

# Zentralbanken, (De-) Kommodifizierung und (De-) Globalisierung

*Benjamin Braun*

## *Einleitung*

Ihre herausgehobene Position innerhalb der Architektur moderner kapitalistischer Finanz- und Geldsysteme macht Zentralbanken aus polit-ökonomischer Perspektive zu besonders wichtigen Akteuren. Dies gilt insbesondere im Hinblick auf den wirtschaftspolitischen Spielraum einzelner Länder innerhalb einer globalisierten Wirtschaftsordnung. Eine Gesellschaft kann diesen Spielraum beträchtlich erweitern, wenn sie die Macht ihrer Zentralbank geschickt einsetzt. Anders als von Diskurs und Praxis der 1990er und 2000er Jahre suggeriert, gehen die Möglichkeiten dabei weit über die Frage der Preisstabilität hinaus. Als unhaltbar erscheint heute die in volkswirtschaftlichen Lehrbüchern vermittelte Idee, dass es sich bei der Geldpolitik um einen Anwendungsfall des sogenannten „Tinbergen Prinzips“ handle – Zentralbanken seien auf ein einziges Instrument, und somit auf die Verfolgung eines einzigen Ziels beschränkt. Stattdessen verfügen moderne Zentralbanken, ähnlich einem Schweizer Taschenmesser, über ein vielseitig anwendbares Instrumentarium (Braun und Downey 2020). Dieses reicht von kurzfristigen oder langfristigen Krediten an private Finanzinstitutionen, über Wertpapierankäufe, Helikoptergeld und Währungsmarktinterventionen, bis hin zur Finanzmarktaufsicht und zur internationalen Diplomatie.

Welche Instrumente zur Anwendung kommen, und welche Ziele durch ihren Einsatz verfolgt werden – dies entscheidet erst das politisch gesetzte Mandat der Zentralbank. Für die hier im Vordergrund stehende Fragestellung bedeutet die vielseitige Einsetzbarkeit von Zentralbanken, dass ihre Beziehung mit der (De)globalisierung nicht vordeterminiert ist. Vielmehr variiert diese Beziehung in Abhängigkeit vom „makrofinanziellen Regime“, das die Interaktionen zwischen Marktakteuren sowie geld- und fiskalpolitischen Autoritäten strukturiert (Braun 2021; Dutta u. a. 2020; Gabor 2020). Anders als die bisher stets als „globalizers“ handelnden internationalen Organisationen – insbesondere der Internationale Währungsfonds und die Weltbank (Kentikelenis und Babb 2019; Woods 2006) –

„können“ Zentralbanken auch Deglobalisierung. Die Frage nach der Beziehung zwischen Zentralbank und (De)globalisierung erfordert deshalb eine historische Herangehensweise.

Der vorliegende Beitrag diskutiert die Beziehung zwischen Zentralbanken und (De)globalisierung in zwei Abschnitten. Der historischen Chronologie folgend, behandelt der erste Abschnitt die Rollen, die Zentralbanken unter vergangenen makrofinanziellen Regimen gespielt haben: unter dem internationalen Goldstandard (die „erste“ finanzielle Globalisierung), unter dem „eingebetteten Liberalismus“ der Nachkriegsjahrzehnte, sowie im Kontext der „zweiten“ finanziellen Globalisierung ab den 1970er Jahren. Der zweite Abschnitt konzentriert sich dann auch auf die Rolle, welche die Europäische Zentralbank (EZB) seit 1999 für die (De)globalisierung der Eurozone gespielt hat. Der Beitrag rezipiert durchgehend die in den vergangenen Jahren stark angewachsene Literatur zur (internationalen) politischen Ökonomie des Zentralbankwesens, wobei der zweite Abschnitt in erster Linie auf den Forschungsarbeiten des Autors beruht.

### *Globalisierung und Deglobalisierung: Zentralbanken können beides*

Die Frage nach dem Zusammenhang zwischen Zentralbanken und (De)globalisierung führt unmittelbar zu einer Folgefrage: Welche (De)globalisierung? Zentralbanken waren sowohl für die erste als auch für die zweite Globalisierung von besonderer Bedeutung. Unter dem internationalen Goldstandard – die Institution, die in Karl Polanyis Analyse die Kommodifizierung des Geldes perfektionierte (Polanyi 1944) – spielten Zentralbanken eine ambivalentere Rolle als oftmals angenommen. So garantierten sie zwar fixe Wechselkurse bei gleichzeitiger Kapitalbewegungsfreiheit, was die Anpassungslast bei wirtschaftlichen Verwerfungen auf den Arbeitsmarkt verschob, insbesondere in Ländern in der Peripherie des internationalen Währungs- und Finanzsystems. Gleichzeitig versuchten Zentralbanken jedoch, die Auswirkungen solcher Verwerfungen auf die Konjunktur im Inland abzufedern, indem sie etwa Währungsreserven aufbauten und Kapitalflüsse sterilisierten (Bazot, Monnet, und Morys 2019; Simmons 1994). Für Polanyi war diese schützende Rolle der Zentralbanken entscheidend – er betrachtete sie als „a device developed for the purpose of offering protection without which the market would have destroyed its own children“ (Polanyi, 2001: 201). Zum gleichen Schluss kamen jüngst Bazot, Monnet und Morys (2019: 3), deren Untersuchung der Periode des klassischen internationalen Goldstandards zufolge die Bilanzen der

Zentralbanken einen „Puffer“ zwischen der inländischen Wirtschaft und dem globalen Finanzzyklus bildeten.

Diese Ambivalenz ist emblematisch für die Rolle, die Zentralbanken am Schnittpunkt zwischen dem internationalen Währungsregime und der inländischen Volkswirtschaft spielen. Einerseits delegieren Regierungen Macht an Zentralbanken, damit diese nach Außen signalisieren können, dass die „rules of the game“ des internationalen monetären Regimes eingehalten werden. Gleichzeitig jedoch verschafft gerade diese Delegation den einzelnen Staaten zusätzlichen Spielraum. Indem Zentralbanken sich international koordinieren und Vertrauensbeziehungen bilden, ergibt sich die Möglichkeit, die „rules of the game“ im Lichte der jeweiligen Umstände zu interpretieren und sie bei Bedarf sogar temporär zu missachten, mit dem wechselseitigen Verständnis, dass das Grundprinzip der Golddeckung selbst nicht in Gefahr sei (Borio, Toniolo, und Clement 2011). Dieses Vertrauen ist fragil und keineswegs eine Konstante in den internationalen monetären Beziehungen. Nach der Wiederbelebung des internationalen Goldstandards nach dem ersten Weltkrieg waren die „rules of the game“ zunehmend umstritten, und die Zentralbanken konnten zwischenstaatliches Misstrauen nicht mehr ausräumen (Morrison 2021; Simmons 1994).

Indem sie die Weltwirtschaft auf einen „financially underdeveloped state“ reduzierten (Mehrling 2015: 313), schufen die Weltwirtschaftskrise und der zweite Weltkrieg die Voraussetzungen für eine bisher einmalige Phase in der Beziehung zwischen Zentralbanken und Deglobalisierung. Dieses internationale Regime des „eingebetteten Liberalismus“ kombinierte ein offenes internationales Handelssystem mit strengen Kapitalverkehrskontrollen (Ruggie 1982). Das Regime war darauf ausgerichtet, Handelsglobalisierung mit einer aktiven staatlichen Steuerung der Volkswirtschaft vereinbar zu machen – durch (keynesianische) Konjunkturpolitik, Industriepolitik, und sogar durch zentralplanerische Methoden (Helleiner 2019; Mudge 2018). Zentralbanken waren ihren Regierungen untergeordnet und spielten eine entscheidende Rolle in der Kreditpolitik, durch die staatliche Akteure das Volumen und die Richtung der Kreditvergabe industriepolitisch steuerten (Johnson 1982; Monnet 2018). Gleichzeitig waren die Zentralbanken auch in dieser Phase wieder in die internationale Kooperation eingebunden, die das Bretton Woods System fixer, jedoch anpassbarer, Wechselkurse ermöglichte. Kurz, Zentralbanken trugen durch ihre Beteiligung an nationalen industriepolitischen Strategien sowie durch ihre Kooperation mit anderen Zentralbanken zur Stabilisierung eines auf Handelsglobalisierung ausgerichteten Regimes bei. Die auf finanzielle Deglobalisierung ausgerichtete, strikte Regulierung nationaler Finanzmärkte und internationaler Finanztransaktionen war ebenfalls Teil ihrer Funktion.

Ab den 1960er Jahren wurden diese Regulierungen schrittweise ausgehöhlt – insbesondere durch das rasche Wachstum des 1957 in Großbritannien erfundenen Eurodollarmarktes. Neben den Regierungen der USA, Großbritanniens, sowie der kontinentaleuropäischen Länder spielten dabei auch die Zentralbanken eine wichtige Rolle. Dies gilt für die Bank of England, die den Eurodollarmarkt zunächst nicht nur nicht regulierte, sondern sogar aktiv unterstützte (Burn 2006); und es gilt für die Zentralbanken der G-10 Länder, die sich ab 1971 regelmäßig im „Standing Committee on the Euro-currency Market“ bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich in Basel mit dem Thema beschäftigten (Braun, Krampf, und Murau 2021). Dort verständigten sie sich während der Ölkrise darauf, dem Eurodollarmarkt die Intermediation der Dollar-Überschüsse der Erdöl-exportierenden Länder zu überlassen. Sollten Banken – etwa aufgrund ihrer Kreditvergabe an Erdöl-importierende Länder in Südamerika – in Schwierigkeiten geraten, konnten sie, so die Absprache in Basel, mit der „lender of last resort“ Unterstützung ihrer jeweiligen nationalen Zentralbanken rechnen. Diese historische Episode deutet auf den institutionellen Voraussetzungsreichtum finanzieller Globalisierung hin: Negative Integration – der Abbau regulatorischer Hindernisse – allein reicht nicht notwendigerweise aus, um grenzüberschreitende Kapitalflüsse im großen Stil in Gang zu setzen. Stattdessen bedarf es des Aufbaus einer internationalen institutionellen Infrastruktur, die zumindest in rudimentärer Weise die institutionelle Infrastruktur im Inland repliziert, insbesondere im Hinblick auf die „lender of last resort“ Funktion. Zu dieser positiven Integration auf der internationalen Ebene leisteten die G-10 Zentralbanken in den 1970er Jahren einen wichtigen Beitrag (Braun, Krampf, und Murau 2021). Diese Interventionen ebneten zudem den Weg für die Liquiditätsversorgung über sogenannte „swap lines“, die im Zuge der Finanzkrise von 2008 das Rückgrat der Rettung des globalen Finanzsystems bildeten (Tooze 2018; Sahasrabudde 2019).

Ab den 1990er Jahren gewann die Rolle der Zentralbanken als Wegbereiterinnen der finanziellen Globalisierung auch eine geldpolitische Dimension. In der Folge der Stagflationserfahrung der 1970er Jahre und der Disinflationspolitik der Federal Reserve unter Paul Volcker formierte sich ein neuer geldpolitischer Konsens: Das Ziel der Geldpolitik sollte die Preisstabilität sein; das institutionelle Arrangement die Zentralbankunabhängigkeit; und das geldpolitische Instrument der kurzfristige Zinssatz am Interbankenmarkt. Diese „holy trinity“ (Braun und Downey 2020) erfüllte gleich mehrere für die finanzielle Globalisierung wichtige Funktionen. Aus Sicht der G-10 Staaten versprach die „holy trinity“ das fundamentale Problem der internationalen Währungsordnung nach dem Ende des Bret-

ton Woods Systems zu lösen: Die Abwesenheit eines sogenannten „nominalen Ankers“ für das System nationaler Währungen und Wechselkurse. Die „holy trinity“ versprach eine Währungsordnung, in der die Unabhängigkeit der auf ein striktes Preisstabilitätsziel verpflichteten Zentralbanken die Ankerrolle des zuvor an den Goldpreis gebundenen US-Dollar übernehmen konnte (Krampf 2019). Gleichzeitig verbreitete sich die Institution der Zentralbankunabhängigkeit unter dem Einfluss des „Washington Consensus“ seit den 1990er Jahren auch verstärkt in Schwellenländern, wo sie dazu diente, Regierungen zu disziplinieren und Portfoliokapital und Direktinvestitionen aus dem Ausland anzuziehen (Madariaga 2020; Maxfield 1998).

Die bisherigen Betrachtungen bezogen sich auf die Position und Rolle von Zentralbanken im Allgemeinen, und innerhalb verschiedener makrofinanzialer Regime. Im Folgenden greift der Beitrag eine bestimmte Zentralbank – die EZB – und ein bestimmtes Regime – die Eurozone – heraus. Dies erlaubt es einerseits, die Frage des Zusammenhangs zwischen Zentralbanken und (De)globalisierung in höherer Auflösung zu betrachten. Andererseits bedeutet die Verengung der Perspektive, dass die im Folgenden getroffenen Aussagen nur für die im internationalen Vergleich einzigartige Euro-Konfiguration gelten.

### *Die Europäische Zentralbank als Strukturreformerin*

Die ab den 1980er Jahren rasch voranschreitende Globalisierung stellte die Europäische Union und ihre Mitgliedsstaaten vor beträchtliche Herausforderungen. Es war keineswegs klar, welches Finanzmarktregulierungsregime und welches Währungsregime am besten geeignet waren, um eine möglichst reibungslose Eingliederung in das neue globale Finanzsystem zu ermöglichen (Lütz 2002; Schirm 2002; Jabko 2006). Wenngleich die deutsch-französischen Beziehungen den unmittelbaren Auslöser für den Maastrichter Vertrag lieferten, so war es vor allem die Integration der europäischen Finanzmärkte, die Druck auf das bestehende Europäische Währungssystem ausübte:

„The renewed debate on a European central bank reopens questions of whether current monetary institutions will be obsolete and incapable of functioning in the face of the seemingly unstoppable trend towards market integration, and of the viability of new institutional arrangements among central banks.“ (De Cecco und Giovannini 1989: 1)

So stellte sich die Lage um 1990 herum für historisch versierte Beobachter\*innen des europäischen monetären Integrationsprozesses dar: Das Europäische Währungssystem mit seinen fixen aber anpassbaren Wechselkursen beruhte – wie auch sein globaler Vorgänger, das Bretton Woods System – auf Kapitalmobilitätsbeschränkungen (Höpner und Spielau 2018). Als diese fielen, sahen die meisten Beobachter\*innen nur zwei realistische Optionen – nationale Währungen mit frei fluktuierenden Wechselkursen, oder aber eine gemeinsame Währung mit einer gemeinsamen Zentralbank.

Dabei stand die EZB von Beginn an vor der großen Herausforderung, dass die Eurozone in ihren wirtschaftlichen Strukturen und Institutionen kaum für eine gemeinsame Währung und einheitliche Geldpolitik gewappnet war. Die bisherige Geschichte der EZB lässt sich deshalb als eine fortlaufende Kampagne lesen, die Eurozone gleichzeitig geldpolitisch zu regieren und überhaupt erst geldpolitisch regierbar zu machen. Die Leitlinie für ihr Handeln war niemals allein die Maximierung von Regierbarkeit, sondern oftmals der kleinste gemeinsame Nenner unter verschiedenen, den Denk- und Handlungsspielraum der EZB beschränken den Einflüssen – vorherrschende Ideen, die Grenzen ihres Mandats, und die Notwendigkeit, ein Mindestmaß an Legitimität zu wahren (Ferrara 2020; Heldt und Mueller 2021; Macchiarelli u. a. 2020; Moschella, Pinto, und Martocchia Diodati 2020; Schmidt 2020; van 't Klooster 2021). Das vielleicht bedeutendste Beispiel ist die Entscheidung, die Qualität von Staatsanleihen – welche Banken in ihren Offenmarktgeschäften mit der EZB als Sicherheiten hinterlegen müssen – von privaten Ratingagenturen bestimmen zu lassen. Kombiniert mit dem marktbasierten Regime der EZB zur Implementierung ihrer Geldpolitik stand diese Praxis im Zentrum der europäischen Staatsschuldenkrise (Gabor und Ban 2016; van 't Klooster 2022). Auch mangelte es der EZB an Handhabe über die für die makroökonomische Steuerbarkeit so wichtige Fiskalpolitik (Diessner und Lisi 2019). Stattdessen konzentrierte sich die EZB auf zwei weitere, für die Geldpolitik entscheidenden institutionellen Bereiche – den Arbeitsmarkt und das Finanzsystem.

### *Strukturenreformen im Arbeitsmarkt*

Der Vertrag von Maastricht delegierte die Geldpolitik an eine unabhängige, supranationale Zentralbank. Weil aber die anderen makroökonomischen Steuerungsinstrumente – insbesondere die Fiskal- und die Lohnpolitik – weitgehend unter nationaler Kontrolle blieben, stand die EZB vor

einem Koordinationsproblem. Sie verfügte über keinerlei Mittel, Lohnentwicklungen in den Euroländern davon abzuhalten, auseinanderzulaufen. Eine überdurchschnittliche Lohnentwicklung in einem Land würde dort zu einem Verlust an Wettbewerbsfähigkeit und somit früher oder später zu erhöhter Arbeitslosigkeit führen. Ohne weitere institutionelle Eingriffe schien ein solches Szenario sehr wahrscheinlich – zu unterschiedlich waren die Arbeitsmarktinstitutionen auf der nationalen Ebene (Höpner und Schäfer 2012; Nölke 2016). Zeitgenössische Geldpolitiker\*innen und Ökonom\*innen waren sich dieser Problematik klar bewusst.

Die Eurozone litt also unter einem Koordinationsproblem zwischen supranationaler Geldpolitik und nationaler Lohnsetzung (Klein 2020). Welche institutionellen Eingriffe hätten dieses Koordinationsproblem lösen können? Hier gab es eine klare Alternative zwischen einer politischen und einer marktbasierter Lösung des Koordinationsproblems (Braun et al. 2022: 6). Die meisten Gewerkschaften bevorzugten die politische Lösung – eine gesamteuropäische Koordinierung der Lohn- und Sozialpolitik. In der frühen Diskussion um die Währungsunion wurde diese Strategie als selbstverständlich betrachtet – Währungsunion und grenzüberschreitende Koordinierung von Lohn- und Tarifpolitik als zwei Seiten einer Medaille. Die Gewerkschaften, die negative Auswirkungen der Währungsunion auf die Beschäftigung befürchteten, hofften, durch ex-ante-Koordinierung mit dem ECOFIN-Rat und der EZB einen beschäftigungsfreundlichen makroökonomischen Policy-Mix zu erreichen. In Deutschland fanden die Gewerkschaften Unterstützung in Oskar Lafontaines Finanzministerium, und die Bundesregierung schlug im Rahmen ihrer Ratspräsidentschaft einen „Europäischen Beschäftigungspakt“ vor. Ein Kernelement des Vorschlags war die Idee eines „Makroökonomischen Dialogs“. Der Vorschlag verfolgte ausdrücklich die Absicht, „die Sozialpartner dazu zu bringen, ihre Lohnabschlüsse mit der Geld- und Fiskalpolitik abzustimmen und zu koordinieren“ (Collignon 2009: 463). Beim Ratstreffen in Köln im Juni 1999 wurde eine abgeschwächte Version dieses Vorschlags unterzeichnet, die allerdings den Makroökonomischen Dialog etablierte. Dieser sollte die Bedingungen schaffen „für einen kooperativen, auf Wachstum und Beschäftigung ausgerichteten makroökonomischen Policy-Mix bei gleichzeitiger Wahrung der Preisstabilität“ (European Council 1999).

Die EZB war in der Frage ihrer Beteiligung am Makroökonomischen Dialog intern gespalten. Einige Direktoriumsmitglieder hatten Sympathie für eine proaktive ex-ante-Koordinierung zwischen Geld-, Fiskal, und Lohnpolitik. Am Ende überwogen jedoch die Bedenken hinsichtlich der Unabhängigkeit der EZB. Bei seinem ersten offiziellen Auftritt vor dem Europäischen Parlament verkündete Präsident Duisenberg, dass der Dia-

log „klar von allen Versuchen einer *ex-ante-Koordinierung* der Politik unterschieden werden sollte“. Der „beste Beitrag, den die Geldpolitik zur Förderung des Beschäftigungswachstums und zum Abbau der Arbeitslosigkeit leisten“ könne, so Duisenberg, bestehe in der Gewährleistung von Preisstabilität (Duisenberg 1999). Kurz, der Versuch einer ambitionierten europäischen Koordinierung in der Geld-, Fiskal, und Lohnpolitik scheiterte maßgeblich am Veto der EZB.

In der Folge war die marktbasierende Lösung die einzige verbleibende Alternative. Hier bestand die Strategie darin, die institutionellen Differenzen auf der nationalen Ebene zu eliminieren, und zwar durch die Deregulierung nationaler Arbeitsmärkte und Sozialsysteme – mit anderen Worten, durch die Implementierung von strukturellen Reformen. Auf ihrer Website definierte die EZB diese als „measures that change the fabric of an economy, the institutional and regulatory framework in which businesses and people operate“ (ECB, 2017). Tatsächlich betrachteten die Präsidenten Duisenberg und Trichet den Euro als einen „Katalysator für Strukturreformen“ – durch die Erhöhung des Wettbewerbs- und damit des Reformdrucks, sollte die Währungsunion dabei helfen, politische Widerstände gegen Strukturreformen in den Mitgliedsstaaten zu überwinden. Dabei war die EZB jedoch nicht bereit, sich allein auf den durch die Währungsunion beförderten Wettbewerb zwischen den Mitgliedsstaaten zu verlassen. Stattdessen versprach Duisenberg unmissverständlich, dass die Zentralbank „die Regierungen zur Durchführung notwendiger Strukturreformen überreden“ werde (Braun et al. 2022: 23). Trichet und später auch Mario Draghi, zusammen mit anderen Mitgliedern des EZB-Vorstands, wie etwa Jürgen Stark, blieben dieser Losung über die Jahre erstaunlich treu.

Konkret setzte sich die EZB für angebotsseitige Maßnahmen ein, die das Wachstums-, Beschäftigungs-, und Anpassungspotenzial der Volkswirtschaft steigern sollten. Wenngleich andere Institutionen – insbesondere die Europäische Kommission – ebenfalls für strukturelle Reformen eintraten (Crespy und Vanheuverzwijn 2019; Miró 2019), so spielte die EZB dennoch eine eigenständige und bedeutende Rolle. Die öffentlichen Reden ihrer Vorstandmitglieder mahnten in den ersten zehn Jahren nach 1999 unermüdlich zur Reduzierung der Lohnnebenkosten, zum Abbau der Arbeitslosenversicherung, und zur Liberalisierung und Dezentralisierung von kollektiven Lohnsetzungsregimen (Braun et al. 2022: 13–17). Trotz ihrer fehlenden Kompetenz in diesen Politikfeldern nutzte die EZB die ihr zur Verfügung stehenden Machtressourcen, um Strukturreformen in den Mitgliedsstaaten zu beschleunigen. Hierzu gehörten sowohl ihre auf Expertise beruhende diskursive Macht als auch ihre im Kontext der



Staatsschuldenkrise erworbene Macht, ihre unkonventionellen geldpolitischen Unterstützungsmaßnahmen an Bedingungen zu knüpfen. Dies geschah informell, wie etwa im Falle der berüchtigten Trichet Briefe an die Regierungschefs in Italien und Spanien, und formell im Kontext der makroökonomischen Anpassungsprogramme, welche die sogenannte Troika aus Europäischer Kommission, IWF und ECB mit den Mitgliedsstaaten schloss (Fontan 2018). Diese Programme enthielten Auflagen für strukturelle Reformen, die in Form und Inhalt den Kreditvereinbarungen („loan agreements“) glichen, die zuvor Schuldnerländer des IWF unterzeichnen mussten (Moury et al. 2021; Jacoby und Hopkin 2020; Lütz und Kranke 2014).

### *Strukturreformen im Finanzsystem*

Obwohl sie in den Kreditvereinbarungen des IWF meist im Zentrum der Auflagen stehen (Kentikelenis, Stubbs, und King 2016: 558), ist das Konzept von auf das Finanzsystem ausgerichteten Strukturreformen weniger bekannt. Dabei ist die institutionelle Ausgestaltung des Finanzsystems für die Eingliederung einer Volkswirtschaft in das globale Wirtschaftssystem von zentraler Bedeutung.

Anders als im Feld der Arbeitsmarktpolitik hat die EZB hier weitreichende Möglichkeiten, Institutionen und Praktiken unmittelbar zu beeinflussen. Tatsächlich lassen sich Zentralbanken als hybride Organisationen verstehen, die gleichzeitig dem Staat und dem Finanzmarkt angehören (Braun, Krampf, und Murau 2021; Hockett und Omarova 2015; Mehrling 2013). Wie andere Arme des Regierungsapparates sind sie mit gewissen staatlichen Privilegien ausgestattet – insbesondere das Monopol, Zentralbankgeld zu schöpfen, und die Kompetenz, Banken dazu zu verpflichten, Geldreserven zu halten. Doch diese Privilegien bilden lediglich die juristische Basis für die Handlungsfähigkeit der Zentralbanken. Anders als die übrigen Organe der Legislative, Exekutive und Judikative – agieren sie nicht nur durch gesetzliche oder administrative Akte, sondern vornehmlich durch Markttransaktionen. Zentralbanken handeln, indem sie handeln – mit Geld und mit Wertpapieren (Braun 2020; Braun und Gabor 2020).

Anders als die Fiskalpolitik sind die Finanztransaktionen der Zentralbank ein indirektes makroökonomisches Steuerungsinstrument. Zur *Implementierung* ihrer Geldpolitik muss die EZB den Geldmarktzins im Interbankenmarkt mit dem von ihr festgelegten Hauptrefinanzierungssatz in Einklang zu bringen. Hierzu griffen Zentralbanken bis in die 1980er

Jahre vor allem auf administrative Instrumente zurück, wie etwa Zins- oder Kreditkontrollen. Im Zuge der Liberalisierung der Finanzmärkte stellten die Zentralbanken auf eine marktbasiertere Implementierung der Geldpolitik um, insbesondere in Form sogenannter Repo-Transaktionen (Gabor 2016b; Wansleben 2020). Der Repo Markt ist ein Markt für besicherte Interbankkredite. Dabei erwirbt die Kreditgeberin – in diesem Fall die Zentralbank – Wertpapiere von Geschäftsbanken, die im Gegenzug Zentralbankgeld erhalten. Nach Ablauf einer zuvor festgelegten Frist kaufen die Banken diese Wertpapiere zu einem etwas höheren Preis zurück, wobei die Preisdifferenz dem Kreditzins entspricht. Zur *Transmission* dieses kurzfristigen Zinssignals auf langfristige Zinsraten und letztlich auf die makroökonomische Zielvariable des allgemeinen Preisniveaus, verlässt sich die EZB auf einen Transmissionsmechanismus, der die Anpassung der Erwartungshaltung einer Vielzahl von Marktakteuren voraussetzt und der überaus komplex und störanfällig ist (Braun 2015; Wansleben 2018; Wullweber 2021).

Der Bank-Charakter der EZB und die relative Schwäche ihres Steuerungsinstrumentariums stecken einen Rahmen ab, der es erlaubt, die scheinbar unübersichtliche Expansion ihrer Geldpolitik nachzuvollziehen und theoretisch einzuordnen. Insbesondere lässt sich zeigen, dass ein Regime der makroökonomischen Steuerung, das seine Zielvariablen nur über und durch Finanzmärkte ansteuern kann, den Akteuren in diesen Märkten „infrastrukturelle Macht“ überträgt (Braun 2020). Ähnlich dem Mechanismus der strukturellen Macht, die sich aus der Bedeutung des Finanzsektors für Wachstum und Beschäftigung ableitet (Woll 2014), stellt diese infrastrukturelle Macht geringe Anforderungen an die politische Koordination, oder gar Organisation, des Finanzsektors. Vielmehr agiert die Zentralbank als Verbündete des Finanzsektors, dessen Ausbreitung und Liquidität über die Reichweite und Effektivität ihres geldpolitischen Instrumentariums bestimmt.

Dieses Phänomen der infrastrukturellen Verquickung („entanglement“) und der daraus entspringenden Macht tritt ausgerechnet dort besonders deutlich hervor, wo private Finanzinstitutionen Instrumente emittieren, die traditionelle Bankeinlagen als Geldform ersetzen, obwohl sie nicht durch die Absicherung durch Staat und Zentralbank gedeckt sind – im sogenannten Schattenbankensystem (Murau 2017; Thiemann 2018). So setzte sich die EZB von Beginn an für den Ausbau – und später den Schutz – des europäischen Repo-Marktes ein. Ihr erklärtes Ziel, ein höheres Maß an Integration im Interbankenmarkt der Eurozone zu erreichen, war durch die erwarteten positiven Effekte für die Implementierung und Transmission ihrer Geldpolitik motiviert (Gabor und Ban 2016). Als größ-

te Marktteilnehmerin setzte sie wichtige Standards, die dabei halfen, den Repo-Markt zur zentralen Finanzierungsquelle des Bankensystems der Eurozone zu machen. Dies begünstigte nicht nur die intra-europäische Integration des Finanzsystems, sondern befeuerte auch seine Globalisierung. Die Möglichkeit, die eigenen Bilanzen durch Kreditaufnahme über den Repo-Markt zu vergrößern und zu internationalisieren, war die entscheidende Voraussetzung für die Beteiligung europäischer Banken an dem US-zentrierten Spekulationsboom, der die Finanzkrise von 2008 verursachte und mit ihr endete (Beck 2021; Hardie u. a. 2013; Hardie und Thompson 2021). Selbst als infolge der Finanzkrise die Forderung nach einer Finanztransaktionssteuer auf die politische Tagesordnung gelangte, widersetzte sich die EZB aktiv – mit dem Argument, dass eine solche Steuer die Liquidität im Repo-Markt verringern und damit die Implementierung und Transmission ihrer Geldpolitik erschweren würde (Braun 2020; Gabor 2016a).

Eine ähnliche beschützende Rolle spielte die EZB für den europäischen Verbriefungsmarkt. Bei der Verbriefung („securitization“) handelt es sich um eine Finanztechnik, bei der Banken eine Vielzahl von Einzelkrediten – vornehmlich Hypothekenkredite – zu einem Paket verschnüren und dann über den Verkauf festverzinslicher Wertpapiere an externe Investoren („asset-backed securities“) die Auslagerung dieses Pakets in ein von der Bank rechtlich separiertes Vehikel finanzieren. Der Verbriefungsmarkt stand im Zentrum der Subprime-Krise in den USA und erfuhr Mitte der 2000er Jahre auch in der Eurozone ein starkes Wachstum. Mit der Krise brach der europäische Verbriefungsmarkt ein und verlor gleichzeitig jegliche politische Unterstützung. Die Ausnahme war die EZB, die diesen Markt als wichtige Infrastruktur für die grenzüberschreitende Risikoteilung innerhalb des Finanzsektors sowie für die Transmission ihrer Geldpolitik betrachtete. Die von der EZB ergriffenen Unterstützungsmaßnahmen sowie ihre Begründungen sind im Detail bei Braun (2020) nachzulesen. An dieser Stelle sei lediglich festgehalten, dass der Diskurs der EZB zu den Vorzügen eines stärker marktbasiereten Finanzsystems unmittelbar nach der Finanzkrise begann und dem ab 2014 von der Juncker-Kommission vorangetriebenen Projekt einer Kapitalmarktunion den Weg bahnte (Braun und Hübner 2018; Hübner 2020). Als 2017 die marktfreundliche EU-Verordnung zur Schaffung eines „Rahmens für einfache, transparente und standardisierte Verbriefungen“ (STS) im Europäischen Parlament verabschiedet wurde, griff das Parlament damit die Sprache eines ehemaligen EZB Vorstands auf, der die Verbriefungsbranche bereits 2010 auf dem Weg „in Richtung Standardisierung, einfachere[r] Strukturen und bessere[r] Preistransparenz“ wähte (González-Páramo 2010).

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass das makrofinanzielle Regime der Eurozone den Mitgliedsstaaten gewisse Instrumente zur makroökonomischen Stabilisierung entzog (insbesondere die Fiskal- und Lohnpolitik) und gleichzeitig die EZB in eine Position versetzte, ihre begrenzten geldpolitischen Instrumente einzusetzen, um die daraus entstandenen Lücken in der makroökonomischen Steuerungsfähigkeit der Mitgliedsstaaten zu kompensieren. Ähnlich wie in vielen anderen Ländern, welche die Geldpolitik an unabhängige Zentralbanken delegierten, nahm diese Kompensation unweigerlich eine asymmetrische Form an (Aklin und Kern 2021). Während die Anpassungslasten überwiegend auf den Arbeitsmarkt fielen, eignete sich das Instrumentarium der EZB sehr gut, um den Finanzsektor zu stützen und zu stabilisieren. Das eindrucklichste Beispiel hierfür sind sicherlich die Ankaufprogramme für Staatsanleihen und andere Wertpapiere („quantitative easing“), von der EZB ab 2015 durchgeführt und im Zuge der Covid-19 Pandemie wiederbelebt und ausgeweitet. Trotz der Kritik an der „Niedrigzinspolitik“ – insbesondere aus dem deutschen Banken- und Versicherungssektor – stabilisierten diese unkonventionellen geldpolitischen Interventionen vor allem Finanzmärkte und Vermögenspreise, nicht den Arbeitsmarkt und die Beschäftigung.

Gleichzeitig gelang es den europäischen Institutionen nicht, das größte Ungleichgewicht innerhalb der Eurozone – nämlich den deutschen Außenhandelsüberschuss – abzubauen (Redeker und Walter 2020). Da sich ähnliches über die USA und über China sagen lässt, bestehen die makroökonomischen Ungleichgewichte, welche die globalen Handels- und Finanzbeziehungen bereits vor der Finanzkrise prägten, auch heute noch fort (Nölke, dieser Band).

### *Schlussbemerkung: Dekommodifizierung statt Deglobalisierung?*

Im Hinblick auf die Eurozone hat dieser Beitrag argumentiert, dass die Europäische Zentralbank einerseits selbst ein Kind der finanziellen Globalisierung war; dass aber gleichzeitig ihre eigene, implizite Aufgabe darin bestand, als Geburtshelferin einer Eurozone zu agieren, welche die institutionellen Voraussetzungen für eine Währungsunion auch tatsächlich erfüllte. Aufgrund ihrer relativen Ohnmacht in Fragen der Fiskalpolitik konzentrierten sich die strukturreformerischen Anstrengungen der EZB in erster Linie auf die beiden anderen, für die geldpolitische Steuerbarkeit unabhkömmlichen Bereiche des Arbeitsmarkts und des Finanzsystems. Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die EZB versuchte, die institutionellen Strukturen der Eurozone an die durch die Währungsunion

geschaffene Wirklichkeit eines paneuropäischen – und damit aus Sicht der einzelnen Mitgliedstaaten globalisierten – Währungs- und Finanzraums anzupassen. Ob durch Strukturreformen im Arbeitsmarkt oder im Finanzsystem – die diskursiven und materiellen Interventionen der EZB zielten darauf auf, nicht-marktliche Koordinationsformen zurückzudrängen und durch vermarktlichte Formen der Koordination zu ersetzen (Klein 2020). Polanyis *bonmot* vom geplanten *laissez-faire* ist deshalb überaus zutreffend, mit der EZB als planender Instanz (Braun, Di Carlo, und Diessner 2022).

Gleichzeitig jedoch war es Mario Draghi, der 2012 das Programm einführte („Open Monetary Transactions“), dessen bloße Ankündigung der akuten Phase der europäischen Staatsschuldenkrise ein abruptes Ende setzte. Wenig später folgten dann die Ankaufprogramme für Staatsanleihen und andere Wertpapiere. Im Hinblick auf die Frage nach der Beziehung zwischen Zentralbank und (De-)globalisierung sind diese unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen von besonderem Interesse. Denn einerseits stabilisierten diese marktbasierenden Maßnahmen der EZB – zumal im Konzert mit den übrigen großen Zentralbanken – das bestehende, liberalisierte globale Finanzsystem. In ihrer Wirkung sind diese Programme jedoch andererseits darauf ausgerichtet, staatliche und private Schuldner vor dem Druck eben dieses globalen Finanzsystems zu schützen, nämlich indem sie auch den langfristigen Zinssatz – und damit die Refinanzierungskosten dieser Schuldner – auf einem niedrigen Niveau festsetzen. Ungeachtet der die Ankaufprogramme betreffenden juristischen Fragen (Höpner 2021) lässt sich somit festhalten, dass die EZB seit 2012 darauf hingearbeitet hat, die teilweise von ihr selbst geschaffenen Zwänge zur marktbasierenden Koordination wieder abzuschwächen und dadurch insbesondere der Fiskalpolitik wieder mehr Gestaltungsspielraum zu gewähren, nicht zuletzt im Hinblick auf die für die Dekarbonisierung notwendigen öffentlichen Investitionen. Der im Zuge der Covid-19 Pandemie beschlossene, über die Emission europäischer Anleihen finanzierte, Rettungsfonds der Europäischen Kommission liefert einen deutlichen Hinweis auf die Möglichkeiten, die dieser Kurswechsel bereits geschaffen hat. Diese Dekommodifizierung des makroökonomischen Steuerungsregimes könnte eine Stärkung der staatlichen Handlungsfähigkeit bewirken. Bei der Beurteilung der Frage nach den Konsequenzen für die (De)globalisierung ist jedoch Vorsicht geboten, denn Alternativen müssen mitgedacht werden. Ein durch das Scheitern der genannten Initiativen bewirkter makroökonomischer Kontrollverlust etwa könnte in Protektionismus und Abschottung resultieren.

Literatur

- Aklin, Michaël/Kern Andreas (2021) The Side Effects of Central Bank Independence. *American Journal of Political Science*, 65(4), 971–987.
- Bazot, Guillaume/Monnet, Eric/Morys, Matthias (2019) Taming the Global Financial Cycle: Central Banks and the Sterilization of Capital Flows in the First Era of Globalization (1891-1913). CEPR Discussion Paper 13895.
- Beck, Mareike (2021) Extroverted financialization: how US finance shapes European banking. *Review of International Political Economy*, 1–23.
- Borio, Claudio/Toniolo, Gianni/Clement, Piet (2011) *The Past and Future of Central Bank Cooperation*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Braun, Benjamin (2015) Governing the future: The European Central Bank's expectation management during the Great Moderation. *Economy and Society* 44(3), 367–391.
- Braun, Benjamin (2020) Central banking and the infrastructural power of finance: The case of ECB support for repo and securitization markets. *Socio-Economic Review* 18(2), 395–418.
- Braun, Benjamin (2021) Central bank planning for public purpose. In: Fassin, Didier/ Fourcade, Marion: *Pandemic Exposures: Economy and Society in the Time of Coronavirus*. Chicago: HAU Books, 105–121
- Braun, Benjamin/Di Carlo, Donato/Diessner, Sebastian (2022) Planning laissez-faire: Supranational central banking and structural reforms. *Zeitschrift für Politikwissenschaft*.
- Braun, Benjamin/Di Carlo, Donato/Diessner, Sebastian/Düsterhöft, Maximilian. (2022) Between governability and legitimacy: The ECB and structural reforms. *SocArXiv pre-print*.
- Braun, Benjamin/Downey, Leah (2020) Against Amnesia: Re-Imagining Central Banking. *CEP Discussion Note 2020/1*.
- Braun, Benjamin/Gabor, Daniela (2020) Central bank, shadow banking, and infrastructural power. In: Mader, Philip/Mertens, Daniel/van der Zwan, Natascha: *The Routledge International Handbook of Financialization*. London: Routledge, 241–252
- Braun, Benjamin/ Hübner, Marina (2018) Fiscal fault, financial fix? Capital Markets Union and the quest for macroeconomic stabilization in the euro area. *Competition & Change* 22(2), 117–138.
- Braun, Benjamin/Krampf, Arie/Murau, Steffen (2021) Financial globalization as positive integration: monetary technocrats and the Eurodollar market in the 1970s. *Review of International Political Economy* 28(4), 794–819.
- Burn, Gary (2006) *The Re-Emergence of Global Finance*. Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Collignon, Stefan (2009) Wage developments in Euroland or: the Failure of the Macroeconomic Dialogue. Sant'Anna School of advanced Studies, Pisa/Centro Europa Ricerche, Roma.

- Crespy, Amandine/Vanheuverzwijn, Pierre (2019) What “Brussels” means by structural reforms: empty signifier or constructive ambiguity? *Comparative European Politics* 17(1), 92–111.
- De Cecco, Marcello/Giovannini, Alberto (1989) Does Europe need its own central bank? In: A European Central Bank?: perspectives on monetary unification after ten years of the EMS, 1–11. Cambridge University Press.
- Diessner, Sebastian/Lisi, Giulio (2019) Masters of the ‘masters of the universe’? Monetary, fiscal and financial dominance in the Eurozone. *Socio-Economic Review* 18(2), 315–335.
- Duisenberg, Willem F (1999) Presentation of the ECB’s Annual Report 1998 to the European Parliament. Oktober.
- Dutta, Sahil Jai/Kremers, Ruben/Pape, Fabian/Petry, Johannes (2020) Critical macro-finance: An introduction. *Finance and society* 6(1), 34–44.
- European Council (1999) Annex I - Resoution of the European Council on the European Employment Pact.
- Ferrara, Federico Maria (2020) The battle of ideas on the euro crisis: evidence from ECB inter-meeting speeches. *Journal of European Public Policy* 27(10), 1463–1486..
- Fontan, Clement (2018) Frankfurt’s double standard: the politics of the European Central Bank during the Eurozone crisis. *Cambridge Review of International Affairs* 31(2), 162–182.
- Gabor, Daniela (2016a) A step too far? The European Financial Transactions Tax on shadow banking. *Journal of European Public Policy* 23(6), 925–945.
- Gabor, Daniela (2016b) The (impossible) repo trinity: the political economy of repo markets. *Review of International Political Economy* 23(6), 967–1000.
- Gabor, Daniela (2020) Critical macro-finance: A theoretical lens. *Finance and Society* 6(1), 45–55.
- Gabor, Daniela/Cornel Ban (2016) Banking on bonds: The New Links Between States and Markets. *Journal of Common Market Studies* 54(3), 617–35.
- González-Páramo/Manuel, José (2010) Re-starting securitisation. Global ABS Conference, London, 16 June.
- Hardie, Iain/Howarth, David/Maxfield, Sylvia/Verdun, Amy (2013) Banks and the false dichotomy in the comparative political economy of finance. *World Politics* 65(4), 691–728.
- Hardie, Iain/Thompson, Helen (2021) Taking Europe seriously: European financialization and US monetary power. *Review of International Political Economy* 28(4), 775–793.
- Heldt, Eugénia C./Mueller, Toby (2021) The (self-)empowerment of the European Central Bank during the sovereign debt crisis. *Journal of European Integration*, 43(1), 83–98.
- Helleiner, Eric (2019) The life and times of embedded liberalism: legacies and innovations since Bretton Woods. *Review of International Political Economy*, 1–24.

- Hockett, Robert C./Omarova, Saule T. (2015) Public Actors in Private Markets: Toward a Developmental Finance State. *Washington University Law Review* 93, 103–175.
- Höpner, Martin (2021) Proportionality and Karlsruhe's Ultra Vires Verdict: Ways out of Constitutional Pluralism? MPIfG Discussion Paper 21/1.
- Höpner, Martin/Schäfer, Armin (2012) Integration among unequals: How the heterogeneity of European varieties of capitalism shapes the social and democratic potential of the EU.
- Höpner, Martin/Spielau, Alexander (2018) Better Than the Euro? The European Monetary System (1979–1998). *New Political Economy* 23(2), 160–173.
- Hübner, Marina (2020) *Wenn der Markt Regiert: Die Politische Ökonomie der Europäischen Kapitalmarktunion*. Frankfurt: Campus.
- Jabko, Nicolas (2006) *Playing the Market: A Political Strategy for Uniting Europe, 1985-2005*. Ithaca: Cornell University Press.
- Jacoby, Wade/Hopkin, Jonathan (2020) From lever to club? Conditionality in the European Union during the financial crisis. *Journal of European Public Policy* 27(8), 1157–1177.
- Johnson, Chalmers (1982) *MITI and the Japanese miracle: the growth of industrial policy, 1925-1975*. Stanford University Press.
- Kentikelenis, Alexander E./Babb, Sarah (2019) The Making of Neoliberal Globalization: Norm Substitution and the Politics of Clandestine Institutional Change. *American Journal of Sociology* 124(6), 1720–1762.
- Kentikelenis, Alexander E./Stubbs, Thomas H/King, Lawrence P. (2016) IMF conditionality and development policy space, 1985–2014. *Review of International Political Economy* 23(4), 543–582.
- Klein, Steven (2020) European Law and the Dilemmas of Democratic Capitalism. *Global Perspectives* 1(1), 133–178.
- Klooster, Jens van 't (2021) Technocratic Keynesianism: a paradigm shift without legislative change. *New Political Economy* 0(0), 1–17.
- Klooster, Jens van 't (2022) The politics of the ECB's market-based approach to government debt. *Socio-Economic Review*, März, mwac014.
- Krampf, Arie (2019) Monetary Power Reconsidered: The Struggle between the Bundesbank and the Fed over Monetary Leadership. *International Studies Quarterly* 63(4), 938–951.
- Lütz, Susanne (2002) *Der Staat und die Globalisierung von Finanzmärkten: regulative Politik in Deutschland, Großbritannien und den USA*. Campus Verlag.
- Lütz, Susanne/Kranke, Matthias (2014) The European rescue of the Washington Consensus? EU and IMF lending to Central and Eastern European countries. *Review of International Political Economy* 21(2), 310–338.
- Macchiarelli, Corrado/Monti, Mara/Wiesner, Claudia/Diessner, Sebastian (2020) *The European Central Bank Between the Financial Crisis and Populisms*. Berlin: Springer.



- Madariaga, Aldo (2020) *Neoliberal Resilience: Lessons in Democracy and Development from Latin America and Eastern Europe*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Maxfield, Sylvia (1998) *Gatekeepers of growth: the international political economy of central banking in developing countries*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Mehrling, Perry (2013) Essential hybridity: A money view of FX. *Journal of Comparative Economics* 41(2), 355–363.
- Mehrling, Perry (2015) Elasticity and Discipline in the Global Swap Network. *International Journal of Political Economy* 44(4), 311–324.
- Miró, Joan (2019) In the name of competitiveness: a discursive institutionalist analysis of the EU's approach to labour market structural reform, 2007–2016. *Socio-Economic Review*.
- Monnet, Eric (2018) *Controlling Credit: Central Banking and the Planned Economy in Postwar France, 1948-1973*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Morrison, James Ashley (2021) *England's Cross of Gold: Keynes, Churchill, and the Governance of Economic Beliefs*. Cornell University Press.
- Moschella, Manuela/Pinto, Luca/Diodati, Nicola Martocchia (2020) Let's speak more? How the ECB responds to public contestation. *Journal of European Public Policy* 27(3), 400–418.
- Moury, Catherine/Ladi, Stella/Cardoso, Daniel/Gago, Angie (2021) *Capitalising on constraint: Bailout politics in Eurozone countries*. Manchester University Press.
- Mudge, Stephanie L (2018) *Leftism reinvented: Western parties from socialism to neoliberalism*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Murau, Steffen (2017) Shadow Money and the Public Money Supply: The Impact of the 2007-9 Financial Crisis on the Monetary System. *Review of International Political Economy* 24(5), 802–838.
- Nölke, Andreas (2016) Economic causes of the Eurozone crisis: the analytical contribution of Comparative Capitalism. *Socio-Economic Review* 14(1), 141–161.
- Nölke, Andreas (2022) Nationale Kapitalismusmodelle und wirtschaftliche De-Globalisierung. In: Schirm, Stefan et al.: *De-Globalisierung? Forschungsstand und Perspektiven*, Baden-Baden: Nomos.
- Polanyi, Karl (1944) *The Great Transformation. The Political and Economic Origins of Our Time*. Boston, MA: Beacon Press.
- Redeker, Nils/Walter, Stefanie (2020) We'd rather pay than change the politics of German non-adjustment in the Eurozone crisis. *The Review of International Organizations* 15(3), 573–599.
- Sahasrabudde, Aditi (2019) Drawing the line: The politics of federal currency swaps in the global financial crisis. *Review of International Political Economy* 26(3), 461–489.
- Schirm, Stefan (2002) *Globalization and the new regionalism: global markets, domestic politics and regional cooperation*. Polity.
- Schmidt, Vivien A (2020) *Europe's crisis of legitimacy: Governing by rules and ruling by numbers in the eurozone*. Oxford: Oxford University Press.

- Simmons, Beth A (1994) *Who adjusts? Domestic sources of foreign economic policy during the interwar years*. Bd. 175. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Thiemann, Matthias (2018) *The Growth of Shadow Banking: A Comparative Institutional Analysis*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Tooze, Adam (2018) *Crashed: How a decade of financial crises changed the world*. New York: Penguin.
- Wansleben, Leon (2018) How expectations became governable: institutional change and the performative power of central banks. *Theory and Society* 47(6), 773–803.
- Wansleben, Leon (2020) Formal institution building in financialized capitalism: the case of repo markets. *Theory and Society* 49(2), 187–213.
- Woll, Cornelia (2014) *The Power of Inaction: Bank Bailouts in Comparison*. Ithaca: Cornell University Press.
- Woods, Ngaire (2006) The globalizers. In *The Globalizers*. Cornell University Press.
- Wullweber, Joscha (2021) *Zentralbankkapitalismus: Transformationen des globalen Finanzsystems in Krisenzeiten*. Suhrkamp Verlag.