

Zusammenfassung der Dissertation zum Thema

Central bank agency and monetary governability in the euro area: Governing through money, trust, and expectations

University of Warwick & Université Libre de Bruxelles, September 2014

Autor: Benjamin Braun

Kernthese, Vorgehen und zentrale Erkenntnis der Arbeit

Mit einem minimalistischen Mandat gestartet, ist die Europäische Zentralbank (EZB) heute allgegenwärtig im Finanzsystem der Eurozone. Dabei ist die EZB kein Einzelfall – weltweit konnten Finanzmärkte nur durch die massive Ausdehnung der Zentralbanken stabilisiert werden. Während Ökonomen in erster Linie die Effektivität unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen untersuchen, richtet die vorliegende Dissertation den Fokus auf die polit-ökonomischen Ursachen und Folgen der Expansion der Zentralbanken.

Diese Frage verlangt nach einem strukturellen Ansatz. Die Dissertation entwickelt ihren analytischen Rahmen auf der Basis der Beobachtung, dass die Geldpolitik die Fiskalpolitik zwar als wichtigstes makroökonomisches Steuerungsinstrument abgelöst hat, im Vergleich mit dieser jedoch auf indirekte und fragile Wirkungskanäle angewiesen ist. Denn der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik – anders als derjenige der Fiskalpolitik – erreicht die Realwirtschaft allein über den „Umweg“ des Finanzsystems. Und je mehr der Geldpolitik abverlangt wird, desto weiter muss die EZB im Finanzsystem ausgreifen, um die gewünschten gesamtwirtschaftlichen Ergebnisse zu erzielen. Daraus ergibt sich die **Kernthese** der vorliegenden Arbeit: Damit sie überhaupt makroökonomische Steuerung betreiben kann, muss die EZB zunächst die institutionellen Voraussetzungen für die Wirksamkeit ihrer indirekten und fragilen geldpolitischen Instrumente schaffen.

Wie schafft die EZB diese Voraussetzungen? **Vorgehen:** Die Dissertation untersucht diese Frage, indem sie drei Bereiche unterscheidet, welche die Geldpolitik mit jeweils spezifischen Herausforderungen konfrontieren (im Titel: *Governing through money, trust and expectations*). Erstens erfordert die Steuerung des kurzfristigen Zinssatzes durch Kreditgeschäfte einen Interbankenmarkt, der transnational integriert ist und anspruchsvollen Effizienzkriterien genügt (*‘money’*). Zweitens bedarf die „Transmission“ dieses Zinssignals einer entsprechend synchronisierten makroökonomischen Erwartungsbildung bei Finanzinstitutionen, Unternehmen und Sozialpartnern (*‘expectations’*). Und wenngleich die Kommunikation mit Privathaushalten nicht die Form eines präzisen Erwartungsmanagements annimmt, so ist geldpolitische Steuerung drittens auf das Vertrauen der Haushalte in die Zentralbank und die Geldwertstabilität angewiesen (*‘trust’*).

Zwei einleitende Kapitel erarbeiten den theoretischen Rahmen für die Analyse. Darauf aufbauend untersuchen drei separate empirische Kapitel den Umgang der EZB mit den drei genannten Herausforderungen von der Einführung des Euro bis zum Beginn der Finanzkrise 2007/08. Ein abschließendes Kapitel untersucht das Zusammenbrechen der Voraussetzungen geldpolitischer Regierbarkeit im Zuge der Finanzkrise sowie die (bis heute andauernden) Versuche der EZB, diese Bedingungen wiederherzustellen.

Indem sie die wechselseitige Abhängigkeit von Finanzmärkten und Zentralbanken analysiert, liefert die Dissertation eine wichtige **Erkenntnis** für das Verständnis der Finanzialisierung des Kapitalismus: Die Ausdehnung der Zentralbanken stellt zwar das funktionale Gegenstück zur Ausdehnung instabiler Finanzmärkte dar. Die vorliegende Arbeit zeigt jedoch, dass die EZB darüber hinaus eine strategische Allianz mit Finanzmärkten bildete, ohne deren Beihilfe die EZB ihre eigenen Ziele nicht erreichen kann. Im Ergebnis fördert die EZB somit die institutionelle Verstetigung des in der polit-ökonomischen Literatur sehr kritisch betrachteten Trends der Finanzialisierung.

Mehrwert: Eine innovative polit-ökonomische Theorie des Zentralbankhandelns

Die umfangreiche politikwissenschaftliche Literatur zu Zentralbanken beruht allzu oft auf der Vorstellung, dass es sich bei einer Zentralbank lediglich um eine von vielen bürokratischen Organisationen des Regierungsapparates handelt. Als solche erstrebe sie die Ausweitung ihrer Einflussosphäre. Diese Perspektive versperrt jedoch den Blick auf politökonomische, strukturelle Aspekte des Zentralbankhandelns. Es gilt, die Zentralbank als *Bank* ernst zu nehmen.

10 Prozent Zentral, 90 Prozent Bank – die EZB handelt, indem sie handelt

Zentralbanken haben innerhalb des Institutionengefüges kapitalistischer Gesellschaften – demokratisch oder nicht – eine Sonderstellung. Wie andere Arme des Regierungsapparates sind sie mit gewissen staatlichen Privilegien ausgestattet. Gesetzlich zugesichert sind ihnen 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 Zentralbank. Sie handelt – anders als die übrigen Organe der Legislative, Exekutive und Judikative – nicht durch gesetzliche oder administrative Akte, sondern durch Markttransaktionen. Die EZB handelt, indem sie *handelt* – mit Geld und mit Wertpapieren. Die Vorstellung, dass ein freier Markt nur dort existieren kann, wo sich der Staat zurückzieht, gilt zu Recht als überholt. Auch Finanzmärkte können ohne den regelsetzenden und regulierenden Staat nicht existieren. Doch die Rolle der Zentralbank geht darüber hinaus. Sie agiert selbst als aktive Marktteilnehmerin – vor allem im Geldmarkt, aber auch im Kapital- und im Devisenmarkt. Mit anderen Worten, die EZB ist zwar die *Zentralbank*, bleibt aber im Kern eine *Bank*.

Der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik

Die makroökonomische Steuerungsfähigkeit der EZB beruht darauf, dass ihre Kreditoperationen im Interbankenmarkt auf die Volkswirtschaft insgesamt übertragen werden. Auf diesen Transmissionsmechanismus angewiesen zu sein, ist gleichzeitig die größte Schwäche der Zentralbank. Denn einen umständlicheren Weg, die gesamtwirtschaftliche Entwicklung zu beeinflussen, könnte man sich kaum vorstellen. Anders als die Fiskalpolitik sind die Kreditgeschäfte der Zentralbank im Interbankenmarkt ein indirektes und störanfälliges makroökonomisches Steuerungsinstrument. Der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik ist hochkomplex. Es ist ein langer Weg von dem von der EZB festgelegten Hauptrefinanzierungssatz über den kurzfristigen Interbankenzinssatz im Geldmarkt zu langfristigen Marktzinsen bis hin zum allgemeinen Preisniveau der Volkswirtschaft. Der Bank-Charakter der EZB und die relative Schwäche ihres Steuerungsinstrumentariums – diese beiden Konzepte stecken den genuin interdisziplinären Theorierahmen der Arbeit ab. Dieser erlaubt es, die scheinbar chaotische, in verschiedene Richtungen weisende Expansion des Zentralbankhandelns systematisch nachzuvollziehen und die politisch problematische gegenseitige Abhängigkeit von *big finance* und *big central banking* herauszuarbeiten.

Anmerkung zur Datenerhebung

Drei Arten von Daten wurden erhoben und ausgewertet: Erstens, die offizielle Dokumentation der EZB, einschließlich der Pressekonferenzen des Präsidenten und der Reden der Direktoriumsmitglieder. Zweitens, der Diskurs der monetären Ökonomik. Was zunächst wie eine sonderbare Verwendungsweise des Datenbegriffs klingen mag, ist eine unmittelbare methodologische Implikation des „performativen“ Verständnisses vom Zentralbankhandeln, das der Dissertation zugrunde liegt (siehe Kapitel 2). Drittens, ein Korpus von insgesamt 38 vom Autor geführten Interviews mit Zentralbankern sowie mit Geldpolitik-Experten im Privatsektor (v.a. im Finanzsektor, aber auch bei Gewerkschaften und Arbeitgeberorganisationen).