

# FMM WORKING PAPER

No. 48 · July, 2019 · Hans-Böckler-Stiftung

## ZUR US DOLLAR HEGEMONIE: EIN BLICK ZURÜCK – UND IN DIE ZUKUNFT

Jörg Bibow\*

### KURZBESCHREIBUNG\*\*

Spätestens seit dem Ende des 2. Weltkriegs ist der US Dollar die führende Reservewährung der Welt. Allerdings hat sich die Natur der globalen Hegemonie des US Dollar im Zeitalter des Neoliberalismus und Finanzglobalisierung stark gewandelt. Die Krise von 2007-9 brachte für die Weltwährungsordnung eine neue kritische Zäsur; so lautet die Hypothese dieser Arbeit. Die hegemoniale Stellung des US Dollar scheint zwar nicht unmittelbar bedroht zu sein. Aber Umwälzungen in der Weltwirtschaft erschweren ihre Funktionsweise, da mit dem Aufstieg Chinas als Wirtschaftsmacht ein zweiter Pol entstanden ist, der mit dem von Amerika dominierten Pol der globalen Finanzwelt ein neues Spannungsfeld geschaffen hat. Der akute Konflikt zwischen den beiden Supermächten hat diesem Spannungsfeld eine zusätzliche Explosivität verliehen, die auch die Zukunft der globalen Vorherrschaft des US Dollar betrifft. Dieser Beitrag untersucht diese Entwicklungen vor dem historischen Hintergrund der Geschichte des Weltwährungssystems seit der Zeit des klassischen Goldstandards und im Lichte der Arbeiten von John Maynard Keynes. Die Analyse beginnt mit einem historischen Überblick seit der Zeit des klassischen Goldstandards. Danach wird im 3. Abschnitt Keynes Vision einer Weltwährungsordnung ohne Hegemonen kurz vorgestellt. Im 4. Abschnitt wird dann die ursprüngliche Bretton Woods Ordnung und ihr Niedergang diskutiert. Die Wiederherstellung der globalen Vorherrschaft des US Dollar bei zunehmender Finanzglobalisierung ist Gegenstand des 5. Abschnitts. Im 6. Abschnitt wird die Kernhypothese dieser Arbeit entwickelt, wonach die globale Krise eine kritische Zäsur für die Weltwährungsordnung und den Beginn einer neuen Epoche von Instabilität markierte – die an die Instabilitäten der 1970er Jahre und die Zwischenkriegszeit erinnert. Abschnitt 7 fasst zusammen und bietet einen kurzen Ausblick.

\* Skidmore College and Levy Economics Institute, USA. E-mail: [jbibow@skidmore.edu](mailto:jbibow@skidmore.edu).

\*\* This working paper is only available in German language.

# Zur US Dollar Hegemonie: Ein Blick zurück – und in die Zukunft

Jörg Bibow

## 1. Einleitung

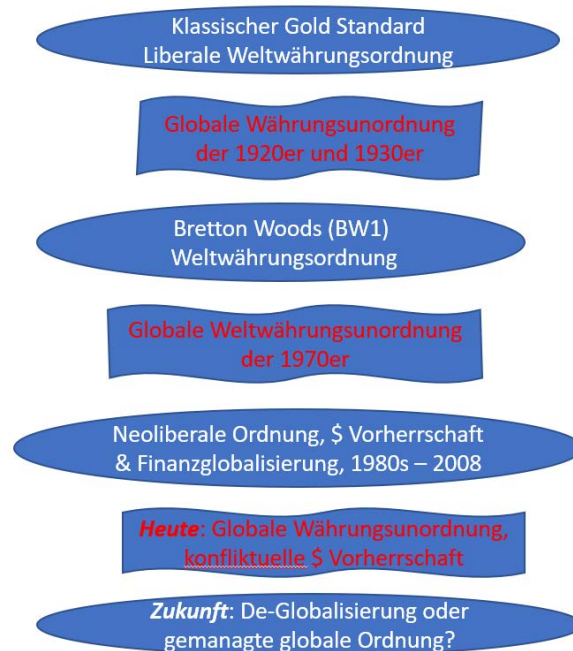
Spätestens seit dem Ende des 2. Weltkriegs ist der US Dollar die führende Reservewährung der Welt. Allerdings hat sich die Natur der globalen Hegemonie des US Dollar im Zeitalter des Neoliberalismus und Finanzglobalisierung stark gewandelt. Die Krise von 2007-9 brachte für die Weltwährungsordnung eine neue kritische Zäsur; so lautet die Hypothese dieser Arbeit. Die hegemoniale Stellung des US Dollar scheint zwar nicht unmittelbar bedroht zu sein. Aber Umwälzungen in der Weltwirtschaft erschweren ihre Funktionsweise, da mit dem Aufstieg Chinas als Wirtschaftsmacht ein zweiter Pol entstanden ist, der mit dem von Amerika dominierten Pol der globalen Finanzwelt ein neues Spannungsfeld geschaffen hat. Der akute Konflikt zwischen den beiden Supermächten hat diesem Spannungsfeld eine zusätzliche Explosivität verliehen, die auch die Zukunft der globalen Vorherrschaft des US Dollar betrifft.

Dieser Beitrag untersucht diese Entwicklungen vor dem historischen Hintergrund der Geschichte des Weltwährungssystems seit der Zeit des klassischen Goldstandards und im Lichte der Arbeiten von John Maynard Keynes.

Die Analyse beginnt mit einem historischen Überblick seit der Zeit des klassischen Goldstandards. Danach wird im 3. Abschnitt Keynes Vision einer Weltwährungsordnung ohne Hegemonen kurz vorgestellt. Im 4. Abschnitt wird dann die ursprüngliche Bretton Woods Ordnung und ihr Niedergang diskutiert. Die Wiederherstellung der globalen Vorherrschaft des US Dollar bei zunehmender Finanzglobalisierung ist Gegenstand des 5. Abschnitts. Im 6. Abschnitt wird die Kernhypothese dieser Arbeit entwickelt, wonach die globale Krise eine kritische Zäsur für die Weltwährungsordnung und den Beginn einer neuen Epoche von Instabilität markierte – die an die Instabilitäten der 1970er Jahre und die Zwischenkriegszeit erinnert. Abschnitt 7 fasst zusammen und bietet einen kurzen Ausblick.

## 2. Reim der Geschichte der internationalen Währungsordnung

Abbildung 1: Geschichte der Weltwährungsordnung seit dem Goldstandard



Die Geschichte der internationalen Währungsordnung scheint sich zu reimen. Es gibt einen Zyklus von Phasen relativer Stabilität und relativer Instabilität. Entscheidend ist dabei, ob es eine klare Hegemonialmacht im System gibt, die ihre Verantwortung als solche auch ausübt.

Abbildung 1 zeigt einen skizzenhaften Überblick der Entwicklung der internationalen Währungsordnung seit der Ära des klassischen Goldstandards, deren Beginn man entweder mit 1844 oder 1871 datieren kann. Sie endete 1914 mit dem Ausbruch des 1. Weltkrieges. Mit dem „Peel’s Act“ von 1844 gab sich England, das Führungsland im internationalen Handel und Finanzen jener Zeit, auch de jure eine Goldwährung (die de facto schon lange bestanden hatte). Von einer auf Gold basierenden internationalen Währungsordnung kann man aber eigentlich erst sprechen, wenn eine größere Anzahl von Ländern diesen Schritt unternimmt, wodurch dann ein System fester Wechselkurse dieser Währungen untereinander entsteht. Die Gründung des Deutschen Reiches im Jahr 1871 und Einführung einer einheitlichen deutschen Goldwährung gilt hierbei als kritisches Datum.

Die zunehmende Verbreitung von Goldwährungen und die Ordnung fester Wechselkurse, die daraus als Nebenprodukt entstand, war Bestandteil der Epoche des klassischen Liberalismus. Man spricht hierbei auch von einer ersten Globalisierung, einer Zeit schnell zunehmender weltwirtschaftlicher Integration.

Keynes schildert den Zustand dieser ersten Globalisierung vor dem Ausbruch des 1. Weltkrieges auf den frühen Seiten seiner Schrift „The Economic Consequences of the Peace“ (Keynes 1919). Nicht nur der internationale Handel, sondern auch die internationalen Finanzen sowie Migrationsströme unterlagen in dieser Zeit nur relativ wenigen staatlichen Beschränkungen, waren „liberalisiert“.

Es mag dabei zunächst so scheinen, als sei Gold ein „neutraler“, von keiner staatlichen Macht beeinflussbarer Währungsanker der Ordnung gewesen. Tatsächlich aber war auch der Goldstandard gemanagt, wobei die Bank of England eine dominante Stellung innerhalb der Ordnung besaß, die auf Englands Macht und speziell der Bedeutung Londons als führender internationaler Finanzplatz basierte (Sayers 1986). In seiner Treatise on Money beschreibt Keynes (1930) die Position der Bank of England in dieser Zeit als die eines „internationalen Dirigenten“ im Orchester der nationalen Zentralbanken anderer Goldwährungsländer. Die Zinspolitik der Bank of England war damals das vorrangige Politikinstrument zur Beeinflussung internationaler Gold- bzw. Finanzströme; wobei Zinspolitik gleichzeitig natürlich auch die Konjunktur- und Beschäftigungslage und damit internationale Handelsströme beeinflusste.

Noch heute gilt die Ära des klassischen Goldstandards unter nostalgischen Geistern (die etwa in Amerika nicht so selten sind) als Ausdruck von Stabilität. Tatsächlich war in dieser Zeit nicht einmal das Preisniveau stabil, sondern unterlag kräftigen Inflations-/Deflationszyklen (Keynes 1923). Nur wenn man eine Trendlinie von Beginn bis Ende dieser Ära zieht, scheint das Preisniveau (und die Kaufkraft des Geldes) nahezu konstant geblieben zu sein. Auch andere Instabilitäten zeichneten diese Epoche aus, die schwere Wirtschafts- und Finanzkrisen umfasste. Einzelne Krisenländer setzten dabei ihre Golddeckung zeitweise aus, verließen damit temporär den Goldstandard.

Man kann die Ära des klassischen Goldstandards insgesamt als eine Zeit relativer Stabilität der Währungsbeziehungen begreifen, weil die Prinzipien von Goldwährungen und damit der internationalen Währungsordnung in der herrschenden Meinung nicht grundsätzlich in Frage gestellt wurden die Bank of England und das britische Pfund die Rolle des Hegemonen ausfüllten. In seinem ersten Werk zur Geldtheorie- und Politik, „Indian Currency and Finance“, behandelt Keynes (1913) den Fall Indiens als Beispiel eines Golddevisenstandards, den er als vorteilhafte Fortentwicklung beurteilt. In einem solchen System halten Länder der Peripherie, wie Indien, ihre Währungsreserven vornehmlich in Devisenform statt Gold, speziell in Form von Schuldtiteln und Einlagen, die auf britische Pfund lauten – was die Führungsrolle Englands im System der Vorkriegszeit weiter unterstreicht.

Mit dem Ausbruch des 1. Weltkrieges brach die alte Goldordnung zusammen. Mit den Herausforderungen des Krieges und der Landesverteidigung konfrontiert, legten die Staaten Beschränkungen zur Währungsemission, wie die Golddeckungspflicht sie bedeutete, sofort ab.

Nach Ende des 1. Weltkrieges gab es dann Bemühungen zum Status Quo Ante zurückzukehren, das Ancient Regime wieder zu errichten. Wenngleich nicht zeitlich koordiniert, kehrten einige Länder in den Folgejahren tatsächlich zur Golddeckung ihrer Währungen zurück. Im Fall Englands geschah dies im Jahr 1925, und zwar zur alten Vorkriegsparität. Keynes kritisierte diesen, vom Schatzamtsminister Winston Churchill zu verantwortenden, Schritt scharf. In seiner Schrift „The economic consequences of Mr. Churchill“ argumentiert Keynes (1925), dass diese Maßnahme Großbritanniens Wettbewerbsfähigkeit untergraben und das Land zu Stagnation und Arbeitslosigkeit verdammen würde. Als Mitgliedsland des neuen Goldstandards, das seinen Wechselkurs nicht abwerten kann oder will, bedeutete diese Maßnahme die Notwendigkeit zu einer „internen Abwertung“, also einer Lohn- und Preisdeflation zur Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit.

Seit 1914 hatten sich die Preisniveaus in den Ländern des klassischen Goldstandards kriegsbedingt deutlich, aber eben unterschiedlich stark erhöht. Einen Neubeginn hielt Keynes bestenfalls bei Berücksichtigung dieser Entwicklung und entsprechender Neufestsetzung der Paritäten für praktikabel.

Allerdings hatte er bereits in seinem im Jahr 1923 veröffentlichten Werk „Tract on Monetary Reform“ argumentiert, dass die Wirtschafts- und Währungspolitik der Erzielung eines internen Gleichgewichts, sprich: Vollbeschäftigung bei Preisstabilität, den Vorrang einräumen sollte, Großbritannien sich nicht erneut dem Korsett des Goldstandards, welcher der festen Währungsparität die höchste Priorität gibt, ergeben sollte. Zentralbanken sollten laut Keynes (1923) in erster Linie den Kreditzyklus (sprich: die Konjunktur) steuern und das Preisniveau stabilisieren. Durch internationale Kooperation sollten sie dabei aber zusätzlich auch versuchen, Wechselkurse innerhalb gewisser Bandbreiten zu halten.

Hintergrund für diesen Ratschlag war u.a. eine entscheidende Verschiebung der globalen Machtverhältnisse. Großbritannien und die anderen europäischen Mächte waren von den Kriegsanstrengungen erschöpft, hatten ihre Staatsschulden stark erhöht, und dabei auch hohe Auslandsschulden aufgetürmt – insbesondere gegenüber den USA. Die USA hatte 1913 eine Zentralbank, das Federal Reserve System, errichtet, und neben der durch den Krieg zusätzlich erstarkten US Wirtschaft war auch die Wall Street als internationaler Finanzplatz am Erblühen.

Für Großbritannien wiederum hatte dies laut Keynes neue Realitäten geschaffen: „Bei der derzeitigen Verteilung des weltweiten Goldes bedeutet die Wiedereinsetzung des Goldstandards zwangsläufig, dass wir die Regulierung unseres Preisniveaus und das Management des Kreditzyklus dem Federal Reserve Board der Vereinigten Staaten überlassen. Selbst wenn die engste und herzlichste Zusammenarbeit zwischen dem Board und der Bank of England zustande kommt, wird das Übergewicht der Macht immer noch der ersteren gehören“ (Keynes 1923, 139).

Großbritannien versuchte es, wie gesagt, 1925 dennoch. Der restaurierte Goldstandard der Zwischenkriegszeit funktionierte aber nicht mehr wie gewohnt. Die gravierenden Ungleichgewichte im System verstärkten internationale Spannungen. Für die Weltwährungsordnung lag das Kernproblem genau in der von Keynes identifizierten Machtverschiebung: der alte Hegemon, Großbritannien und die Bank of England, konnten die alte Führungsposition nicht mehr ausfüllen, der neue Hegemon, Amerika und die Federal Reserve, waren noch nicht in ihre neue internationale Führungsrolle hineingewachsen. Politisch wandte sich Amerika nach dem 1. Weltkrieg nach innen. Die noch junge Federal Reserve hatte mit dem Erlernen der Steuerung der eigenen Volkswirtschaft alle Hände voll zu tun. Ein solches Machtvakuum im Zentrum der Weltwährungsordnung ist kritisch, verleiht dem System Instabilität.

Als weitere wichtige Quelle von Instabilität in der Zwischenkriegszeit sind hier Deutschland und der Versailler Friedensvertrag zu erwähnen. Keynes hatte während des Krieges im britischen Schatzamt an den Schalthebeln der britischen Staatsfinanzen gedient. Als Vertreter des britischen Schatzamts nahm er dann an den Pariser Vertragsverhandlungen teil, trat aber, als sich das Ergebnis abzeichnete, angewidert von seiner Position zurück, kehrte aus Paris nach England zurück und verfasste dort innerhalb kurzer Zeit seine Schrift „The Economic Consequences of the Peace“, die noch im Dezember 1919 veröffentlicht wurde und ihn auf einen Schlag zu einer weltbekannten öffentlichen Persönlichkeit machte. Keynes kritisiert darin den Versailler Vertrag und die entscheidenden Drahtzieher vehement und prophezeit, dass der „Friedensvertrag“ nicht Frieden und gemeinsame Prosperität sichern, sondern genau das Gegenteil herbeizuführen drohe.

Dem Kriegsverlierer Deutschland waren im Versailler Vertrag nicht nur die alleinige Kriegsverantwortung („Schuld“), sondern auch gewaltige Reparationszahlungen aufgebürdet worden. Um die leisten zu können, argumentiert Keynes, müsse Deutschland, das vor dem Krieg noch anständige Handelsbilanzdefizite eingefahren hatte, nunmehr auf jahrzehntelange Sicht beträchtliche Handelsbilanzüberschüsse erwirtschaften. Die erforderliche außenwirtschaftliche Anpassung hierfür betreffe aber nicht nur Deutschland allein, sondern entsprechend auch die Transferempfängerländer.

Diese würden die notwendige Anpassung aber durch die weiteren Vertragsbestimmungen und ihr eigenes Verhalten unmöglich machen. Denn Deutschland verlor nicht nur seine Kolonien, Handelsflotte und weite Staatsgebiete, sondern sah sich auch weitreichenden Einfuhrbeschränkungen seiner Exporte ausgesetzt. Währungsabwertung war auch keine Option. So blieb als einzige Alternative nur noch die deutschen Importe stark zu drosseln und die deutsche Wettbewerbsfähigkeit durch Lohn- und Preisdeflation („interne Abwertung“) zu steigern zu versuchen. Das Ganze ergab ein deflationäres Gebräu schlechter Bekömmlichkeit für alle Beteiligten. All dies widersprach krass Keynes eigenen Vorstellungen zur Wiederbelebung Europas, die auf Solidarität, Kooperation und Großmütigkeit aufbauten und auf Versöhnung und Vergebung statt Vergeltung setzten.

Keynes wird sich in der Folgezeit als Geld- und Konjunkturtheoretiker weiterentwickeln (Chick 1983, Clarke 1990). Seine bahnbrechenden Erkenntnisse zur Makrotheorie in den dreißiger Jahren werden eine noch tiefere Analyse von nationalen und globalen wirtschaftlichen Interdependenzen, die im Versailler Vertrag unberücksichtigt blieben, ermöglichen. Aber den deflationären Kern der Problematik des Versailler Vertrages hatte er bereits in seiner frühen Schrift klar identifiziert.

Diese Problematik wurde dann mehr oder weniger „elegant“ umschifft, indem man einerseits Deutschlands Reparationsverpflichtungen in der Folgezeit mehrfach neu verhandelte und de facto stark reduzierte und andererseits Deutschlands Zugriff auf Auslandskredite eine neue „Blütezeit“ erfuhr.

So entstand das folgende internationale Karussell: Wall Street vergab Kredite an Deutschland, Deutschland leistete (reduzierte) Reparationszahlungen an Frankreich und Großbritannien, und diese zahlten ihre eigenen Kriegsschulden an Amerika zurück. Deflation wurde so vorerst vermieden, Amerikas Kreditboom machte es möglich. Selbst Deutschland erfuhr in der zweiten Hälfte der 1920er einen Aufschwung – verbunden mit wachsenden Auslandsschulden.

Aber Keynes Prophezeiung zum Versailler Vertrag und auch seine Kritik an Großbritanniens Währungsentscheidung des Jahres 1925 erwiesen sich als trefflich. Der Wall Street Crash im Oktober 1929 leitete das Ende der verwundbaren Prosperität unter der fragilen Weltwährungsordnung der Zwischenkriegszeit ein (Straumann, 1931, Boyce 2009, Tooze 2014).

Von internationalen Krediten abgeschnitten, versuchte Deutschland unter Brüning durch Deflationspolitik am Ende die laut dem Versailler Vertrag notwendigen Handelsbilanzüberschüsse zu erzielen, um dabei immer tiefer in Deflation und Massenarbeitslosigkeit zu versinken – bis Hitler als „Erlöser“ den Weg zur Macht fand. Großbritannien erlebte nach 1925 Stagnation und

Massenarbeitslosigkeit, konnte dann aber mit dem frühen Abschied vom Goldstandard im September 1931 die Tiefe der Weltwirtschaftskrise, wie sie speziell Deutschland und Amerika ereilte, vermeiden. Die Bank of England leitete 1931 früh eine Politik des billigen Geldes ein, eine wichtige Erfahrung, die Keynes in der General Theory analysierte. Während Hitler durch Autobahnbau und Aufrüstung die Wirtschaftskrise in Deutschland überwand, leitete Amerika unter Franklin Delano Roosevelt den Aufschwung mit dem „New Deal“ ein. Die Wiederherstellung von Vollbeschäftigung gelang auch in den USA erst mit dem 2. Weltkrieg.

Der 2. Weltkrieg, der den Untergang des Deutschen Reiches bedeutete, markierte auch die Etablierung einer neuen Weltwährungsordnung und den Beginn einer neuen Ära von Stabilität in den Währungsbeziehungen der Welt. Man hatte aus dem Versailler Desaster Lehren gezogen. Die wichtigsten Entscheider handelten jetzt im von Keynes 1919 formulierten Geiste der Versöhnung, Kooperation und Solidarität. Man schuf eine Weltordnung, um gemeinsame Prosperität zu organisieren. Keynes wirkte als britischer Vertreter sogar maßgeblich am Bretton Woods Abkommen mit.

Keynes Forschungsarbeiten und Politikvorschläge betrafen die beiden ersten der in Abbildung 1 gezeigten und in diesem Abschnitt besprochenen Epochen: den klassischen Goldstandard und die Zwischenkriegszeit. Während der anglo-amerikanischen Verhandlungen um die Etablierung einer Nachkriegs-Weltwährungsordnung entwickelte Keynes die Vision einer Weltwährungsordnung ohne Hegemonen, die in vielerlei Hinsicht als Kulmination seiner mehr als 40-jährigen Forschung und Erfahrung auf diesem Gebiet angesehen werden kann. Diese Keynes'sche Idealkonstruktion wird im nächsten Abschnitt behandelt, bevor dann im Abschnitt 4 die in Abbildung 1 skizzierte Entwicklung mit der tatsächlich in Bretton Woods geschaffenen Ordnung fortgeführt wird.

### 3. Keynes Vision einer Weltwährungsordnung ohne Hegemonen

Abbildung 1 beschreibt die Geschichte der Weltwährungsordnung als einen Zyklus von Phasen relativer Stabilität und Instabilität. Wir betonten, dass Stabilität davon abhinge, ob es eine klare Hegemonialmacht im System gäbe, die ihre Verantwortung als solche auch ausübe. Es muss daher überraschen, dass Keynes den Plan einer Ordnung entwarf, in dem es keinen Hegemonen geben würde: kein Land und keine nationale Währung sollten nach Keynes Auffassung eine hegemoniale Position im internationalen Währungssystem einnehmen.



Dieser zentrale Punkt steht im Zusammenhang mit seiner bereits im Tract (Keynes 1923) formulierten Position, dass das interne Gleichgewicht im Focus der nationalen Wirtschaftspolitik stehen sollte. Die internationale Währungsordnung muss daher so gestaltet sein, um genau dies zuzulassen. Gibt es eine Hegemonialmacht, eine nationale Währung, die auch als internationale Währung fungiert, so droht dies den Handlungsspielraum aller anderen Länder aber entscheidend einzuschränken.

Das ist insbesondere dann der Fall, wenn es freien internationalen Kapitalverkehr gibt – den Keynes daher auch streng kontrollieren will. Er gesteht zwar eine gewisse Rolle für langfristige private Kapitalströme zu, sofern diese wirklich mit der Finanzierung realer Investitionen und der Entwicklung von Ländern verbunden sind. Kurzfristige Finanzströme („hot money“) will Keynes dagegen blockieren. Sie schränken nationale wirtschaftspolitische Handlungsspielräume zu stark ein, sind eine Gefahr für nationale Stabilität. Denn Keynes hält Spekulation auf Finanzmärkten für potentiell destabilisierend.

In Keynes Plan gibt es weder eine dominante nationale Währung noch ein integriertes globales Finanzsystem. Stattdessen sieht er eine neue internationale Währung vor, die im Mittelpunkt der internationalen Währungsordnung steht, während Finanzsysteme im Kern national organisiert werden.

Die neue internationale Währung – genannt „Bancor“ – dient als Währungseinheit und den nationalen Währungen zur Festlegung der Wechselkurse als neutraler Anker. Der internationale Zahlungsverkehr wird über die Zentralbanken abgewickelt, wobei aber nur etwaige internationale Zahlungssalden letztlich in Bancor abgerechnet und beglichen (Settlement) werden. Bancor Liquidität wird dazu nach Bedarf von einer neuen internationalen Zentralbank geschaffen. Dabei halten die Mitgliedsländer keine Reserven zur Risikovorsorge und Wertaufbewahrung, sondern bedienen sich bei Bedarf ihrer Bancor-Kreditlinien. Für internationale Liquidität sorgt also die internationale Zentralbank im Zentrum des internationalen Währungssystems, nicht Bestände von (nationalen) „Reservewährungen“ sowie das internationale Finanzsystem durch den Handel nationaler Währungen. Länder könne ihre Goldbestände in Bancor umtauschen – Keynes bezeichnet Gold als „constitutional monarch“ im System – , aber es besteht keine Einlösungspflicht von Bancor-Guthaben in Gold.

Im Keynes Plan soll die Weltwährungsordnung einerseits nationale Handlungsspielräume sichern und andererseits den internationalen Handel fördern und im Gleichgewicht halten. Letzteres geschieht durch Regeln zu den Anpassungspflichten der Länder bei Ungleichgewichten. Diese betreffen zum einen die Wechselkursparitäten, zum anderen die Bancor-Kreditlinien und Kontobestände.

Wechselkurse sollen laut Keynes zwar grundsätzlich stabil, aber nicht rigide, sondern anpassbar sein. Als wichtigsten Grund für notwendige Wechselkursanpassungen macht Keynes Inflationsdifferenziale aus. Diese sollten quasi automatisch ausgeglichen werden.

Abgesehen von Unterschieden der nationalen Inflationsraten können auch andere Faktoren zu Handelsungleichgewichten führen. Diese sollen zwar temporär durch großzügige Bancor-Kreditlinien überbrückt werden, auf die Länder bedingungslos zugreifen können, aber dauerhafte und wachsende Ungleichgewichte werden verhindert, indem Bancor-Kreditlinien begrenzt sind und sowohl Länder im Überziehungskredit als auch Länder mit Bancor-Guthaben darauf Zinsen an die internationale Zentralbank zahlen müssen. Dadurch soll ein symmetrischer Anpassungsdruck auf Handelsdefizit- und Überschussländer hergestellt werden. Länder mit Handelsbilanzüberschüssen würden unter Druck stehen entweder ihre Währung aufzuwerten und/oder ihre Güternachfrage zu erhöhen; und entsprechend für Länder mit Handelsbilanzdefiziten.

Die im Keynes Plan entworfene Weltwährungsordnung sichert einerseits nationale Handlungsspielräume ab, will aber andererseits Länder auch dazu zwingen, diese angemessen einzusetzen statt Trittbrett zu fahren (etwa durch merkantilistische Strategien oder Inflationsbekämpfung über den Wechselkurs). Nationale Wirtschaftspolitiken, die zu dauerhaften internationalen Ungleichgewichten führen, gilt es zu unterbinden oder automatisch zu kompensieren, um dadurch das Entstehen internationaler Spannungen zu vermeiden.

Wir können hier die Wesensmerkmale der „Bretton Woods 0“ (BW0) Ordnung, der internationalen Währungsordnung laut Keynes Plan, die uns auch als eine Art Benchmark dienen wird, noch einmal kurz zusammenfassen:

- Es gibt keinen Hegemonen und keine hegemoniale nationale Währung im System, sondern eine „neutrale“ internationale Währung;
- diese konkurriert auch nicht mit nationalen Währungen auf Devisenmärkten und ist nicht in Gold eintauschbar, sondern wird als Liquidität für den internationalen Handel durch eine internationale Zentralbank über großzügig bemessene Kreditlinien bei Bedarf bereitgestellt;
- der internationale Zahlungsverkehr wird über die Zentralbanken abgewickelt während internationale Finanzströme gezähmt und kontrolliert werden, um national Politikspielräume zu sichern und den internationalen Handel nicht zu stören;
- Wechselkurse (fixiert in Bancor) sind stabil, aber anpassbar;

- Regeln sorgen für symmetrischen Anpassungsdruck auf Defizit- und Überschussländer, um dauerhafte Ungleichgewichte zu verhindern.

Keynes Plan für eine angemessene Weltwährungsordnung war von den Erkenntnissen seiner General Theory (Keynes 1936) geprägt: Länder sollten in der Lage sein ihre Wirtschaftspolitik zur gezielten Steuerung der Binnennachfrage einzusetzen, um so ein internes Gleichgewicht zu sichern. Das internationale Währungssystem soll den Handel fördern und im Gleichgewicht halten, die Finanzwelt dabei Diener und nicht Herr der Geschehnisse sein. Finanzsysteme sollten im Wesentlichen national organisiert sein.

Keynes Ausarbeitungen enthielten auch weiterführende Ideen zu komplementären internationalen Institutionen. Zum Beispiel zur Förderung von Wiederaufbau und Entwicklung, zur Stabilisierung von Rohstoffpreisen, und zur Beeinflussung des internationalen Kredit- und Investitionszyklus. Diese Ideen hat er nur teilweise ausgearbeitet, und sie wurden auch nur teilweise in die Verhandlungen zur Bretton Woods Ordnung aufgenommen.

Die besten Einsichten zu Keynes eigenen Ideen liefern seine frühen Entwürfe aus den Jahren 1941-42 (Keynes 1942). Ab 1943 hat Keynes sich zunehmend an den amerikanischen Plänen (entwickelt von Harry Dexter White) orientiert und Kompromisse gesucht. Ihm war bewusst, dass sein Idealplan letztlich keine Chance hatte. Er bangte vielmehr darum, dass die Amerikaner am Ende zumindest ihren eigenen Plan, auf den er weiterhin Einfluss zu nehmen versuchte, auch wirklich annehmen und umsetzen würden. Keynes verteidigte und befürwortete den im Kern amerikanischen Plan, wie er in Bretton Woods beschlossen wurde, dann auch im britischen Oberhaus. Er hielt ihn im Vergleich zum Goldstandard für einen großen Fortschritt und vertraute darauf, dass die Bretton Woods Ordnung eine wichtige Grundlage für internationale Stabilität und gemeinsame Prosperität in der Nachkriegszeit liefern würde (Bibow 2009b, 2017).

#### 4. Bretton Woods Ordnung und ihr Zusammenbruch in den 1970ern

Die Nachkriegsordnung, die in Bretton Woods 1944 beschlossen wurde, wich in mehrfacher Hinsicht von Keynes Vision einer idealen Ordnung ab. Der wichtigste Unterschied bestand darin, dass Bretton Woods den US Dollar zur internationalen Leitwährung erklärte. Die anderen Mitgliedsländer fixierten ihre Wechselkurse relativ zum US Dollar (mit einer Bandbreite zulässiger Schwankungen von +/- 1 Prozent).

Für den US Dollar dagegen wurde ein offizieller Preis in Gold von \$35 pro Feinunze festgelegt (was dem Kurs seit 1934 entsprach). Der US Dollar war aber nur unter Zentralbanken in Gold eintauschbar.

Die Bretton Woods Ordnung etablierte also einen US Dollarstandard (offiziell, einen Gold-Devisenstandard). Das internationale Währungssystem war damit kritisch vom Verhalten und der Zahlungsbilanzposition des US Hegemonen abhängig. Der Internationale Währungsfonds (IWF) wurde errichtet, um das System zu verwalten und im Notfall Kredite an Krisenländer zu vergeben. IMF Kredite sind weniger automatisch und großzügig als vom Ermessen des IWF abhängig und an Bedingungen geknüpft. Letztlich war die internationale Liquidität im System ohnehin in erster Linie von den USA kontrolliert. Der US Dollar, der somit sowohl als nationale und internationale Währung diente, konkurrierte aber grundsätzlich mit anderen nationalen Währungen in dieser Rolle und blieb bis 15. August 1971 offiziell auch in Gold einlösbar.

Keynes und White waren sich grundsätzlich darin einig gewesen, dass der internationale Finanzverkehr kontrolliert bleiben müsse. Das war unmittelbar nach dem 2. Weltkrieg dann auch zunächst der Fall. Während des Krieges hatten Länder strikte Devisenkontrolle betrieben und der internationale Zahlungsverkehr wurde unter den Zentralbanken abgewickelt. IWF Mandat und nationale Bemühungen waren dann zunächst auch nur auf die Wiederherstellung der Konvertibilität zum Zweck des internationalen Handels begrenzt gewesen.

Damit war eine von Keynes als kritisch identifizierte Bedingung erfüllt: Trotz der festen Wechselkurse verblieb der nationalen Geldpolitik beträchtlicher Handlungsspielraum, da der internationale Finanzverkehr gezähmt war bzw. es ein internationales Finanzsystem kaum gab und Länder ihre Finanzsysteme national organisierten.

Dies begann sich dann allerdings bereits in den 1960er Jahren zu wandeln als eine wachsende Anzahl von Ländern ihre Finanzsysteme langsam „von der Leine ließen“ und nach außen öffneten („liberalisierten“). Private Finanzströme, speziell sehr kurzfristiger spekulative Transaktionen, traten gegen die Weltwährungsordnung an und untergruben sie zunehmend.

Ein weiterer wichtiger Faktor war hierbei die Rigidität der Wechselkurse. Dies war ursprünglich amerikanischer Furcht vor „beggar-thy-neighbor“ Abwertungen entgegengekommen. Es widersprach Keynes Präferenz für quasi-automatische Anpassungen bei Ungleichgewichten. In der Bretton Woods Ordnung wurden Wechselkursanpassungen diskretionär entschieden und regelmäßig so lange hinausgezögert wie nur irgendwie möglich. Defizitländer fürchteten Ansehensverlust, sahen den

Wechselkurs als Anker zur Inflationsbekämpfung oder Disinflationierung an; anstelle von binnenwirtschaftlichen Mitteln. Überschussländern boten feste Wechselkurse eine Chance ihre Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern, um über den Export ihre Wirtschaft anzukurbeln; anstelle von angemessenen Mitteln zur Steuerung der Binnennachfrage. West Deutschland war ein notorischer Anhänger dieser merkantilistischen Strategie. Endeten externe Ungleichgewichte in Krisen und IWF-Hilfsprogrammen, so war der Anpassungsdruck asymmetrisch und betraf allein Defizitländer.

Im Gegensatz zur späteren Epoche der „Hyper-Globalisierung“ spricht Dani Rodrik (2011) von der hier behandelten Epoche als „Bretton Woods Kompromiss“. Der Kompromiss bestand genau darin, Globalisierung eben nicht zu weit zu treiben zu wollen, sondern nationale Handlungsspielräume der Politik gezielt zu wahren.

Eine kritische Bedingung hierfür war, wie hier gerade herausgestellt wurde, die zunächst nur begrenzte Integration der Finanzsysteme, also die fehlende Finanzliberalisierung, die ab den 1980er Jahren und bis zur Finanzkrise von 2007-9 zu einem Hauptanliegen der Propagandisten des Neoliberalismus wurde (Abdelal 2007). Im Hinblick auf komplementäre globale Institutionen betont Rodrik (2011) des Weiteren, dass auch die Liberalisierung des internationalen Handels zunächst auf Zollsenkungen konzentriert war, aber kaum „behind the border“ Liberalisierung zum Gegenstand hatte, wie es dann ebenfalls ab den 1980er Jahren populär wurde; ein Prozess, der mit der Gründung der World Trade Organisation im Jahr 1995 seinen Höhepunkt fand.

Die Weltwährungsordnung, die wir hier als „Bretton Woods 1 (BW1)“ bezeichnen möchten, als Unterscheidung von der „Bretton Woods 0“ Vision von Keynes, gestattete jedenfalls eine rund 25 jahrelange Phase von weltwirtschaftlicher Prosperität und erfüllte somit die von Keynes an sie gestellten Hoffnungen. Die Spannungen im System nahmen zum Ende der 1960er Jahre immer mehr zu und das System fester Wechselkurse brach dann schließlich in den frühen 1970er Jahren zusammen.

Hauptursache des Zusammenbruchs waren Entwicklungen in den USA, dem Hegemonen im Weltwährungssystem. Amerika war aus dem 2. Weltkrieg mit einer externen Überschussposition hervorgegangen. Es herrschte daher globale Dollarknappheit. Marshallplanhilfe und amerikanische Direktinvestitionen überbrückten dann die „Dollarlücke“.

Mit dem Vietnamkrieg und sozialen Ausgabenprogrammen wendete sich das Blatt, Amerikas Leistungsbilanz kehrte sich in ein (noch relativ kleines) Defizit um. Spekulative Finanzströme, ermöglicht bei voranschreitender „Liberalisierung“, erhöhten den Druck auf den US Dollar. Der Rest der Welt,

einschließlich notorischer Überschussländer wie West Deutschland, wehrte sich aber gegen Aufwertung und löste stattdessen verstärkt Dollarreserven in Gold ein.

Am 15. August 1971 beendete US Präsident Nixon die Einlösungspflicht des US Dollar in Gold. In Verhandlungen einigte man sich zunächst auf eine begrenzte Dollarabwertung, wodurch die Ungleichgewichte aber nicht behoben wurden. So kehrten die Spannungen schnell zurück und im Winter 1973 gaben Länder wie West Deutschland aufgrund von massiven Finanzzuflüssen ihre Währungen frei. West Deutschland hatte sich durch Kapitalverkehrsbeschränkungen und massiven Devisenmarktinterventionen (US Dollarkäufen) vehement gegen DM-Aufwertung gewehrt. Aufgrund riesiger Abschreibungen auf US Dollarreserven schüttete die Bundesbank in den 1970ern dann auch fast keine Gewinne an den Bund aus (Bibow 2018).

Mit dem Zusammenbruch der Bretton Woods Ordnung fester Wechselkurse (BW1), einer Ära relativer Stabilität der Weltwährungsordnung, trat die Welt in eine neue Phase von Instabilität ein. Instabilität betraf nicht nur die Weltwährungsordnung an sich, sondern makroökonomische Entwicklungen allgemein. Inflation hatte sich ab Ende der 1960er global beschleunigt. Mit der ersten OPEC Ölkrise brach die Wirtschaftsentwicklung ein und die Arbeitslosigkeit stieg stark an. Der Begriff „Stagflation“ beschreibt die ernüchternde Wirtschaftsentwicklung der 1970er, die den Jahrzehnten der Prosperität unter der Bretton Woods Ordnung folgte.

Kernursache des Zusammenbruchs war die fehlende Selbstbeschränkung des Hegemonen gewesen, obgleich der Umfang amerikanischer Leistungsbilanzdefizite unter der alten Ordnung noch recht begrenzt geblieben war. Das internationale Finanzsystem steckte damals noch in den Kinderschuhen. Und den Umfang an US Dollarreserven, den andere Industrieländer wie West Deutschland zu akkumulieren bereit waren, war nicht unendlich; zumal die Option zur Goldeinlösung bestand. In den Folgejahrzehnten sollte sich dann ein immer stärker integriertes globales Finanzsystem herausbilden, das die Rolle des Weltwährungssystems zur temporären Finanzierung begrenzter externer Ungleichgewichte ersetzte und im Ergebnis die Finanzierung deutlich höherer und länger bestehender externer Ungleichgewichte ermöglichen würde.

Der Übergang in die neue US Dollarordnung bei global entfesselten Finanzmärkten war aber nicht reibungslos. Die 1970er Jahre waren durch einen Mangel an Ordnung bedingt durch das Fehlen globaler Führungskraft Amerikas gekennzeichnet. Das Versprechen, dass flexible Wechselkurse dem System neue Stabilität verleihen würde (Friedman 1953), wurde schnell enttäuscht. De facto bildete sich global eine

neue Vielfalt von Wechselkursarrangements heraus. Die neue (Un-)Ordnung entließ die Länder in die freie Wahl.

Die makroökonomischen Instabilitäten in der Weltwirtschaft in den 1970er Jahren gingen einher mit dem Niedergang des Keynesianismus, was den Siegeszug von Monetarismus und Angebotspolitik in den 1980er Jahren den Weg bereitete. Gemeinsam mit der Wirtschaftspolitik entlernte auch die ökonomische Profession den Fortschritt, den Keynes bahnbrechende General Theory bedeutet hatte. Die alte Orthodoxie machte sich also neoliberale Reinkarnation bereit wieder die Geschicke in der Welt wissenschaftlich zu beraten und zu prägen.

##### 5. Entfesselte globale Finanzen lassen neue US Dollar Vorherrschaft entstehen

Die Zeit ab den frühen 1980er Jahren bis zur globalen Finanzkrise von 2008-9 war von der zunehmenden Liberalisierung der Finanzsysteme geprägt. Ein immer enger integriertes globales Finanzsystem entstand, mit der New Yorker Wall Street und City of London als die führenden Finanzzentren und Repräsentanten der global entfesselten Finanzmächte der Welt. Die USA erfüllte in dieser Zeit ihre Rolle als Hegemon und internationale Leitwährung weitgehend. Im Ergebnis war die Weltwährungsordnung in dieser Zeit von ausgeprägter Asymmetrie (Ocampo 2001, Terzi 2006) bei relativer Stabilität geprägt.

Innerhalb dieser Epoche lassen sich grob drei Phasen unterscheiden.

In den 1980er Jahren wiedererstarbte Amerika und der US Dollar. Der „Volcker Schock“ (extrem hoher Federal Reserve Zinsen) bescherte Amerika zunächst eine doppelte (double-dip) Rezession. Doch kombiniert mit expansiver Fiskalpolitik („Angebotspolitik“ nach der Art von Ronald Reagan) erlebte die USA dann einen starken Aufschwung, begleitet von rasanter US Dollar Aufwertung – wodurch die US Leistungsbilanz stark defizitär wurde. Amerika agierte wirkungsvoll als globaler Wachstumsmotor. Als Pendant entstanden hohe Überschüsse in erster Linie in West Europa und Japan.

Viele Entwicklungsländer dagegen durchlebten ein „verlorenes Jahrzehnt“. In den 1970er Jahren hatte es eine erste Welle von privaten Kapitalströmen gegeben, überwiegend in Form von Bankkrediten an willige Staatsschuldner unter den Entwicklungsländern. Das war bequem um den Nachfragemangel in den Industrieländern ausgleichen zu helfen. Der Volcker Schock und Rohstoffpreisverfall stürzte dann allerdings viele Schuldnerländer in schwere Schulden- und Wirtschaftskrisen.

Auch Amerika und einige europäische Länder erlebten in den späten 1980ern schwere Banken Krisen. Die Liberalisierung der Banken hatte zwar zunächst ihre Kreditvergabe, Vermögenspreise und das Wirtschaftswachstum angeregt. Das Ende dieser Welle von klassischen „Boom-Bust“ Zyklen, wie sie das Zeitalter des Neoliberalismus kennzeichnen sollten, kam aber noch.

Gegen Ende der 1970er hatte Amerika – angesichts seiner gefühlten eigenen Schwäche – andere Länder darauf gedrängt, durch stimulierende Makrowirtschaftspolitik als globale „Lokomotive“ zu agieren. In der zweiten Hälfte der 1980er war sich Amerika der eigenen Stärke noch immer unsicher bzw. versuchte die Schattenseiten der Dollar Vorherrschaft (hierzu mehr weiter unten) zu begrenzen. Im Zuge der G7-Treffen wurde ab 1985 eine US Dollar Abwertung inszeniert. Da sich das Wachstum sowohl in Europa als auch in Japan bei geldpolitischer Lockerung beschleunigte, schrumpften die globalen (Leistungsbilanz-)Ungleichgewichte in dieser Zeit sogar vorübergehend.

Dasselbe Muster wiederholte sich in den 1990er Jahren. Amerika erfuhr einen historisch langen und kräftigen Aufschwung, Japan und Europa dagegen stagnierten lange und hingen für ihren verspäteten Aufschwung von externer Unterstützung (Export) ab. Japan war der Superstar der 1980er gewesen. Der japanische Yen galt als potentieller Konkurrent des US Dollar. Nach dem tiefen Einbruch am Anfang der 1990er Jahre fand Japan aber nicht mehr zu alter Vitalität zurück. Zur Zeit der Deutschen Vereinigung genoss Deutschland kurzfristig eine Sonderkonjunktur. Die Hochzinspolitik der Bundesbank im Verbund mit dem Einschwenken der Fiskalpolitik auf bedingungslosen Sparkurs im Zeichen des Maastrichter Vertrages sorgten dann allerdings für anhaltende Stagnation. Erst gegen Ende des Jahrzehnts erfuhr Europa, im Schlepptau des US „dot.com“ Booms, einen kurzen lebhafteren Aufschwung.

Global betrachtet ist hier als weiterer Faktor das Aufkommen von schnell wachsenden Schwellenländern, insbesondere in Asien, zu nennen. In den 1990er Jahren erlangte der Einfluss des „Washington Consensus“ seinen Zenit (Williamson 1989, Fischer 1997, Isard 2005). Die Liberalisierung der Finanzsysteme griff immer weiter um sich. Südostasien wurde als Zielregion für Finanzinvestoren zur Attraktion. Wieder kam es zum typischen „Boom-Bust“ Zyklus: erst die kurzfristige Wachstumsbeschleunigung bei wachsender externer Verwundbarkeit, dann der Absturz – bei „plötzlichen Umkehr“ der globalen Finanzströme. In den 1980er Jahren waren die Schuldenkrisen insbesondere in Lateinamerika konzentriert gewesen. In den späten 1990er Jahren traf es zunächst Südostasien. Doch nach den Asienkrisen wurden auch weitere Schwellenländer in anderen Regionen erfasst.



Die Schwellenländerkrisen, die Finanzkrisen waren, waren vielerorts mit sehr tiefen Wirtschaftseinbrüchen verbunden. Diese Erfahrung hatte eine nachhaltige Wirkung von globaler Bedeutung. In der Folgezeit wurde in vielen Schwellenländern ein Einschwenken auf „defensive“ Makrowirtschaftspolitiken beobachtet. Diese Länder setzten zwar weiterhin auf den internationalen Handel, vertrauten aber nicht mehr blind auf den vermeintlichen Segen von befreiten Finanzströmen.

Denn freie Finanzströme hatten zu Verwundbarkeit, Instabilität und Krisen geführt. Internationale Hilfe vom IWF, an vielfältige (neoliberale) Bedingungen geknüpfte Kredit- und Anpassungsprogramme, erwiesen sich für die Krisenländer als weniger hilfreich als schmerzhaft (Stiglitz 2002). Die defensive Reaktion auf diese Erfahrungen bestand darin Währungsaufwertung in Zukunft entschlossen zu verhindern (Rodrik 2008), um so die eigene Wettbewerbsfähigkeit abzusichern und neue externe Verwundbarkeiten zu vermeiden, und (dabei) internationale Währungsreserven zur „Selbstversicherung“ anzuhäufen, um im Krisenfall nicht wieder auf „Hilfe“ vom IWF angewiesen zu sein.

Diese Entwicklung in den 2000er Jahren kann als Höhepunkt der neuen US Dollarordnung bei entfesselten globalen Finanzmärkten angesehen werden. Es unterstreicht die Asymmetrie der Ordnung und offenbart das folgende „Globalisierungsparadoxon“: Bei zunehmender Finanzglobalisierung, die zunehmende nationale Verwundbarkeit und systemische Risiken bedeutet, wächst die Neigung peripherer Länder auf defensive Makrowirtschaftspolitik zu setzten. Man bemerke hier, dass eine solche weitverbreitete Neigung – die Neigung die eigene Wettbewerbsfähigkeit zu steigern, den eigenen Export zu fördern und Dollarreserve zu horten – global deflationären Druck im System erzeugt.

Die als Selbstversicherung und Neo-Merkantilismus bezeichneten defensiven Strategien sind aus Mainstreamsicht rätselhaft und Aspekte des Phänomens, das als „global capital flows paradox“ (Summers 2006) bekannt ist: Ärmere Länder senden ihre Ersparnisse in reichere Länder (sprich: erzielen Leistungsbilanzüberschüsse) und horten niedrig verzinsliche Reserven. Aus Mainstreamsicht ist dies wirklich paradox, da Finanzglobalisierung ärmeren Ländern doch gerade den Zugriff auf den Topf der Ersparnisse der reichen Länder eröffnen sollte (was Leistungsbilanzdefizite impliziert). So jedenfalls das Versprechen der Propagandisten.

In der Mainstream Literatur ist das sogenannte „exorbitante Privileg“ (Eichengreen 2012) des Emittenten der Weltreservewährung zwar ein Begriff, aber die Bedeutung der Asymmetrie des Systems wird dort nur ansatzweise verstanden. Es scheint Amerika könne Leistungsbilanzdefizite fahren und diese einfach durch neugedruckte Dollarnoten bezahlen. Die weltweite Nutzung von Dollarnoten ist

aber nur ein Aspekt des exorbitanten Privilegs. Allgemeiner erwächst das exorbitante Privileg aus dem Erwerb hochrentierlicher Vermögenswerte mittels Emission von niedrig verzinsten Reserven. Das Privileg umspannt die Wall Street, die mittels US Dollar weltweit befreit agieren kann und dabei letzte Rückendeckung durch die Federal Reserve genießt.

Die Auflösung des „Globalisierungsparadox“ lautet: Finanzglobalisierung erhöht sowohl das potentielle Ausmaß des „exorbitanten Privilegs“ des Emittenten der Weltreservewährung (und des daran geknüpften globalen Finanzzentrums Wall Street) als auch den Druck auf Amerika, die in der Peripherie verfolgte defensive Makrowirtschaftspolitik auszugleichen. Der springende Punkt ist also, dass der Hegemon nicht nur Privilegien hat, sondern auch eine besondere Verantwortung, nämlich seinen einzigartigen Handlungsspielraum bei Bedarf in den Dienst der Gemeinschaft zu stellen, um so die asymmetrische Ordnung aufrechtzuerhalten.

Was genau beinhaltet diese wichtige Ausgleichsfunktion des Hegemonen?

In normalen (nicht-Krisen) Zeiten äußert sich die Rolle wie folgt. Wir betonten gerade, dass die weitverbreitete Neigung der Peripherie defensive Makrowirtschaftspolitik zu verfolgen, global deflationären Druck im System erzeugt. Für Amerika im Speziellen bedeutet sie gesteigerte Nachfrage nach US Dollar und damit tendenziell Aufwertungsdruck auf die US Währung. Anders ausgedrückt, Amerika spürt die globalen deflationären Kräfte als Druck auf die US Arbeitsmärkte. Das „duale Mandat“ der Federal Reserve Vollbeschäftigung bei Preisstabilität anzustreben, provoziert daher direkt eine entsprechende geldpolitische Reaktion. Der Handlungsspielraum der Federal Reserve ist dabei international kaum eingeschränkt. Das ist ihr Privileg. Ihre implizite internationale Verantwortung besteht darin, globale deflationäre Kräfte angemessen auszugleichen. Das geschieht in diesem Beispiel automatisch, weil ihr für die US Wirtschaft geltendes Mandat die Federal Reserve zur Lockerung zwingt.

Die geldpolitische Lockerung wirkt über die Verbilligung der Finanzierungsbedingungen und Anregung der US Binnennachfrage. Das kann, abhängig von der Stärke der globalen deflationären Kräfte, eine starke Anfeuerung von US Vermögenspreisen und im Ergebnis ein hohes „Overspending“ Amerikas bedeuten, also ein US Leistungsbilanzdefizit, das der Peripherie gestattet Leistungsbilanzüberschüsse zu erzielen.

In den 1990er Jahren war es insbesondere der US Unternehmenssektor, der seine Verschuldung stark erhöhte, dabei aber auch recht stark investierte. Nach dem der „dot.com Boom“ 2001 im „Bust“ endete, sah sich Amerika Anfang der 2000er vor eine besonders große Herausforderung gestellt, die

Binnennachfrage erneut wiederzubeleben. Denn der US Unternehmenssektor leckte seine Wunden und durchlief einen langwierigen Heilungsprozess. Die US Fiskalpolitik erfuhr unter G.W. Bush zwar einen starken Umschwung. Aber der stimulierende Effekt auf die Wirtschaft blieb beschränkt, da Steuervergünstigungen für Reiche und Kriegsausgaben einen hohen Anteil daran ausmachten.

So war diesmal der Sektor der privaten Haushalte an der Reihe die Last allein zu tragen – als „borrower and spender of last resort“ der Weltwirtschaft (Bibow 2007, 2008). Leichte Geldpolitik, Finanzderegulierung und Finanzinnovationen sorgten für eine neue Kreditblase, die diesmal auf Wohnimmobilien konzentriert war. Die Sparquote der privaten Haushalte sank gegen null und die Verschuldung des Sektors stieg stark an. Europäische Banken spielten dabei eine prominente Rolle und bauten hohe US Risikopositionen auf.

Im Höhepunkt erreichte das US Leistungsbilanzdefizit rund sechs Prozent des BIP. Das exorbitante Privileg des Emittenten der Weltreservewährung beschränkte sich dabei nicht auf den entsprechend großen Überschuss in der Kapitalbilanz, also auf die Nettozuflüsse als Basis. Der hohe Anteil, den die Anhäufung von US Dollar Währungsreserven durch andere Länder ausmachte, ist ebenfalls nur ein Aspekt dieses Privilegs. Relevant sind die viel größeren Bruttoströme. Neben dem US Konsumenten, der für das „overspending“ der USA zuständig war, ging auch die Wall Street auf internationale Shoppingtour. Der Effekt dieses „US Dollar levering“ (Bibow 2011b), das auf dem Ausnutzen von Ertragsdifferenzialen zwischen ausländischen Vermögenswerten und amerikanischen Schuldtiteln basiert, verbessert die Einkommensbilanz in der US Leistungsbilanz und bescherte damals sogar – trotz hoher laufender Leistungsbilanzdefizite – eine Verbesserung in der US Auslandsposition.

Als das Platzen der US Kreditblase dann zu einer globalen Finanzkrise gerierte, konnte man das exorbitante Privileg und die kritische Verantwortung und Ausgleichsfunktion der USA in Krisenzeiten in Aktion erleben. Die Krise löste eine „Flucht in die Sicherheit“ aus. Der Herd der Krise war in den USA, aber es war keine Flucht aus dem Dollar, sondern Suche nach und Flucht in den Dollar: Ausländische Anleger wechselten von riskanten US Dollartiteln in sichere Dollartitel, US Anleger und Finanzierer traten den Rückmarsch nach Hause an. Dabei genießen sie die Rückendeckung der Federal Reserve, der letzten Quelle von US Dollar Liquidität in der Welt.

Wenn Länder der Peripherie in die Krise geraten, speziell wenn sie dabei auf IWF-Hilfe angewiesen sind, bedeutet dies regelmäßig geld- und fiskalpolitische Straffung, während die Währung abwertet. Ihre wirtschaftspolitischen Handlungsspielräume sind stark begrenzt. Amerika dagegen sah sich keiner

solchen Begrenzung seines Handlungsspielraums ausgesetzt. Die Federal Reserve senkte ihre Zinsen auf null. Ein expansives Fiskalprogramm großen Umfangs wurde aufgelegt. Die US Dollaraufwertung wirkt dabei zwar als Belastung für den US Handel. Und hierin deutet sich wiederum die kritische Verantwortung und Ausgleichsfunktion der großen und relativ geschlossenen Volkswirtschaft Amerikas an. Amerika muss seinen einzigartigen Handlungsspielraum in der Krise angemessen stark nutzen, um die Weltwirtschaft hinreichend zu stützen (und damit auch die asymmetrische Ordnung aufrechtzuerhalten).

Besonders kritisch waren in der globalen Krise die US Dollar Swapgeschäfte unter den Zentralbanken. Auf diesem Weg versorgte die US Federal Reserve das globale Finanzsystem mit der gesuchten US Dollar Liquidität. Allerdings liegt es im Ermessensspielraum der US Zentralbank, mit welchen Zentralbanken sie kooperiert und welchen Bankensystemen sie unter die Arme greift. Die Stärke von potentiellen „Spillbacks“, Rückkoppelungseffekten auf die US Wirtschaft aufgrund globaler Interdependenzen, wird hierbei maßgebend sein. Als globaler „Lender of Last Resort“ verhinderte die Federal Reserve so jedenfalls die drohende Kernschmelze des Weltfinanzsystems.

## 6. Globale Krise als Zäsur und Beginn einer neuen Epoche von Instabilität

Die globale Finanzkrise von 2008-9 markierte den Höhepunkt des Neoliberalismus und das Ende des gerade skizzierten Regimes, das auch als „Bretton Woods 2“ (BW2) bezeichnet worden war. Es markierte zwar nicht das Ende der Vorherrschaft des US Dollar in der Welt, aber bedeutete auch in dieser Hinsicht eine nachhaltige Zäsur und den Beginn einer neuen Ära von Instabilität im Weltwährungs- und Finanzsystem.

Die BW2 Hypothese (Dooley et al. 2003) sprach von einer nachhaltigen Synthese von Interessen zwischen Amerika und einer neuen Peripherie (China und andere Schwellenländer), die die merkantilistische Strategie und Rolle von Japan und West Deutschland im BW1 Regime übernommen hatten. Die Autoren dieser Hypothese hatten dabei allerdings übersehen, dass die US-interne Basis der riesigen US Leistungsbilanzdefizite, die wachsende Verschuldung im US Haushaltssektor, ganz und gar nicht nachhaltig war (Bibow 2007, 2009b).

Bibow (2011a) argumentierte, dass die einzige nachhaltige Lösung zur Aufrechterhaltung des alten Regimes darin bestanden hätte, expansive US Fiskalpolitik auf Infrastrukturinvestitionen zu konzentrieren, geldpolitisch flankiert durch die Federal Reserve. Kurzfristig schien die fiskalpolitische

Reaktion („Obama Stimulus“) auch zumindest ansatzweise in diese Richtung zu deuten. Doch ab 2011 erzwang die republikanische Kongressmehrheit eine brutale Wende zur Sparpolitik. (Der damalige Vorwand nationaler Verantwortung aufgrund zu hoher Verschuldung erwies sich mit der Trump'schen Steuerreform von 2018 als extrem heuchlerisch.) Dieser unverantwortliche Schritt untergrub den US Aufschwung und zwang die Federal Reserve ihre extrem expansive Geldpolitik lange aufrechtzuerhalten – mit starken internationalen Auswirkungen, auf die wir gleich wieder zurückkommen werden.

Zuvor werden wir aber kurz darauf eingehen, welche Reformen es im Weltwährungs- und Finanzsystem seit der Krise gegeben hat, und was sich dadurch für Länder der Peripherie geändert hat.

Seit der Entstehung der Unordnung im Weltwährungssystem in den 1970er Jahren lassen sich grob drei Ansätze zur Währungspolitik unterscheiden.

Eine erste Gruppe von Ländern mit flexibleren Wechselkursarrangements vertraute auf die „Trilemma Sichtweise“, wonach ein flexibler Wechselkurs auch bei globaler Finanzintegration nationale geldpolitische Autonomie bedeuten würde. Wir erwähnten oben, dass Japan und der Yen in den 1980er Jahren kurzfristig als ernsthafte Konkurrenz für Amerika und den US Dollar galten. Just als Japan, das zuvor seinen Wechselkurs gegenüber dem US Dollar stabilisiert hatte, in diese erste Gruppe eintrat und eine starke Aufwertung seiner Währung bei leichter Geldpolitik und Finanzliberalisierung zuließ, erledigte sich diese Konkurrenz allerdings schnell und nachhaltig. Der Yen spielt als internationale Währung heute nur eine geringe Rolle. Japans globale Bedeutung beruht auf seiner gewaltigen Gläubigerposition bei permanent sehr niedrigen heimischen Zinsen, die Yen Kredite zu einer wichtigen Carry Trade Finanzierungsquelle machen.

Eine zweite Gruppe von Ländern setzte die Wechselkursstabilisierung gegenüber dem US Dollar auch bei fortschreitender Finanzliberalisierung weiter fort. Dies umfasste viele Schwellenländer, die, wie oben beschrieben, Schwemmen von Finanzströmen und in Folge Krisen erfuhr und daraufhin verstärkt auf defensive Makrowirtschaftspolitik setzten. Durch Absicherung der Wettbewerbsfähigkeit und Selbstversicherung versuchten diese Länder einen Teil ihres durch Finanzliberalisierung verloren gegangenen Handlungsspielraums wiederzugewinnen.

Eine dritte Gruppe von Ländern setzte darauf ihre Wechselkurse regional zu stabilisieren bzw. durch eine gemeinsame Währung zu ersetzen. In Europa gab es solche Versuche seit den 1970ern. In den 1990er Jahren ging Europa mit dem „Gemeinsamen Markt“ und der „Gemeinsamen Währung“ dann auf regionalen Hyper-Liberalisierungskurs. Insbesondere Europas Banken nutzten ihre neuen Freiheiten

regional und global hemmungslos. Der Euro galt bis zur Krise als ernsthafter Konkurrent des US Dollar. Zumal diejenigen Beobachter, die vor den wachsenden US Leistungsbilanzdefiziten warnten, eine Dollarkrise prophezeiten – womit sie weit daneben lagen (Frankel 2006, Roubini und Setzer 2005).

In der Vorkrisenzeit entfesselter Finanzglobalisierung bei de facto unangefochtener Dollarvorherrschaft konnten insbesondere die Wall Street und die City of London ihre Vorherrschaft im globalen Finanzsystem pflegen. Die Konkurrenz anderer aufstrebenden Finanzplätze sorgt dann für beständigen Liberalisierungs- und Steuersenkungsdruck. Die Profiteure des Neoliberalismus beklagen diese Entwicklung nicht. Für den Rest der Gesellschaft bedeutet sie wachsende Ungleichheiten und politische Entmündigung – weil dem Druck, das Vertrauen der Finanzmärkte unbedingt zu wahren, beständig nachgegeben werden muss. Die Schwellenländer reagierten auf Erfahrungen unsanfter IWF-Hilfe mit Vorkehrungen zum Verzicht auf solche Hilfe. In den Jahren vor der Krise ging dem IWF das internationale Geschäft aus, Schwellenländerkrisen waren Mangelware.

Was genau hat sich nun seit der Krise geändert?

Es hat einen neuen Baseler Bankenakkord gegeben. Für Banken gelten heute höhere Mindestkapitalstandards, insbesondere für systemisch wichtige Banken. Auch Mindeststandards für die Liquidität der Banken wurden eingeführt. Außerdem wurde die traditionell mikroorientierte Bankenaufsicht um eine „makroprudenzielle“ Komponente ergänzt (BIS 2018a,b). US Banken haben durch starke Gewinne ihr Kapitalpolster inzwischen stark aufgebaut. Die Trump Administration unternimmt allerlei Versuche die Bankenregulierung wieder zu lockern und Banken zu „entlasten“. In manchen Ländern Europas stehen Banken dagegen aufgrund von Altlasten immer noch unter Druck.

Insgesamt bleibt unklar, inwieweit die Re-Regulierung seit der Krise Banken- und Finanzsysteme wirklich nachhaltig stabiler gemacht hat. Probleme können außerhalb des regulierten Bankensektors gewandert sein. Wichtig ist auch, dass die Federal Reserve im Zuge der Dodd-Frank Gesetzgebung in ihrer Rolle als Krisenmanager geschwächt wurde. Obwohl die Swap-Kreditlinien der Federal Reserve mit wichtigen Zentralbanken mittlerweile als „permanent“ erklärt wurden, ist auch bei diesen Abkommen unter Zentralbanken zu bedenken, dass der US Kongress letzte Kontrolle über die Federal Reserve hat und Währungspolitik zum Hoheitsgebiet des US Schatzamts gehört.

Die Swap-Kreditlinien dienen der Absicherung von internationaler US Dollar Liquidität bei Marktunruhen und Krisen. Daneben ist auch der IWF heute mit höheren Ressourcen ausgestattet und hat neue flexiblere Kreditinstrumente eingeführt. Dies mag auf den ersten Blick positiv erscheinen, ändert aber

nichts an der Tatsache, dass die heutigen Ressourcen des IWF im Vergleich zur Situation unter dem BW1 Regime erheblich kleiner bleiben; während die neuen Kreditinstrumente des Fonds bislang auf nur geringe Nachfrage getroffen sind. Stattdessen ist weltweit eine Zunahme von regionalen Arrangements zur gegenseitigen Unterstützung zu beobachten gewesen, und Länder setzten auch weiterhin auf Selbstversicherung durch Bildung von Währungsreserven (Denbee et al. 2016).

Was Ländern ebenfalls neuen Spielraum eröffnet, ist die neue Flexibilität des IWF hinsichtlich des Einsatzes von „Kapitalkontrollen“ (IWF 2012). Vor der Krise war die Haltung des Fonds hierzu doktrinär restriktiv. Heute akzeptiert der Fonds „Finanzstrommanagement“ zumindest als letztes, aber temporäres Mittel. Manche Länder experimentieren mit Instrumenten zum Finanzstrommanagement in Verbindung mit makroprudenzieller Finanzstabilitätspolitik. Hierbei hilft es grundsätzlich nicht, dass insbesondere die USA und EU in Handelsabkommen Liberalisierungsverpflichtungen für den Finanzsektor integrieren (Gallagher et al. 2019). Dies ist nur ein weiterer Beleg, dass man weiter blind auf den unterstellten Nutzen der Finanzglobalisierung vertraut. Ein ernsthaftes Infragestellen der Glaubenssätze des Neoliberalismus hat unter den wichtigen Entscheidungsträgern in Europa und Amerika bis heute nicht stattgefunden (bzw. man steht weiterhin im gehörigen Bann der Interessen des Finanzsektors).

Dies gilt insbesondere auch für die Fiskalpolitik. Kurzfristig war im Höhepunkt der Krise der Nutzen der Fiskalpolitik wiederentdeckt worden. Schnell kehrte man dann zu einer sinnlosen und kontraproduktiven Sparpolitik zurück, die kurz- bis mittelfristig die Konjunktur und langfristig auch das Wachstum untergrub. In der Makrowirtschaftspolitik und wissenschaftlichen Beratung hat sich trotz der Schwere der Krise und beeindruckenden Untauglichkeit der Mainstream Theorie nur wenig geändert.

Für die erste Gruppe von Ländern mit flexibleren Wechselkursarrangements hat es zumindest eine interessante Entwicklung im Mainstream gegeben: die Trilemma Sichtweise wurde in Frage gestellt. Die alternative „Dilemma Sichtweise“ argumentiert, dass bei fortgeschrittener Finanzglobalisierung auch flexible Wechselkurse keine nationale geldpolitische Autonomie herstellen würden. Vielmehr gibt es einen globalen Finanzzyklus, der stark von der Politik der Federal Reserve und der Wall Street geprägt wird (Rey 2014, 2016). Diese „neue“ Mainstream Sichtweise ist im Einklang mit der seit Jahren von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich unter Claudio Borio entwickelten Forschung und vertretenen Position zum Finanzzyklus (Borio et al. 2014). Und sie entspricht auch der post-keynesianischen Position zur Bedeutung der bestehenden Währungshierarchie mit dem US Dollar an der Spitze (Harvey 2009, Kaltenbrunner 2015, De Paula et al. 2017).

Auch für die dritte Gruppe von Ländern haben sich seit der Krise interessante Erfahrungen ergeben, die allerdings weiterhin von den politischen Verantwortlichen und ihren ökonomischen Ratgebern nicht hinreichend gewürdigt werden. Europa hat auf regionaler Ebene eine Vorreiterrolle als Hyper-„Globalisierer“ gespielt und dabei mit Einführung des Euro die Einschränkung der nationalen wirtschaftspolitischen Handlungsspielräume auch noch weiter als anderswo vorangetrieben. Europas Erfahrungen unterstreichen damit auch, wie gefährlich es ist Märkte, speziell Finanzmärkte, naiv zu liberalisieren, ohne dabei auch die notwendigen gemeinschaftlichen wirtschaftspolitischen Institutionen und Instrumente zu schaffen.

Zumindest auf einem Gebiet versucht man dies heute durch die „Bankenunion“ nachzuholen; obgleich der Fortschritt hier ins Stocken geraten ist. Noch wichtiger aber ist die Organisation einer „Fiskalunion“, ohne die Europas Währungsunion zum Scheitern verurteilt bleibt (Bibow 2016). Der Euro mag in den Währungsreserven vieler Länder und auch an den Finanzmärkten aus Motiven der Diversifikation eine hervorgehobene Rolle spielen, bleicht aber bis auf weiteres kein echter Konkurrent des US Dollar.

Konzentrieren werden wir uns jetzt auf die zweite Gruppe von Ländern, mit China als dem wichtigsten Land in diesem Kreis. Bereits vor der Krise hatte Amerika bei wachsendem bilateralen Handelsungleichgewicht zunehmenden Druck auf China ausgeübt, den Renminbi aufzuwerten. Seit 2005 hat auch eine erhebliche, jedoch kontrollierte Aufwertung des Renminbi gegenüber dem US Dollar stattgefunden. In den letzten Jahren hat China sein Wechselkursregime graduell flexibler gestaltet und orientiert sich heute offiziell an einem Währungskorb. Parallel dazu wurde Chinas Finanzsystem schrittweise liberalisiert und Kapitalkontrollen reduziert. Vor zwei Jahren wurde der Renminbi in den Währungskorb aufgenommen, an den die Sonderziehungsrechte des IWF gekoppelt sind. Allgemein wird erwartet, dass diese Entwicklungen weiter gehen werden und China sein Finanzsystem weiter öffnen und global integrieren wird. Heute wird zunehmend auch gefragt, ob bzw. wann der Renminbi die heutige Weltvorherrschaft des US Dollar „bedrohen“ könnte.

Diese Frage betrifft direkt die hier vertretene Hypothese, dass die Krise eine kritische Zäsur in der Vorherrschaft des US Dollar brachte und eine neue Epoche der Instabilität in der Weltwährungsgeschichte einläutete. Die heutige Zeit hat damit Ähnlichkeit mit den 1970er Jahren und der Zwischenkriegszeit. Die Instabilität der 1970er Jahre lag darin begründet, dass Amerika seiner Verantwortung als Leitwährungsland im alten BW1 Regime nicht mehr gerecht wurde, sich selbst auch zu schwach fühlte ihr gerecht zu werden. Die Instabilität der Zwischenkriegszeit erwuchs ebenfalls aus dem Mangel an klarer Führerschaft: Großbritannien konnte nicht mehr, Amerika war noch nicht bereit.



Auch heute gilt: China ist noch nicht bereit, aber Amerika kann und/oder will nicht mehr führen. Genauer gesagt, ist die Lage noch verwickelter. Denn der US Dollar ist für die globalen Finanzmärkte heute dominanter denn je, aber Chinas Wirtschaft ist seit der Krise bereits zum eindeutig wichtigsten globalen Wachstumsmotor aufgestiegen. Der Rest der Welt, Europa, Schwellenländer und finanziell weniger integrierte Entwicklungsländer, stehen damit heute im Spannungsfeld zwischen von den USA dominierten globalen Finanzmärkten und von China dominierten Einflüssen auf Güter- und Arbeitsmärkte. Seit 2017 ist dieser globale Spagat zu einem noch deutlich unbekömmlicheren Gebräu globaler Kräfte geworden. Denn mit Donald Trump wählte Amerika eine Politik, die nicht nur unorthodox und in vielerlei Hinsicht inkohärent ist, sondern der die Verweigerung amerikanischer globaler Verantwortung dabei sogar als Marschroute gilt. Donald Trumps Amerika untergräbt heute bewusst die globale Ordnung, die Amerika nach dem 2. Weltkrieg geschaffen und angeführt hat.

Aber konzentrieren wir uns zunächst auf die Jahre unmittelbar nach der Krise bis 2016, bevor wir die Bedeutung des Erscheinens von Donald Trump auf der Weltbühne zu würdigen versuchen.

Die Jahre von 2009 bis 2016 unterstrichen nochmals die globale Führungsrolle von Federal Reserve und Wall Street im globalen Währungs- und Finanzsystem. Die extrem expansive Geldpolitik der Federal Reserve setzte eine neue Flut von Finanzströmen mit Kurs auf die Schwellenländer in Bewegung, der US Dollar wertete ab, die Währungen der Zielländer dieser Finanzströme legten entsprechend zu. Internationale Kritik wurde unter der Bezeichnung „Währungskrieg“ vorgetragen. Der verfrühte Umschwung in der US Fiskalpolitik zur Sparpolitik machte die Situation zu einer weitaus größeren Herausforderung.

Die globale Wirkung extrem expansiver US Geldpolitik ist nicht nur die Abwertung des US Dollar und Aufwertung anderer Währungen. Um den Aufwertungsdruck – und die damit verbundene Destabilisierung ihrer Volkswirtschaften – zu begrenzen, werden die Zentralbanken der Empfängerländer der Finanzströme einerseits ihre eigene Geldpolitik lockern und andererseits am Devisenmarkt intervenieren und US Dollarreserven anhäufen. So führt eine Lockerung der US Geldpolitik zu einer globalen Lockerung der Geldpolitik. Die Zentralbank der Leitwährung gibt die Marschroute vor (McCauley et al. 2015, Domanski et al. 2016, Avdjiev et al. 2017, Ghosh et al. 2017, Angrick 2018, Bräuning and Ivashina 2018, Kearns et al. 2018, BIS 2019, Hofmann et al. 2019).

Die Anhäufung von US Dollarreserven (Selbstversicherung) ist dabei die Kehrseite des oben beschriebenen exorbitanten Privilegs (mit „US Dollar levering“): die ausländischen Finanzinvestoren

erwerben hochrentierliche Titel, die Zentralbank des Empfängerlandes kauft im Gegenzug niedrig verzinsliche Reserven. So organisiert man einen Ressourcentransfer von Arm nach Reich (Bibow 2009a, 2011b, 2012, Akyuz 2018).

Aber damit noch nicht genug. Denn die Flut an Finanzströmen wird im Empfängerland neben der Währungsaufwertung auch zu steigenden Vermögenspreisen und womöglich zu einer Kreditblase führen – so geschehen in vielen Schwellenländern in den Jahren 2009-13. Der Carry-Trade wurde in den Boomjahren besonders von nichtfinanziellen Unternehmen in Schwellenländern mitgespielt, die billige internationale Kredite aufnahmen, um damit heimische Vermögenstitel zu erwerben. Im Ergebnis boomten nicht die Unternehmensinvestitionen, sondern die „Finanzialisierung“ (Acharya et al. 2015, Caballero et al. 2015, 2016, Kaltenbrunner and Paineira 2015, Bruno and Shin 2017).

Es schloss sich hiermit auch der skurrile Kreis global wandernder Finanzinstabilitäten: nach den Schwellenländerkrisen der späten 1990er schalteten diese in der Folgezeit auf defensive Makropolitikstrategien und erzielten bis 2008 solide Positionen. Instabilität entstand in dieser Zeit in den USA und Europa, dem Kern der globalen Krise von 2007-9. Die wirtschaftspolitische Reaktion dieser Länder verlagerte die Instabilität dann aber prompt zurück in Schwellenländer (und neuentdeckte „Frontier Markets“).

Das durch Federal Reserve Chair Ben Bernanke ausgelöste „taper tantrum“ läutete im Jahr 2013 die zweite Phase im „Boom-Bust“ Zyklus der globalen Finanzströme der Nachkrisenzeit ein. Der US Dollar wertete jetzt wieder auf. Selbst Wachstumsmotor China stotterte in den Folgejahren, was wiederum globale Auswirkungen auf viele andere Länder hatte.

Hierzu nunmehr einige Abbildungen zur Veranschaulichung.

Abbildung 2: Entwicklung der globalen Ungleichgewichte seit der Krise

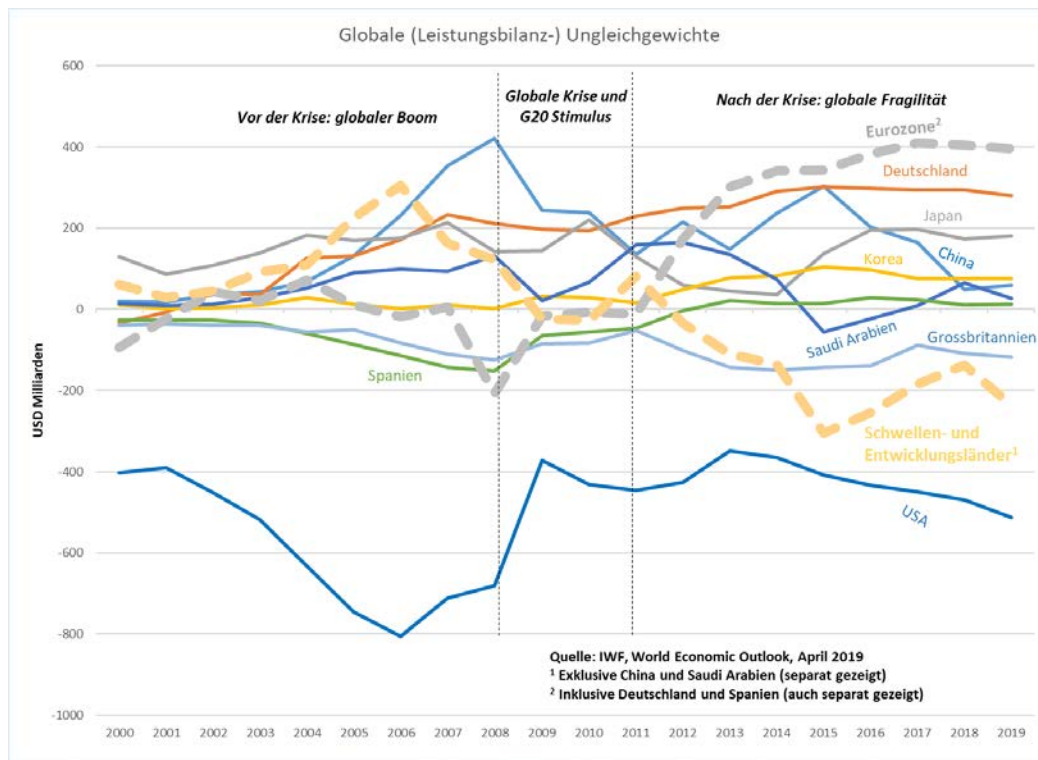


Abbildung 2 zeigt die Entwicklung der globalen (Leistungsbilanz-)Ungleichgewichte seit 2000. Sie spiegelt die gerade schilderten globalen Entwicklungen wieder und zeigt die globale Krise als wichtige Zäsur. China erzielte in den Jahren unmittelbar vor der Krise rasant steigende Leistungsbilanzüberschüsse. Seit der Krise sind diese stark zusammengeschrumpft. China war in dieser Zeit der wichtigste globale Wachstumsmotor. Amerikas Leistungsbilanzdefizit halbierte sich während der Krise und blieb danach für einige Jahre stabil, verzeichnete zuletzt aber wieder einen Anstieg.

Besonders auffällig ist die Entwicklung für die Eurozone. Die hatte vor der Krise eine nahezu ausgeglichene Leistungsbilanz, was ihre Wirtschaftspolitiker zu der (fälschlichen, wie sich zeigen sollte) Behauptung ermutigte, sie hätten nichts mit den globalen Ungleichgewichten zu tun. Seit der Krise hat die Eurozone rasant wachsende Leistungsbilanzüberschüsse erzielt. Dahinter steht nicht allein Deutschland mit seinen notorisch riesigen Überschüssen, sondern dank Spar- und Deflationspolitik heute fast alle Euro Mitgliedsländer (Frankreich ist die Ausnahme). Das globale Pendant hierzu lieferte die Gruppe der Schwellen- und Entwicklungsländer (China und Saudi Arabien werden separat gezeigt), die eine starke Verschlechterung ihrer aggregierten Leistungsbilanzposition erzielten. Die armen Länder

importieren heute also wieder „Ersparnis“. Nachhaltiges Wachstum und Stabilität ist aber erfahrungsgemäß nur in Ausnahmefällen zu beobachten (Cavallo et al. 2017).

Abbildung 3: Amerika als globale Wachstumslokomotive

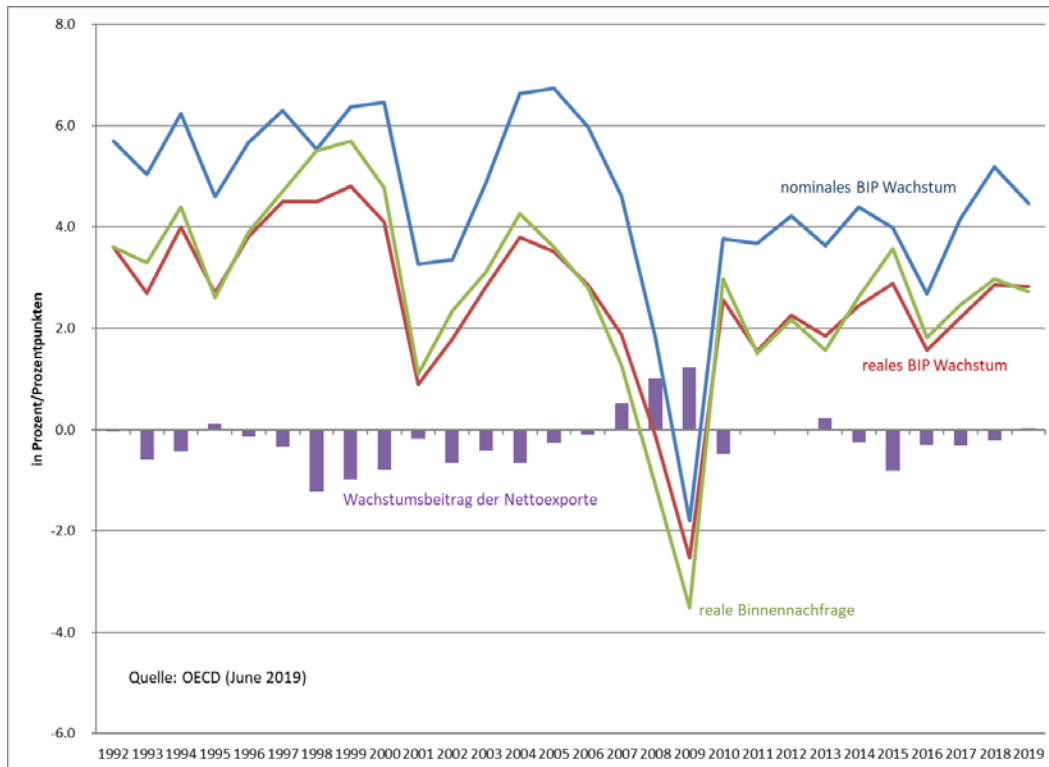
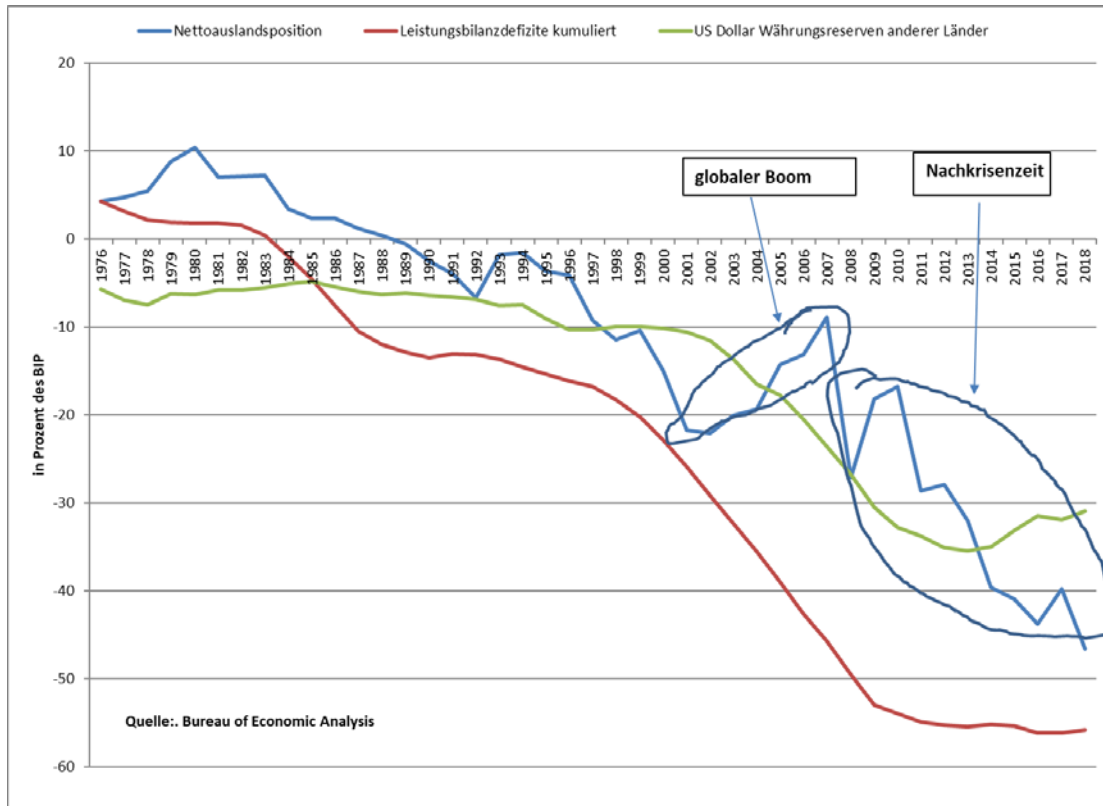


Abbildung 3 zeigt, dass Amerika heute als globale Wachstumslokomotive nur noch wenig Zugkraft entfaltet. Die negativen Wachstumsbeiträge der amerikanischen Nettoexporte sind im historischen Vergleich seit der Krise nur noch gering gewesen. Wichtig ist hierbei, dass Amerika heute selbst in US Dollar gemessen nur noch rund 23 Prozent der Weltwirtschaft ausmacht, eine (relative) Schrumpfung von rund zehn Prozentpunkten seit 2000. Chinas Anteil stieg in dieser Zeit von drei auf 16 Prozent an. Chinas Volkswirtschaft ist damit zwar (in US Dollar) noch rund ein Drittel kleiner als Amerikas, ist seit der Krise aber (trotz schnell sinkender Leistungsbilanzüberschüsse) rund dreimal so schnell gewachsen, was den größeren chinesischen Beitrag zum globalen Wachstum ausmachte. In Kaufkraftparität gemessen ist Chinas Volkswirtschaft heute übrigens bereits rund ein Drittel größer als Amerikas.

Abbildung 4: Amerikas Nettoauslandsposition stark verschlechtert



Auch ein Blick auf Amerikas (Netto-) Auslandsposition ist hier interessant. Amerika baute seit Ende der 1980er eine Schuldnerposition auf, die jedoch beständig deutlich niedriger war, als sie sich aus der Kumulierung von Amerikas notorischen Leistungsbilanzdefiziten ergeben würde. Vermögenseffekte machen den Unterschied aus. Wechselkursbewegungen sind ein Faktor. Die Zusammensetzung der Aktiva und Passiva der amerikanischen Auslandsposition ein weiterer. Unter den Passiva sind Schuldtitel sehr wichtig, darunter Staatsanleihen, die anderen als Währungsreserven dienen und dank ihrer Sicherheit und Liquidität nur relativ niedrig verzinst werden. Dagegen hat Amerika traditionell ein sehr lukratives Portfolio von Direktinvestitionen (Gourinchas und Rey 2005). Man bemerke hier, dass sich die US Netto-Auslandsposition in den zehn Jahren vor der Krise trotz riesiger Leistungsbilanzdefizite verbessert hatte. Der schwache Dollar und der relativ starke Preisanstieg von ausländischen Vermögentiteln wirkten damals Wunder.

Seit der Krise hat es dagegen eine sehr kräftige Verschlechterung gegeben. Einerseits sind in dieser Zeit amerikanische Vermögenswerte, sowohl Aktien als auch Zinstitel, allgemein stärker angestiegen als im

Rest der Welt. Andererseits wertete der Dollar ab 2013 stark auf. Während sich Amerikas externe Bilanz stark verschlechterte, zeigt die amerikanische Leistungsbilanz einen steigenden positiven Saldo der Primäreinkommen an. Finanzglobalisierung zahlt sich für das Schuldnerland USA weiterhin gut aus. Und auch die eher trübe externe Bilanz kann sich bei Dollarabwertung wieder aufhellen.

Abbildung 5: US Dollar Zyklus seit 1994

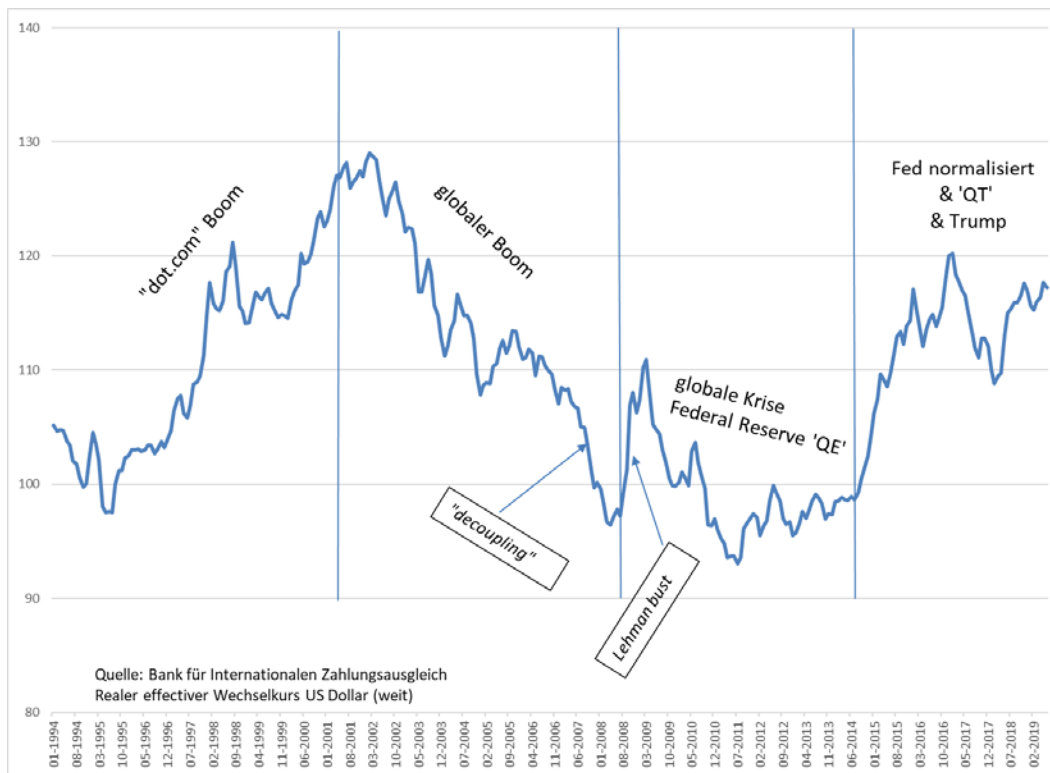


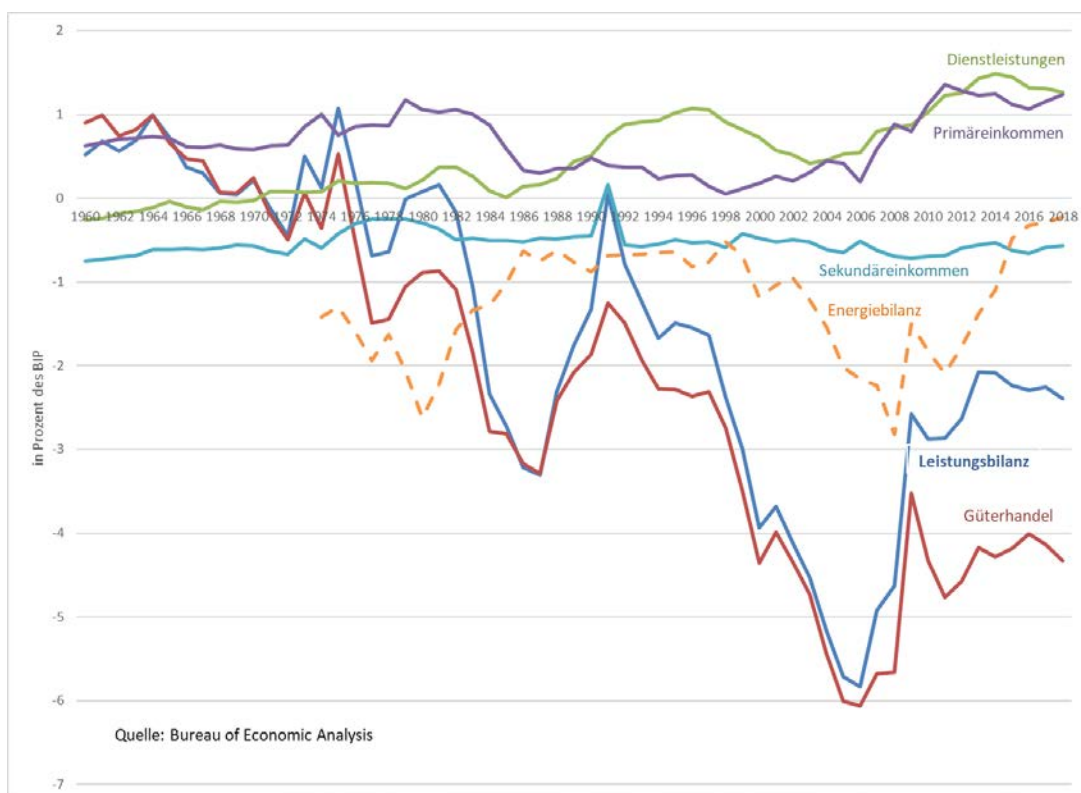
Abbildung 5 zeigt den "Dollar Zyklus", gemessen am effektiven realen Wechselkurs des US Dollar. Mit dem Ende der extrem expansiven Geldpolitik der Federal Reserve und die „Normalisierung“ ihres Kurses wurde von einer sehr kräftigen Aufwertung des US Dollar begleitet. Dank dieser Dollaraufwertung bekam Amerika die Nachteile der US Dollar Vorherrschaft so noch stärker zu spüren.

Neoliberalismus und Hyper-Globalisierung hatten auch für die vergleichsweise „geschlossene“ US Volkswirtschaft markante Auswirkungen, welche die heutige krasse Polarisierung miterklären. Und diese hängen auch und besonders mit der US Dollar Vorherrschaft und Position der Wall Street im globalen Finanzsystem zusammen.

Die globale Rolle des US Dollar bedeutet, dass der US Dollar tendenziell überbewertet ist. Die globale Rolle der Wall Street hilft die US Gewinne aus der Globalisierung stark zu konzentrieren. Wir haben auf

den Effekt der Finanzglobalisierung hingewiesen: die wachsende Verwundbarkeit der Peripherie erhöht die Nachfrage nach US Dollarreserven – was tendenziell entweder das (notwendige) US Leistungsbilanzdefizit und/oder die Chancen der Wall Street zum US Dollar Levering erhöht. Amerika ist Gewinner der Globalisierung, aber die Gewinne werden stark konzentriert verteilt. Wichtige Schattenseite ist die beschleunigte De-Industrialisierung der USA, die wiederum bestimmte Regionen und Bevölkerungsgruppen stärker trifft als andere. Zusätzlich hat Amerika seit der Krise mit dem Schiefergasboom noch eine Art „Dutch Disease“ erlebt. Die verbesserte Energiebilanz hat den Dollar stärker gemacht als es sonst der Fall gewesen wäre (s. Abbildung 6). Klammert man Energie aus, ist das US Handelsbilanzdefizit heute größer – absolut und in Prozent des BIP – als vor der Krise. Nur wenige Beobachter bezweifeln, dass die starke wirtschaftliche und soziale Polarisierung Amerikas die Wahl Donald Trumps zum US Präsidenten begünstigt hat.

Abbildung 6: Entwicklung und Zusammensetzung der US Leistungsbilanz



Die Wirtschaftspolitik Donald Trumps aber stellt die Welt und auch die globale Vorherrschaft des US Dollar vor eine neue Herausforderung. In Trumps Weltansicht sind alle Übel Amerikas Folge der Politik anderer Staaten. Der Rest der Welt hätte unfair gehandelt und Amerika betrogen. Amerika müsse jetzt seine volle Souveränität und Gerechtigkeit gegenüber dem Ausland wiederherstellen. „America First“,

lautet das Motto. Sein Blick konzentriert sich dabei auf bilaterale Ungleichgewichte in der US Handelsbilanz. Das US Handelsbilanzdefizit mit China ist mit Abstand am größten, was in Verbindung mit Chinas Bestrebungen auch technologisch den internationalen Aufstieg in eine Führungsposition zu erringen erklärt, warum die amerikanischen Beziehungen zu China besonders angespannt sind. Doch auch Deutschland und die EU scheinen von Partnern zu unfairen Konkurrenten degradiert worden zu sein. Überhaupt stehen alle Länder im Generalverdacht Amerika unfair zu behandeln.

Im Kern bedeutet dies, dass sich Trumps Amerika aus der internationalen Verantwortung stiehlt. Nach Jahrzehnten der Hyper-Globalisierung entsteht dadurch ein gefährliches Vakuum. Die mit der Finanzglobalisierung verbundene Entmachtung nationaler wirtschaftspolitischer Spielräume bei gehobener Verwundbarkeit erfordert vom Hegemonen eine kritische Ausgleichsfunktion zu erfüllen. America First Politik zielt auf das Gegenteil.

Bislang konzentrierte sich Trump auf vermeintlich leicht gewinnbare Handelskriege. Doch die Zeichen mehren sich dafür, dass als weitere Eskalation Währungskriege an der Reihe sein werden. Gleichzeitig werden heute Finanzregulierungen wieder aufgelockert. Die amerikanische Erwartung bleibt, dass die Wall Street weltweit frei agieren darf und soll.

Damit steckt die neoliberale Hyper-Globalisierung heute in der Sackgasse.

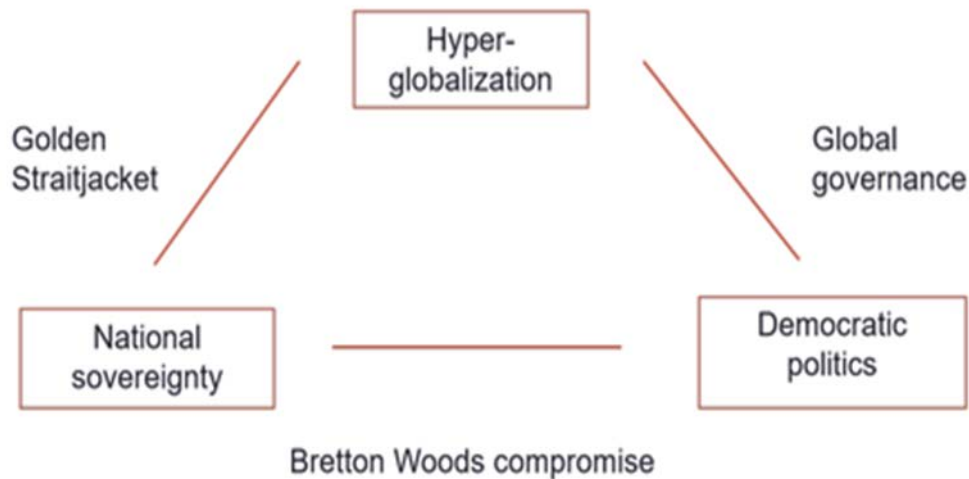
Neoliberale Versprechen von allgemeiner Freiheit und Prosperität dank allerorts entfesselter Märkte endeten in Fragilität und verschärften Machtungleichgewichten. „Race to the bottom“ Wettläufe der Nationen hinsichtlich Unternehmensbesteuerung und der Besteuerung von Vermögen, Erbschaften und hoher Einkommen taten ein Übriges. Der kurze „Keynes Moment“ (2008-9) mag ironischerweise den Neoliberalismus kurzfristig vor sich selbst bewahrt haben, gravierend geändert hat sich die Wirtschaftspolitik nach der Krise jedoch nicht. Es bleibt bei der obsessiven Fokussierung auf die Wettbewerbsfähigkeit, was auf Arbeitsmärkten persistenten Lohndruck erzeugt, sowie dem obsessiven Vertrauen an die Weisheit der Finanzmärkte, deren Vertrauen die Politik unbedingt immer gewinnen und bewahren muss, was Disziplinierung von Staatsmacht durch die Macht des Vermögens bedeutet.

Die hässlichen gesellschaftlichen und politischen Konsequenzen dieser Wirtschaftspolitik sind allerorts zu besichtigen. Global gesehen, haben wir es währungspolitisch geschafft eine Art von „Anti-BWO Unordnung“ herzustellen. Die US Dollar Hegemonie braucht den gutmütigen US Hegemonen. Wenn der Hegemon seine Privilegien einfordert, aber seine Verantwortung ablegt, droht das perfekte Chaos.



Dani Rodriks (2011) „Globalization Trilemma Hypothese“ ist hilfreich um die Entwicklungen und Optionen zusammenzufassen. Laut Rodriks Hypothese lassen sich die drei Ziele: nationale Souveränität, demokratische Politik und Hyper-Globalisierung nicht gemeinsam realisieren. Kombinationen von jeweils zwei Zielen ergeben drei Optionen.

Abbildung 7: Rodriks Hypothese zum „politischen Trilemma der Weltwirtschaft“



Quelle: Rodrik 2011

Als globaler Vorreiter hat sich Europa aufgemacht Hyper-Globalisierung bei demokratischer Politik regional zu veranstalten. Dazu muss allerdings „Governance“ des integrierten Marktes und der regionale demokratische Prozess effektiv organisiert werden, während nationale Souveränität entsprechend aufgegeben wird. Die europäische Krisenerfahrung hat klargemacht, dass wichtige Institutionen und Politiken sowie die demokratische Legitimierung des Ganzen kritisch unterentwickelt bleiben. Die Situation heute gleicht einem instabilen Gleichgewicht. Die Euro-Währungsunion ist fragil und sehr verwundbar und in der heutigen Form nicht überlebensfähig.

Auch global betrachtet hat der Neoliberalismus die Nationen der Welt auf Hyper-Globalisierung eingeschworen; bei grundsätzlicher Wahrung nationaler Souveränität. Allerdings gleicht die damit verbundene krasse Einschränkung nationaler Handlungsspielräume einer „goldenen Zwangsjacke“ (in Anlehnung an den klassischen Goldstandard) und die Demokratie in der Politik leidet entsprechend. Formal wird vielleicht weiter demokratisch gewählt. Aber was bedeutet die Rechenschaftspflicht der Gewählten, wenn die Politik de facto von externen „Marktkräften“ und Zwängen diktiert wird?

Rodrik (2011) sieht eine Rückbesinnung auf einen neuen „Bretton Woods Kompromiss“ als Ausweg und Lösung an. Was in Rodriks Hypothese dabei unterbelichtet bleibt, ist die in der Realität wichtige Rolle des Hegemonen im BW1 Regime der Nachkriegszeit sowie in der neoliberalen Epoche der US Dollar Vorherrschaft bei global entfesselten Finanzmärkten. Dass ausgerechnet der Hegemon sich heute dieser Ordnung entledigen will, die für Amerika viel weniger eine „goldene Zwangsjacke“ darstellt als für alle anderen, macht die Situation besonders heikel.

Daher sei hier zum Ende noch einmal an die Grundidee der Keynes'schen Nachkriegsvision einer Ordnung ohne Hegemonen (BW0) erinnert: Wechselkurse werden in einer internationalen Währungseinheit (Bancor) festgelegt und regelgebunden angemessen angepasst; eine internationale Zentralbank stellt internationale (Bancor) Liquidität zur Überbrückung temporärer Handelsungleichgewichte zur Verfügung, aber Regeln sorgen für symmetrischen Anpassungsdruck auf Überschuss- und Defizitländer, um dauerhafte Ungleichgewichte zu verhindern; die Finanzwelt ist Diener und nicht Herr der Dinge, und Finanzsysteme werden grundsätzlich national organisiert.

## 7. Zusammenfassung und Ausblick

Keynes war nicht nur lebenslanger Forscher zu Währungs- und Finanzfragen. Er hatte als Ökonom auch einzigartige Erfahrungen mit praktischer Wirtschaftspolitik und als aktiver Finanzmarktakteur gesammelt. Seine wissenschaftlichen Arbeiten und wirtschaftspolitischen Vorschläge auf diesen Gebieten umspannen die Zeit des klassischen Goldstandards und der Zwischenkriegszeit. An der Errichtung der Nachkriegsordnung von Bretton Woods, die global eine neue Epoche von Stabilität und Prosperität bedeutete, war er in seinen letzten Lebensjahren sogar aktiv beteiligt.

Wir argumentierten hier, dass die Geschichte der Weltwährungsordnung Zyklen aufweist, Perioden relativer Stabilität und Instabilität geben sich die Hand. Die alte Bretton Woods Ordnung etablierte den US Dollar als Hegemonen im System. Nach einer Phase der Instabilität wurde die Vorherrschaft des US Dollar dann im Zeitalter des Neoliberalismus – nunmehr unter entfesselten globalen Finanzmärkten – wiederhergestellt. Wir betonten, dass der Hegemon sowohl Privilegien genießt als auch besondere systemische Verantwortung trägt. Wir identifizierten ein „Globalisierungs-Paradoxon“: bei zunehmender Finanzglobalisierung steigt die Nachfrage nach Sicherheit in Form von US Dollar Liquidität und damit die Change für den Hegemonen sein „exorbitantes Privileg“ im größeren Umfang auszunutzen. Allerdings

steigt dabei auch die Verantwortung des Hegemonen, dem System flexibel als Ausgleichsmechanismus zu dienen. Erfüllung dieser Rolle hatte schroffe Verteilungswirkungen in Amerika.

Die globale Krise bedeutete eine kritische Zäsur. Der US Dollar ist zwar weiterhin die international führende Währung und bleibt vorerst alternativlos. In Verbindung mit der Vormacht der Wall Street im globalen Finanzsystem – die Zukunft Londons ist aufgrund von Brexit heute stark ungewiss – bleibt damit auch die Geldpolitik der Federal Reserve der globale Standard, an dem sich alle anderen orientieren und messen müssen. China ist allerdings inzwischen zum wichtigsten globalen Wachstumsmotor aufgestiegen. Für den Rest der Welt begründet dies ein neues Spannungsfeld zwischen dem Pol der Finanzwelt, der aus den USA diktiert wird, und dem Pol der Wirtschaftswelt, der immer stärker von China diktiert wird. Die heutige Epoche hat damit gewisse Ähnlichkeiten mit den 1970er Jahren und speziell der Zwischenkriegszeit.

Allerdings wird das neue globale Spannungsfeld heute massiv durch den tobenden Konflikt zwischen den beiden Supermächten aufgeladen. Die globale Vorherrschaft des US Dollar hat die interne Polarisierung Amerikas stark beeinflusst; was in der politischen Debatte in der Regel ignoriert wird. Es scheint, als wolle das Amerika Donald Trumps zwar weiterhin die Privilegien der monetären und finanziellen Vorherrschaft in der Welt ernten, aber sich seiner besonderen Verantwortung entledigen – weil es bequem ist die internen Schattenseiten der Hyper-Globalisierung auf das „unfaire“ Ausland zu schieben.

Für den Rest der Welt liegt es nahe, auf amerikanischen Handelsprotektionismus mit Finanzprotektionismus und Abnabelung von der globalen Vorherrschaft des US Dollar zu reagieren. Eine Aufteilung der heute hyper-globalisierten Welt in stark segmentierte Einflusszonen der Supermächte ist ein möglicher Ausgang. Es wäre heute an der Zeit sich an die Vorzüge von Keynes Vision einer Weltwährungsordnung zu erinnern, die auf einer internationalen statt hegemonialen nationalen Währung basiert und in erster Linie dem ausgeglichenen Handel dient. Dass diese Ordnung der Finanzwelt die Rolle des Dieners statt des Herrn zuweist und globale Finanzintegration unterdrückt, bedeutet, dass ihrer Realisierung starke Interessen im Weg stehen.

## Literaturverzeichnis

- Abdelal, Rawi. 2007. *Capital Rules: The Construction of Global Finance*. Harvard University Press.
- Acharya V., Cecchetti, S., de Gregorio, J., Kalemli-Ozcan, S., Lane, P. and Panizza, U. (2015) *Corporate Debt in Emerging Economics: A Threat to Financial Stability?*, Centre for International Governance Innovation, Brookings Institution, September.
- Akyüz, Y. (2018). *External balance sheets of emerging economies: Low-yielding assets, high-yielding Liabilities*, PERI Working Paper Series no. 476, December.
- Angrick, S. (2018). *Global liquidity and monetary policy autonomy: an examination of open-economy policy constraints*, *Cambridge Journal of Economics*, 42, 117–135
- Avdjiev, S., L Gambacorta, L Goldberg and S Schiaffi, (2017). “The shifting drivers of global liquidity”, NBER Working Papers, no 23565, June.
- BIS (2018a). *The financial sector: post-crisis adjustment and pressure points*, Annual Economic Report, chapter III, June.
- BIS (2018b). “Moving forward with macroprudential frameworks”, Annual Economic Report, chapter IV, June.
- BIS (2019). *Monetary policy frameworks in EMEs: inflation targeting, the exchange rate and financial stability*, Annual Economic Report, chapter II, June.
- Bibow, J. (2007). *Euroland and the World Economy – Global Player or Global Drag?*, Palgrave Macmillan. Co-Editor (with Andrea Terzi).
- Bibow, J. (2008). *The international monetary (non-)order and the “global capital flows paradox”*, in: Eckhard Hein, Peter Spahn, Torsten Niechoj, and Achim Truger (eds.) *Finance-led Capitalism?*, Metropolis, 219-48. (Levy Economics Institute, Working Paper No. 531)
- Bibow, J. (2009a). *Insuring Against Private Capital Flows: Is It Worth the Premium? What Are the Alternatives?*, *International Journal of Political Economy*, vol. 37(4), Winter 2008-9, pp. 5-30. [2008 Levy Economics Institute, Working Paper No. 553.]
- Bibow, J. (2009b). *Keynes on Monetary Policy, Finance and Uncertainty: Liquidity Preference Theory and the Global Financial Crisis*, Routledge, London and New York.
- Bibow, J. (2011a). *The global crisis and the future of the dollar: Towards Bretton Woods 3?*, in J.J. Leclaire, T.-H. Jo and J. Knodell (eds) *Heterodox Analysis of Financial Crisis and Reform: History, Politics and Economics*, Edward Elgar, 137-49. (Levy Economics Institute, Working Paper no. 584).
- Bibow J. (2011b). *Of unsustainable processes and the U.S. dollar*, in *Contributions to Stock-Flow Modeling: Essays in Honor of Wynne Godley* (eds. D.B. Papadimitriou and G. Zezza), London, Palgrave Macmillan, 321-48.
- Bibow, J. (2012). *The case for capital account management in emerging market economies: The experience of the BRICs*, *Intervention – European Journal of Economics and Economic Policies*, 9(1): 57-90.

- Bibow, J. (2016). (2016) Making the euro viable: the Euro Treasury plan, *European Journal of Economics and Economic Policy: Intervention*, 13(1): 72-86.
- Bibow, J. (2017). Symmetric global order with national self-determination and no hegemon: vision and reality, in Special Issue "Keynes's Relevance to the Contemporary World", *Annals of the Fondazione Luigi Einaudi*, LI, 1-2017: 177-206, Fondazione Luigi Einaudi. <http://www.annalsfondazioneLuigieinaudi.it/en/browse/current-issue/2-volume-li-1/16-symmetric-global-order-with-national-self-determination-and-no-hegemon-vision-and-reality>
- Bibow, J. (2018). Unconventional Monetary Policies and Central Bank Profits: Seigniorage as Fiscal Revenue in the Aftermath of the Global Financial Crisis, *Levy Economics Institute, Working Paper no. 916*.
- Borio C., H.K. James, and H.S. Shin (2014). "The International Monetary and Financial System: A Capital Account Historical Perspective", *BIS Working Paper No. 457*, August.
- Boyce, R. (2009). *The Great Interwar Crisis and the Collapse of Globalization*, Palgrave Macmillan.
- Bräuning, F. and V Ivashina, (2018). "US monetary policy and emerging market credit cycles", *Journal of Monetary Economics*, forthcoming;
- Bruno, V. and H.S. Shin (2017). "Global Dollar Credit and Carry Trades: A Firm-level Analysis." *Review of Financial Studies* 30(3), 703-749.
- Caballero J., U. Panizza and A. Powell (2015) "The Second Wave of Global Liquidity: Why are Firms acting like Financial Intermediaries?", *CEPR Working Paper No. 10926*, November.
- Caballero J., U. Panizza and A. Powell (2016). "Foreign Currency Corporate Debt in Emerging Economies: Where Are the Risks?", *voxeu*, 5 February.
- Chick, V. (1983). *Macroeconomics after Keynes*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Clarke, P. (1990). *The Keynesian Revolution in the Making 1924-1936*. Oxford: Oxford University Press.
- Cavallo, E., Barry Eichengreen, Ugo Panizza (2017). Can countries rely on foreign saving for investment and economic development?, *Review of World Economics (Weltwirtschaftliches Archiv)*,
- Denbee, E., Jung, C. and Francesco Paternò (2016). *Stitching together the global financial safety net*, *Financial Stability Paper No. 36 – February 2016*
- De Paula, L.F., Fritz, B. & Daniela M. Prates (2017). Keynes at the periphery: Currency hierarchy and challenges for economic policy in emerging economies, *Journal of Post Keynesian Economics*, 40:2, 183-202
- Domanski D., E. Kohlscheen and R. Moreno (2016). "Foreign Exchange Market Intervention in EMEs: What Has Changed?", *BIS Quarterly Review*, September: 65-79.
- Dooley M.P., D. Folkerts-Landau and P.M. Garber (2003). "An Essay on the Revived Bretton Woods System", *NBER WP No. 9971*.

- Eichengreen B. (2012). *Exorbitant Privilege – The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*, Oxford and New York: OUP.
- Fischer S. (1997). “Capital-Account Liberalization and the Role of the IMF”, IMF Seminar “Asia and the IMF”, 19 September, International Monetary Fund.
- Frankel J. (2006). “Could the Twin Deficits Jeopardize U.S. Hegemony?”, *Journal of Policy Modeling*, 28: 653-663.
- Ghosh, A., J Ostry and M Qureshi, *Taming the tide of capital flows: a policy guide*, MIT Press, 2018
- Friedman, M. (1953). “The Case for Flexible Exchange Rates.” In *Essays in Positive Economics*, 157-203. Chicago: University of Chicago Press.
- Gallagher, K.P., Sarah Sklar, Rachel Thrasher (2019). *Quantifying the Policy Space for Regulating Capital Flows in Trade and Investment Treaties G-24 Working Paper*, April.
- Ghosh, A.R., Jonathan D. Ostry, and Mahvash S. Qureshi (2017). *Managing the Tide: How Do Emerging Markets Respond to Capital Flows?*, IMF working Paper no. 17/69.
- Gourinchas P.O. and H. Rey (2005). “From World Banker to World Venture Capitalist: U.S. External Adjustment and the Exorbitant Privilege”, NBER Working Paper No. 11563.
- Harvey, J.T. (2009). *Currencies, Capital Flows and Crises: A Post Keynesian Analysis of Exchange Rate Determination*. London: Routledge.
- Hofmann, B. I Shim and H S Shin (2019). “Bond risk premia and the exchange rate”, BIS Working Papers, no 775, March.
- International Monetary Fund (IMF) (2012). “The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View”, 2012 ([www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf](http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf)).
- Isard P. (2005). *Globalization and the International Financial System – What’s Wrong and What Can Be Done?*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Kaltenbrunner A. (2015). “A Post Keynesian Framework of Exchange Rate Determination: A Minskyan Approach”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 38 (3), 426-448.
- Kaltenbrunner A. and J.P. Paineira, (2015). “Developing Countries’ Changing Nature of Financial Integration and New Forms of External Vulnerability: The Brazilian Experience”, *Cambridge Journal of Economics*, 39 (5): 1281-1306.
- Kearns, J. Andreas Schrimpf and Fan Dora Xia (2018). *Explaining Monetary Spillovers: The Matrix Reloaded*, BIS Working Paper no. 757, November.
- Keynes J.M. ([1919] ). *The Economic Consequences of the Peace*, . *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, ed. by D.E. Moggridge, London: Macmillan.
- Keynes, J.M. [1923]. *A Tact on Monetary Reform [1923]*, 1971. CW vol. 4.
- Keynes, J.M. [1930] *A Treatise on Money [1930a]*, 1971. CW vols 5 and 6.

- Keynes, J.M. ([1933] 1982). "National Self-Sufficiency, The New Statesman and Nation", CW, Band 21: 233-246.
- Keynes, J.M. ([1936] 1971). "The General Theory of Employment, Interest and Money", CW vol. 7.
- Keynes, J.M. ([1942] 1980). "Plan for an International Currency (or Clearing) Union, 25 Mar", CW Band 25: 108-139.
- McCauley R.N., P. McGuire and V. Sushko (2015). "Dollar Credit to Emerging Market Economies", BIS Quarterly Review, December: 27-41.
- Ocampo, J.A. (2001). International Asymmetries and the Design of the International Financial System." CEPAL Serie Temas de Coyuntura no. 15. Santiago de Chile: CEPAL, 2001.
- Rey, H. (2014) "Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence", in Global dimensions of unconventional monetary policy, proceedings of the Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole symposium, August.
- Rey, H. (2016), 'International channels of transmission of monetary policy and the Mundellian trilemma', IMF Economic Review 64(1), 6{35.
- Rodrik, D. (2008). "The Real Exchange Rate and Economic Growth." Brooking Papers on Economic Activity, 2008, 29, 365–412.
- Rodrik D. (2011) The Globalization Paradox: Democracy and the Future of the World Economy, New York and London: Norton.
- Roubini N. and B. Setser (2005). "Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005-2006", Mimeo, New York University.
- Sayers, R.S. (1986). The Bank of England 1891-1944. Cambridge: Cambridge University Press.
- Stiglitz, J.E. (2002). Globalization and its Discontents, Norton.
- Straumann, T. (1931). Debt, Crisis and the Rise of Hitler, Oxford: Oxford University Press.
- Summers L.H. (2006). "Reflections on Global Current Account Imbalances and Emerging Market Reserve Accumulation", L.K. Jha Memorial Lecture, Reserve Bank of India, March 24, Mumbai, India.
- Terzi, A. (2006). International financial instability in a world of currencies hierarchy, pp. 3–22, in Rochon, L.-P. and Rossi, S. (eds), Monetary and Exchange Rate Systems: A Global View of Financial Crises, Cheltenham, Edward Elgar.
- Tooze, A. (2014). The Deluge. The Great War, America and the Remaking of the Global Order, 2016-1931, New York, Viking.
- Williamson, (1989). What Washington Means by Policy Reform, in: Williamson, John (ed.): Latin American Readjustment: How Much has Happened, Washington: Peterson Institute for International Economics.

## **Impressum**

**Publisher:** Hans-Böckler-Stiftung, Hans-Böckler-Straße 39, 40476 Düsseldorf, Germany

**Contact:** [fmm@boeckler.de](mailto:fmm@boeckler.de), [www.fmm-macro.net](http://www.fmm-macro.net)

FMM Working Paper is an online publication series available at:

[https://www.boeckler.de/imk\\_108537.htm](https://www.boeckler.de/imk_108537.htm)

**ISSN:** 2512-8655

The views expressed in this paper do not necessarily reflect those of the IMK or the Hans-Böckler-Foundation.

All rights reserved. Reproduction for educational and non-commercial purposes is permitted provided that the source is acknowledged.