

# Zwischen unbegründeten Ängsten und berechtigten Sorgen

## Die Rationalität geldpolitischer Interventionen in die finanzwirtschaftliche Risikowahrnehmung

Malte Flachmeyer

*Beitrag zur Ad-hoc-Gruppe »Staatlichkeit als Dämpfer oder Treiber neuer finanzwirtschaftlicher Spannungen? Ein Thesen-Date«*

### Einleitung

In der Makroökonomie und der Politischen Ökonomie ist eine vielfältige Debatte um die strukturellen Notwendigkeiten, die politisch-institutionellen Determinanten und die ökonomischen (Verteilungs-)Effekte der „unkonventionellen“ Geldpolitik im Anschluss an die Globale Finanzkrise entstanden. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat während der akuten Phasen der Eurokrise (2010–2015) unter anderem mit drei Staatsanleiheankaufprogrammen bekanntlich auch medial für Aufsehen gesorgt. Im Sinne gewachsener öffentlicher Aufmerksamkeit und eines erhöhten Rechtfertigungsdrucks haben sich Zentralbanken als vormals vermeintlich unpolitische Institutionen während der letzten Dekade sicherlich „politisiert“.<sup>1</sup>

Doch obwohl sich die Darstellungszwänge der Geldpolitik von der Kommunikation mit Finanzmärkten auf eine breitere politische Öffentlichkeit ausweiteten (Asmussen 2012a), richtete die Forschung eher vereinzelt den Blick auf die Legitimationsanstrengungen der handelnden Akteure. Die bestehenden Arbeiten interessieren sich aus guten Gründen für die Präsentation des Steuerungszusammenhangs von Geldmengenregulierung und Inflation. Beispielsweise hebt Braun (2016) die Bedeutung des aus der Quantitativen Lockerung entstehenden Kommunikationsproblems im Zusammenhang mit „Geldvertrauen“ hervor. Denn dieses – so betonen auch geldsoziologische Arbeiten (Orléan 2009) – erzeugten Zentralbanken traditionell mittels der Vorstellung einer von ihnen selbst kontrollierbaren

---

<sup>1</sup> Nicht behandelt wird hier das Mitwirken der EZB bei der Verhandlung und Beaufsichtigung der europäischen Anpassungsprogramme („Troika“), mit dem sie sich dezidiert fiskal- und wirtschaftspolitisch unter zweifelhafter demokratischer Absicherung exponierte.

Knappheit des Geldes. Nun zeigten sie die Tendenz, ihren begrenzten Einfluss auf die Geldmenge offenzulegen.

Im vorliegenden Beitrag wird argumentiert, dass die EZB ihre Legitimationsstrategie während der Eurokrise vor allem in Auseinandersetzung mit zwei Aspekten entwickelte: Der (fraglichen) Effizienz von Finanzmärkten und der (fraglichen) geldpolitischen Einheit der Eurozone, gegenüber denen quantitative Zusammenhangsbehauptungen weiter an Bedeutung verloren.<sup>2</sup> Auf Basis diesbezüglicher Rationalitätsvorstellungen positionierte sich die Geldpolitik zwischen finanzwirtschaftlichen Spannungen und Staatlichkeit, indem sie die Richtigkeit und Nützlichkeit von Finanzmarktpreisen beurteilte. Hier ist die Kernmotivation dreier Staatsanleiheankaufprogramme verankert: die Erzeugung homogener geldpolitischer Bedingungen in der Eurozone. Im Folgenden werden zunächst die Begründungskontexte des Securities Markets Programme (SMP), der Outright Monetary Transactions (OMTs) und des Public Securities Purchase Programme (PSPP) skizziert und verglichen. Im Anschluss wird die Entwicklung der (zum Teil widerstreitenden) Rationalitätsvorstellungen des Eurosystems näher diskutiert.<sup>3</sup>

## Drei Staatsanleiheankaufprogramme – ein geldpolitisches Instrument?

### Legitimität und Rationalität

Die Legitimität der europäischen Geldpolitik wurde überwiegend mit Blick auf ihre Mandatskonformität und ihre wirtschafts- und europapolitische Angemessenheit verhandelt. Letztere scheint vielen eher wohlmeinenden Beobachter/-Innen in der Eurozone mit ihrem fortdauernden Mangel an gemeinsamen Fiskalkapazitäten – bei Aufgabe geldpolitischer Souveränität durch die einzelnen Mitgliedstaaten – in besonderer Weise gegebenen. Der Umstand, dass die Geldpolitik durch das „Poolen“ fiskalpolitischer Risiken und das Streben nach niedrigen Zinsen auch unvermeidbare Verteilungseffekte erzeugt, wird begrüßt oder als vorübergehender Nebeneffekt hingenommen. Demgegenüber wird der EZB mitunter auch eine gezielte transnationale Umverteilungspolitik zum Vorwurf gemacht, weil diese – demokratisch dafür nicht legitimiert – Marktprozesse aushebele (für eine Diskussion vgl. Sparsam, Flachmeyer 2020).

An dieser Stelle werden die Rechtfertigungen durch die Geldpolitiker/-Innen selbst betrachtet. Statt von „Legitimation“ oder „Legitimität“ zu sprechen, wird zu diesem Zweck auf ein soziologisches Verständnis von „Rationalität“ zurückgegriffen. Dieses betont zum einen stärker die situative oder diskursive Begründung beziehungsweise Nachvollziehbarkeit einer Entscheidungslogik, wengleich sich auch der politikwissenschaftliche und herrschaftssoziologische Legitimitätsbegriff in Richtung reflexiv-evaluativer Prozesse weiterentwickelt hat. Zum anderen kann hiermit dem in der Geldpolitik besonders bedeutsamen koordinativen Moment von Regierungshandeln besser Rechnung getragen werden. Die Kommunikation von Zentralbanken muss „performative“ Effekte haben, ohne die geldpolitische

---

<sup>2</sup> Im Rahmen der „Zwei-Säulen-Strategie“ richtete die EZB zwar ein besonderes Augenmerk auf die Entwicklung der Geldmengenaggregate, legte ihrer Geldpolitik jedoch nie die Behauptung eines mechanischen Zusammenhangs von Zentralbankgeldmenge, Publikumsgeldmenge und Preisentwicklung zugrunde. Zum Verbleib des quantitativ-theoretisch-monetaristischen Bundesbankerbes vor der Krise, siehe Spahn (2010).

<sup>3</sup> Die Einschätzungen basieren auf Reden, Pressebeiträgen und -konferenzen der EZB-Führung (Präsident und Chefökonom) sowie (anderer) französischer und deutscher Geldpolitiker/-Innen des Eurosystems.

Ziele gar nicht zu erreichen sind (Holmes 2016).<sup>4</sup> Rationalität zielt deshalb analytisch auf intersubjektive Verständigungsprozesse ab, die geteilte Begründungskontexte und somit Übereinstimmung über folgerichtiges Handeln erzeugen (Thévenot 2002; Kädtler 2009). Soziologisch betrachtet umfassen zudem Rationalitätsvorstellungen sowohl normative Urteile über wünschenswerte Handlungsziele und -strukturen als auch Kausalzuschreibungen, etwa mit Blick auf Zweck-Mittel-Relationen (Boudon 2009).

## Problemdefinitionen und Zielstellungen der Programme

### *SMP*

Das im Mai 2010 eingerichtete SMP sollte die Voraussetzungen für die Übertragung geldpolitischer Steuerungsimpulse wiederherstellen. Staatsanleihen besitzen demnach eine grundlegende Bedeutung für die Geldpolitik, weil sie konventionell als Referenzwert für die risikoärmsten Anlageklassen dienen. Werden sie mit ungewöhnlich hohen und volatilen Risikoprämien belegt, irritiert dies die gesamte Zinskonstellation über unterschiedliche Finanzmarktsegmente hinweg. In einem solchen Umfeld verlieren die von der Zentralbank administrierten Leitzinsen für die finanzwirtschaftliche Risikowahrnehmung an Bedeutung und damit an Wirkung.

Die Geldnutzer/-Innen sollte sich hiervon indes nicht tangiert fühlen. Mit Verweis auf das sogenannte geldpolitische Separationsprinzip zwischen Standard- und Sondermaßnahmen sowie auf die Wiederabschöpfung der Liquidität wurde der Markteingriff zu einer kurzfristig-zweckmäßigen Finanzmarktstabilisierungsmaßnahme erklärt, mit der – trotz der offensichtlich akkommodierenden, weil zinssenkenden Wirkung – *keine* langfristige geldpolitische Intention verfolgt würde (Trichet 2010a). Fiskalpolitisch wurden die Mitgliedstaaten aufgefordert, durch einen entschlossenen Sparkurs die Finanzmarktteilnehmer/-Innen ihren Willen zur Haushaltskonsolidierung zu demonstrieren. Für die Glaubwürdigkeit der Konsolidierungsmaßnahmen sollten die Regierungen bei der Gestaltung bilateraler Hilfsfonds das Prinzip der fiskalpolitischen Eigenverantwortung achten, in dem sie (den Eindruck von) Subventionen beziehungsweise Transferzahlungen vermeiden, also etwa von Empfängerländern marktäquivalente Zinssätze verlangen.

### *OMTs*

Die OMTs standen ab August/September 2012 als Notfallmechanismus zur Verfügung und zielten darauf ab, einen bestimmten Teil des Risikos beziehungsweise der Risikowahrnehmung „aus dem Finanzmarkt“ zunehmen, welcher wiederum die geldpolitische Transmission störe: „In our analysis, a main cause of disruptions in the transmission was unfounded fears about the future of the euro area“ (Draghi 2012a). Die Problemdefinition der EZB hatte zunächst einmal eine technisch-administrative Dimension: Die im Mitgliedstaatenvergleich höchst ungleichen Risikoprämien (auf Staatsanleihen wie auch auf Interbanken- und Konsumentenkredite) verursache eine „Fragmentierung“ der europäischen Finanzwirtschaft entlang nationaler Grenzen. Durch den „Home-Bias“ wirkten Maßnahmen wie Leitzinssenkungen und langfristige Refinanzierungsoperationen (LTRO) uneinheitlich, weshalb die notwendige Akkommodation ausgerechnet jene Mitgliedstaaten nicht erreiche, die diese am dringendsten benötigten. Die Feststellung der eigenen, geldpolitischen Zuständigkeit nahm jedoch zusätzlich eine qualitative, ursachenbezogene Dimension an: Die EZB-Führung nannte es geldpolitisch nicht ak-

---

<sup>4</sup> Leicht illustrieren lässt sich dies anhand der Inflationserwartungen, die sich über Preissetzungsaktivitäten der Wirtschaftsteilnehmer/-Innen auf das Preisstabilitätsziel auswirken. Ähnliches gilt für die Lohn- und sonstige staatliche Wettbewerbspolitik. Die Geldmengenentwicklung ist zudem vom Kreditangebot der Geschäftsbanken und (anderer) Finanzmarktakteure sowie nicht zuletzt von der Kreditnachfrage abhängig.

zeptabel, dass in den Risikoprämien „irrationale“ Austritts- oder Konvertibilitätsängste zum Ausdruck kämen, weil diese die „einheitliche Geldpolitik“ grundsätzlich infrage stellten (Asmussen 2012c).

Die EZB hielt zwar daran fest, die im Falle einer Aktivierung über das OMT eingespeiste Zentralbankgeldmenge wieder abzuschöpfen und erklärte das Programm auf dieser Grundlage für inflationsneutral. Es verfolgte jedoch eine über die Finanzmärkte hinausgehende Intention geldpolitischer Lockerung in Bezug auf die vorherrschenden Kreditbedingungen, die dann faktisch – ohne Ausschüttung von Liquidität (im quantitativen Sinne) – auch erreicht wurde. Deren etwaige Auswirkungen auf die Preisniveauentwicklung – die Inflationsrate lag zu diesem Zeitpunkt über dem Zielwert – blieb unbestimmt mit Verweis darauf, dass OMTs ja effektiv (noch) gar nicht getätigt worden seien. Im Verhältnis zur nationalen Fiskal- und Wirtschaftspolitik war zunehmend die Diagnose einer institutionellen Überforderung einzelner Mitgliedstaaten mit Kapitalmarktstabilisierung und Konjunkturmaßnahmen vorherrschend.

#### *PSPP*

Das PSPP diente Anfang 2015 nicht primär der Normalisierung der Staatsanleihemärkte. Die Eurokrise hatte sich aus Sicht der EZB zwischen 2012 und 2014 von der Staatsschuldenproblematik auf eine generelle ökonomische „Schlaffheit“ (*economic slack; weak economic climate*) verlagert. Diese drohe sich in Form niedriger Wachstums- und Inflationsraten zu verstetigen, was langfristig sozioökonomisch problematische Folgen haben und schließlich zu einer breiten politischen Unzufriedenheit führen kann, die unter Umständen auch wieder finanzwirtschaftliche Zweifel am Fortbestand des Euro heraufbeschwört. Staatsanleiheankäufe unterlagen deshalb nun einer Logik sogenannter Quantitativer Lockerungen. Auf technisch-administrativer Ebene bestand der Hebel nach wie vor in einer Wertstabilisierung von Staatsanleihen als Aktiva in den Bankbilanzen beziehungsweise Investorenportfolios. Von der resultierenden Senkung der Risikoprämien auch in anderen Finanzmarktsegmenten erhoffte man sich Anreize, realwirtschaftliche Investitionen zu tätigen. Mit verbilligter und gesicherter Liquiditätsversorgung übte man nun den ‚sanften Zwang‘ der Opportunitätskosten aus: Stabile Wertpapiere wie Staatsanleihen sollten den Finanzmarktakteuren möglichst wenig Rendite bescheren.

Entscheidend für die EZB-Führung war nun, diesen Schritt in den Kontext einer längerfristig in Aussicht gestellten Strategie der permanenten Akkommodationsbereitschaft zu stellen, um die Geldnutzer/-Innen von der Selbstbindung der Zentralbank an ihr Inflationsziel zu überzeugen. Zu diesem Zweck ließ sie das Publikum wissen, dass sie nur insoweit Rücksicht auf verteilungs- und fiskalpolitische Nebeneffekte ihres Handelns nehmen könne, wie es sie nicht bei der Realisierung ihrer geldpolitischen Ziele einschränkt. Im Gegensatz zum SMP und den OMT wurden Staatsanleiheankäufe erstmals in ein direktes Wirkungsverhältnis mit Inflationserwartungen und Wachstumsaussichten realwirtschaftlicher Kreditnehmer/-Innen gestellt. Letztere müssten, so die ausgerufene Agenda, politisch wieder von der wirtschaftlichen Dynamik und Zukunftsfähigkeit der Währungsunion überzeugt werden, wofür es gesamteuropäischer Verantwortungsüberahme und einer koordinierten Strategie verschiedener Politikbereiche bedürfe.

#### Kernmotiv

Es kam somit im Laufe der Eurokrise zu bedeutenden Verschiebungen in den offiziellen Problemdefinitionen und Zielsetzungen der Staatsanleiheankaufprogramme, die das Verhältnis der EZB zu den Mitgliedstaaten, den Finanzmärkten und den Geldnutzer/-Innen betrafen. Gleichwohl lässt sich behaupten, dass sich hinter den Unterschieden zwischen den Staatsanleiheankaufprogrammen vor allem die graduelle Verstärkung eines Grundmotivs verbirgt, das von Beginn an impliziert war und sich sukzessive herauschälte. Dieses liegt in der mitgliedstaatenunabhängigen Angleichung der monetären Bedin-

gungen in der Eurozone: Die Finanzmarkt- und damit die Kreditsituation waren in der Eurozone so zu gestalten, dass zwischen Kreditnehmer/-Innen nicht nach nationalem Standort differenziert würde.

Insofern handelt es sich bei den Staatsanleiheankaufprogrammen im Kern durchaus um das gleiche geldpolitische Instrument. War das SMP in der Darstellung noch strikt auf den Finanzmarkt limitiert, diente das OMT als auf die Krisenländer spezifisch zugeschnittenes Programm ausdrücklich(er) der einheitlichen Wirkung der Geldpolitik auf die Kreditbedingungen der Geldnutzer/-Innen. Die Kontinuität des PSPP mit seinen Vorgängerprogrammen lag zum einen in den faktischen Preiseffekten: Obwohl als Option lang angebahnt und finanzwirtschaftlich wahrscheinlich „einkalkuliert“, senkte es die bereits sehr geringen Risikoprämien zusätzlich. Zum anderen zielte es auf die Nivellierung der *realen* Kreditzinsen durch Steigerung der mit den Wachstumsaussichten verkoppelten Inflationserwartungen. Über die *Transmission* geldpolitischer Absichten entlang der finanzwirtschaftlichen Zinskurve hinaus war nunmehr ihre *Traktion*, das heißt ihrer Wirkung auf die Erwartungen und das Handeln realwirtschaftlicher Geldnutzer/-Innen, wünschenswerte Folge anstatt zu vermeidender Nebeneffekt des Instruments.

## Wandel und Widerstreit von Rationalitätsvorstellungen

### Finanzmarkteffizienz

Die Begründung von SMP und OMT kam nicht ohne offen bekundete Zweifel an der Urteilsfähigkeit von Finanzmärkten aus. Nachdem er während der Pressekonferenzen im Frühjahr 2010 immer häufiger noch verhaltene Kritik am „übertriebenen Pessimismus“ und Unverständnis der Investoren angemeldet hatte, attestierte EZB-Präsident Trichet ihnen nach den ersten Erfolgen des SMP eine vorübergehende Einschränkung ihrer Urteilskraft. Angesichts der Präzedenzlosigkeit der politischen Problemlage sei diese fundamentale Verunsicherung durchaus nachvollziehbar. Ohne die Führung einer langfristig und interessenslos agierenden Zentralbank herrsche unter den Anlegern in so einer Lage allerdings Orientierungslosigkeit: „From time to time we really have to tell a number of market participants that they are probably wrong in their immediate assessment, what is the real situation in our view. [...] Markets would be totally upside down if they could not rely on solid, steady central banks“ (Trichet 2010b).

Die Kritik an dieser Art der Verkennung und Unvermittelbarkeit politischen Fortschritts im Verhältnis von Finanzmärkten und Staatlichkeit verschärfte sich zum Zeitpunkt des OMT unter dem Stichwort der „unbegründeten Ängsten“. Dahinter stand die Diagnose, dass die Risikoprämien auf den Staatsanleihemärkten neben einem durch schlechte Fundamentalwerte begründbaren Anteil auch die „unrechtfertigbare“ (*injustifiable*) beziehungsweise „ungerechtfertigte“ (*unwarranted*) Wahrnehmung eines Auseinanderbrechens der Eurozone enthielten. Mario Draghi (2012a) zufolge ließen sich einige Investoren übermäßig durch „imagined scenarios of disaster“ beeinflussen, was die Verschuldungs- und Konjunkturlage der Krisenländer wesentlich verschlechterte. Anders gesagt verliehen erst die Ängste selbst der Gefahr eines möglichen Zerstörungsszenarios ihren Realitätsgehalt: „The purpose of the OMTs is to establish a backstop in the event of negative self-fulfilling market dynamics“ (Cœuré 2012a).

Damit erlangte die seit 2010 gewachsene Erkenntnis offiziellen Charakter, dass für Finanzmärkte alle „imaginären“ Risiken zugleich reale Bedrohungen sind, solange von ihrer Preisbildung Rückkopplungseffekte auf den Bewertungsgegenstand ausgehen. Sie begründete den Versuch, die Situation der Mitgliedsländer und der Finanzmärkte – sozusagen in beiderseitigem Interesse – zu entkoppeln. Warum die Marktteilnehmer/-Innen überhaupt zu solch drastischen, aber unbegründeten Ängsten kamen,

ließen die EZB-Vertreter/-Innen offen. Ein (eigentlich) nicht vorhandenes Risiko aus dem Markt nehmen zu wollen, also die Risikowahrnehmung der Finanzmarktakteure nicht nur für falsch, sondern auch für schädlich zu erklären, zeichnete allerdings das Bild einer ausgeprägten Bewertungsineffizienz und Dysfunktionalität. Finanzmarktpreise als unmittelbarer Indikator für die Tragfähigkeit europäischer Staatsverschuldung und die Angemessenheit der Finanz- und Wirtschaftspolitik waren damit im Grunde obsolet.

Dies stand jedoch in einem unübersehbaren Spannungsverhältnis zur Disziplinierungsrolle, die den Finanzmärkten seit 2010 vermehrt zugedacht worden war. Bei aller „Einsicht in die inhärente Instabilität bestehender Finanzmarktstrukturen“ (Stark 2010b) nach der Globalen Finanzkrise überwog beim Übergang in die Eurokrise in den Äusserungen der EZB-Politiker/-Innen deutlich die Hoffnung, dass die Finanzmärkte eine Art Rosskur durchlaufen hätten und nun, flankiert von strengerer Regulierung, bei ihrer Risikoeinschätzung und -absicherung wieder angemessene Vorsicht walten lassen würden. Diese Wunschvorstellung prägte die anfängliche Interpretation der Staatschuldenkrise als Selbstkorrektur der Finanzmärkte, die nun ihre leichtsinnige Unterschätzung der staatlichen Ausfallrisiken revidieren würden. Die anziehenden Risikoprämien standen für ihren neuen Realismus und ihre Rückkehr als zuverlässige Bewertungsinstanz – ein Eindruck, der allerdings nicht lange ungetrübt bleiben sollte.<sup>5</sup>

So wurde parallel weiterhin das Bild von zurecht besorgten Gläubiger/-Innen gezeichnet, die sich unabhängig von Marktstimmungen um gegenstandsgerechte individuelle Urteilsbildung bemühen. Bundesbankpräsident Weidmann (2012) war nicht die einzige Stimme, die durchaus an der Vorstellung subjektiv-atomistischer (wenn auch nicht objektiver, rein kalkulatorischer) finanzwirtschaftlicher Urteilsbildung festhielt: „Letztlich sind es hierbei nicht Ratingagenturen oder ominöse Spekulanten, welche durch ihr Handeln die Bonität eines Landes abschließend bewerten, sondern abertausende von Investoren, die Vertrauen in den betroffenen Staat haben und diesem Staat Geld leihen – oder eben nicht, falls das Vertrauen fehlt“. Auch Vertreter/-Innen des Direktoriums verteidigten die Nützlichkeit der Finanzmärkte: „To remedy exaggerated pro-cyclicality does not mean that we should dispense with the disciplining role of financial markets. [...] While attenuating exaggerated pro-cyclicality is important to avoid self-fulfilling expectations leading to bad equilibriums, at the same time we should recognise that markets have issued valuable signals“ (Cœuré 2012c).

Die Staatsanleiheankäufe lassen sich in diesem Sinne auch als Versuch begreifen, die epistemische Autorität von Finanzmärkten durch die Eurokrise zu retten, indem man die irrationalen Komponenten ihrer Bewertungspraxis korrigiert. Dies geht mit der Überzeugung einher, die Risikoprämien in begründete und unbegründete Elemente zerlegen zu können: „They do not reflect only unfounded fears of possible reversibility, they also reflect the quality of the outstanding credit of these countries“ (Draghi 2012c). Die „strenge Konditionalität“ der OMTs zeigte entsprechend an, dass im Moment seiner Aktivierung auch die fundamentale Kreditwürdigkeit des betreffenden Mitgliedslandes verbessert, sprich auch den berechtigten Komponenten der finanzwirtschaftlichen Bonitätsbewertung genüge getan würde.

---

<sup>5</sup> „Die Neubewertung der Situation durch die Finanzmärkte hat die Regierungen nun unter erheblichen Konsolidierungsdruck gesetzt. Im Kern ist diese Neubewertung – und die damit einhergehende Disziplinierung öffentlichen Ausgabeverhaltens durch die Märkte – zu begrüßen, solange sie den Fundamentaldaten der Staatsfinanzen angemessen Rechnung trägt und Übertreibungen vermeidet“ (Stark 2010a).

## Geldpolitische Einheit der Eurozone

Die Zerlegbarkeit der Risikoprämien in begründete und unbegründete Bestandteile folgte indes nicht lediglich der sachlichen Unterscheidungslogik von zutreffenden und unzutreffenden Risikoeinschätzungen. Zwar festigte sich die Kritik an Finanzmarktübertreibungen in der Sachdimension: Welche Parameter auch immer die finanzwirtschaftliche Entscheidungsfindung bestimmten, die sachgerechte Informiertheit über Fundamentalwerte spielte allenfalls partiell eine Rolle. Allerdings erzeugten ja – folgt man der Rationalität insbesondere der Bereitstellung von OMTs – die Finanzmarktteilnehmer/-Innen eben jene Realität, die sie fürchteten. So betrachtet waren ihre Ängste keinesfalls grundlos, auch wenn sie das Selbstbewahrungspotenzial der eigenen kollektiven Erwartungsbildung zum Gegenstand hatten. Das Handeln der EZB gründete deshalb gleichermaßen auf der normativen Unzulässigkeit und Unerwünschtheit der Investoren-Ängste. Diese leitete sie aus einer spezifischen Ausformulierung der Idee der Eurozone als (geld-)politische Einheit ab, die sich in der Statuierung zweier Beurteilungskriterien äußerte:

(1) Die EZB bezog sich *erstens* darauf, dass die Währungsunion dem Ziel diene, die Unsicherheit von Wechselkursrisiken als Entwicklungshemmnis des gemeinsamen Marktes auszuräumen. Würde den Mitgliedstaaten und nationalen Bankensystemen erhebliche Unterschiede in ihrer Kreditwürdigkeit attestiert, bedeute dies letztlich, dass der Euro als Kreditgeld in seinem nominellen Geltungsbereich faktisch nicht mehr überall den gleichen Wert habe (Cœuré 2012b). Die Redenominierungsprämien, die diesen Wertunterschied aus Investorensicht ausglich, wiesen Ähnlichkeiten mit innereuropäischen Wechselkursen auf, welche Anfang der 1990er im Europäischen Währungssystem (EWS) immer wieder Gegenstand spekulativer, „selbsterfüllender“ Attacken waren. Teile davon hätten „nichts mit Fundamentaldaten zu tun. Einige Investoren verlangen extrem hohe Risikoaufschläge, weil sie implizit ein Wechselkursrisiko einpreisen, das es in einer Währungsunion eigentlich gar nicht geben dürfte“ (Asmussen 2012c). Ab einem bestimmten Ausmaß widersprächen daher die „Spreads“ der Grundidee und dem Daseinszweck des Euro, seine Teilnehmerstaaten durch Schutz vor Währungskrisen wirtschaftlich zu integrieren. Damit die Währungsunion gleichsam dieses Fortschrittsversprechen einlösen kann, benötige sie daher eine institutionelle Bestandgarantie (Praet 2012). Die oftmals als Tatsachenbeschreibung formulierte Feststellung, dass finanzwirtschaftliche Wetten gegen den Euro deshalb aussichtslos seien, weil dieser nicht rückabgewickelt werden *könne*, bildete die (neue) normative Leitlinie geldpolitischen Handelns (Draghi 2012b).

(2) Zur Deklaration normativ wünschenswerter Strukturen gehörte *zweitens* ein geldpolitischer Gleichbehandlungsanspruch der Euronutzer/-Innen, welcher die Bedeutungsverschiebung im Rationalitätskriterium der „Einheitlichkeit der Geldpolitik“ stützte. Dies zeigte sich in der Ablehnung eines Zustandes, in dem Wirtschaftakteure mit ähnlicher Bonität nach nationalem Standort diskriminiert würden: „Wir beobachten zurzeit, dass sich die Höhe der Kreditzinsen vor allem am Standort eines Kreditnehmers bestimmt und nicht, wie es eigentlich sein sollte, an seiner Kreditwürdigkeit. Das ist nicht hinnehmbar für eine Zentralbank, deren Mandat die Preisstabilität für den *gesamten* Euroraum ist“ (Asmussen 2012b, Hervorhebung im Original). Wie teils bildlich etwa anhand von Hotelunternehmen beiderseits der österreichisch-italienischen Grenze vermittelt wurde, gleiche dies der Wiedererrichtung von Grenzschränken (Draghi 2012d; Noyer 2012). Zu Beginn der Eurokrise hatte „Einheitlichkeit der Geldpolitik“ noch bedeutet, Leitzinsen und ein nominelles Inflationsziel als anzustrebende *durchschnittliche* Preissteigerungsrate vorzugeben. Nationale Wirtschaftspolitik und Preissetzungsaktivitäten hatten sich hieran zu orientieren beziehungsweise darauf „implizit [zu] koordinieren“ (Stark 2010c). Zugespielt formuliert, blieben die Mitgliedstaaten selbst für „ihr“ Zinsumfeld und die tatsächlichen

heimischen Inflationsraten verantwortlich. Nun weitete die EZB ihren Verantwortungsbereich aus auf die Sicherstellung homogener *Politikeffekte* über die Mitgliedstaaten hinweg.

Eine solche Neudefinition geldpolitischer Verantwortung ist allerdings nicht ohne weiteres kongruent mit dem Ideal einer Währungsunion souveränen Mitgliedstaaten. Die wesentlich engere Rückbindung der Geldnutzer/-Innen an die Zentralbank relativiert zwangsläufig die nationale Zwischenebene, also die Disziplinierung einzelner Staaten durch Kapitalmarktzinsen sowie deren ökonomisch-vertragliches Wettbewerbsverhältnis. Wo individuelle Wirtschaftsteilnehmer/-Innen an die Geschicke ihres nationalen Standortes gebunden sein sollen und sich in *diesem* kollektiven Rahmen finanzwirtschaftliche Refinanzierungsbedingungen erarbeiten müssen, fordert die Zentralbank aus geldpolitischen Gründen (stärkere) transnationale Gleichbehandlung zumindest bezüglich der Kreditverfügbarkeit. Dies tangiert unmittelbar die Frage, inwieweit die Beziehung der Mitgliedstaaten und der dort ansässigen Euronutzer/-Innen überwiegend eine politische oder ökonomische ist (beziehungsweise sein soll). Hier schieden sich die Geister. Während sich die EZB-Führung immer deutlicher für die Vertiefung der politischen Integration aussprach, forderte der Bundesbankpräsident dazu auf, die Beachtung „ökonomische[r] Gesetze“ nicht durch „politische[n] Willen“ zu ersetzen (Weidmann 2015).

Darüber hinaus scheint die schwierige Abgrenzbarkeit geldpolitischer Mandate auf. Unter Verweis auf das Erfordernis der *Transmission* und *Traktion* ihrer Steuerungsimpulse können Zentralbanken für eine ganze Reihe von Faktoren, welche zugleich im Verantwortungsbereich der Fiskal- und Wirtschaftspolitik liegen, eine Teilzuständigkeit beanspruchen. Dazu gehören die Stabilität von Staatsanleihemärkten wie auch ein Mindestmaß gleichmäßiger konjunktureller Dynamik, wie sie die EZB in der Eurozone zur Umsetzung ihrer Geldpolitik für notwendig erachtet und deshalb ersatzweise selbst zu erwirken versuchte.

## Schluss

Zentralbanken und die ihnen zuarbeitende Makroökonomie erlebten die Globale Finanzkrise als Zäsur. Mit dem gepflegten Vorkrisenkonsens kamen ihnen auch die wirtschaftstheoretischen Blaupausen abhandeln. Welchen Weg die Krisenpolitik die Notenbanker/-Innen einschlugen, lässt sich auch deshalb ohne deren politisches (Selbst-)Verständnis und die darin enthaltenden normativen Leitlinien nicht vollständig erfassen (Streckeisen 2015). Die Begründungskontexte der hier betrachteten Staatsanleihekaufprogramme im Spannungsverhältnis sich wandelnder und widerstreitender institutioneller Rationalitätsvorstellungen verdeutlichen, dass dies ebenso auf die EZB zutrifft.

Hieraus ist allerdings nicht unmittelbar auf eine intrinsische moralische Motivation oder einen unbeirrbaren Idealismus der Geldpolitiker/-Innen zu schließen. So lässt sich am Verlauf der Eurokrise unschwer erkennen, dass sich die normative Selbstbindung der Zentralbank an die geldpolitische Egalität der Euronutzer/-Innen als ein in hohem Masse funktionales Mittel der Finanzmarktstabilisierung erwies, von der natürlich die Finanzwirtschaft in großen Teilen materiell profitierte. Andererseits: Die Verlaufsrichtung der Zweck-Mittel-Wirkung ist schon bei diesem Beispiel nicht eindeutig. Unter den gegebenen systemischen Umständen und als isolierte Akteurin kann die EZB die Mitgliedstaaten und Euronutzer/-Innen nur über die Umwege der finanzwirtschaftlichen Liquiditätsversorgung entlasten beziehungsweise *gleichbehandeln*. Deren sinnvolles Ausmaß und die Zielgenauigkeit bleibt derweil kritisch zu prüfen.

## Literatur

- Asmussen, Jörg. 2012a. Building trust in a world of unknown unknowns: central bank communication between markets and politics in the crisis. Rede auf dem European Communication Summit 2012, Brüssel, 6 Juli. [www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120706.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120706.en.html) (Zugegriffen: 11. Jan. 2021).
- Asmussen, Jörg. 2012b. Reformen in der Eurozone 2012/2013. Rede anlässlich des 27. Internationalen Zinsforums, Frankfurt am Main, 6. Dezember. [www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp121206.de.html](http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp121206.de.html) (Zugegriffen: 11. Jan. 2021).
- Asmussen, Jörg. 2012c. The Two-Speed Economy – Strategien für eine bipolare Welt. Rede bei der „The Boston Consulting Group 79. Kronberger Strategiekonferenz“, Kronberg, 26. Oktober. [www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp121026.de.html](http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp121026.de.html) (Zugegriffen: 11. Jan. 2021).
- Boudon, Raymond. 2009. On axiological rationality. In *Hartmut Essers Erklärende Soziologie. Kontroversen und Perspektiven*, Hrsg. Paul B. Hill, Frank Kalter, Johannes Kopp, Clemens Kroneberg und Rainer Schnell, 31–52. Frankfurt am Main: Campus.
- Braun, Benjamin. 2016. Speaking to the people? Money, trust, and central bank legitimacy in the age of quantitative easing. *Review of International Political Economy* 23:1064–1092.
- Cœuré, Benoît. 2012a. Central banking, insurance and incentives. Rede auf der Konferenz „Debt, Growth and Macroeconomic Policies“, Frankfurt am Main, 6. Dezember. [www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp121206\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp121206_1.en.html) (Zugegriffen: 11. Jan. 2021).
- Cœuré, Benoît. 2012b. Completing Europe’s Economic and Monetary Union. Rede beim Palestinian Public Finance Institute, Ramallah, 23. September. [www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120923.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120923.en.html) (Zugegriffen: 11. Jan. 2021).
- Cœuré, Benoît. 2012c. The euro area sovereign debt market: lessons from the crisis. Rede beim „12th IMF Annual Forum on Managing Sovereign Risk and Public Debt“, Rio de Janeiro, 28. Juni. [www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120628\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120628_1.en.html) (Zugegriffen: 11. Jan. 2021).
- Draghi, Mario. 2012a. Opening statement im Deutschen Bundestag. Berlin, 24. Oktober. [www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp121024.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp121024.en.html) (Zugegriffen: 11. Jan. 2021).
- Draghi, Mario. 2012b. Pressekonferenz der EZB, Frankfurt am Main, 2. August. [www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2012/html/is120802.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2012/html/is120802.en.html) (Zugegriffen: 11. Jan. 2021).
- Draghi, Mario. 2012c. Pressekonferenz der EZB, Frankfurt am Main, 6. September. [www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2012/html/is120906.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2012/html/is120906.en.html) (Zugegriffen: 11. Jan. 2021).
- Draghi, Mario. 2012d. Pressekonferenz der EZB, Frankfurt am Main, 7. Oktober. [www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2010/html/is101007.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2010/html/is101007.en.html) (Zugegriffen: 11. Jan. 2021).
- Holmes, Douglas R. 2016. Public currency: anthropological labor in central banks. *Journal of Cultural Economy* 9:5–26.
- Kädtler, Jürgen. 2009. Finanzialisierung und Finanzmarkttrationalität. Zur Bedeutung konventioneller Handlungsorientierungen im gegenwärtigen Kapitalismus. *Arbeitspapier*. Soziologisches Forschungsinstitut Göttingen.
- Noyer, Christian. 2012. The euro area is moving in the right direction. Rede beim „Paris Europlace Financial Forum“, Tokyo, 3. Dezember. [www.bis.org/review/r121205a.pdf?frames=0](http://www.bis.org/review/r121205a.pdf?frames=0) (Zugegriffen: 11. Jan. 2021).
- Orléan, André. 2009. La sociologie économique de la monnaie. In *Traité de sociologie économique*, Hrsg. Philippe Steiner und François Vatin, 209–245. Paris: Presses universitaires de France.
- Praet, Peter. 2012. Deleveraging and monetary policy. Rede auf der Hyman P. Minsky Conference zu „Debt, deficits and unstable markets“, Berlin, 26 November. [www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp121126\\_1.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp121126_1.en.html) (Zugegriffen: 11. Jan. 2012).
- Spahn, Peter. 2010. Modellunsicherheit und hybride Konzeptionen der Geldpolitik. In *Methodenpluralismus in den Wirtschaftswissenschaften*, Hrsg. Uwe Jens und Hajo Romahn, 123–142. Marburg: Metropolis.

- Sparsam, Jan, und Malte Flachmeyer. 2020. Voll normal: Die unkonventionelle Geldpolitik der EZB seit der Euro-Krise. *Leviathan* 48:176–194.
- Stark, Jürgen. 2010a. Geld- und Fiskalpolitik während und nach der Krise. Rede beim Stuttgarter Steuerkongress, Stuttgart, 15. Oktober.  
[www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp101015.de.html](http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp101015.de.html) (Zugegriffen: 11. Jan. 2021).
- Stark, Jürgen. 2010b. Wirtschaftliche Perspektiven nach der Krise: historische Erfahrungen, Lehren für jetzt. Vortrag am Leipziger Seminar Ökonomie und Praxis, Leipzig, 20. Januar.  
[www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp100120.de.html](http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp100120.de.html) (Zugegriffen: 11. Jan. 2021).
- Stark, Jürgen. 2010c. Wirtschaftspolitische Herausforderungen im Eurogebiet. Rede auf der KPMG Konzernsteuerkonferenz, Wiesbaden, 27. Oktober.  
[www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp101027.de.html](http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp101027.de.html) (Zugegriffen: 11. Jan. 2021).
- Streckeisen, Peter. 2015. Die Nationalbank zwischen Monetarismus und Staatsräson. *Widerspruch* 66:91–102.
- Thévenot, Laurent. 2002. Conventions of coordination and the framing of uncertainty. In *Intersubjectivity in economics. Agents and structures*, Hrsg. Edward Fullbrook, 181–197. London: Routledge.
- Trichet, Jean-Claude. 2010a. Central banking in uncertain times: conviction and responsibility. Rede auf dem Symposium zu „Macroeconomic challenges: the decade ahead“, Jackson Hole, 27. August.  
[www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp100827.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp100827.en.html) (Zugegriffen: 11. Jan. 2021).
- Trichet, Jean-Claude. 2010b. Pressekonferenz der EZB, Frankfurt am Main, 5. August.  
[www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2010/html/is100805.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2010/html/is100805.en.html) (Zugegriffen: 11. Jan. 2021).
- Weidmann, Jens. 2012. Finanzsystemstabilität und nachhaltiges Wachstum. Vortrag beim Wirtschaftsrat der CDU, Berlin, 29. November. [www.bundesbank.de/de/presse/reden/finanzsystemstabilitaet-und-nachhaltiges-wachstum-663252](http://www.bundesbank.de/de/presse/reden/finanzsystemstabilitaet-und-nachhaltiges-wachstum-663252) (Zugegriffen: 11. Jan. 2021).
- Weidmann, Jens. 2015. Verantwortung und Haftung in einer Währungsunion. Rede beim „Consiglio Regionale del Veneto“, Venedig, 5. Februar. [www.bundesbank.de/de/presse/reden/verantwortung-und-haftung-in-einer-waehrungsunion-664382](http://www.bundesbank.de/de/presse/reden/verantwortung-und-haftung-in-einer-waehrungsunion-664382) (Zugegriffen: 11. Jan. 2021).