Max Strietholt*

Unpolitisches Geld? – Über die mangelnde demokratische Verankerung von Zentralbanken

Eine stille Macht

Stellen wir uns einmal vor, es würde ein neues Ministerium geschaffen. Dieses Ministerium wäre mit einer enormen Machtfülle ausgestattet und gleich mit einer ganzen Reihe von äußerst wichtigen Aufgaben betraut. Nicht nur würde es die Bedingungen dafür schaffen, dass Millionen an Menschen (k) eine Arbeit finden, sondern auch, ob Milliardenbeträge entweder in die Förderung fossiler Energieträger oder aber in Erneuerbare Energien fließen. Es würde über die Mittel verfügen, die entscheiden, ob ein Staat die Herausforderung einer globalen Pandemie bestehen kann, könnte ihm aber ebenso Milliarden an Euro wieder wegnehmen. Es müsste dafür sorgen, dass das globale Finanzsystem nicht wie ein Kartenhaus in sich zusammenfällt, und hätte sogar das Vermögen, Staaten Pleite gehen zu lassen – oder aber sie vor der Pleite zu retten. Und das Wundersamste von allem: Es hätte hierbei unbegrenzt viel Geld zur Verfügung.Es braucht nicht viel Fantasie, um sich vorzustellen, dass die Besetzung eines solchen Superministeriums in einer Demokratie ein großes Politikum wäre. Die oder der leitende Minister*in wäre nach dem Bundeskanzler vermutlich die wichtigste Person im Staat – wichtiger noch als der Finanz- oder Außenminister. Die Besetzung wäre dementsprechend ein bestimmendes Thema des Wahlkampfs und der Koalitionsverhandlungen. Die Arbeit des Ministeriums würde höchstwahrscheinlich von Presse und Öffentlichkeit geradezu minutiös verfolgt.

Tatsächlich gibt es in westlichen Demokratien eine Institution, die diese wundersamen Eigenschaften vereint. Doch im Gegensatz zum restlichen Politikbetrieb verrichtet sie ihre Arbeit zumeist ganz im Stillen und abseits des Lärms, der demokratische Prozesse normalerweise umgibt. Die Institution, von der hier die Rede ist, ist die Zentralbank. Das mag zunächst überraschen: In den Augen der meisten Menschen handelt es sich bei Zentralbanken um rein technokratische Behörden, die sich um das scheinbar unpolitische Ziel der Preisstabilität kümmern und dabei scheinbar nicht viel mehr tun, als hin und wieder den Leitzins anzupassen.

Wie das Dogma der unpolitischen Geldpolitik entstand

Die starke Unabhängigkeit vom restlichen Politikbetrieb scheint für einen Großteil der Öffentlichkeit keinesfalls irritierend, sondern gilt geradezu als Voraussetzung dafür, dass Zentralbanken ihrer Arbeit uneingeschränkt nachkommen können: Politiker*innen, so eine alte Sorge, könnten versucht sein, sich der Druckerpresse der Notenbanken zu bedienen und hiermit Wahlgeschenke zu verteilen, was wiederum die Inflation anfeuern würde. Daher sei es besser, Zentralbanken unabhängig zu machen, damit sie sich auf ein glasklar formuliertes Ziel konzentrieren können: die Inflationsrate bei 2% zu halten.

Tatsächlich sind unabhängige Zentralbanken, deren Aufgaben vor allem auf das primäre Mandat der Preisstabilität begrenzt sind, historisch betrachtet hingegen ein relativ junges Phänomen. In ihrer langen Geschichte war Geldpolitik institutionell selten so stark vom Rest des politischen Systems isoliert, wie sie es heute ist. Auch haben Zentralbanken in der Regel nicht nur eine, sondern gleich eine ganze Reihe von Aufgaben wahrgenommen – nicht zuletzt die direkte oder indirekte Finanzierung von Staatsausgaben, insbesondere in Kriegszeiten.

* DOI: https://doi.org/10.25353/ubtr-a83b-e334-0447

Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.[1]

Das Paradigma der Unabhängigkeit entstand schließlich nach den Inflationserfahrungen der 1970er Jahre: Nach dem Ölpreisschock von 1973 rutschten die großen Industrienationen in die erste große Wirtschaftskrise seit dem 2. Weltkrieg. Die hieraus folgende Inflation war hartnäckiger als zunächst angenommen. Gewerkschaften setzten höhere Lohnforderungen durch, woraufhin Unternehmen die steigenden Kosten in Form höherer Preise an ihre Kunden weitergaben. Da die wenigen Zentralbanken, die damals unabhängig vom restlichen Politikbetrieb waren – allen voran die deutsche *Bundesbank* – vergleichsweise moderate Inflationszahlen vorzuweisen hatten, stellte man in der Folge weltweit auf das Modell der Zentralbankunabhängigkeit um.

Die neu gewonnene Unabhängigkeit warf freilich Legitimationsprobleme auf: In einer Demokratie ist die Besetzung wichtiger Ämter mehr oder weniger direkt durch Wahlen legitimiert, während Zentralbanker von nun an weitestgehend ungestört vom Rest des Politikbetriebs ihre Arbeit verrichten sollten. Dieses Problem sollte dadurch gelöst werden, dass ihre Ziele und Instrumente möglichst eng gehalten werden: Zentralbanken sollten sich ausschließlich um die Inflation kümmern und dabei den Leitzins als Hauptinstrument nutzen – ein Hammer und ein Nagel, nicht mehr, nicht weniger. Der Ermessensspielraum geldpolitischer Entscheidungen würde, so die Erwartung, dadurch minimal sein. Zentralbanken würden somit gar nicht erst in die Lage kommen, politische Entscheidungen treffen zu müssen.

Zentralbanken im 21. Jahrhundert: Alles, außer unpolitisch

Die vergleichsweise ruhigen Jahre der „great moderation"[2] schienen dem Modell der Unabhängigkeit zunächst recht zu geben. Empirisch ließ sich eine Korrelation von Zentralbankunabhängigkeit und Preisstabilität feststellen – auch wenn dieser Zusammenhang nach wie vor umstritten ist. Die

1 Redaktionell eingefügtes Bild; Quelle: 4kclips stock.adobe.com

2 Als „great moderation" wird allgemein die Periode ab Mitte der 1980er Jahre bis zur Finanzkrise 2007-2008 bezeichnet. In den großen Industrienationen waren diese Jahre von niedrigen Inflationsraten und makroökonomischer Stabilität gekennzeichnet, was wesentlich zur breiten Akzeptanz formal unabhängiger Zentralbanken beitrug.

„Heilige Dreifaltigkeit" der Geldpolitik – Unabhängigkeit als institutionelles Modell, Preisstabilität als Ziel und Leitzins als Hauptinstrument – schien sich als weltweiter geldpolitischer Konsens etabliert zu haben.[3] Von diesen ruhigen Zeiten ist man inzwischen allerdings weit entfernt. Zum einen sind die jüngeren Inflationsdynamiken, anders als noch in den 1970er Jahren, nicht mehr auf Lohn-Preis-Spiralen zurückzuführen, sondern vielmehr auf Angebotsschocks, die durch globale Krisen wie die Coronapandemie oder den Krieg in der Ukraine verursacht wurden. Es ist nicht unwahrscheinlich, dass der Klimawandel in Zukunft für ähnliche Angebotsschocks sorgen wird – etwa dann, wenn kritische Infrastruktur ausfällt oder Ernteausfälle Lebensmittelpreise in die Höhe treiben.

Mehr noch aber sind die wirtschaftlichen Bedingungen, unter denen Zentralbanken agieren, ungleich komplexer als zu den Zeiten, in denen das Paradigma ihrer Unabhängigkeit entstand. Die internationalen Finanzmärkte sind seit damals geradezu explodiert, erweisen sich aber hierbei nicht als die effizienten Risikomanager und Informationskanäle, als die sie einmal angedacht waren. Die Finanzmärkte – nicht zuletzt ein enorm gewachsener Schattenbanksektor[4] – sind vielmehr selbst zur systemischen Quelle von Instabilität geworden. Als *Kreditgeber der letzten Instanz* sind Zentralbanken hierbei die einzigen Akteure – „the only game in town" – die hierbei die Möglichkeiten haben, die Stabilität des Finanzsystems aufrechtzuerhalten. Die Sicherstellung der Stabilität erfolgt darüber hinaus vor allem über den Markt für Staatsschulden, dem somit eine zentrale Rolle im internationalen Finanzsystem zukommt.

Zwei Krisen zeigten hierbei maßgeblich, wie sehr die Welt auf dieses aktive Management von Zentralbanken angewiesen ist: die Finanz- und Eurokrise sowie die Covid-19 Pandemie. Die Europäische Zentralbank (EZB) ließ im Anschluss an die Finanzkrise zunächst zu, dass sich die Finanzkrise zur Staatsschuldenkrise ausweitete – die Finanzierung von Staaten war ihr schließlich auch explizit verboten, und die Bewertung von staatlicher Haushaltsdisziplin sollte Finanzmärkten vorbehalten sein. Erst als die EZB durch Draghis „whatever it takes" von diesen Grundsätzen abrückte, beruhigten sich die Märkte für Staatsschulen. Als die Finanzmärkte Anfang 2020 angesichts des sich ausbreitenden Coronavirus erneut in Panik gerieten, zögerten Zentralbanken dagegen nicht und griffen entschieden ein: Entgegen den alten Grundsätzen war diesmal von vornherein klar, dass diese Maßnahmen *auch* Staaten Handlungsspielräume geben sollten, um mit der Pandemie fertig zu werden. Wenngleich diese Maßnahmen von der breiteren Öffentlichkeit weitestgehend unbemerkt blieben, kann kaum unterschätzt werden, welche zentrale Bedeutung sie im Kampf gegen die Pandemie hatten. Die unkonventionellen Maßnahmen, die zur Bekämpfung beider Krisen ergriffen wurden, hatten allerdings enorme Nebeneffekte – zu nennen wären hier insbesondere steigende Vermögensungleichheit sowie die indirekte Subventionierung CO2-intensiver Industrien.[5]

Zurück zum Alten oder Flucht nach vorn?

Trotz dieser grundlegend neuen Rolle sind die engen Mandate und die institutionelle Unabhängigkeit von Zentralbanken bis heute unverändert geblieben. Auch wenn die Debatte nur teilweise in der Öffentlichkeit anzukommen scheint – im Grunde genommen besteht über verschiedene politische Lager ein Konsens dahingehend, dass es eine grundlegende Spannung zwischen moderner Geldpolitik und Demokratie gibt. Die Geldpolitik des 21. Jahrhunderts nimmt nicht mehr den Platz ein, en sie in den westlichen Demokratien in der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts einst zugewiesen bekam: den einer neutralen, vermeintlich unpolitischen Behörde.

---

3 Braun, B. & Downey, L. (2020): Against Amnesia: Re-Imagining Central Banking. Council on Economic Policies (CEP). Zürich. Online verfügbar unter https://www.cepweb.org/against-amnesia-re-imagining-central-banking/.

4 Als Schattenbanken werden eine Reihe von Finanzintermediären bezeichnet, die nicht im klassischen Bankgeschäft tätig sind. Eine allgemeingültige Definition gestaltet sich als schwierig, da die einzelnen Geschäftsmodelle sehr unterschiedlich ausfallen können. Entgegen dem Namen „Schattenbank" handelt es sich aber nicht um illegale Finanzakteure.

5 van 't Klooster, J. & Fontan, C. (2020): The Myth of Market Neutrality: A Comparative Study of the European Central Bank's and the Swiss National Bank's Corporate Security Purchases. In: New Political Economy 25 (6), S. 865–879. DOI: 10.1080/13563467.2019.1657077.

Uneinig ist man sich hingegen dahingehend, wie diese Spannung aufzulösen ist: Sollten wir die Geldpolitik zurück auf ihren alten Platz beordern oder weisen wir ihr einen neuen zu? Konservative Beobachter*innen plädieren in der Regel für die erste Option. Da Zentralbanken über keinerlei demokratische Input-Legitimation[6] verfügen, so das Argument, müssten ihre Aufgaben und Instrumente noch enger gefasst werden. Nur indem Geldpolitik wieder entpolitisiert wird, können wir nach dieser Sicht die Spannung zwischen Demokratie und Geldpolitik auflösen.

Allerdings ist fraglich, ob das ein durchführbares Vorhaben ist. Zum einen lässt sich durchaus bestreiten, dass Geldpolitik *überhaupt* unpolitisch sein kann: So sollen höhere Zinsen vor allem dadurch die Inflation bekämpfen, indem hierdurch bewusst Arbeitslosigkeit erzeugt wird, was wiederum Lohn-Preis-Spiralen vorbeugt.[7] Ein solches Unterfangen kann nur vor dem Hintergrund einer ökonomischen Theorie als unpolitisch gelten, die gelinde gesagt umstritten ist.[8] Inflation und ihre Bekämpfung sind immer auch ein Schauplatz von Verteilungskämpfen, bei denen verschiedene gesellschaftliche Gruppierungen um knappe Ressourcen kämpfen.

Doch selbst wenn wir der streitbaren These zustimmen, dass Geldpolitik jemals unpolitisch war, scheint viel dafür zu sprechen, dass sie es angesichts der ökonomischen Realitäten des 21. Jahrhunderts nicht länger sein kann. Zum einen ist die Natur der Inflationsdynamiken eine andere als noch zu der Zeit, in der das Paradigma der Unabhängigkeit entstand. Energieengpässe und vergleichbare Angebotsschocks lassen sich nicht durch übliche geldpolitische Mittel bewältigen, sondern benötigen darüber hinaus Eingriffe der Fiskalpolitik. Zum anderen ist das globale Finanzsystem in hohem Maße auf das aktive Management von Zentralbanken angewiesen. Der Politikökonom Joscha Wullweber spricht von „Laisser-faire on life support": Die vermeintlich freien Finanzmärkte könnten ohne das Sicherheitsnetz, das Zentralbanken für sie aufspannen, nicht länger funktionieren.[9] Die Nebeneffekte der hierbei erforderlichen Maßnahmen – etwa in Bezug auf Vermögensungleichheit oder die indirekte Subventionierung CO2-intensiver Industrien – lassen sich kaum ignorieren.

Vielversprechender scheint es daher, den Ort von Zentralbanken in einer Demokratie neu zu bestimmen: Geld- und fiskalpolitische Probleme können nicht vollends getrennt voneinander gelöst werden und müssen besser koordiniert werden. Denkbar wäre beispielsweise, dass die genauen Mandate, Instrumente und sonstigen Ziele der Geldpolitik regelmäßig von Parlamenten überprüft und angepasst werden müssten. Diese besitzen die demokratische Legitimation, um über Fragen der Verteilungsgerechtigkeit oder der grünen Transformation zu entscheiden.[10] Auch wäre es möglich, einen neuen parlamentarischen Körper zu schaffen, der Geld- und Fiskalpolitik koordiniert.[11] So oder so gilt: Das Verhältnis von Demokratie und Geldpolitik muss grundsätzlich neu bestimmt werden.

---

6 Input-Legitimation bezieht sich auf die Grundlage der Rückbindung an einen demokratisch geäußerten Willen der Wählerschaft bzw. der Gesellschaft.

7 Prominentestes Beispiel hierfür ist der berüchtigte „Volcker-Schock": Der damalige amerikanische Notenbankchef Paul Volcker hob die Zinssätze auf zeitweise über 20%, infolge der hohen Arbeitslosigkeit sowie der folgenden Rezession beruhigte sich auch die zuvor hartnäckige Inflation. Es muss allerdings betont werden, dass nicht nur der Volcker-Schock, sondern ebenso die Entmachtung der Gewerkschaften den Rückgang der Inflation erklären können, da hierdurch die Verhandlungsposition der Arbeitnehmer*innen in Tarifverhandlungen deutlich geschwächt wurde. Vgl. hierzu: Ratner, David; Sim, Jae (2022): Who Killed the Phillips Curve? A Murder Mystery. In: FEDS 2022 (028), S. 1–36. DOI: 10.17016/FEDS.2022.028.

8 Gemeint ist insbesondere die Theorie der „natürlichen" Arbeitslosenquote (NAIRU) sowie die monetaristische Annahme, dass Inflation ein rein monetäres Phänomen sei - Angebotsschocks also weitestgehend auszublenden seien.

9 Wullweber, J. (2020): Zentralbankkapitalismus. Die Struktur des Finanzsystems in Postkrisenzeiten. 1. Originalausgabe. Berlin: Suhrkamp (edition suhrkamp, 2747), S. 234).

10 Downey, L. (2021): Delegation in Democracy: A Temporal Analysis. In: Journal of Political Philosophy 29 (3), S. 305–329. DOI: 10.1111/jopp.12234.

11 Monnet, E. (2021): New central banking calls for a European Credit Council. CEPR. Online verfügbar unter https://cepr.org/voxeu/columns/new-central-banking-calls-european-credit-council [31.05.2024].