Bankers Act to Head Off Regulation. In: *Financial Times*, 10.04.2008
- Godov, Julio (2008): Finance: So, Back to Regulation, Then. SUNS News Service, 20.03.2008
- Goodhart, Charles; Persaud, Avinash (2008): A Proposal for How to Avoid the Next Crash. In: *Financial Times*, 31.01.2008
- Greenspan, Alan (2008): The Fed Is Blameless on the Property Bubble. In: *Financial Times*, 07.04.2008
- Helleiner, Eric (2008): Political Determinants of International Currencies: What Future for the US Dollar? In: *Review of International Political Economy* 15 (3): 352-76.
- Helleiner, Eric (in Kürze erscheinend): Filling a Hole in Global Financial Governance? The Politics of Regulating Sovereign Bond Restructuring. In: Mattli, Walter; Woods, Ngaire (Hrsg.): *The Politics of Global Regulation*. Princeton: Princeton University Press.
- Helleiner, Eric; Pagliari, Stefano (in Kürze erscheinend): Between the Storms: Patterns in Global Financial Governance, 2001-07. In: Underhill, Geoffrey; Blom, Jasper; Mügge, Daniel (Hrsg.): *Financial Governance after 30 Years of Integration*
- Kindleberger, Charles (1978): *Manias, Panics and Crashes*. New York: Basic Books
- Khor, Martin (2008): South Should Prepare to Counter Effects of Global Finance Crisis. SUNS News Service, 01.09.2008
- G-20 (2008): Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy. 15.11.2008
- Mangasarian, Leon (2008): US Losing Finance Superpower Status, Says Germany. Bloomberg News Service, 25.09.2008
- Morris, Charles (2008): *The Trillion Dollar Meltdown*. New York: PublicAffairs
- Münchau, Wolfgang (2008): Recession Is Not the Worst Possible Outcome. In: *Financial Times*, 07.07.2008
- Persaud, Avinash (2008a): The Inappropriateness of Financial Regulation. In: Felton, Andrew; Reinhart, Carmen (Hrsg.): *The First Global Financial Crisis of the 21st Century*. London: A VoxEU, CEPR Publication: 155-57.
- Persaud, Avinash (2008b): Remarks to Euro50 on Financial Regulation and Financial Crises, 30.04.2008
- Porter, Tony (2005): *Globalization and Finance*. Cambridge: Polity Press
- Reinhart, Carmen; Rogoff, Kenneth (2008): Is the 2007 US Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison. In: *American Economic Review* 98 (2): 339-44
- Rodrik, Dani; Subramanian, Arvind (2008): Why We Need to Curb Global Flows of Capital. In: *Financial Times*, 26.02.2008
- Singer, David (2007): *Regulating Capital*. Ithaca: Cornell University Press
- Soros, George (2008): *The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means*. New York: PublicAffairs
- Tett, Gillian; Guha, Krishna (2008): The Cost of a Lifeline. In: *Financial Times*, 24.04.2008
- Thornhill, John (2008): Sombre Sarkozy Sets Out Ideas to Bolster State Role. In: *Financial Times*, 26.09.2008
- Wade, Robert (2008): The First-World Debt Crisis of 2007-2010 in Global Perspective. In: *Challenge* 51 (4): 23-54
- Walter, Andrew (2008): *Governing Finance*. Ithaca: Cornell University Press
- Wolf, Martin (2008a): Why Greenspan Does Not Bear Most of the Blame. In: *Financial Times*, 09.04.2008
- Wolf, Martin (2008b): Why Financial Regulation Is Both Difficult and Essential. In: *Financial Times*, 16.04.2008
- Wolf, Martin (2008c): The Lessons to Be Learnt from Today's Financial Crisis. In: *Financial Times*, 02.07.2008
- Wolf, Martin (2008d): The Rescue of Bear Stearns Marks Liberalisation's Limit. In: *Financial Times*, 26.03.2008



Impressum

Friedrich-Ebert-Stiftung
Internationale Politikanalyse
Abteilung Internationaler Dialog
D-10785 Berlin

www.fes.de/ipa
E-Mail: info.ipa@fes.de

ISBN 978-3-86872-029-7

Bestellungen

Friedrich-Ebert-Stiftung
Internationale Politikanalyse
z. Hd. Nora Neye
D-10785 Berlin

E-Mail: info.ipa@fes.de
Fax: +49 (30) 26935-9248

Alle Texte sind online verfügbar:

www.fes.de/ipa

Die in dieser Publikation zum Ausdruck kommenden Meinungen sind die des Autors/der Autorin und spiegeln nicht notwendigerweise die Meinung der Friedrich-Ebert-Stiftung wider.