

## Voll normal: Die unkonventionelle Geldpolitik der EZB seit der Euro-Krise<sup>1</sup>

### 1. Einleitung

Aufgrund ihres Vorgehens in der Euro-Krise wurde auch die Europäische Zentralbank (EZB) zur Protagonistin eines neuartigen »central bank-led capitalism« erklärt, den Vertreter\*innen der Politischen Ökonomie bereits wenige Jahre nach der Weltfinanzkrise international diagnostizierten.<sup>2</sup> Die Zentralbanken aller großen Volkswirtschaften machten durch ihre zunehmend unkonventionellen Krisenbekämpfungsmaßnahmen im Anschluss an den Kollaps 2008 auf sich aufmerksam. Die EZB verhinderte damit die Zahlungsunfähigkeit nicht nur von Geschäftsbanken, sondern auch von nationalen Regierungen der Euro-Zone und stieß vor dem Hintergrund der Maastrichter *no bailout*-Klausel, die innerhalb der Europäischen Union eine gemeinsame Haftung für Verbindlichkeiten einzelner Mitgliedstaaten ausschließt, auf besonders harschen Protest. Kritiker\*innen attestierten ihr deswegen eine hintergründige politisch-ökonomische Agenda (etwa die südeuropäischen Staaten und ihre Gläubiger\*innen zu bevorteilen) und mahnten vehement an, ihre politische Unabhängigkeit respektive »Neutralität« zu bewahren. Von allen Seiten wurden Rufe laut, dass hier ein von demokratischer Verantwortlichkeit entkoppeltes, technokratisches Organ nicht mehr im Dienst der Allgemeinheit handle. Mit dem Abgang Mario Draghis als Präsident der EZB und der Aufrechterhaltung der Niedrigzinspolitik sind diese Kritik und der damit einhergehende Wunsch nach einer »Normalisierung« der Geldpolitik jüngst wieder verstärkt geäußert worden.

Der vorliegende Beitrag möchte diese wieder aufgelebte Debatte und den »unkonventionellen« Kurs der EZB in einem breiteren politisch-ökonomischen Kontext verorten. Unser Hauptanliegen ist es, der Vorstellung einer möglichen und wünschenswerten Rückkehr zur vermeintlichen geldpolitischen Normalität drei Einwände entgegenzuhalten: *Erstens* zweifeln wir die »Normalität« – und die damit stillschweigend mitbehauptete Neutralität – der Geldpolitik *vor* der Krise grundsätzlich an. Was als normal verstanden wird, ist ein Konsens über die

1 Dieser Beitrag basiert auf einem Vortrag von Jan Sparsam im September 2019 an der Universität Jena. Nach ausgiebigen Diskussionen über die Materie ist daraus dieser gemeinschaftliche Beitrag entstanden, der vor Ausbruch der COVID19-Pandemie eingereicht und begutachtet wurde. Bei der Überarbeitung haben wir versucht, die aktuellen Geschehnisse in unsere Argumentation einzuordnen. Zum jetzigen Zeitpunkt sind jedoch weder die epidemischen Entwicklungen noch die wirtschaftlichen, sozialen und politischen Folgen absehbar.

2 Bowman et al. 2013.

Gestaltung und Reichweite von Geldpolitik, der unter verteilungspolitischen Gesichtspunkten bereits nicht neutral (und nicht alternativlos) gewesen ist. *Zweitens* möchten wir behaupten, dass sich die Geldpolitik vor und nach Krise nicht so fundamental voneinander unterscheiden, wie landläufig angenommen wird. Die EZB verfolgt mit ihrer Geldpolitik grundlegend dasselbe Ziel, die Finanzmärkte zu möglichst günstigen Konditionen weitestgehend liquide zu halten. Anders und ungewöhnlich sind nach der Krise lediglich die hierzu für nötig erachteten geldpolitischen Instrumente. *Drittens* diskutieren wir, warum der EZB zu diesem Vorgehen momentan keine praktikable Alternative zur Verfügung steht. Hierbei kommen wir zum einen auf ihre Rolle im wirtschaftspolitischen Gesamtzusammenhang der EU zu sprechen und identifizieren sie als Teil eines »autoritären Wettbewerbsetatismus« (Lukas Oberndorfer). Zum anderen rücken wir Ursachen ins Blickfeld, die wir in den kognitiven und institutionellen Pfadabhängigkeiten des geldpolitischen Vorkrisenkonsenses begründet sehen. Entgegen den Behauptungen von alternativlosen Sachzwängen oder mutwilliger Mandatsverletzung betrachten wir die aktuelle Geldpolitik als Resultat struktureller, über einen längeren Zeitraum wirtschafts- und fiskalpolitisch verursachter Probleme, denen die Sehnsucht nach Normalität analytisch und politisch nicht gerecht wird.

Unser Beitrag beginnt mit einer Einschätzung der unkonventionellen Geldpolitik vor dem Hintergrund der ökonomischen Ausgangsbedingungen vor und nach der Krise. Hierbei spielt vor allem der Rückgang der Wachstumsraten in den letzten Jahrzehnten eine entscheidende Rolle (Abschnitt 2). Daran anschließend skizzieren wir knapp die einschlägige Kritik an der unkonventionellen Geldpolitik und konfrontieren sie mit nach unserem Dafürhalten gewichtigen Gegenargumenten, in deren Licht die aktuelle Geldpolitik letztlich als das kleinere Übel erscheint (Abschnitt 3). Im Fortgang erörtern wir die benannte Verortung der Krisenpolitik der EZB in der Strukturpolitik der europäischen Staatengemeinschaft (Abschnitt 4) und die komplementären institutionellen Defizite, die sich mit der konsensuellen (Selbst-)Disziplinierung im Universum »Geldpolitik« herausgebildet haben (Abschnitt 5). Im Fazit (Abschnitt 6) unterstützen wir erstens das Anliegen, nicht die Geldpolitik, sondern die Vorzeichen der Wirtschaftspolitik in der EU grundsätzlich anders zu setzen. Zweitens plädieren wir für mehr geldpolitische Aufklärung.

## 2. Schwaches Wirtschaftswachstum und unkonventionelle Geldpolitik

Im Mittelpunkt der Kritik an der EZB steht deren sogenannte unkonventionelle Geldpolitik: geldpolitische Maßnahmen, die sich deutlich von den vor der Krise üblichen unterscheiden. Sie wurden angesichts akuter Spannungen auf den Finanzmärkten infolge der Finanzkrise von 2008 eingesetzt, um insolvenzbedrohte Banken und Mitgliedstaaten zu retten. Doch auch nachdem eine verschärfte finanzwirtschaftliche und fiskalpolitische Bedrohungslage im Grunde seit

dem »Draghi-Put« im Juli 2012<sup>3</sup> abgewehrt ist, befinden wir uns – so macht es zumindest den Anschein – noch immer in einem geldpolitischen Ausnahmezustand. Heute, im Jahr 2020, dürfte inzwischen klar sein, dass es sich bei Anleiheankaufprogrammen sowie Niedrig-, Null- und Strafbzins längst nicht mehr bloß um kurzfristige Rettungsmaßnahmen,<sup>4</sup> sondern um ein langfristiges Projekt zur Förderung ökonomischer Wachstumsbedingungen in der Euro-Zone handelt, das den Finanzmärkten praktisch unbegrenzt Investitionsmittel zur Verfügung beziehungsweise in Aussicht stellt.

Es lässt sich jedoch fragen, inwieweit sich diese zwar kriseninduzierten, aber mittlerweile verstetigten »Sondermaßnahmen« der EZB qualitativ tatsächlich von der Vorkrisenstrategie der EZB unterscheiden, die unseres Erachtens ebenfalls essenziell darin bestand, in der Hoffnung auf Wirtschaftswachstum stets ausreichend akkommodierende geldpolitische Voraussetzungen für finanzwirtschaftliche Kreditdynamiken zu schaffen. Die Situationen vor und nach der Krise haben schließlich gemeinsam, dass das Wirtschaftswachstum dauerhaft gehemmt war und ist. Die kapitalistischen Kernländer einschließlich der EU erreichten nach den rezessionsbedingten Einbrüchen in den 1970er Jahren nicht mehr solche Wachstumsraten wie in den Nachkriegsjahrzehnten. Im Gegenteil: Das Wirtschaftswachstum hat in der langen Frist stetig abgenommen. Diese Entwicklung wurde von einer kontinuierlichen Absenkung der Leitzinsen seit den 1980er Jahren begleitet – einer sukzessiven »Verbilligung« von Zentralbankgeld.<sup>5</sup> Die geldpolitische Kontinuität liegt damit in der zugrunde liegenden Annahme, dass sich in einem (globalen) Umfeld überbordender Liquidität die hervorragenden Refinanzierungsbedingungen der professionellen Anleger\*innen als Investitionen in die Realwirtschaft übertragen können.

Die neoliberalen Rezepte für die Überwindung der ökonomischen Flauten in den 1970er Jahren waren eine politische Folgeerscheinung der Krise des Fordismus. Ihre Umsetzung war bis zum Beginn des 21. Jahrhunderts zwar zunächst nicht von besonders starken wirtschaftlichen Einbrüchen begleitet worden, hat allerdings ein sich langsam abflachendes Wachstum nach sich gezogen. Durchschnittlich lag das Wirtschaftswachstum in der EU zwischen 1985 und 1994 bei 2,4 Prozent, von 1995 bis 1999 bei 2,5 Prozent.<sup>6</sup> Mit einem starken Einbruch im Krisenjahr 2009 von -4,9 Prozent betrug die Veränderung des realen BIP zwischen

3 Draghi (2012) untermauerte seine Absicht der unbedingten Rettung des Euro mit dem berühmt-berüchtigten Ausspruch »What ever it takes«.

4 Eine gezielte Rettung hat die EZB immer abgestritten und sich auf ihr Mandat berufen, wie etwa durch das ehemalige Mitglied des Direktoriums der EZB, Jörg Asmussen (2012).

5 Vgl. Schnabel 2017.

6 Entnommen und berechnet aus den Daten für die damaligen 15 Mitgliedstaaten der EU; Sachverständigenrat 2003, S. 528.

2000 und 2009 im Mittel nur noch 1,3 Prozent,<sup>7</sup> in den Folgejahren bis einschließlich 2018 1,4 Prozent.<sup>8</sup>

Als Ursache für dieses Wachstumsdefizit wurde bereits vor der Finanzkrise die Verlagerung von Investitionen aus dem »primären, produktiven Verwertungsprozess« in die Finanzmärkte identifiziert.<sup>9</sup> Seit der Weltfinanzkrise – die mittlerweile mehr als zehn Jahre in der Vergangenheit liegt – kommt die Konjunktur in diesem Bereich ebenfalls nicht wieder richtig in Schwung. Zwar gab es zwischendurch immer wieder positive Prognosen, regelmäßig wurden diese allerdings wenig später stark relativiert. Für das vierte Quartal von 2019 wurde jüngst ein Wachstum von nur noch 0,1 Prozent in der Euro-Zone diagnostiziert.<sup>10</sup> Für das Jahr 2020 prognostizierte die EZB Anfang März vor dem Hintergrund der frühen Entwicklung der Pandemie noch ein Wirtschaftswachstum von 0,8 Prozent, geht nun Berichten zufolge jedoch intern bereits von einem Einbruch auf etwa minus fünf Prozent aus – abhängig von der Dauer des gesellschaftlichen »Lockdown«.<sup>11</sup>

Auch der gegenwärtige geldpolitische Modus der EZB – die Bereitstellung unbegrenzter *und* zinskostenfreier Liquidität – konnte bisher an der langfristigen Wachstumsschwäche kaum etwas ändern. Der Ökonom Rudolf Hickel, Mitglied der Arbeitsgruppe Alternative Wirtschaftspolitik, die jährlich ein »Gegengutachten« zu dem Gutachten der sogenannten Wirtschaftsweisen veröffentlicht, stellt lakonisch fest, dass »die Pferde an der monetär prall vollen Tränke zu wenig [saufen]«.<sup>12</sup> Man könnte dies noch zuspitzen und behaupten: Obwohl die Finanzmärkte nahezu in Liquidität ersaufen, wird das Kapital nicht im wirtschaftspolitisch gewünschten Maße in Anspruch genommen. Mittlerweile zeigt eine Reihe von Analysen aus dem Internationalen Währungsfonds und der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, dass Unternehmen größtenteils eher sparen als investieren<sup>13</sup> und dass die Finanzmärkte den Großteil der Investitionen zulasten der Gesamtproduktivität absorbieren.<sup>14</sup> Die Hoffnung, über den Ausbau und die schier unerschöpfliche Liquiditätsversorgung der Finanzmärkte das Wachstum anzufachen, dürfte damit endgültig ad acta gelegt werden können. Einige Autor\*innen nehmen deshalb an, dass es sich bei der gegenwärtigen ökonomischen Tendenz – die Weltfinanzkrise war dafür symptomatisch – deshalb um

7 Siehe die Daten für die heutigen 19 Mitgliedstaaten der EU der Wirtschaftskammer Österreich (2019).

8 Berechnet nach Daten für die heutigen 19 Mitgliedstaaten der EU von Eurostat; siehe <https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tec00115> (Zugriff vom 04.04.2020).

9 Deutschmann 2005, S. 63.

10 Vgl. Colijn 2020.

11 Vgl. Kafsack, Siedenbiedel 2020; siehe auch die Daten unter [www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202003\\_ecbstaff~dfa19e18c4.de.html](http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202003_ecbstaff~dfa19e18c4.de.html) (Zugriff vom 04.04.2020).

12 Hickel 2019, S. 10.

13 Vgl. Dao, Maggi 2018.

14 Vgl. Cecchetti, Kharroubi 2012.

»eine Krise des Kapitalismus« handle, »dessen zugrunde liegendes Problem, die mangelnde Wertschöpfung im produktiven Bereich, seit Jahrzehnten besteht und nicht nachhaltig überwunden werden kann«<sup>15</sup> – in der Euro-Zone erkennbar ebenfalls nicht mit den strukturpolitischen Mitteln, die seit der Krise Anwendung finden.

Die unter heutigen Bedingungen als »normal« aufgefasste konventionelle Geldpolitik, mit der die EZB vor der Krise ausschließlich operierte, beruht auf einem globalen politischen und wissenschaftlich-technischen Konsens über die Steuerungskompetenzen von Zentralbanken, der sich erst in den 1980er Jahren als Reaktion auf die Erfahrung des Misserfolgs keynesianischer Steuerungs politik in der Phase der Stagflation in den 1970er Jahren herausgebildet hat.<sup>16</sup> Diesem Konsens liegen monetaristische Überzeugungen zugrunde. Im Mittelpunkt steht dabei die Preisniveaustabilisierung als Hauptaufgabe der Geldpolitik, administriert von (formal) politisch unabhängigen Zentralbanken: Sie sollen für eine niedrige, aber nicht zu niedrige Inflation sorgen, die sich den einschlägigen Zusammenhangsbehauptungen zufolge wiederum positiv auf die gesamte Wirtschaftsentwicklung auswirken würde.<sup>17</sup> Das entsprechende offizielle Mandat der EZB liegt unter, aber nahe zwei Prozent. Sämtliche weiteren Ziele sind der Preisniveaustabilisierung untergeordnet.

Die konventionelle Geldpolitik beruht auf der Beeinflussung der kurzfristigen Geldmarktzinsen durch den Leitzins. Insgesamt reklamieren die geldpolitischen Akteure für sich, mit dieser Vorgehensweise für die relativ sanften Konjunkturverläufe mit moderaten Zinsraten zwischen Mitte der 1980er Jahre bis zur Weltfinanzkrise verantwortlich zu sein – beschönigt als Phase der *Great Moderation*.<sup>18</sup> Dieses Idealbild geht mit einer Aura technischer Rationalität einher, die Zentralbanken als Ort unpolitischer technokratischer Expert\*innen erscheinen lässt. In dieser Perspektive unterstützen Zentralbanken die eigendynamische Marktwirtschaft lediglich durch technische Minimalkorrekturen: Unabhängig von der Tagespolitik würden sie langfristig durch wissenschaftliche Methoden abgesichert lediglich Inflation vermeiden und dadurch die Konjunkturverläufe glätten. Neutral in ökonomischer, politischer oder kognitiver Hinsicht war diese Geldpolitik jedoch bei weitem nicht. Zum einen lässt sich die prosperitätsfördernde Wirkung einer politisch unabhängigen, primär an Preisniveaustabilisierung orientierten Geldpolitik statistisch gar nicht eindeutig nachweisen; weshalb etwa McNamara diese Kausalitätsbehauptung als »Rationalitätsfiktion« bezeichnet.<sup>19</sup> Zum anderen lässt sich argumentieren, dass niedrige Inflationsraten in erster Linie für Gläubiger\*innen von Vorteil sind, Schuldner\*innen stattdessen von einer »Entwertung« ihrer Schulden profitieren. Zudem leiden Arbeitnehmer\*innen aufgrund

15 Vgl. Kader 2018, S. 42.

16 Vgl. Goodfriend 2007.

17 Vgl. Herger 2016, S. 154–164.

18 Vgl. Pahl 2019.

19 Vgl. McNamara 2002, S. 54; vgl. auch Kirshner 2003, S. 651–654; Şener 2016, S. 74.

ihrer in der Regel relativ flexibel anpassbaren Gehälter tendenziell weniger unter höheren Inflationsraten als die Bezieher\*innen von langfristigen Kapitaleinkünften.<sup>20</sup> Nach Ansicht vieler Autor\*innen hat sich dieser geldpolitische Konsens auch deshalb weltweit etabliert, weil internationale Investor\*innen und transnationale Organisationen wie die Weltbank ihn unterstützt haben und er von Regierungen weltweit eingefordert wurde.<sup>21</sup> Im Horizont der konventionellen Geldpolitik werden Zweifel an der Rationalität der Geldpolitik ausgeblendet, verteilungspolitische Fragen sind obsolet.<sup>22</sup>

Die EZB hat, ohne von ihrem grundlegenden Ziel der Preisniveaustabilisierung abzuweichen oder gar über ihr Mandat zu verhandeln, verstärkt zu bisher nicht erprobten unkonventionellen Maßnahmen gegriffen, als die vollumfänglichen Leitzinssenkungen seit Beginn der Krise – im März 2016 war schließlich die Null-Prozent-Grenze erreicht – allein nicht mehr die intendierte Wirkung erzielten. Infolge der Finanz- und Staatsschuldenkrise genügte bereits 2010 ein Leitzinssatz von damals ungewöhnlich niedrigen ein Prozent auch in Verbindung mit langfristig angelegten Geldmarktoperationen und Lockerungen der Sicherheiten nicht mehr aus, um die Refinanzierungsprozesse der Finanzwirtschaft aufrechtzuerhalten. Als zentrale neuartige Maßnahme traten daher in den folgenden Jahren die diversen Programme zum Ankauf von Anleihen hinzu, welche die EZB inzwischen offen unter dem Stichwort *quantitative easing* tätigt, um die bisherigen geldpolitischen Ziele weiterfolgen zu können.<sup>23</sup> Diese setzen am Marktpreis von Anleihen an, um die Bilanzen von Marktakteuren zu beeinflussen.<sup>24</sup> In dieser Bilanzstützung über den Anleihemarkt liegt das qualitativ neue Moment *im Instrumentarium* der unkonventionellen Geldpolitik. Durch die Stabilisierung der Wertpapierpreise soll den Banken auf dem Geldmarkt und in anderen Finanzmarktsegmenten, in denen die Preisfindung konventionell an Anleihepreise und -zinsen gekoppelt ist, noch mehr Liquidität verfügbar gemacht werden, um deren Kreditvergabebereitschaft untereinander und gegenüber Unternehmen und Haushalten weiter zu erhöhen.

Mario Draghi machte vor seinem Ausscheiden als Präsident der EZB noch einmal deutlich, dass die Niedrigzinspolitik fortgeführt wird, bis die Wachstumschwäche im Euro-Raum behoben sein wird. Außerdem wurden im November 2019 aus allgemeinen konjunkturpolitischen Erwägungen heraus auch die Nettoanleiheankäufe wieder aufgenommen und zuletzt im März 2020 ein zusätzliches Anleiheankaufprogramm aufgelegt, um die wirtschaftlichen Folgen der COVID19-Pandemie einzudämmen.<sup>25</sup> Allerdings bleibt es beim althergebrachten Umsetzungsproblem der Geldpolitik: Die EZB kann auch mit diesem *quantitative easing* nicht direkt Einfluss auf die tatsächliche Verwendung dieser zusätzlich

20 Vgl. Paul 2010, S. 259–260.

21 Vgl. Maxfield 1997, S. 44.

22 Vgl. Weinert 2002.

23 Vgl. Flachmeyer, Paul 2018, S. 503–504.

24 Vgl. Krüger 2012, S. 233; Bowman et al. 2013, S. 466.

25 Vgl. Draghi 2019; EZB 2019; Lagarde 2020.

erzeugten Liquidität durch die ökonomischen Akteure nehmen.<sup>26</sup> Sie kann trotz des Einsatzes dieser neuartigen Instrumente weiterhin nicht verhindern, dass liquide Mittel in erster Linie ins Investmentbanking fließen und nicht in die Kreditvergabe an die Realwirtschaft.<sup>27</sup>

Unkonventionelle Geldpolitik ist somit die Fortführung der Vorkrisengeldpolitik mit anderen Mitteln. Je nach Bedarf der Finanzwirtschaft nach »externer«, geldpolitischer Refinanzierung werden diese so weit angepasst und gegebenenfalls erweitert, wie es notwendig erscheint, um die Geschäftsbanken so liquide wie möglich zu halten. Die neuen, durch die Finanzkrise verursachten Probleme hängen in erster Linie mit einer spezifischen Störung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus in der Euro-Zone zusammen: Anders als noch vor der Finanzkrise, als die Zinsen auf staatliche Anleihen in der Euro-Zone konvergierten, haben die Banken seit 2012 – je nachdem, in welchem Mitgliedstaat sie beheimatet sind – nur noch zu sehr unterschiedlichen Konditionen Zugang zum gemeinsamen Geldmarkt.<sup>28</sup> Daraus erwächst für die EZB das Problem der »Fragmentierung«, ein Regress des Europäischen Währungsraums in nationale Grenzen: Je unterschiedlicher die Investor\*innen die Zahlungsfähigkeit einzelner Mitgliedstaaten einschätzen und in Risikoaufschläge »einpreisen«, desto unmöglicher wird eine reine Leitzinspolitik, weil diese über den herkömmlichen Weg des Interbankenhandels keine einheitliche Wirkung mehr entfalten kann. Diese Fragmentierung diente bereits als Rechtfertigung für das 2012 implementierte, aber nie aktivierte Ankaufprogramm (OMT). Sie konnte jedoch nie gänzlich als Bedrohung ausgeräumt werden. Auch die jüngsten Staatsanleihekäufe anlässlich der Corona-Krise werden damit begründet.<sup>29</sup>

### 3. Kritik und Befürwortung der unkonventionellen Geldpolitik

Die vielseitig geäußerte Kritik an der unkonventionellen Geldpolitik ist in der Regel mit dem Vorwurf gepaart, dass sie das Mandat der EZB überschreite und aus der Geldpolitik als »neutraler«, unpolitischer Angelegenheit eine politische machen würde. Durch die damit verbundene Ausweitung ihres Kompetenzspektrums, so die Kritik weiter, verletze die EZB ihre Statuten, besonders die *no bailout*-Klausel und das Verbot monetärer Staatsfinanzierung, die hinter dem Ankauf von Staatsanleihen vermutet wird.<sup>30</sup> Als undemokratisch wird ebenfalls

26 Vgl. Krüger 2016, S. 165.

27 Vgl. Altvater 2010, S. 226.

28 Vgl. Thiele 2019, S. 3–4.

29 Die neue EZB-Präsidentin Christine Lagarde versicherte über einen Kurznachrichtendienst, sie sei »fest entschlossen, jedwede Fragmentierung in einem schwierigen Moment für die Euro-Zone zu vermeiden« (zitiert nach Becker et al. 2020). Das neue Programm ermögliche entsprechend, »auf die gesamte Renditekurve Einfluss zu nehmen und damit eine Fragmentierung der Finanzmärkte und Verzerrungen bei der Kreditbepreisung zu verhindern« (Lagarde 2020).

30 Vgl. Wehr 2018, S. 29, 38; Tokarski 2016, S. 17.

eingeschätzt, dass die EZB nur spezifische Staatsanleihen aufgekauft hat und dadurch bestimmte ökonomische Akteure und Staaten bevorteile.<sup>31</sup> Von ordoliberalen Seite wird vor allem moniert, dass sie durch ihre unzulässigen Einmischungen Reformprozesse in den europäischen Krisenstaaten verschleppe, die ansonsten durch die »heilende Wirkung des Marktes« – also durch informationseffiziente Bewertung und entsprechende Disziplinierung – eintreten würden.<sup>32</sup> Von den Medien bis zum Sachverständigenrat<sup>33</sup> wird daher seit längerem eine »Normalisierung« der Geldpolitik gefordert, auch mit dem verteilungspolitischen Argument, die Sparer\*innen zu entlasten, auf welche die Banken die Kosten der niedrigen Zinsen abwälzen würden. Hinter dieser Kritik steht die Hoffnung, dass die Geldpolitik wieder zu konventionellen Mitteln zurückkehrt – dies sei zudem dringend an der Zeit, weil die wirtschaftliche Gesamtlage sich längst wieder normalisiert habe.<sup>34</sup>

Es trifft zwar zu, dass das Vorgehen der EZB seit der Krise mit wesentlich größerer öffentlicher Aufmerksamkeit verfolgt und kritisch diskutiert wird. Auch in den wissenschaftlichen und medialen Debatten sind ihre Strategien strittiger geworden. Es ist dabei begrüßenswert, dass Geldpolitik in diesem Sinne tatsächlich (re)politisiert worden ist. Die durch die Kritiker\*innen der unkonventionellen Geldpolitik geäußerte »Politisierungskritik« birgt jedoch die Gefahr, das konventionelle Vorgehen der EZB als »normale«, weil unpolitische Geldpolitik zu mystifizieren.

Verschärfend kommt hinzu, dass eine isolierte Kritik an der Geldpolitik den Blick von der wirtschaftspolitischen Gesamtstruktur im Euro-Raum ablenkt. Auf der Expert\*innenebene nimmt die Diskussion zunehmend austeritätskritische Züge an. Mittlerweile mehren sich – selbst im Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI) und im Sachverständigenrat – Stimmen, die das eigentliche Problem in der Politik der Schwarzen Null vermuten, weil diese eine aktive Konjunkturpolitik verhindere<sup>35</sup> und dadurch der Niedrigzinspolitik den Wind aus den Segeln nehme. In der kritischen Politischen Ökonomie wird schon seit längerem die Einschätzung vertreten, dass die gegenwärtige Konstellation aus deregulierten Finanzmärkten, Austeritätspolitik und Niedrigzinspolitik strukturell ungeeignet sei, um die Kreditaufnahme in der Realwirtschaft zu stimulieren. Begründet wird dies durch die wechselseitige Verstärkung verschiedener Faktoren: zum einen die bereits immense, aber noch wachsende private Verschuldung der Haushalte und –

31 Vgl. Neyer 2018, S. 20.

32 Vgl. Bonefeld 2017, S. 147–148.

33 Vgl. Sachverständigenrat 2018.

34 Zu den wenigen Gewissheiten in der gegenwärtigen Frühphase der COVID19-Pandemie gehört, dass die aller Wahrscheinlichkeit nach desaströsen ökonomischen Folgen solchen Forderungen auf unbestimmte Zeit die Grundlage entziehen werden. Dies hält allerdings einige deutsche Ökonom\*innen und ehemalige Politiker\*innen nicht davon ab, sie »für die Zeit nach der Corona-Krise« noch einmal zu bekräftigen (Stoiber et al. 2020).

35 Vgl. Ganßmann 2015.



besonders nichtfinanzwirtschaftlicher – Unternehmen. Die Kreditnachfrage ist deshalb grundsätzlich gering.<sup>36</sup> Zum anderen scheinen die Gewinnaussichten realwirtschaftlicher Investitionen im Vergleich zur Profitschöpfung auf den Finanzmärkten unzureichend.<sup>37</sup> Drittens fehlen durch den staatlichen Sparkurs auch öffentliche Investitionen zur Förderung wirtschaftlicher Aktivität.<sup>38</sup> Rudolf Hickel<sup>39</sup> bekräftigt, dass die EZB in dieser herrschenden Situation »weniger den Trend setzt« als sich »vielmehr dem tendenziellen Zinsverfall anpassen« würde. Sie sei »eher Getriebene der fundamentalen Krisenkräfte als Täterin« beziehungsweise lediglich »Erfüllungsgehilfin der Kapitalmärkte«. Selbst Mario Draghi, als ehemaliger EZB-Präsident mitverantwortlich für die Durchsetzung des Sparkurses in den betroffenen Euro-Ländern, forderte in der letzten Pressekonferenz seiner Amtszeit von den europäischen Mitgliedstaaten noch einmal explizit mehr öffentliche Investitionen und damit konjunkturpolitische Impulse, weil die EZB mit ihren Mitteln der Wachstumsförderung am Ende sei. Ihr bleibe nur noch, zu signalisieren, dass sie langfristig für günstige Investitionsbedingungen sorgen werde.<sup>40</sup>

Die möglichen geldpolitischen Umgangsweisen mit dieser Situation bergen unterschiedliche Nach- und Vorteile: Niedrige Zinsen belasten einerseits die Sparer\*innen und Versicherten und begünstigen Investitionen in Aktien- und Anleihenmärkte statt in langfristige Unternehmenskredite.<sup>41</sup> Die dort generierten Profite führen zu einer verschärften Ungleichverteilung von Vermögen und fördern, wie oben ausgeführt, keinesfalls automatisch eine zufriedenstellende gesamtwirtschaftliche Entwicklung. Andererseits federn Nullzins und quantitative Lockerung aber auch die Haushaltspolitik unter Maßgabe der Schwarzen Null ab, weil sie die staatliche Schuldenaufnahme verbilligen und mehr Spielräume für staatliche Ausgaben schaffen, von denen (auch) sozio-ökonomisch schwächere Bevölkerungsgruppen profitieren können.<sup>42</sup> Würde der Kurs gestrafft und etwa der Leitzins erhöht, könnten zudem die nicht auszuschließenden Finanzmarktfriktionen wiederum negative Rückkopplungseffekte auf die Geschäftsbanken und Unternehmen haben – mit unter Umständen noch gravierenderen Folgen wie Arbeitsplatzabbau und Lohnverlusten.<sup>43</sup>

36 Vgl. Kader, Schwarzer 2015, S. 280–284.

37 Vgl. Stockhammer 2007.

38 Vgl. Arbeitsgruppe Alternative Wirtschaftspolitik 2019, Kapitel 4.

39 Hickel 2019, S. 2, 9, 19.

40 Vgl. Draghi 2019.

41 Vgl. Kader, Schwarzer 2015, S. 289.

42 Arbeitsgruppe Alternative Wirtschaftspolitik 2019, S. 200.

43 Vgl. Hickel 2019, S. 8.

#### 4. Autoritärer Wettbewerbssetatismus: Die Verschleierung der wirtschaftlichen Dauerkrise als Ausnahmezustand

Der Normalisierungswunsch gibt der EZB demzufolge tendenziell einseitig die Schuld an den gegenwärtigen wirtschaftlichen Problemen und attestiert ihr einen Handlungsspielraum, der unter den gegebenen politisch-ökonomischen Bedingungen in der Euro-Zone fragwürdig ist. Die Geldpolitik der EZB ist vielmehr von Hilflosigkeit geplagt: Wurde sie in der »Aufräumphase« unmittelbar nach der Krise noch als einziges europäisches Organ mit Handlungskompetenz wahrgenommen, schlägt ihre Kur heute nicht richtig an, und ihr scheint dennoch keine andere Wahl zu bleiben, als durch Zentralbankgeld die Finanzwirtschaft liquide und ihre *player* im *game* zu halten.<sup>44</sup>

Sind die Maßnahmen der EZB nun trotz aller Kritik wenn schon nicht als demokratisch, so doch als gemeinwohlorientiert einzuschätzen? Das ist unseres Erachtens nicht der Fall, denn die Suspendierung des Zusammenbruchs – einzelner Banken, Unternehmen oder gar der EU – geschieht schließlich auf Kosten einer steigenden ökonomischen Ungleichheit unter den Mitgliedstaaten der EU, die wiederum »nach unten« an die jeweiligen Bevölkerungen abgegeben wird. Der Zusammenhang von verordnetem Sparzwang und der Aufwendung öffentlicher Mittel für die Rettung von Banken führte in den ärmsten Staaten der EU zu großen Defiziten für öffentliche Investitionen.<sup>45</sup> Die Maßnahmen der EZB können damit als Teil einer ökonomisch-politischen Formation betrachtet werden, die Lukas Oberndorfer – anschließend an Nicos Poulantzas – als »autoritären Wettbewerbssetatismus« bezeichnet: Die »freien Marktkräfte« bewältigen die Herstellung von Wettbewerbsprinzipien nicht mehr, und die Administration versucht, sie politisch zu erzwingen.<sup>46</sup> Es geht bei den unkonventionellen Maßnahmen der EZB also nicht, wie Heiner Flassbeck und Paul Steinhardt hoffen, darum, den Wettbewerb der Nationen zugunsten eines »solidarischen« Miteinanders zu unterbinden. Sie zielen vielmehr darauf, die Akteure wettbewerbsfähig zu machen, um die vermeintlichen Wohlfahrtseffekte »des Marktes« wieder in Gang zu setzen. Angesichts der Zwangsmaßnahmen gegenüber den Schuldnerstaaten, an deren Vollzug die EZB maßgeblich beteiligt war, und der zunehmenden sozialen Ungleichheit erscheint die Bezeichnung der Krisenbekämpfungsmaßnahmen als »gemeinwohlorientiert«<sup>47</sup> zynisch. Mit ihrer Geldpolitik räumt die EZB eher hinter der von ihr selbst mitgestalteten Strukturpolitik in der Euro-Zone auf. Letztere zeichnet sich vor allem durch einen Rückbau staatlicher Investitionen und Sozialabgaben aus. Die damit in Kauf genommene konjunkturdämpfende Wirkung sollte durch vermeintlich wachstumsförderliche Arbeitsmarktderegulierung und Privatisierung kompensiert werden.

44 Vgl. Bibow 2016, S. 50.

45 Vgl. Offe 2016, S. 37–38.

46 Oberndorfer 2012.

47 Flassbeck, Steinhardt 2018, S. 281.

Vor diesem Hintergrund weist der autoritäre Wettbewerbssetatismus über das Zusammenspiel von Geldpolitik und Fiskalpolitik hinaus. Er umfasst neben Liquiditätsschwemme und Austeritätspolitik einen weitreichenderen strukturpolitischen Umbruch, durch den sich unter Maßgabe expandierender Finanzmärkte ein Ensemble aus »Abbau sozialstaatlicher Zugeständnisse, Privatisierung, Schwächung der Gewerkschaften und die Ausrichtung auf Wettbewerbsfähigkeit« etablierte.<sup>48</sup> Wie auch die EZB spätestens 2012 feststellen musste, war die unter diesen Vorzeichen stehende Strukturpolitik allein nicht dazu geeignet, die für die volatilen und »exzessiven« Marktbewertungen mitverantwortliche ökonomische und politische Unsicherheit in den Mitgliedsländern zu reduzieren. Die ungewisse Durchsetzbarkeit der verlangten sozialpolitischen Einschnitte in den Schuldnerländern, die wiederum Bedingung für bilaterale Hilfe waren, dürfte diese Unsicherheit eher noch verstärkt haben. Streckenweise wird diesen strukturpolitischen Auflagen auch deswegen entschieden widersprochen, weil sie, wie Oberndorfer<sup>49</sup> schreibt, in der EU »ohne Änderung der vertraglichen Kompetenzgrundlage« durchgeführt werden und damit Bieling<sup>50</sup> zufolge quasi einen »institutionalisierten Rechtsbruch« vollziehen. Im Gegensatz zur etwaigen Mandatsverletzung der EZB stehen diese Entwicklungen allerdings viel weniger im Fokus der deutschsprachigen Öffentlichkeit.

Der Wunsch nach einer »Normalisierung« blendet die strukturellen Grenzen aus, die der Geldpolitik durch diesen wirtschaftspolitischen Rahmen in der EU – unter Beteiligung der EZB selbst – gesetzt sind. Die EZB, die ironischerweise auch die Deregulierung der Finanzmärkte mit vorangetrieben hat,<sup>51</sup> setzt in dieser Situation verzweifelt auf eine Transmission geldpolitischer Impulse in die Realwirtschaft, die einfach nicht greifen wollen, weil sie in der Finanzwirtschaft gleichsam »steckenbleiben« und Liquidität »zweckentfremdet« wird. Dies kann die Zentralbank allein unter den gegebenen Umständen nicht ändern, ebenso wenig wie dies vor der Krise möglich war.

## 5. Institutionelle Pfadabhängigkeiten und Grenzen geldpolitischer Handlungsspielräume

Die EZB unterliegt allerdings nicht nur äußeren, sondern auch institutionellen Zwängen und kognitiven Grenzen, die pfadabhängig aus dem geldpolitischen Konsens vor der Krise erwachsen. Trotz erkennbarer Unterschiede in der Akzentuierung geldpolitischer Prinzipientreue äußern die Zentralbanker\*innen des Euro-Systems öffentlich häufig grundsätzliche Zweifel daran, dass konventionelle

48 Stützle 2013, S. 339.

49 Oberndorfer 2012, S. 67.

50 Bieling 2013, S. 42.

51 Vgl. Weinert 2002, S. 343.

Strategien in Krisenzeiten als zufriedenstellende Anhaltspunkte dienen könnten.<sup>52</sup> Insofern attestieren sie selbst der unkonventionellen Geldpolitik einen improvisatorischen Charakter.<sup>53</sup> Darüber hinaus ist die Wirkungsweise der Maßnahmen besonders unsicher. Zwar ist der Erfolg von Geldpolitik allgemein nicht erst seit der Finanzkrise strittig. In der Regel lässt sich nämlich kaum zufriedenstellend nachweisen, dass spezifische wirtschaftliche Entwicklungen tatsächlich geldpolitisch induziert waren. Dies verschärft sich aber nach der Krise: Nicht einmal die konjunkturellen Erholungseffekte, die mit der Zeit faktisch eintraten, sind mit Sicherheit der ultra-lockeren Geldpolitik geschuldet.<sup>54</sup> Spiegelbildlich zu den Erfolgsbehauptungen vor der Krise heben Zentralbankakteure daher heute eher die Grenzen von Geldpolitik hervor. Krisen würden sich demnach nicht vermeiden lassen, Zentralbanken könnten höchstens zur Resilienz der Wirtschaft beitragen, um Krisenfolgen so gut es geht abzumildern.<sup>55</sup>

Der von McNamara<sup>56</sup> identifizierte Rationalitätsmythos unabhängiger, auf Preisstabilität fokussierter Zentralbanken mit dem Hauptsteuerungsinstrument der Leitzinsen begrenzt, so unsere These, auch heute noch systematisch geldpolitische Handlungsmöglichkeiten und den Horizont geldpolitischen Denkens. Denn die EZB möchte letztlich selbst mit ihren Reparaturen des geldpolitischen Transmissionsmechanismus zu Vorkrisenverhältnissen zurückkehren, in der ihre zinspolitischen Signale nicht mehr durch dysfunktionale Preise auf den Finanzmärkten gestört werden. Damit arbeitet auch sie weiterhin am Mythos einer geldpolitischen Normalität – und ist an der öffentlichen Wahrnehmung nicht ganz unschuldig. Auch die fiskal- und wirtschaftspolitischen Strukturreformen, welche die EZB vorangetrieben hat, waren dazu gedacht, die Märkte zu »beruhigen«, damit Geldpolitik wieder nach dem alten Ideal funktionieren kann.

Folglich bleibt das Mittel der Wahl für die EZB die Liquiditätssteuerung der Finanzmärkte, entweder preissignal- oder mengenbasiert. Geldpolitik beschränkt sich damit technisch auf die Refinanzierungsbedingungen der Finanzmarktakteure und Kreditgeber\*innen und kann deshalb die Kreditvergabe und Geldmengenausweitungen weder effektiv begrenzen noch gezielt ausweiten. Entsprechend unsicher ist ihre Wirkung auf die Realwirtschaft, und zwar nicht nur bezüglich der Konjunktur, sondern auch mit Blick auf die Preisniveauentwicklung, dem Hauptsteuerungsziel des geldpolitischen *state of the art*. Denn diese wird weder von der Zentralbank noch von den Geschäftsbanken festgelegt, sondern ist von den Transaktionen der Akteure in der Wirtschaft abhängig. Die Inflationsrate unterliegt infolgedessen einer Vielzahl von Einflussfaktoren, von globalen Rohstoffpreisen über die durch den Wechselkurs beeinflussten Importpreise bis hin zu der bin-

52 Dies zeigen auch die Ergebnisse aus dem laufenden Dissertationsprojekt von Malte Flachmeyer.

53 Vgl. Mabbett, Schelkle 2019, S. 21.

54 Vgl. Ertürk 2014.

55 Vgl. King 2019, S. 1.

56 Vgl. McNamara 2002.

nenwirtschaftlichen Lohnentwicklung, öffentlichen Ausgaben und nicht zuletzt der allgemeinen Konjunkturlage.

Als ein beeinflussbarer Mechanismus für die Preisniveaustabilisierung gelten allerdings die Inflationserwartungen der Wirtschaftsakteure. Deswegen ist es besonders bedeutend, wie das Publikum die Geldpolitik wahrnimmt und beurteilt. Zum einen sprechen ökonomische Kennzahlen grundsätzlich nicht für sich allein und müssen als Resultate geldpolitischer Entscheidungen verständlich gemacht werden, um Legitimität zu erzeugen.<sup>57</sup> Über die Erzeugung bloßer normativer Akzeptanz hinaus muss die EZB zum anderen deshalb einen möglichst breiten Konsens über den Sinn ihres Kurses generieren, weil die Wirkung ihrer Maßnahmen immer davon abhängt, welche Reaktionen sie seitens des Publikums erzeugen, zum Beispiel bei der Festlegung von Zinsen und Preisen oder bei Lohnverhandlungen.<sup>58</sup> Die sorgfältig gepflegten, stets als alternativlos präsentierten Vorstellungen über angemessene Geldpolitik haben der EZB und anderen Zentralbanken vor der Krise Stabilitätserfolge trotz exzessiver Liquidität und Vermögenspreisblasen gesichert. Im heutigen ökonomischen Umfeld mit gedämpften bis unsicheren Zukunftsaussichten müssen sie fürchten, dass kurzfristige Strategiewechsel vor dem Hintergrund der gefestigten geldpolitischen Überzeugungen des Publikums<sup>59</sup> zu selbstverstärkenden, womöglich nicht mehr kontrollierbaren Inflationsängsten führen. Dahingehend bekräftigte Yves Mersch aus dem EZB-Direktorium noch im Juni 2019: »Eine verlässliche Strategie ist der Anker für eine glaubwürdige Geldpolitik. Sprunghafte Strategiedebatten mit dem Ziel, kurzfristige Impulse zu generieren, bergen die Gefahr, diese Glaubwürdigkeit langfristig zu unterwandern.«<sup>60</sup> Somit entwickelt das kognitive Erbe der konventionellen Geldpolitik auch einen nur schwer zu überwindenden legitimatorischen *lock in*-Effekt.

## 6. Fazit

Wir möchten aus unseren Ausführungen zwei Schlüsse ziehen, die uns am dringlichsten erscheinen. Erstens halten wir es für notwendig, den Glauben an eine vermeintlich normale Geldpolitik aufzugeben. Vielmehr müsste es darum gehen, die Geldpolitik der letzten Jahrzehnte als Teil einer globalen wirtschaftspolitischen und ökonomischen Gesamtstruktur zu begreifen. Nicht nur die zweifelsohne durch die Krise erfolgten Brüche, sondern auch die Kontinuitäten müssen als ausschlaggebendes Element der gegenwärtigen geldpolitischen Praxis erfasst werden. Dies heißt, Geldpolitik vor dem Hintergrund politisch- und sozio-ökonomischer Pfadabhängigkeiten, aber auch in kognitiver und normativer Hinsicht zu

<sup>57</sup> Vgl. Jones 2009.

<sup>58</sup> Vgl. Holmes 2014.

<sup>59</sup> Zur Bedeutung gesellschaftlich geteilter Überzeugungen für die Geldpolitik vgl. Orléan 2008.

<sup>60</sup> Mersch 2019.

verstehen: als eine Wissenskultur, die etablierte Vorstellungen über Ursache und Wirkung von Instrumenten hervorbringt und erstrebenswerte Zustände markiert.<sup>61</sup>

Unter diesen Bedingungen scheint es uns völlig abwegig zu sein, vom alleinigen Rückbau unkonventioneller Geldpolitik irgendeine Art wirtschaftlicher Besserung für alle beteiligten Akteure und Bevölkerungsschichten in der EU zu erwarten. Angesichts der hiesigen politischen und ökonomischen Gesamtlage sowie der damit verbundenen Umverteilung zuungunsten der ökonomisch Benachteiligten<sup>62</sup> halten wir vielmehr die Abkehr vom normalisierten neoliberalen Zwangskurs für unabdinglich. Es ist äußerst erstaunlich, dass keine wirtschaftspolitische Maßnahme der EU öffentlich derart skandalisiert wird wie die Geldpolitik der EZB. Dabei kommt der Austeritätspolitik erst recht ein unsicherer und experimenteller Charakter zu, der bisher weder Wachstum noch eine Perspektive auf eine vorteilhafte Entwicklung für alle Beteiligten erkennen lässt – trotzdem wird die Alternativlosigkeit dieser Grundausrichtung weiterhin bekräftigt. Beibehalten werden kann und muss dieser Kurs nur aufgrund der politischen und diskursiven Hegemonie, die sich bereits vor der Krise als »Normalität« konstituiert hat.

Es ist an der Zeit für alternative Experimente. An Vorschlägen mangelt es nicht: Die Liste möglicher Alternativen für die Einrichtung einer gemeinsamen Wirtschafts-, Finanz- und Sozialpolitik, von Maßnahmen wie einem Schuldenschnitt für die ärmsten Länder bis zu einer EU-weiten gemeinsamen Arbeitslosenversicherung und Sozialhilfe ist mittlerweile recht lang.<sup>63</sup>

Welche geldpolitischen Konsequenzen sich längerfristig aus dem gleichzeitigen Nachfrage- und Angebotseinbruch während der Corona-Pandemie ergeben, ist zum jetzigen Zeitpunkt überhaupt noch nicht abzusehen. Wie nach der Weltfinanzkrise von 2008, deren Ausmaße die gegenwärtige Entwicklung voraussichtlich mindestens erreichen wird, sind die Rufe nach fiskalpolitischer Expansion zurzeit sehr laut und vom bundesdeutschen Finanzministerium und von der EU-Führung auch schon gehört worden. Allerdings werden bereits jetzt ebenfalls Befürchtungen geäußert, dass ähnlich wie in den Jahren nach dem letzten Zusammenbruch auch in der Folge der gegenwärtigen Krise das »Vertrauen« in die Tragfähigkeit der Staatshaushalte der Euro-Zone erneut schlagartig sinken<sup>64</sup> und sich die EZB zu weiteren unkonventionellen Maßnahmen der finanzwirtschaftlichen Liquiditätsversorgung genötigt sehen wird. Mit den kurzfristig beschlossenen Notfallkaufprogrammen ist ein erster Schritt bereits getan.<sup>65</sup>

Wir denken aber, zweitens, dass auch für die Geldpolitik nun umso mehr unterschiedlichste Ansätze in Erwägung gezogen werden müssen, die aus der reinen liquiditätspolitischen Rahmung finanzwirtschaftlichen Gewinnstrebens hinausfüh-

61 Vgl. Sparsam, Pahl 2018.

62 Vgl. Kader, Schwarzer 2015, S. 289.

63 Vgl. Offe 2016, Kapitel X. Vor allem von keynesianischer Seite häufen sich entsprechende Vorschläge; siehe neuerdings von Weizsäcker, Krämer 2019.

64 Becker et al. 2020.

65 Vgl. Lagarde 2020.

ren. Hier haben die durch die Krise sichtbar gewordenen Defizite des aktuellen institutionellen Arrangements und des epistemischen Vorkrisen-Konsenses ebenfalls anschlussfähige Reformvorschläge zutage gefördert. Dies betrifft beispielsweise die gezielte Förderung von öffentlichen und privaten Investitionen in klimafreundliche(re) Wirtschaftsaktivitäten,<sup>66</sup> könnte jedoch auch generell auf Investitionsvorhaben mit Gemeinnützigkeitsanspruch ausgeweitet werden. Weiterführend kann über Möglichkeiten nachgedacht werden, »Liquidität« direkter und demokratischer – also etwa über öffentliche Etats ohne Umwege über Finanzmärkte und Geschäftsbanken – in die Realwirtschaft einzuspeisen.

Um nicht nur in spezialisierten Fachkreisen die praktischen Handlungsbedingungen der EZB nachzuvollziehen und auch in der breiteren demokratischen Öffentlichkeit »angstfrei« Alternativen diskutieren zu können, braucht es zugleich eine umfassende geldpolitische Aufklärung über das gegenwärtige Kreditgeldsystem. Noch zu oft pflegen Politiker\*innen, Ökonom\*innen und Journalist\*innen ihre Mythen über staatliche Steuerungskapazitäten bei der Geldschöpfung, die Erzeugung von Inflation sowie die »Verankerung« von Geldwert.<sup>67</sup> Zudem versteht es sich für uns von selbst, dass sozio-ökonomische Bildung, die an (Hoch-)Schulen oder anderswo zur Teilnahme am politischen Diskurs befähigen soll, nicht allein auf der monoparadigmatischen Grundlage des neoklassischen Kanons aufbauen kann. Generell sollte sie wirtschaftliche Phänomene alltagsverständlich vermitteln und das ökonomische Handeln Einzelner in gesellschaftlichen Strukturen verorten.

## Literatur

- Altvater, Elmar 2010. *Der große Krach oder die Jahrhundertkrise von Wirtschaft und Finanzen, von Politik und Natur*. Münster: Westfälisches Dampfboot.
- Arbeitsgruppe Alternative Wirtschaftspolitik 2019. *Memorandum 2019. Klimakollaps, Wohnungsnot, kriselnde EU – Alternativen der Wirtschaftspolitik*. Köln: PapyRossa.
- Asmussen, Jörg 2012. *Bankenrettung durch die EZB?* [www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120618.de.html](http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120618.de.html) (Zugriff vom 22.01.2020).
- Becker, Reinhard; Ersen, Hakan; Bernabei, Stefano 2020. »EZB bereit zu Kriseneinsatz – Spekulation auf »Corona-Bonds««, in *Reuters*. <https://de.reuters.com/article/virus-ezb-idDEKB N2152AZ> (Zugriff vom 30.03.2020).
- Bibow, Jörg 2016. *Der verspätete Aktivismus der EZB: Zwischen Hoffnung und Verzweiflung*. WISO Diskurs 25. <http://library.fes.de/pdf-files/wiso/13043.pdf> (Zugriff vom 22.01.2020).
- Bieling, Hans-Jürgen 2013. »Die krisenkonstitutionalistische Transformation des EU-Imperiums: zwischen autoritärer Neugründung und innerem Zerfall«, in *Das Argument* 55, 2, S. 34–46.
- Bofinger, Peter 2020. »Time is Ripe for a New ECB Strategy«, in *Social Europe* vom 6. Januar 2020. [www.socialeurope.eu/time-is-ripe-for-a-new-ecb-strategy](http://www.socialeurope.eu/time-is-ripe-for-a-new-ecb-strategy) (Zugriff vom 22.01.2020).
- Bonefeld, Werner 2017. *The Strong State and the Free Economy*. London, New York: Rowman & Littlefield.
- Bowman, Andrew; Ertürk, Ismail; Froud, Julie; Johal, Sukhdev; Leaver, Adam; Moran, Michael; Williams, Karel 2013. »Central Bank-Led Capitalism?«, in *Seattle Law Review* 36, S. 455–487.

66 Vgl. jüngst beispielsweise Bofinger 2020.

67 Vgl. Karth et al. 2020.

- Cecchetti, Stephen G.; Kharroubi, Enisse 2012. *Reassessing the Impact of Finance on Growth*. BIS Working Papers 381. <https://ideas.repec.org/p/bis/biswps/381.html> (Zugriff vom 22.01.2020).
- Colijn, Bert 2020. *Eurozone Growth Falls to 0.1 %: It Got Worse before It Gets Better*. <https://think.ing.com/snaps/eurozone-growth-falls-to-01-it-got-worse-before-it-gets-better/> (Zugriff vom 22.01.2020).
- Dao, Mai Chi; Maggi, Chiara 2018. *The Rise in Corporate Saving and Cash Holding in Advanced Economies: Aggregate and Firm Level Trends*. IMF Working Paper 18/262. [www.imf.org/~media/Files/Publications/WP/2018/wp18262.aspx](http://www.imf.org/~media/Files/Publications/WP/2018/wp18262.aspx) (Zugriff vom 22.01.2020).
- Deutschmann, Christoph 2005. »Finanzmarkt-Kapitalismus und Wachstumskrise«, in *Finanzmarkt-Kapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen*. Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Sonderheft 45, hrsg. v. Windolf, Paul, S. 58–84. Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften.
- Draghi, Mario 2012. *Speech by Mario Draghi at the Global Investment Conference in London, 26 July 2012*. [www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html) (Zugriff vom 22.01.2020).
- Draghi, Mario 2019. *Pressekonferenz vom 12. September 2019*. [www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2019/html/ecb.is190912~658eb51d68.de.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2019/html/ecb.is190912~658eb51d68.de.html) (Zugriff vom 22.01.2020).
- Ertürk, Ismail 2014. »Reconceptualizing Central Bank Unconventional Policies: Long Positions on no Growth Capitalism«, in *Central Banking at a Crossroads. Europe and Beyond*, hrsg. v. Goodhart, Charles; Gabor, Daniela; Vestergaard, Jakob; Ertürk, Ismail, S. 217–228. London: Anthem Press.
- EZB (Europäische Zentralbank) 2019. *Press Release vom 24. Oktober 2019*. [www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp191024~438769bd4f.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp191024~438769bd4f.en.html) (Zugriff vom 22.01.2020).
- Flachmeyer, Malte; Paul, Axel T. 2018. »Bridge over Troubled Waters. Die EZB, die Euro-Rettung und die Politisierung der Geldpolitik«, in *Finanzialisierung, Demokratie und Gesellschaft. Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Sonderheft 58*, hrsg. v. Beyer, Jürgen; Trampusch, Christine, S. 495–515, Wiesbaden: Springer VS.
- Flassbeck, Heiner; Steinhardt, Paul 2018. *Ungleichheit, Geld und die Renaissance des Staates*. Frankfurt a. M.: Suhrkamp.
- Gaßmann, Heiner 2015. »Dumm gespart«, in *Le Monde diplomatique* vom 10. Dezember 2015. <https://monde-diplomatique.de/artikel/!5249372> (Zugriff vom 22.01.2020).
- Goodfriend, Marvin 2007. »How the World Achieved Consensus on Monetary Policy«, in *Journal of Economic Perspectives* 21, 4, S. 47–68.
- Herger, Nils 2016. *Wie funktionieren Zentralbanken?* Wiesbaden: Springer Gabler.
- Hickel, Rudolf 2019. *Mario Draghis Erbschaft an Christine Lagarde. Ultra-billige Geldpolitik auch künftig unter dem Regime des Übersparens und staatlicher Schuldenbremse*. [www.alternative-wirtschaftspolitik.de/kontext/controllers/document.php/728.a/b/b7e306.pdf](http://www.alternative-wirtschaftspolitik.de/kontext/controllers/document.php/728.a/b/b7e306.pdf) (Zugriff vom 22.01.2020).
- Holmes, Douglas R. 2014. *Economy of Words. Communicative Imperatives in Central Banks*. Chicago: University of Chicago Press.
- Jones, Erik 2009. »Output Legitimacy and the Global Financial Crisis: Perceptions Matter«, in *Journal of Common Market Studies* 47, 5, S. 1085–1105.
- Kader, Maria 2018. »Money for nothing ... Kapitalistische Wachstumsversprechen als Illusion«, in *Der ganz normale Betriebsunfall. Viermal Marx zur globalen Finanzkrise*, hrsg. v. Nuss, Sabine, S. 44–61. Berlin: Dietz.
- Kader, Maria; Schwarzer, Uli 2015. »Akkumulation reloaded. Wie Notenbanken und Staaten die Profite retten«, in *Prokla* 45, 2, S. 277–296.
- Kafsack, Hendrik; Siedenbiedel, Christian 2020. »EZB-Präsidentin rechnet mit Konjunktüreinbruch von 5 Prozent oder mehr«, in *Frankfurter Allgemeine Zeitung* vom 18. März 2020. [www.faz.net/aktuell/wirtschaft/coronavirus-ezb-chefin-erwartet-konjunktüreinbruch-von-5-prozent-16684805.html](http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/coronavirus-ezb-chefin-erwartet-konjunktüreinbruch-von-5-prozent-16684805.html) (Zugriff vom 30.03.2020).
- Karth, Friedo; Müller, Carolin; Sahr, Aaron 2020. »Geld in privaten Händen. Missverständnisse und Missverhältnisse monetärer Souveränität in Europa (I)«, in *Soziopolis* vom 21. Januar 2020. <https://soziopolis.de/beobachten/wirtschaft/artikel/geld-in-privaten-haend-en/> (Zugriff vom 22.01.2020).



- King, Mervyn 2019. »Panel Remarks«, in *Ten Years after the Great Financial Crisis: What Has Changed?* BIS Papers 103, S. 1–3. [www.bis.org/publ/bppdf/bispap103.pdf](http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap103.pdf) (Zugriff vom 22.01.2020).
- Kirshner, Jonathan 2003. »Money Is Politics«, in *Review of International Political Economy* 10, 4, S. 645–660.
- Krüger, Stephan 2012. *Politische Ökonomie des Geldes. Gold, Währung, Zentralbankpolitik und Preise*. Hamburg: VSA.
- Krüger, Stephan 2016. *Wirtschaftspolitik und Sozialismus. Vom politökonomischen Minimalkonsens zur Überwindung des Kapitalismus*. Hamburg: VSA.
- Lagarde, Christine 2020. EZB-Blog – Unsere Reaktion auf den Coronavirus-Notfall. [www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200319~11f421e25e.de.html](http://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200319~11f421e25e.de.html) (Zugriff vom 30.03.2020).
- Mabbett, Deborah; Schelkle, Waltraud 2019. »Independent or Lonely? Central Banking in Crisis«, in *Review of International Political Economy* 26, 3, S. 436–460.
- Maxfield, Sylvia 1997. *Gatekeepers of Growth. The International Political Economy of Central Banking in Developing Countries*. Princeton: Princeton University Press.
- McNamara, Kathleen 2002. »Rational Fictions: Central Bank Independence and the Social Logic of Delegation«, in *West European Politics* 25, 1, S. 47–76.
- Mersch, Yves 2019. *Konjunktur- und Geldpolitik am Wendepunkt – Wohin steuert die Wirtschaft in Europa, den USA und China?* [www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190629~c6939a893b.de.html](http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190629~c6939a893b.de.html) (Zugriff vom 22.01.2020)
- Neyer, Ulrike 2018. *Die Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank*. Ordnungspolitische Perspektiven 97. [www.dice.hhu.de/fileadmin/redaktion/Fakultaeten/Wirtschaftswissenschaftliche\\_Fakultaet/DICE/Ordnungspolitische\\_Perspektiven/097\\_OP\\_Neyer.pdf](http://www.dice.hhu.de/fileadmin/redaktion/Fakultaeten/Wirtschaftswissenschaftliche_Fakultaet/DICE/Ordnungspolitische_Perspektiven/097_OP_Neyer.pdf) (Zugriff vom 30.03.2020).
- Oberndorfer, Lukas 2012. »Hegemoniekrise in Europa – Auf dem Weg zu einem autoritären Wettbewerbsetatismus?«, in *Die EU in der Krise. Zwischen autoritärem Etatismus und europäischem Frühling*, hrsg. v. Forschungsgruppe »Staatsprojekt Europa«, S. 50–71. Münster: Westfälisches Dampfboot.
- Offe, Claus 2016. *Europa in der Falle*. Frankfurt a. M.: Suhrkamp.
- Orléan, André 2008. »Monetary Beliefs and the Power of Central Banks«, in *Central Banks as Economic Institutions*, hrsg. v. Touffut, Jean-Philippe, S. 7–21. Cheltenham: Edward Elgar.
- Pahl, Hanno 2019. »The Great Moderation«. Makroökonomische Zeitdiagnosen vor der Great Recession 2008ff. und die blinden Flecken der Mainstream-Ökonomik«, in *Gegenwartdiagnosen. Kulturelle Formen gesellschaftlicher Selbstproblematisierung in der Moderne*, hrsg. v. Alkemeyer, Thomas; Buschmann, Nicolaus; Etzemüller, Thomas, S. 399–418. Bielefeld: transcript.
- Paul, Axel T. 2010. »Die Unverfügbarkeit des Geldes und die Rolle der Zentralbanken«, in *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie* 61, S1, S. 243–265.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 2003. *Staatsfinanzen konsolidieren – Steuersystem reformieren. Jahresgutachten 2003/04*. Wiesbaden: Statistisches Bundesamt.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 2018. *Vor wichtigen wirtschaftspolitischen Weichenstellungen. Jahresgutachten 2018/19*. Wiesbaden: Statistisches Bundesamt.
- Schnabel, Gunther 2017. *Die Verteilungseffekte der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank destabilisieren Europas Demokratien*. <https://austrian-institute.org/de/blog/verteilungseffekte-der-geldpolitik/> (Zugriff vom 13.03.2020).
- Şener, Ulaş 2016. *Die relative Autonomie der Zentralbank. Eine politökonomische Analyse der türkischen Geldpolitik nach 2001*. Potsdam: Potsdam University Press.
- Sparsam, Jan; Pahl, Hanno 2018. »Soziologie der Zentralbanken. Makroökonomisches Wissen und Geldpolitik«, in *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie* 70, S1, S. 343–366.
- Stockhammer, Engelbert 2007. »Charakteristika eines finanz-dominierten Akkumulationsregimes in Europa«, in *WSI-Mitteilungen* 12/2007, S. 643–649.

- Stoiber, Edmund; Steinbrück, Peer; Clement, Wolfgang; Oettinger, Günther; Sinn, Hans-Werner; Zeitler, Franz-Christoph; Faltlhauser, Kurt; Vitt, Marcus 2020. »Gastbeitrag. Für eine neue Geldpolitik der EZB«, in *Frankfurter Allgemeine Zeitung* vom 15. März 2020. [www.faz.net/aktuell/wirtschaft/ezb-nach-corona-krise-fuer-eine-neue-geldpolitik-16679542.html](http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/ezb-nach-corona-krise-fuer-eine-neue-geldpolitik-16679542.html) (Zugriff vom 30.03.2020).
- Stütze, Ingo 2013. *Austerität als politisches Projekt. Von der monetären Integration Europas zur Eurokrise*. Münster: Westfälisches Dampfboot.
- Thiele, Alexander 2019. *Die Europäische Zentralbank*. Tübingen: Mohr Siebeck.
- Tokarski, Paweł 2016. *Die Europäische Zentralbank als politischer Akteur. Mandat, Stellung und Handeln der EZB in einer unvollständigen Währungsunion*. SWP-Studie 2016/S, 14. Berlin: Stiftung Wissenschaft und Politik.
- von Weizsäcker, Carl Christian; Krämer, Hagen 2019. *Sparen und Investieren im 21. Jahrhundert. Die Große Divergenz*. Wiesbaden: Springer Gabler.
- Wehr, Andreas 2018. *Europa, was nun? Trump, Brexit, Migration und Eurokrise*. Köln: Papy-Rossa.
- Wirtschaftskammer Österreich 2019. *WKO Statistik. Wirtschaftswachstum*. [wko.at/statistik/eu/europa-wirtschaftswachstum.pdf](http://wko.at/statistik/eu/europa-wirtschaftswachstum.pdf) (Zugriff vom 22.01.2020).
- Weinert, Rainer 2002. »Geld und Politik. Autonomisierung und Funktionswandel von Zentralbanken«, in *Die gesellschaftliche Macht des Geldes. Leviathan-Sonderheft 21*, hrsg. v. Deutschmann, Christoph, S. 327–350. Wiesbaden: Westdeutscher Verlag.

**Zusammenfassung:** Gegen die erwünschte Rückkehr der EZB zu einer geldpolitischen »Normalität« erheben wir drei Einwände: Wir zweifeln sowohl den technisch-neutralen Charakter der Geldpolitik vor der Krise als auch deren fundamentalen Unterschied zur Nachkrisenpolitik an. Drittens steht der EZB aufgrund der EU-Wirtschaftspolitik sowie geldpolitischer Pfadabhängigkeiten keine praktikable Alternative zur Verfügung.

**Stichworte:** Wirtschaftssoziologie, Europäische Zentralbank, Geldpolitik, Finanzmarktkapitalismus, Grenzen des Wachstums

## **Completely Normal: The Unconventional Monetary Policy of the ECB in the Context of the Euro Crisis**

**Summary:** We have three objections to the ECB's desired return to monetary »normality«: We question both the technically neutral nature of monetary policy before the crisis and its fundamental difference from post-crisis policy. Thirdly, the ECB has no viable alternative due to EU economic policy and monetary policy path dependencies.

**Keywords:** economic sociology, European Central Bank, monetary policy, financial market capitalism, limits to growth

### **Autoren**

Jan Sparsam  
Justus-Liebig-Universität Gießen  
Institut für Soziologie  
Karl-Glöckner-Str. 21E  
35394 Gießen  
Jan.sparsam@lmu.de

Malte Flachmeyer  
Universität Basel  
Seminar für Soziologie  
Petersgraben 27  
CH-4051 Basel  
malte.flachmeyer@unibas.ch