
**Kölner Zeitschrift für Soziologie
und Sozialpsychologie**

Sonderheft 58/2018

Sonderhefte

Begründet durch René König (†), Deutschland



Springer

Bridge over Troubled Waters. Die EZB, die Euro-Rettung und die Politisierung der Geldpolitik

Malte Flachmeyer · Axel T. Paul

Online publiziert: 27. August 2018

© Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH, ein Teil von Springer Nature 2018

Zusammenfassung Zum einen hat die Euro-Rettungspolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) die strukturellen Defizite der Währungsunion aufgedeckt. Zum anderen sind weder die Regierungen noch die Bürger der Euro-Mitgliedsländer dazu bereit, das gleichzeitig notwendige wie außerordentliche Handeln der EZB zu für künftige Fälle zu legalisieren. Als Grund dieses gleichermaßen praktischen wie legitimatorischen Dilemmas identifiziert der Aufsatz den institutionell unbewältigten Gegensatz von deutscher und französischer Geldkultur.

Schlüsselwörter Europäische Zentralbank · Eurokrise · Währungsunion · Zentralbanken · Geldpolitik

Bridge over Troubled Waters. The ECB, the Euro-Rescue and the Politicization of Monetary Policy

Abstract On the one hand, the European Central Bank's (ECB) crisis management has revealed the structural deficits of the monetary union. On the other hand, neither the governments nor the citizens of the Eurozone member states are willing to legalize the ECB's necessary but extraordinary monetary policies for future scenarios. The paper identifies the unresolved institutional contraction between French and German monetary traditions as one of the main factors underlying this functional as much as legitimacy dilemma.

M. Flachmeyer (✉) · A. T. Paul
Department Gesellschaftswissenschaften, Universität Basel
Petersgraben 27, 4051 Basel, Schweiz
E-Mail: malte.flachmeyer@unibas.ch

A. T. Paul
E-Mail: axel.paul@unibas.ch

Keywords European Central Bank · Euro crisis · European monetary union · Central banks · Monetary policy

1 Einleitung

Die Eurokrise scheint sich seit ihrem zumindest aufmerksamkeitsökonomischen Höhepunkt in den Jahren 2011/12 mittlerweile auf irgendwie erträglichem Niveau verstetigt zu haben. Ohne dass in den Krisenländer, insbesondere in Griechenland, gemessen an den Wachstumsraten, Arbeitslosenquoten oder Staatsschuldenständen, eine echte Trendwende, oder innerhalb der Währungsunion selbst deutliche Schritte ihrer institutionellen Fortentwicklung zu verzeichnen wären, sind Meldungen über einen andauernden Verhandlungspoker zwischen Gläubigerinstitutionen und dem griechischen Staat oder die Einrichtung von (weiteren) Fonds zur Rettung angeschlagener Banken seit geraumer Zeit in den Hintergrund gerückt.

In dem Maße, in dem es um den Euro ruhiger wurde, ist indes die Europäische Zentralbank (EZB) mehr und mehr in den Fokus politischer Debatten gerückt, obwohl sie diesen als „politisch unabhängige“ Institution doch eigentlich enthoben sein sollte. Tatsächlich aber hat sie sich seit 2012 den Finanzmärkten gegenüber als *der* handlungsfähige Akteur der europäischen Politikebene präsentiert (Tokarski 2016). Und nicht nur das: bezogen auf die (zeitweise) erdrückende Zinslast einer ganzen Reihe von europäischen Staatshaushalten gibt der Erfolg ihr Recht; seit der Ankündigung des niemals vollzogenen OMT-Programms scheinen Länderpleiten und Euroaustritte abgewendet.

Doch so erfolgreich die EZB-Krisenpolitik auch gewesen sein mag: Gezeigt hat sich in der Krise, dass Geldpolitik – was sich für unbedarfte Ohren selbstverständlich anhören mag, aus orthodox-wirtschaftstheoretischer Perspektive jedoch ein Problem darstellt – niemals unpolitisch oder neutral sein, sondern bestenfalls Kompromisse zwischen strukturell konfligierenden Zielen erreichen kann (Kirshner 2003; Paul 2017, S. 175–195). So hat Geldpolitik stets verteilungspolitische Konsequenzen, favorisiert sie Schuldner oder Gläubiger, auch wenn diese keine kohärenten Gruppen darstellen oder sogar eine Doppelrolle als Schuldner und Gläubiger spielen mögen (Mann 2013; Sahr 2016). Doch nicht theoretische Kontroversen über die Möglichkeiten und Grenzen von Geldpolitik sollen im Zentrum dieses Aufsatzes stehen, sondern die konkrete Politik der EZB in (und nach) der Eurokrise sowie das Dilemma, in welche diese sich oder die Währungsunion mit ihrer in gewisser Weise alternativlosen Politik manövriert hat (Armingeon et al. 2015). Zum einen nämlich hat sie die „architektonischen“ oder strukturellen Defizite oder auch „nur politischen“ Kosten der Währungsunion aufgedeckt. Zum anderen aber scheint Europa, und zwar sowohl die Regierungen als auch „die Nationen“, zu den politischen Schritten, die getan werden müssten, um das fraglose außerordentliche Handeln der EZB zu „normalisieren“, bis auf weiteres nicht bereit zu sein.

Um dieses Dilemma – aus dem zu entkommen wir im Übrigen nur einen bescheidenen und keinesfalls originellen Vorschlag machen werden – aufzudecken, werden wir im Folgenden zeigen, dass in der Europäischen Währungsunion durch ihre Verwurzelung in unterschiedlichen Währungskulturen von vornherein gegensätz-

liche Auffassungen von Geldpolitik angelegt waren (Abschn. 3). Nach einer daran anschließenden knappen Skizze des geldpolitischen Instrumentariums der EZB bei der Bekämpfung der Eurokrise (Abschn. 4) diskutieren wir die zwei unseres Erachtens zentralen mit jenen unterschiedlichen Traditionen verknüpften Hauptkritiklinien der aktuellen EZB-Politik (Abschn. 5). Gezeigt werden soll, dass die Legitimität der EZB, welche bei der Bekämpfung der Eurokrise als einzige Institution die notwendige Handlungskapazität mit einem europäischen Problembearbeitungshorizont vereinte, von beiden Positionen aus, wenn auch aus unterschiedlichen Gründen, in Frage gestellt wird. Wir beginnen indes mit der Situierung der EZB im dominanten Paradigma der Zentralbank-Theorie und einer Problematisierung des Konzepts Output-Legitimität (Abschn. 2).

2 Zentralbankunabhängigkeit, Output-Legitimität und ihre unklare Bedeutung

In repräsentativen Demokratien unterliegt der Bereich der Geldpolitik heute besonderen Modellannahmen und institutionellen Regeln. Auf Basis der sogenannten *Time inconsistency*-Hypothese wird davon ausgegangen, dass Preisstabilität und letztlich Geldvertrauen nur garantiert werden können, wenn Geldpolitik von demokratisch gewählten Instanzen abgeschirmt wird. Verkürzt gesagt, würde sie ansonsten zum Zwecke der Wählerstimmen-Maximierung instrumentalisiert und generierte bestenfalls kurzfristige Wachstums- und Lohneffekte. Langfristig seien erhöhte Inflationsraten die Folge, welche nicht mit Wohlfahrtsgewinnen einher gingen (Barro und Gordon 1983). Vor diesem Hintergrund hat sich (formale) Zentralbankunabhängigkeit global zum dominanten Merkmal einer Geldpolitik entwickelt, die sich vor allem am Ziel der Preisstabilität orientiert. Sie ist zur Chiffre einer „vertrauenswürdigen“ wirtschaftlichen Ordnung geworden (Ingham 2004, S. 147–148; Polillo und Guillén 2005). Zentralbanker sollen, je nach Nuancierung – wir kommen darauf zurück –, streng regelbasiert oder mit breiterem „diskretionären“ Gestaltungsspielräumen agieren, in jedem Fall jedoch ohne an Vorgaben durch demokratisch gewählte Politiker gebunden zu sein. Die demokratische Kontrolle von Geldpolitik reduziert sich auf deren transparente öffentliche Darstellung und nachträgliche Rechtfertigung oder „Erklärung“ auch gegenüber parlamentarischen oder sonstigen im engeren Sinne politischen Gremien. Mit einem derartigen Informationsanspruch „der Politik“ gehen indes keinerlei Einwirkungs- oder Sanktionsmöglichkeiten einher (Scherz 2001).

Der einzige demokratische Einflusskanal auf die Geldpolitik, allerdings nur im Falle nationaler Zentralbanken, besteht darin, qua Wahl auf die Exekutive einzuwirken, die ihrerseits für die Einsetzung dieses oder jenes Notenbankers und damit dessen geldpolitisches Handeln verantwortlich zeichnet. Zudem liegt es im Bereich des Möglichen, dass der Gesetzgeber die Zentralbankstatuten mit ausreichenden Pflichten der Notenbank ändert, sei es in Hinblick auf die Aufgaben oder die Rechenschaftspflichten der Notenbank. Einer supranationalen Zentralbank wie der EZB steht jedoch, bislang und bis auf weiteres zumindest, keine demokratisch gewählte Regierung gegenüber. Insofern stellt die europäische Supranationalisierung der Geldpolitik einen der herkömmlichen Zentralbankunabhängigkeit gegenüber weiteren Schritt ihrer Au-

tonomisierung dar (Weinert 2002; Marcussen 2009). Angesichts dieses gewollten Mangels an Input-Legitimität, versteht man diese eng im Sinne demokratischer Kopplung, wird zumeist und zu Recht argumentiert, dass eine Zentralbank sich zwangsläufig primär über ihren Output, durch die Ergebnisse ihrer Politik, legitimiere (Scharpf 2013). An dieser Stelle stößt man jedoch auf das schwierige Problem der Zurechnung bestimmter monetärer oder allgemeiner wirtschaftlicher Entwicklungen auf Zentralbankhandeln. Worin besteht dessen Output? Und bedeutet Output „für alle“ dasselbe?

Die Frage stellt sich sogar für die Zentralbanken selbst. Denn auch nach Auskunft einiger (ehemaliger) Geldpolitiker operieren diese, ihrer technisch-analytischen Expertise zum Trotz, unter großer Unsicherheit hinsichtlich der Determinanten des Geschehens sowie, und in Verbindung damit, der möglichen Resultate ihres Tuns (Blinder 1998, S. 3–23; King 2006, S. 17–18).¹ Einer Reihe qualitativer Studien zufolge wird in den Entscheidungsgremien der Zentralbanken ein pragmatischer Umgang mit ökonomischen Theorien gepflegt. Letztere würden zwar als heuristisches Instrumentarium verwendet, dienen vor allem aber der wissenschaftlichen Verbrämung der Außendarstellung situativ „notwendiger“ Maßnahmen (Krippner 2007, S. 489–501; Abolafia 2012).² Weiterhin zeigt schon ein kurzer Blick auf die medialen und akademischen Debatten um die EZB-Krisenpolitik, dass der Streit um deren Legitimität anhand einiger weniger, eindeutiger Output-Indikatoren kaum zu verstehen ist. Sofern Preisstabilität der wichtigste Beitrag ist, den die EZB zur wirtschaftlichen Gesamtentwicklung leisten kann und darf, müsste die Inflationsrate eine herausragende Relevanz besitzen. Und wirklich fehlt es nicht an Kritik, welche die gegenwärtige, mutmaßlich zu lockere Geldpolitik mit Verweis auf Inflationsgefahren moniert, obwohl die Inflationsrate der Eurozone von 2,5% im Jahre 2012 auf 0% im Jahre 2015 abgesackt ist. Selbst in Folge der Ankaufprogramme der EZB ab Januar 2015 zog die Inflation nur minimal an.³ Dass bis heute über deren Messgrundlagen und besondere, antiinflationäre Umstände gestritten wird, nimmt darum kaum wunder (vgl. Fratzscher 2016, S. 71–75). Auf jeden Fall zeigt sich, dass selbst klare Indikatoren nicht für sich selber sprechen, dass, allgemeiner formuliert, geldpolitische Maßnahmen und Effekte hinreichend diffus sind, um interpretationsoffen und deutungsbedürftig zu sein. Interpretationen wiederum sind durch theoretische Vorannahmen, normative Standpunkte, politische Einstellungen und Interessen je

¹ So erklärt etwa die Schweizer Nationalbank: „Es bestehen zu viele Unsicherheiten sowohl hinsichtlich des Auslösers und der Dauer der Störungen, welche die Wirtschaft treffen, als auch im Hinblick auf die Übertragungsmechanismen, die Verzögerungen und das Ausmaß, mit denen die geldpolitischen Maßnahmen auf Konjunktur und Preise wirken.“ URL: www.snb.ch/de/i/about/monpol/vid/monpol_strat#t6 [Zugriff: 27.10.2017]. Ähnlich betont Alan Blinder in seiner Diskussion diverser „unknowns“: „Some economist [...] write models in which central bankers can control, say, nominal GDP, the inflation rate, or the unemployment rate on a period-by-period basis. Believe me, they cannot“ (Blinder 1998, S. 6).

² Tatsächlich sind schon die angeblichen positiven Effekte des grundlegenden institutionellen Designs der Zentralbank unklar. So gibt es zwischen Zentralbankunabhängigkeit und Preisniveaustabilität nur eine äußerst schwache Korrelation (McNamara 2002).

³ Zahlen von Eurostat. URL: ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=de&pcode=tec00118&piugin=1 [27.10.2017].

konkreter auch und gerade kollektiver Akteure geprägt. Zentralbankpolitik an ihrem Output zu messen, bedeutet mitnichten, normative Fragen umschiffen zu können.

Allerdings kann das Vorhandensein gesellschaftlich verankerter, gemeinhin geteilter Angemessenheitsvorstellungen von monetärer Ordnung nicht naiv oder strukturell vorausgesetzt werden, auch wenn sich in (manchen) Nationalstaaten relativ homogene Währungskulturen ausgebildet haben (mögen). Die Europäische Währungsunion jedenfalls hat diesen impliziten geldpolitischen Konsens schon dadurch strapaziert, dass sie Länder einer geldpolitisch divergenten Prägung umfasst. Angesichts der Eurokrise wurde aus dieser latenten Spannung ein offener Streit um ihre Legitimität.

Auf der einen Seite verkompliziert dies die Aufgabe der, in diesem Fall europäischen, Zentralbank, sich als über auch nationale Partikularinteressen erhaben zu erweisen, auf der anderen Seite jedoch ist es gerade der Gegensatz nationaler Währungstraditionen, welche es der EZB erlaubt haben, ihr institutionelles Korsett zu sprengen und den Euro zu retten.

3 Die EZB zwischen den Währungstraditionen

Das Ausmaß an Zentralbankunabhängigkeit als Leitbild und Organisationprinzip variierte im 20. Jahrhundert entlang eines weiten Kontinuums, auch und nicht zuletzt in und zwischen den westeuropäischen Nachkriegsökonomien. Als dessen theoretische, aber auch politische Pole können „das ordoliberalere“ Deutschland und „das keynesianische“ Frankreich angesehen werden. So firmierte die *Banque de France*, zumindest bis sich in den 1980er Jahren auch in Frankreich die geldpolitischen Koordinaten langsam in Richtung einer Stabilitätsorientierung zu verschieben begannen, als außerordentlich *abhängige* Zentralbank, als ausführendes Organ der wirtschaftspolitischen Vorgaben der französischen Regierung. Während hier inflationäre Geldmengenausweitungen ein legitimes Mittel zur Stimulation der Inlandsnachfrage, zur Erhöhung der Beschäftigungsrate und zur Reduktion der Staatsschulden waren, und die Zentralbank damit als (mit-)verantwortlich für Wachstum und Beschäftigung galt, wurde der stabilitätsfokussierten *Deutschen Bundesbank* am anderen Ende des Spektrums nicht nur formell, sondern auch informell seitens der Bevölkerung die größte Autonomie zugestanden. Diese galt als institutionelle Garantie der Geldwertstabilität (Goodman 1991). Die Akzeptanz dieser Fokussierung oder eines solchen institutionellen Designs seitens der Bevölkerung ist rückführbar auf deutsche Inflationserfahrungen in der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts. Um sich ihrerseits als „unpolitische[r] Wächter des Geldes“ (Hegmann 2007, S. 54) zu stilisieren, hat die Bundesbank ihre Geldpolitik stets mit monetaristischen Argumenten untermauert. Tatsächlich jedoch pflegte sie mit den Tarifparteien einen mehr oder weniger offenen Austausch zur Bekämpfung von Lohn-Preis-Spiralen. Die *Banque de France* hingegen verfolgte gegenüber der breiten Öffentlichkeit eine Strategie des Nicht-Informierens, kommunizierte innerhalb informeller Netzwerke gleichwohl mit Vertretern staatlicher Banken, Konzernen und der Regierung (Drexler 2007).

Es ist daher zwar vorderhand richtig, die Deutsche Mark im Gegensatz zum weichen Franc als harte Währung zu charakterisieren. Diese Gegenüberstellung relativiert sich jedoch bei näherem Hinsehen: Denn abgesehen davon, dass man mit guten Gründen auch eine Politik einer weichen Währung, z. B. angesichts deflationärer Tendenzen und sinkender Arbeitseinkommen, für die ökonomisch vernünftige(re) Variante halten und im strikten Insistieren auf hartem Geld den Ausdruck einer bestimmten „Klassen“-Präferenz sehen kann (Mann 2013), haben sowohl die deutsche als auch die französische Zentralbank ihre Politik auf unterschiedlichen Kommunikationskanälen aktiv mit der jeweiligen Regierung und sonstigen Wirtschaftsakteuren abgestimmt. Darüber hinaus kam in der Debatte um die Euro-Einführung in den Jahren 1996/97 deutlich zum Ausdruck, dass beide Typen monetärer Ordnung im Namen einer „höheren“, übergreifenden gesellschaftspolitischen Vernunft, nur eben „kulturell“ spezifisch, begründet wurden. Die Befürworter der deutschen Strategie eines harten, „unpolitischen“ Geldes verstanden Stabilitätskultur explizit „als ‚soziale Norm‘, die [...] ohne das ‚aktive Gemeinschaftshandeln‘ der geldpolitischen Institutionen nicht auskomme“. Französische Politiker und Kommentatoren begründeten das Bedürfnis nach einer flexible(re)n Geldpolitik demgegenüber mit der Tradition eines politischen Ausgleichs von sozialer Ungleichheit (Löffler 2010, S. 130, 155–165).

Zudem stimmt es einerseits, dass die *Banque de France* im Gegensatz zur Bundesbank seitens der Exekutive im Bereich der Zinspolitik und der Wechselkurse regelmäßig mit politischen Zielvorgaben konfrontiert wurde; auch war sie bis in die 1980er Jahre hinein offiziell Akteur der nationalen Arbeitsmarkt- und Konjunkturpolitik; gleichwohl war sie aufgrund der Autorität ihrer makroökonomischen Expertise und ihres Einflusses auf die Privatbanken mehr als ein nur ausführendes Organ. Eher gilt, dass auch die französische Zentralbank aufgrund ihrer Stellung bei der Formulierung von Zielvorgaben und Implementierung wirtschaftspolitischer Strategien der Exekutive eine konstitutive Rolle innehatte (Hegmann 2007, S. 46–52; Redon und Besnard 1989, S. 69–72). Andererseits ist nicht vorstellbar, dass deutsche Bundesbankpräsidenten, von Bundesregierung und Bundesrat gemeinsam ernannt, bei der Entwicklung geldpolitischer Strategien nicht auch im Dialog mit der Exekutive standen, abgesehen davon, dass auch Bundesbankpräsidenten zuvor durchaus als politische Beamte gewirkt haben, z. B. als Staatssekretär im Bundesfinanzministerium (wie Hans Tietmeyer) und Parteimitglied waren (wie Ernst Welteke).

Die hier nur umrissenen Charakteristika der „traditionellen“ deutschen und französischen Zentralbankpolitik werden aus zwei Gründen angeführt: erstens, um beispielhaft zu verdeutlichen, dass Geldpolitik immer auf die eine oder andere Weise in eine spezifische politische Kultur, ein nationales „Projekt“, eingebettet ist. Zweitens, der Vergleich der beiden Nachbarländer soll veranschaulichen, wie unterschiedlich die politisch-kulturellen Währungstraditionen kapitalistischer Demokratien ausfallen können. Tatsächlich verkörpern Deutschland und Frankreich die beiden in der Eurozone aufeinanderprallenden geldpolitischen Traditionen, die noch die Konfliktlinien in der Auseinandersetzung um die „richtige“ EZB-Politik (mit-)bestimmen (Bibow 2013; Brunnermeier et al. 2016; Hacker und Koch 2016).

Doch richten wir den Blick für einen kurzen Moment zurück auf die Entstehung der Währungsunion: Offiziell wurde das bundesdeutsch geprägte, ordoliberalere Modell zum Prototyp der EZB (Marshall 1999, S. 49–136). Komplementär dazu wurde längst vor der Eurokrise moniert, mit der EZB würden die Zentralbankunabhängigkeit und die Fixierung der Geldpolitik auf die Wahrung der Preisstabilität auf die Spitze getrieben, zum einen, weil ihr keine „letzverantwortliche“ souveräne Regierung gegenüberstehe, zum anderen, weil die Eurozone fiskalpolitischer Ausgleichsmechanismen entbehre, welche wirtschaftliche Ungleichgewichte und die Folgen eines verschärften, nicht mehr durch Wechselkurse „filterbaren“ Wettbewerbs zwischen unterschiedlich leistungsstarken Volkswirtschaften eindämmen könnten (Weinert 2000; Vobruba 2001, S. 115–136). Tatsächlich herrschte bei der Konzeption der Währungsunion ein marktliberaler Optimismus vor, welcher in der Schaffung eines gemeinsamen Marktes und der Vereinbarung von fiskalpolitischen Stabilitätsregeln hinreichende Bedingungen für das Funktionieren der Eurozone erblickte (Issing 2001; Tietmeyer 2003). Es sollte jedoch nicht übersehen werden, dass sich, bezogen auf die EZB selbst, die Bundesbanktradition nicht vollends durchgesetzt hat, insofern trotz des vorrangigen Zieles der Preisstabilität die Unterstützung der Wirtschaftspolitik und der allgemeinen Ziele der EU europarechtlich ebenfalls möglich und erwünscht sind.⁴ Unterm Strich lässt die konkrete „Ausfüllung“ des Eurosystems erheblichen Interpretationsspielraum für unterschiedliche Auffassungen von Geldpolitik zu, wie sie auch in den nationalen Währungstraditionen verankert sind (Reeh 1999).

4 Die EZB rettet den Euro

Gemeinsam mit anderen großen Zentralbanken schuf und prägte die EZB vor der Finanzkrise von 2008 ff. bei ostentativer Orientierung am Auftrag der Preisstabilität einen (finanz-)wirtschaftlichen Erwartungsrahmen, welcher von vergleichsweise geringer Volatilität auf den Aktienmärkten, niedrigen Zins- und Inflationsraten und stabilem Wachstum in den OECD-Ländern geprägt war (Knothe 2011; Braun 2015a). Diese geldpolitische Vorkrisensituation nahm innerhalb der Eurozone eine spezifische Form an: In einigen Mitgliedsländern proliferierte bis 2007 die private (und im Falle Griechenlands und Portugals auch öffentliche) Verschuldung, um heimische Investitionen, aber auch den Importkonsum zu finanzieren. Aufgrund eines zu undifferenzierten geldpolitischen Instrumentariums, vor allem eines einheitlichen Leitziens, mit der Folge sehr unterschiedlicher, zum Teil minimaler Realzinsen, konnte die EZB nicht gezielt auf länderspezifische Teuerungsraten und Verschuldungsdynamiken reagieren und trug damit zur Entstehung von Kreditblasen bei (Schelkle 2013, S. 80–86). Die Tendenzen, die zum globalen Finanzcrash führten, Privat-

⁴ In der dem Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union angehängten Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) und der EZB heißt es: „Soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist, unterstützt das ESZB die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft, um zur Verwirklichung der in Artikel 2 dieses Vertrags festgelegten Ziele der Gemeinschaft beizutragen“ (EZB 2004, S. 4–5).

verschuldung zu Konsumzwecken, Staatsverschuldung anstelle von Steuereinnahmen oder Transferzahlungen zur Finanzierung öffentlicher Ausgaben (Deutschmann 2008; Paul 2012, S. 9–44), hatten die in der Währungsunion angelegten Probleme der sehr unterschiedlichen Produktivitätsniveaus und Wachstumsgeschwindigkeiten überdeckt.

Während sich unmittelbar nach der Einführung des Euro die Zinsen auf öffentliche Anleihen zunächst auf niedrigem Niveau angeglichen hatten, kamen im Jahr 2011 recht plötzlich Zweifel an der Bonität einiger Euroländer auf. Die krisenbedingte Verteuerung der Umschuldung in Zeiten negativer Wachstumsraten, eine aktive(re) Konjunkturpolitik und Rettungsmaßnahmen für angeschlagene Banken ließ zunächst und insbesondere die griechische Staatsverschuldungsquote sprunghaft ansteigen. Sukzessive übertrug sich die Furcht vor einem möglichen Eurozonen-Austritt Griechenlands auch auf größere Volkswirtschaften mit bis 2008 weitgehend stabiler oder sogar rückläufiger Staatsverschuldung (Preunkert und Vobruba 2012, S. 209–215; Deutschmann 2016, S. 88–89). Dass Stimmungen am Finanzmarkt, ob Euphorien oder Paniken, Manien oder Depressionen, in der Regel selbstverstärkend und kollektive Erwartungen oder Erwartungserwartungen selbsterfüllend wirken, bis eine kritische Masse an Akteuren die selbstreferentielle Beobachtungspirale durchbricht und gegen den Trend spekuliert (Keynes 2012, S. 129–134; Orléan 2014, S. 211–238; Paul 2017, S. 116–140), trug das Seine zu jenem Vertrauensverlust bei, dem die einzelnen ins Visier der Finanzmärkte geratenen Eurostaaten auf sich gestellt, keinen Einhalt bieten konnten. Hatte die Währungsunion, und das hieß die Aussicht auf ein wirtschaftlich geeintes Europa, vor der Finanzkrise mit im Ländervergleich zwar divergenten, in der Eurozone insgesamt aber historisch niedrigen Realzinsen (Schelkle 2013, S. 82) die Begeisterung der Finanzmärkte befördert, verfestigte sie nun die Erwartung einer Krisenausweitung. Derweil kamen europäische Rettungsmaßnahmen, wie der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM), nur langsam in Gang, und der Genehmigung der aus diesem gespeisten Hilfskredite gingen (und gehen bis heute) zähe Verhandlungen zwischen den nationalen Staats- und Regierungschefs voraus. Der so auf der europäischen Ebene erzeugte Eindruck von Unentschlossenheit und Passivität einer im nationalen Rahmen verhafteten Rettungspolitik (Gammelin und Löw 2014) verhinderte es, die Zuversicht der privaten Gläubiger in die Zahlungsfähigkeit der betroffenen Staatshaushalte kurzfristig wiederherzustellen. Nur vor diesem Hintergrund der institutionellen Unvorbereitetheit und intergouvernementalen Gipfellastigkeit der europäischen Krisenbekämpfung wird die exponierte Rolle der EZB in der Eurokrise begreiflich. Um ein Scheitern der Währungsunion abzuwenden, musste die Geldpolitik dort einspringen, wo die nationalen Regierungen nicht einspringen konnten oder wollten. Diese vermochten es nicht, den Kreislauf aus Forderungsverlusten der Banken, ihrer staatlichen Rettung, steigenden Staatsschulden und Risikoprämien, Vertiefung der Rezession, weiteren Abschreibungen im Bankensektor usw. zu durchbrechen (Schelkle 2013, S. 86–91; Braun 2015b).

Seit Beginn der Eurokrise 2010/11 betreibt die EZB anstatt dessen eine immer expansivere Geldpolitik. Als außergewöhnlich akkomodativ, aber noch technisch konventionell, gelten die Umstellung auf das Mengentender-Verfahren mit vollstän-

diger Zuteilung,⁵ selbst der negative Einlagesatz, also der Strafzins für Einlagen bei der EZB von zuletzt $-0,4\%$ seit 2014, sowie die sukzessive Leitzinssenkung bis auf 0% im Jahre 2016. Neu hinzu kommt ein unkonventionelles Instrumentarium, das, unabhängig von seiner Wirksamkeit, in den Augen vor allem der ordoliberalen Kritiker die bewusst gezogenen und notwendigen Grenzen der Geldpolitik überschreitet: Zunächst die „*Emergency Liquidity Assistance*“ (ELA) als Notkreditvergabe abseits der herkömmlichen geldpolitischen Operationen, über die die nationalen Notenbanken grundsätzlich als solvent geltenden Banken gegen geringe Sicherheiten Liquidität zur Verfügung stellen können (EZB 2013, 2015, 2017a). Dann und vor allem aber scheiden sich die Geister an der Auflage einer ganzen Reihe von Anleiheankaufprogrammen, die es der EZB erlauben, unterschiedliche Wertpapiere, insbesondere Staatsanleihen, auf dem Kapitalmarkt zu erstehen.⁶ Die EZB selbst qualifiziert diese Wertpapierankäufe als „non-standard monetary policy measures that are unprecedented in nature, scope and magnitude with the aim to safeguard the primary objective of price stability and ensure an appropriate monetary policy transmission mechanism“.⁷ Einerseits gesteht sie damit die Außergewöhnlichkeit dieser Maßnahmen ein, andererseits zeigt sich das Bemühen, deren Mandatskonformität zu suggerieren.

So hatte der von 2010 bis 2012 laufende Wertpapierankauf (unter dem SMP offiziell das Ziel, durch die Injektion von Liquidität, die Stabilität im Finanzsektor wieder herzustellen, weil diese nicht zuletzt für eine geordnete und wirksame Durchführung konventioneller Geldpolitik notwendig ist. Damals war noch vorgesehen, die in Umlauf gebrachte Geldmenge zu einem späteren Zeitpunkt zu „sterilisieren“, d. h. dem Geldkreislauf wieder zu entziehen (EZB 2010). Derartige Absichten wurden ab Mitte 2014 stillschweigend fallengelassen. Was die EZB, und nicht nur sie, sondern beispielsweise auch die *Bank of England*, fürderhin betrieb und bis heute

⁵ „Mengentender“ ist ein Verfahren zur Zuteilung von Zentralbankgeld, bei dem die EZB vorab festlegt, wieviel Liquidität sie insgesamt an die Geschäftsbanken bringen will. Anders als beim sogenannten Zinstenderverfahren gibt die Zentralbank einen fixen Zinssatz vor und teilt dann die festgelegte Zentralbankgeldmenge zwischen den bietenden Banken auf. Vollzuteilung bedeutet nun, dass jede bietende Bank immer die volle von ihr gewünschte Menge an Zentralbankgeld erhält, vorbehaltlich der zu hinterlegenden Sicherheiten;

URL: www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Glossareintraege/V/vollzuteilung.html [Zugriff: 27.10.2017]. Wie in der Eurokrise geschehen, kann die Zentralbank sowohl die Anforderungen an die zu hinterlegenden Sicherheit wie auch den Zinssatz gen Null senken – daher die Rede von der praktisch unbegrenzten Verfügbarkeit von Zentralbankgeld.

⁶ Darunter das „Securities Markets Programme“ (SMP) von 2010–2012, das „Outright Monetary Transactions“ (OMT)-Programm von 2012 und das „Expanded Asset Purchase Programme“ (EAPP) seit Januar 2015. Unter dem Dach des letztgenannten läuft seit Juni 2016 zusätzlich das „Corporate Sector Purchase Programme“ (CSPP). Zu Spitzenzeiten (von April 2016 bis März 2017) wurden im Durchschnitt monatlich Wertpapiere im Wert von 80 Mrd. € aufgekauft. URL: www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html [Zugriff: 27.10.2017]. Seitdem wird das monatliche Volumen zurückgefahren, zuletzt verkündete die EZB Ende Oktober 2017 eine weitere Reduktion von 60 auf 30 Mrd. € ab Januar 2018 und eine Verlängerung der laufenden Ankaufprogramme bis mindestens September 2018 (EZB 2017b).

⁷ URL: www.ecb.europa.eu/mopo/decisions/html/index.en.html [Zugriff: 27.10.2017].

betreibt, ist, auch nach eigener Auskunft, *quantitative easing*.⁸ In einer Situation, in der herkömmliche Maßnahmen wie Zinssenkungen nicht die gewünschte Wirkung entfalten, wird über Ankaufprogramme, quasi auf direktem Wege, Zentralbankgeld geschaffen. Der Anleiheankauf selbst senkt das Renditeniveau der entsprechenden Wertpapiere und kann dazu beitragen, auch die Renditen anderer Anleihen zu senken. Beides zusammen soll die langfristigen Zinsen drücken und damit die Verschuldung zu Investitions- und Konsumzwecken erleichtern. Wie andere Zentralbanken auch, versucht die EZB, durch die expansive Geldpolitik Anreize für Investitionen in die Realwirtschaft und für eine Stärkung der Konsumnachfrage zu setzen (Schuppan 2013, S. 165–171; Domanski et al. 2014).

Darüber hinaus gehörte es zu den Zielen der EZB, der Finanzwirtschaft mit einer quasi unlimitierten Bereitstellung von Liquidität niedrige Risiken im Interbankenhandel zu signalisieren und dadurch drohenden Kreditklemmen vorzubeugen. Damit verhinderte sie mutmaßlich die Pleite von ansonsten insolventen Geschäftsbanken. Zudem haben sich in Folge der Krisenmaßnahmen die Risikoprämien auf Staatsanleihen deutlich abgesenkt.⁹ Die EZB erhielt damit die Marktgängigkeit vor allem griechischer Staatsanleihen, z. B. indem diese trotz (vormals) nicht ausreichender Ratingurteile weiterhin als Gegenleistung für Zentralbankkredite akzeptiert wurden. Der Aufkauf solcher Staatsanleihen durch die EZB, beziehungsweise zunächst dessen bloße Ankündigung, beugte zudem ihrem Preisverfall vor. Auch wenn die Papiere nur auf dem Sekundärmarkt und zu Markt- (also nicht von der EZB festgelegten) Preisen gekauft werden sollten: *dass* sie einen finanzstarken Abnehmer finden würden, konnte dadurch als sicher gelten. Indem die EZB als Abnehmerin bereitsteht, nimmt sie extreme Risiken wie das einer Staatsinsolvenz mit allen unvorhersehbaren Konsequenzen für die Eurozone aus dem Markt heraus und senkt damit die Refinanzierungskosten der Mitgliedsstaaten (Illing 2017, S. 113–116, 146).

Nicht umsonst gilt daher die im September 2012 dem OMT-Beschluss vorangegangene Ankündigung Mario Draghis, innerhalb des EZB-Mandats alles Nötige zu tun, um den Euro zu erhalten, als Wendepunkt der Eurokrise (Vobruba 2015). Um „die Finanzmärkte zu beflügeln“ (Plickert et al. 2012), genügte schon die Aussicht, dass die Zentralbank im Ernstfall die Staatsanleihen krisengeschüttelter Länder aufkaufen würde. Die Zinsen sanken im Nachgang, ohne dass das OMT-Programm aktiviert werden musste. Damit war das Mittel der kommunikativen Eingriffe in die finanzwirtschaftliche Erwartungsbildung geschickt eingesetzt und seine Bedeutung eindrücklich demonstriert worden. Über Staatspleiten und Währungsaustritte verschiedener Euroländer und die Ansteckungseffekte solcher Ereignisse zu spekulieren, hatte sich erübrigt.

⁸ Vgl. hierzu die Erläuterungen auf der EZB-Homepage: „What is the expanded asset purchase programme?“, URL: <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/asset-purchase.en.html> [Zugriff: 27.10.2017]. Die EZB ist bemüht, das Prinzip des *quantitative easing* durch anschauliche Erklärungen im Internet auch einem breiteren Publikum näher zu bringen.

URL: www.ecb.europa.eu/explainers/show-me/html/app_infographic.de.html [Zugriff: 27.10.2017].

⁹ Vgl. hierzu die grafische Darstellung der Zinsverläufe auf der Internetseite des Bundesfinanzministeriums.

URL: www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Bilderstreifen/Mediathek/Infografiken/infografik-stabilisierung-des-euroraums.html?notFirst=true&docId=63448#photogallery [Zugriff: 27.10.2016].

5 Die Re-Politisierung der Geldpolitik

Die Agenda der Nullzinspolitik, der Strafzinsen, der Notfallkredite und der Anleiheankäufe lag vor der Eurokrise weit außerhalb des vorstellbaren Operationsrahmens der EZB. Diese Erweiterung der geldpolitischen Handlungsspielräume hat jedoch beträchtliche Legitimationsschwierigkeiten mit sich gebracht. Im Folgenden sollen zwei Hauptkritiklinien hervorgehoben werden: zum einen die ordnungspolitisch-marktzentrierte Kritik an der *Lender of last resort*-Funktion (1), zum anderen das Demokratiedefizit der EZB (2).

(1) Die EZB steht mit ihren Anleiheankaufprogrammen im Kreuzfeuer ordnungspolitischer Kritik an der Verwischung von Fiskal- und Geldpolitik. Insbesondere die Konzeption des zwar aufgelegten, aber letztlich von keinem Staat in Anspruch genommene OMT überdehnt nach Ansicht dieses Lagers das Mandat der EZB und rückt die Geldpolitik in eine zu große Nähe zur direkten Finanzierung von Staatshaushalten durch die Zentralbank. Unabhängig von den erwarteten oder tatsächlichen ökonomischen Effekten sind aus Warte der Ordoliberalen der rechtliche Rahmen sowie der normative Grundkonsens der Währungsunion hinreichend klar bestimmt (Sinn 2015, S. 32). Dass die Angemessenheit der EZB-Politik im Kern jedoch eine politische Frage ist, wurde nirgendwo so deutlich wie im Rechtsstreit über das OMT-Programm, den das deutsche Bundesverfassungsgericht zu entscheiden hatte. Das OMT sei, so die Begründung der Kläger, in wesentlichen Punkten mit den Europäischen Verträgen unvereinbar, insbesondere mit dem Verbot monetärer Staatsfinanzierung und eigenständiger Wirtschaftspolitik durch die EZB sowie der Nichtbestands-Regel zwischen den Euroländern. Das Bundesverfassungsgericht verkündete zwar, „gewichtige Gründe“ für eine Mandatsüberschreitung der EZB ausgemacht zu haben, legte daraufhin aber dem *Europäischer Gerichtshof* (EuGH) den Fall zur Prüfung vor, weil denkbar sei, „durch eine einschränkende Auslegung des OMT-Beschlusses im Lichte der Verträge zu einer Konformität mit dem Primärrecht zu gelangen“ (Bundesverfassungsgericht 2014).

Wie Adalbert Winkler (2013a) überzeugend gezeigt hat, entscheidet sich die Beurteilung der Rechtmäßigkeit des OMT-Programms vor allem daran, ob man der EZB vollumfänglich die Rolle eines *lender of last resort* zugestehen möchte. Dies hieße, ihr zu erlauben, bei einem generalisierten Vertrauensverlust auf dem Kreditmarkt, wenn also jeder Marktteilnehmer vor allem Verbindlichkeiten loswerden und Liquidität von anderen abziehen will, mittels unbegrenzter Zentralbankgeld-Kredite großflächige Ansteckungseffekte und Insolvenzketten zu vermeiden, zu denen es, bliebe eine solche Intervention aus, durch Kursabstürze und drohende *bank runs* unweigerlich kommen würde. Der Markt für Staatspapiere bietet sich für solche Liquiditätsinjektionen deshalb an, weil öffentliche Anleihen im Normalfall eine wichtige Sicherheit im Wertpapierhandel darstellen. Ihren Wert durch Aufkäufe zu stützen, birgt daher guten Chance, die allgemeine Lage zu stabilisieren.

Für die Kritiker dieses Ansatzes, zu denen auch Bundesbankpräsident Weidmann (2013) gehört,¹⁰ wiegt der dadurch begangene Verstoß gegen ordnungspolitische Grundsätze, vor allem das Haftungsprinzip und den Primat der Währungspolitik,

¹⁰ Sein Vorgänger, Axel Weber, sowie der deutsche EZB-Chefvolkswirt Jürgen Stark traten 2011 aus Protest gegen die EZB-Krisenpolitik, insbesondere das Anleiheankaufprogramm SMP zurück.

schwerer als die erhoffte Stabilisierungswirkung. Sowohl der Umstand, dass Gläubiger und Schuldner(-Staaten) für ihr Fehlverhalten nicht mehr einstehen müssten, sondern immer wieder vor Verlusten oder Schuldendienst bewahrt würden, wie auch der damit einhergehende Eindruck, die Zentralbank betreibe nicht mehr nur mandatorisch auf Preisstabilität eingegrenzte Währungs-, sondern darüber hinaus eigenmächtig Wirtschaftspolitik, untergraben dieser Ansicht nach generell das Vertrauen in die Wirtschafts- und Währungsordnung. Ordnungspolitisch zu argumentieren, heißt allerdings auch, dem Finanzmarkt Allokationseffizienz, rationale Risikokalkulation und Selbstheilungskräfte zu unterstellen. Dieser ordoliberalen Perspektive auf die Staatsfinanzierung am Finanzmarkt, welche gemeinhin als deutsche wahrgenommen wird (Dullien und Guérot 2012), liegt die Überzeugung zugrunde, dass die disziplinierende Wirkung einer marktbasieren Kapitalallokation die Entwicklung nachhaltiger, stabiler wirtschaftlicher Strukturen automatisch erzwingt, aber eben nur dann, wenn sie nicht durch politische Eingriffe in falsche Bahnen gelenkt wird.¹¹ Was der EZB daher zum Vorwurf gemacht wird, ist Insolvenzverschleppung zur Verfolgung fiskalpolitischer Ziele, insbesondere die Entlastung eigentlich insolventer Staatshaushalte und nicht tragfähiger Wirtschaftsstrukturen und damit die Abschwächung des marktinduzierten Anpassungszwangs, was in der Konsequenz die politische Durchsetzung von Strukturreformen in den Krisenländern erschwert (Illing 2017, S. 145–149; Riehle 2016, S. 205–207). Die konsequent marktwirtschaftliche Alternative hierzu hätte bedeutet, Banken- und Staatsbankrotte als notwendige Reinigung hinzunehmen.

Sind Staatspapierankäufe und damit indirekte Staatsfinanzierung auf dem Sekundärmarkt unter bestimmten Bedingungen (wie der Wahrung eines bestimmten Zeitabstands nach der Emission, der Mengenbegrenzung usw.) nun rechtmäßig, wie es die Mehrheit des EZB-Rates und die Richter des EuGHs befunden haben? Hans-Werner Sinn dem Bundesverfassungsgericht vorgelegte Antwort lautet zweideutig: „[V]on der Mehrheit des EZB-Rates wird der Standpunkt vertreten, eine Staatsfinanzierung auf dem Wege über Sekundärmarktankäufe von Staatspapieren sei erlaubt. In Wahrheit wird sie aber nur nicht verboten, während die Primärmarktkaufe definitiv verboten sind“ (Sinn 2013, S. 10). Dem entgegen Andere, dass eben gerade das explizite Verbot der unmittelbaren Staatsfinanzierung doch umgekehrt den mittelbaren Erwerb erlaube (Dullien und Joebges 2011, S. 2). In Ermangelung einer klaren Gesetzeslage – die rechtswissenschaftliche Literatur tendiert allerdings zur Vereinbarkeit mit dem Mandat (Möllers 2015, S. 349) – stellt sich hier also die normative Frage, ob das, was bislang weder ausdrücklich erlaubt noch verboten ist, verboten werden *sollte*. Deshalb bezeichnet Bundesbankpräsident Weidmann (2013) die Eurokrise treffend als „Krise der Ordnungspolitik“. Diese Krise hat ihren Kristallisationspunkt indes in der Offenheit und Interpretationsbedürftigkeit der EZB-Satzung: Diese gestattet es, wie gesehen, unter Wahrung der Preisstabilität die Wirt-

¹¹ So argumentiert Sinn in einem Sachgutachten zum OMT-Prozess, die „Kredite aus der Druckerpresse“ hätten die Finanzwirtschaft zu einem *moral hazard* genötigt: „Als die Kapitalmärkte ihren Fehler erkannten und ihn korrigieren wollten, hat die EZB dagegen gehalten, indem sie das Kreditangebot der Kapitalmärkte für die Länder Südeuropas und Irlands systematisch [...] unterbot.“ Mit dem OMT gab die EZB „dem Kapital Geleitschutz auf dem Weg nach Südeuropa, wo es eigentlich nicht mehr hin wollte“ (Sinn 2013, S. 10, 17).

schaftspolitik und die allgemeinen Ziele der Europäischen Union zu unterstützen. Und selbst wenn man die Lesart einer absoluten Priorisierung der Preisstabilität verfolgt, bleibt die Zulässigkeit, neben der Zuverlässigkeit, der hierfür verwendeten Instrumente Auslegungssache. Wie einheitlich z.B. die Zinssätze auf Staatsanleihen im Euroraum sein müssen, um eine sachgerechte Geldpolitik durchführen zu können, welche Zinsunterschiede noch durch Fundamentaldaten gedeckt oder schon außerordentlich, d.h. durch spekulative Übertreibungen verursacht, und vor allem welche unorthodoxen Mittel zur Verringerung der Zinsunterschiede im Euroraum noch zulässig sind (Welfens 2013, S. 87–90), wird allein (wirtschafts- oder rechts-)wissenschaftlich kaum zu klären sein.

Die Details solcher Fragen sind einer breiteren Öffentlichkeit wenig bekannt. Und dennoch: Der Verstoß gegen das Haftungsprinzip, dass private Gläubiger und vor allem öffentliche Schuldner vor den Konsequenzen ihres wirtschaftlichen und politischen Fehlverhaltens bewahrt, widerspricht, auch wenn derartige Kategorien rechtlich irrelevant sind, gleichwohl virulenten sozialmoralischen Vorstellungen, wonach Leichtsin, Verschwendung, Faulheit usw. nicht noch belohnt werden dürfen. Er kollidiert weiterhin mit dem weitverbreiteten Widerwillen gegenüber einer stärkeren Lastenverteilung innerhalb der Eurozone. Gleich, ob man meint, dass die EZB sich anschicke, Marktprozesse zu beeinflussen, und dabei unkontrolliert Verbindlichkeiten aufnimmt, für die die Steuerzahler der solventen Mitgliedsstaaten am Ende aufkommen müssten, oder aber dieses Risiko ausschließt, weil eine Zentralbank *per definitionem* gar nicht faillieren könne, verliert sie durch ihre Interventionen massiv an politischer Neutralität.

Die ordnungspolitische Kritik an der *Lender of last resort*-Funktion wird durch die Befürchtung flankiert, die Nullzins- und Ankaufspolitik der EZB führe über eine Geldschwemme zu ausufernder Inflation und kreierte ein gesamtökonomisches Niedrigzinsumfeld, welches die Geldbesitzer durch einen Wertverlust ihrer Spareinlagen und Zinserträge stark benachteilige (Illing 2017, S. 145). Die Bundesbank sieht sich inzwischen genötigt, das *quantitative easing* gegenüber dieser Kritik mit dem Hinweis zu verteidigen, Bürger seien eben nicht nur Sparer, sondern auch „Arbeitnehmer, Steuerzahler und Schuldner, und als solche profitieren sie von den niedrigen Zinsen“. Es liege aber gerade in der Unabhängigkeit der EZB, nicht gezielt Politik für eine bestimmte gesellschaftliche Gruppe zu machen, sondern das gesamtökonomisch Erforderliche zu tun (Bundesbank 2016). Der Vorgang enthüllt die aller Geldpolitik immer schon inhärenten Verteilungskonflikte. Eine Besonderheit der Eurokrise liegt nun allerdings darin, dass der strukturelle Interessensgegensatz zwischen Gläubigern und Schuldner, zwischen Geldhaltern und umsatzorientierten Marktteilnehmern zu einer nationalen Frontstellung zwischen den Mitgliedsländern (deklariert) wird: Die Bevölkerungen der Krisenstaaten werden zu kollektiven Schuldner, für die jene der solventen Staaten kollektiv haften müssen. Die EZB brauchte sich zunächst zwar weniger als die nationalen Regierungen um die krisengetriebene „Renationalisierung der Solidaritätshorizonte“ (Offe 2013, S. 71–75) zu kümmern, aber auch sie hat die Kritik an der (verdeckten) transnationalen Wohlstandsumverteilung inzwischen eingeholt. Sie gerät in Verdacht, eine verdeckte Umverteilungs- und Beistandspolitik zwischen den Eurostaaten zu betreiben, die von den Euroländern oder deren Regierungen weder beschlossen noch legitimiert worden ist.

(2) Eine die vorstehende gewissermaßen spiegelnde Kritik an der EZB besteht darin, den unausweichlich politischen Charakters ihres Handelns nicht zu negieren, sondern vielmehr einzufordern. Eine im engeren Sinne keynesianische Variante dieses Standpunkts besteht darin, schlicht *anzuerkennen und hinzunehmen*, dass die „*Lender of last resort*-Politik [...] marktinkonform [ist], d. h. [...] der marktwirtschaftlichen Ordnung [widerspricht]“ (Winkler 2013a, S. 31). Stellt die Zentralbank in der Krise Liquiditätshilfen zur Verfügung, rückt sie von der zentralen „Bedingung“ ihrer Geldemission ab, wonach „der Markt“ oder die private Geldwirtschaft eine solche insofern akzeptieren „muss“, als solvente Geschäftsbanken Zentralbankgeld zu bestimmten Konditionen als Kredit aufzunehmen bereit sind, um es weiter zu verleihen. Damit wird der Geldpolitik in Krisensituationen bewusst ein Ausbrechen aus dem ordnungspolitischen Rahmen zugestanden, dann nämlich, wenn die Allokationseffizienz und die Selbstheilungskräfte des Finanzmarkts sichtbar versagen.

Die Entscheidung, illiquide, aber nicht insolvente Banken durch Zentralbankgeld zu stützen, soll in diesen Fällen im diskretionären Bereich allein der Zentralbank liegen, eben um partikulare Interessen so weit wie irgend möglich auszuschalten. Zentralbankunabhängigkeit kann mithin auch anders als stabilitätstheoretisch gerechtfertigt werden. Da in der Eurozone die nationalen Notenbanken nicht eigenständig oder auf Geheiß der nationalen Regierungen die *Lender of Last Resort*-Funktion ausüben können, sei im Geltungsbereich der Gemeinschaftswährung die EZB dafür zuständig, panikdurchsetzte Spekulationsspiralen zu durchbrechen (Winkler 2013b, S. 202–208; De Grauwe 2013b; Goodhart 1999). Die EZB hat sich aus dieser Sicht, regelwidrig oder nicht, als *de facto* unverzichtbare Institution der Krisenbekämpfung erwiesen. Zudem sei eine partielle Übernahme von Staatschulden titeln auch nicht mit einem höheren Inflationsrisiko verbunden, solange es nicht zu einer massiven Kreditausweitung komme. Es gelte darum, die Rolle von Zentralbanken neu zu überdenken, konkret: ihnen auch formal das Recht zuzugestehen, vollumfänglich, also im Zweifelsfall auch auf dem Markt für öffentliche Anleihen, als *lender of last resort* zu agieren (Dullien und Joebges 2011; Piketty 2015, S. 72–74).

Entscheidend für die in diesem Fall affirmative Haltung zur EZB-Krisenpolitik sind auch hier Grundannahmen bezüglich der Rationalität des Finanzmarktes. Nur gilt dieser anders als aus der Sicht orthodoxer EZB-Kritiker nicht als rationale „Veranstaltung“ zur Ermittlung zukünftiger Zahlungsströme. Vielmehr seien Finanzmärkte durch irrationale, affektbasierte Verhaltensweisen gekennzeichnet, die staatliche Interventionen notwendig machen und rechtfertigen können. Und so gilt es denn auch als vernünftig und legitim, wenn die EZB gegen die „von den Übertreibungen auf Finanzmärkten ausgelöste extreme Zinsunterschiede“ (Welfens 2013, S. 95) vorgeht, indem sie (bereits umlaufende) Staatspapiere aufkauft. Kritisieren lässt sich aus dieser Warte gar die Mengenbegrenzung von Ankaufprogrammen (wie beim SMP und EAPP), weil eine solche dem *lender of last resort* ein Stück seiner Glaubwürdigkeit nehme.

Als problematisch gilt andererseits jedoch die Einflussnahme der EZB auf die je nationale Einnahme- und Ausgabenpolitik der Euroländer, die für eine Zentralbank, die der Neutralität verpflichtet ist, zu weit gehe. Als falsch erscheint in diesem Licht die Beteiligung der EZB an der „Troika“, innerhalb derer sie an Strukturanpassungen in den Krisenstaaten miterwirkt hat. Nachgerade widersprüchlich sei es, dass

hilfebedürftige Eurostaaten, etwa um vom OMT profitieren zu können, zunächst Hilfskredite beim ESM beantragen müssen, deren Gewährung an angebotsseitige Wirtschaftsreformen und Sparmaßnahmen geknüpft ist (De Grauwe 2013a, S. 18). Das heißt, gerade durch die wirtschaftspolitische Konditionierung ihres Interventionismus hat die EZB sich aus keynesianischer Perspektive einer Übertretung ihrer Mandatsgrenzen schuldig gemacht. Denn Liquiditätskrisen diskretionär zu bekämpfen, sei geradezu die *raison d'être* zwar politisch unabhängiger, deswegen aber eben nicht unpolitischer Zentralbanken.

Eine andere, weniger wirtschaftspolitisch-keynesianisch als souveränitätstheoretisch-französisch akzentuierte Variante der Anerkennung der Politizität von Geldpolitik geht von dem Argument aus, dass die EZB im Zuge ihres Krisenmanagements zwangsläufig folgenreiche politische Entscheidungen treffen musste, z. B. welche Banken oder Staaten sie unter welchen Bedingungen unterstützt, ohne dass ihr – und eben darin liege das eigentliche Problem – eine (ab-)wählbare Regierung gegenüberstünde, welche ihr(er Geldpolitik) demokratische Legitimität und das heißt auch eine zumindest symbolische Rückkopplung an eine politische Gemeinschaft verleihe (Aglietta 2012). Das Fehlen einer europäischen Regierung mache sich nicht zuletzt dadurch bemerkbar, dass es keine koordinierte europäische Wirtschafts- und Sozialpolitik gebe. Letztere wird aus souveränitätstheoretischer Warte jedoch als notwendiges Gegenstück zur Machtfülle und den verteilungspolitischen Konsequenzen einer demokratisch nicht einholbaren Geldpolitik erachtet, auch und gerade dann, wenn diese sich „im Prinzip“ auf Geldwertstabilisierung beschränkt. Zudem könne eine stärker integrierte europäische Wirtschaftspolitik, einschließlich einer Teilvergemeinschaftung der öffentlicher Verschuldung oder auch des Steuersystems, die EZB ihrerseits davon entlasten, mit umstrittenen Mittel konjunkturepolitische Impulse zu setzen (Théret 2013, S. 106–107, 112–118). Da das Poolen von Staatschulden durch die Anleiheankaufprogramme und europäischen Rettungsmechanismen ohnehin begonnen habe, müssten diese allerdings institutionalisiert und demokratisch abgesichert werden (Piketty et al. 2014).

Der Umstand, dass die EZB gezwungenermaßen ihre „monetaristischen Ketten“ gesprengt hat, erweckt mithin – übrigens auch seitens deutscher Ökonomen (Krumbein et al. 2014, S. 77–83) – Hoffnungen auf eine „strukturelle“ Politisierung der Geldpolitik, auf grundsätzliche Debatten über deren Ziele und Instrumente. Ein Vorschlag in Richtung einer Demokratisierung der Geldpolitik lautet, zwar nicht das alltägliche Geschäft, wohl aber die grundsätzlichen Aufgaben und auch die personelle Besetzung der Zentralbank einer demokratischen Kontrolle, wie z. B. parlamentarischen Aushandlungsprozessen auf europäischer Ebene, auszusetzen, anstatt sie einer Steuerung durch einmal intergouvernemental ausgehandelte Regeln zu überlassen (Lordon et al. 2015; ähnlich Vauchez 2016, S. 107–111; Paul 2017, S. 191–195). Je mehr die EZB als mitverantwortlich für katastrophale sozioökonomische Entwicklungen wahrgenommen werde, desto prekärer werde ihre (Output-)Legitimität und desto größer ihr demokratisches Defizit (Jones 2009). Verstärkt wird dieser Eindruck durch den aus Sicht der kritischen Politischen Ökonomie geäußerten Verdacht, dass die EZB einseitig die Interessen der Finanzwirtschaft bediene (Bieling und Heinrich 2015).

Richtig ist auf jeden Fall, dass Staatshaushalte gegenwärtig auf die Refinanzierbarkeit ihrer Schulden am Kapitalmarkt angewiesen sind. Allein deswegen muss jedwede kurzfristige Krisenpolitik hier ansetzen. Zudem ist die EZB, um die eigene, konventionelle geldpolitische Handlungsfähigkeit zu wahren, auf ein ausreichendes Maß an Finanzmarktstabilität angewiesen; andernfalls würden zinspolitische Maßnahmen auf Dauer wirkungslos verpuffen. Langfristig ist es (auch) aus diesem Grund unausweichlich, die strukturell zur Instabilität neigenden Finanzmärkte stärker zu regulieren (Illing 2011).

6 Schlussfolgerungen

Ohne die Interventionen der EZB in den letzten Jahren sähe die Eurozone heute anders aus. Hätte sie nicht dem europäischen Kapitalmarkt und damit den Krisenstaaten unter die Arme gegriffen, wären die nationalen Regierungen zu weit entschlosseneren gemeinsamen Maßnahmen genötigt gewesen. Sie hätten entweder die ohnehin schon in der Hand öffentlicher Gläubiger befindlichen Forderungen erlassen und entscheidende Schritte in Richtung einer Fiskalunion, zum Beispiel in Form von Eurobonds, unternehmen müssen. Oder, das wäre die Alternative, man hätte mit aller Konsequenz Staatsbankrotte und Eurozonen-Austritte für möglich erklärt und letztlich auch zulassen müssen. Kann man der EZB vor diesem Hintergrund vorwerfen, eigenmächtig nicht-selbsttragende Verhältnisse „künstlich stabilisiert“ und letztlich unvermeidbare Umwälzungen hinausgezögert zu haben? Einen Bankrott Griechenlands zuzulassen, mit allen unvorhersehbaren Ansteckungseffekten, die solch ein erster Austritt auf andere Euroländer hätte haben können, hätte jedenfalls mehr (demokratische) Legitimation vorausgesetzt, als „lediglich“ den Status quo zu erhalten. Denn die möglichen Folgen wären geeignet gewesen, die seitens der demokratischen Politik zumindest stets bekundeten Ziele (der Gemeinschaft) zu gefährden. Auch wenn die EZB *de jure* nicht weisungsgebunden ist, liegt es sicherlich nicht im Rahmen ihres Mandats, am Scheideweg den Ausschlag in eine bestimmte Richtung zu geben und dadurch langwierige, aber notwendige Bemühungen und Auseinandersetzungen um den Erhalt der Eurozone abrupt scheitern zu lassen.

Heute steht die EZB in den Krisenländern für harte soziale Einschnitte und in den Geberländern für eine nicht kontrollierbare Transferunion. Natürlich sind bei näherer Betrachtung die Legitimität der EZB und der Währungsunion zwei unterschiedliche Paar Schuhe; es ist mithin verfehlt, die EZB als Institution für die Stabilitätsfixierung der Europäischen Währungsunion als Projekt verantwortlich zu machen. Faktisch war die EZB jedenfalls die einzige Institution, die den Krisenländern einen gewissen fiskalpolitischen Handlungsspielraum eingeräumt und ihre Exponiertheit privaten Investoren gegenüber reduziert hat. Allerdings hat die EZB auf der Ebene politischer Verhandlungen zugleich den austeritätspolitischen Krisenkurs der europäischen Institutionen und ihrer Partner unterstützt und mit durchgesetzt.

Beiden vorstehend diskutierten Auffassungen von Geldpolitik, einer eher französisch-keynesianischen und einer ordoliberal-deutschen muss der heutige Status der EZB im institutionellen Gesamtkontext der Währungsunion problematisch erscheinen. Die Rolle des *lender of last resort*, der in die Marktdynamik eingreift, wird

sie nicht mehr los, solange die krisenbetroffenen Mitgliedsländer nicht entweder ihre Währungs- und Wechselkursouveränität zurückerlangen oder aber ein stärkerer finanzieller Beistand zwischen den Mitgliedsländern, zur Überwindung akuter Krisen, aber auch zum Ausgleich von Wettbewerbsnachteilen und zur Förderung der langfristigen ökonomischen Produktivitätsentwicklung, allseitig akzeptiert wird. In dem Maße, wie die EZB bis dahin unter Ausnutzung der ihr möglichen Freiheitsgrade als politisch unabhängige, supranationale Zentralbank die Eurozone stabilisiert, verstärkt sie jedoch den Eindruck eines (fortschreitenden) Demokratiedefizits, das sich vor allem in Form mangelnder sozial- und wirtschaftspolitischer Gestaltungsmöglichkeiten gewählter Regierungen und Parlamente manifestiert.

Auch ordolibereale Euroskeptiker und EZB-Kritiker räumen ein, dass die EZB durch die Passivität und Unentschlossenheit „der Politik“, in die Rolle des Retters der Währungsunion gedrängt wurde (z. B. Illing 2017, S. 149). Die EZB hat sich oder die bis zur Krise vermeintlich unpolitische Geldpolitik in und mit der Krisenbekämpfung zwangsläufig politisiert. Dies stellt für eine demokratisch nur schwach legitimierte Institution zumindest langfristig ein Problem dar. Darin sind Ordolibereale und Keynesianer, „Deutsche“ und „Franzosen“ sich durchaus einig. Nicht aber darin, welche Konsequenzen aus diesem Befund zu ziehen sind.

Auf der einen Seite kann man fordern, die EZB wesentlich enger an die Regeln einer „monetaristisch reduzierten“ Geldpolitik zu binden (Straubhaar 2015) und keine Interventionen auf dem Markt für öffentliche Anleihen oder Notkredite mehr zuzulassen. Durch die konsequente Einhaltung der europäischen Stabilitätsregeln, vor allem zur Begrenzung der Staatsverschuldung, wäre eine Geldpolitik möglich, die sich ob ihres beschränkten Mandats um eine Demokratisierung gar nicht erst zu kümmern bräuchte. Damit verbunden wäre die entschlossene Durchsetzung des Haftungsprinzips: Bankinsolvenzen wären ebenso hinzunehmen wie Staatspleiten und Austritte aus der Eurozone. Der Währungsunion würden dann jedoch nicht nur Möglichkeiten fehlen, einer Spekulation gegen den Euro vorzubeugen, ganz im Gegenteil setzt sie sich einer solchen gerade durch die Nicht-Beistands-Klausel in besonderer Weise aus.¹² Weiterhin fehlten die Kapazitäten, durch gemeinsam getragene Investitionen eine nachhaltige wirtschaftliche Entwicklung der gesamten Eurozone zu fördern.

Auf der anderen Seite kann man zwar eine demokratisch legitimierte europäische Wirtschaftsregierung fordern, welche nicht nur als wirtschafts- und sozialpolitisches Gegengewicht der EZB fungieren, sondern diese darüber hinaus von Stabilisierungsaufgaben entlasten würde. Eine solche politische Vertiefung der Eurozone dürfte bis auf weiteres jedoch am mangelnden Willen gerade des oder vielmehr der Wahlvölker scheitern. Denn letztlich sind die Möglichkeiten eines sozial- und fiskalpolitisches Zusammenwachsens von der Qualität und vom Ausmaß innereuropäischer solidaritätsgemeinschaftlicher Bindungen abhängig, welche die Grundlage bilden für die Bereitschaft einer gegenseitigen, transnationalen Unterstützung, auch ohne Aussicht

¹² Man stelle sich vor, innerhalb der Bundesrepublik würde zwischen den wirtschaftlich unterschiedlich leistungsstarken, zum Teil hoch verschuldeten Bundesländern eine derartige Regel bestehen: Jede ökonomische Eruption (und sei es der Bail-Out einer auf die Nase gefallenen Landesbank) könnte zu einem Vertrauensverlust in die Tragfähigkeit des öffentlichen Finanzgerüsts insgesamt führen.

auf einen unmittelbaren eigenen ökonomischen Vorteil (Mau 2009, S. 64–67). Diese aber sind kaum in Sicht. Ganz im Gegenteil hat die Krise die Eurozone und Europa insgesamt renationalisiert. Angesichts dieses Dilemmas steht zu erwarten, dass die EZB weiterhin sowohl als Feuerwehr wie als Prügelknabe gebraucht wird. Vor diesem Hintergrund wäre es unseres Erachtens ein erster Schritt, zumindest die *Lender of last resort*-Funktion der EZB zu formalisieren und Möglichkeiten einer mutigeren demokratischen Rückkopplung geldpolitischer Entscheidungen zu eruieren.

Literatur

- Abolafia, Mitchel Y. 2012. Central banking and the triumph of technical rationality. In *The Oxford handbook of the sociology of finance*, Hrsg. Karin Knorr-Cetina und Alex Preda, 94–111. Oxford: University Press.
- Aglietta, Michel. 2012. The European vortex. *New Left Review* 75:15–36.
- Armingeon, Klaus, Kai Guthmann und David Weisstanner. 2015. Wie der Euro Europa spaltet. Die Krise der gemeinsamen Währung und die Entfremdung von der Demokratie in der Europäischen Union. *Politische Vierteljahresschrift* 56:506–531.
- Barro, Robert J., und David B. Gordon. 1983. A positive theory of monetary policy in a natural rate model. *Journal of Political Economy* 91:589–610.
- Bibow, Jörg. 2013. On the Franco-German Euro contradiction and ultimate Euro battleground. *Contributions to Political Economy* 32:127–149.
- Bieling, Hans-Jürgen, und Mathis Heinrich. 2015. Central Banking in der Krise. Neue Rolle der Europäischen Zentralbank im Finanzkapitalismus. *Widerspruch* 66:25–35.
- Blinder, Alan S. 1998. *Central banking in theory and practice*. Cambridge: MIT Press.
- Braun, Benjamin. 2015a. Governing the future: The European central bank's expectation management during the great moderation. *Economy and Society* 44:1–25.
- Braun, Benjamin. 2015b. Preparedness, crisis management and policy change: The Euro area at the critical juncture of 2008–2013. *The British Journal of Politics & International Relations* 17:419–441.
- Brunnermeier, Markus K., Harold James und Jean-Pierre Landau. 2016. *The Euro and the battle of ideas*. Princeton: University Press.
- Bundesbank. 2016. Bundesbankpräsident Weidmann betont Notenbankunabhängigkeit. www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Themen/2016/2016_04_13_weidmann_financial_times.html (Zugegriffen: 27. Okt. 2017).
- Bundesverfassungsgericht. 2014. Hauptsacheverfahren ESM/EZB: Urteilsverkündung sowie Vorlage an den Gerichtshof der Europäischen Union. www.bundesverfassungsgericht.de/pressemitteilungen/bvg14-009.html (Zugegriffen: 27. Okt. 2017).
- De Grauwe, Paul. 2013a. Design failures in the Eurozone: Can they be fixed? *LSE "Europe in Question" Discussion Paper Series* 57.
- De Grauwe, Paul. 2013b. The European Central Bank as lender of last resort in the government bond markets. *CESifo Economic Studies* 59:520–535.
- Deutschmann, Christoph. 2008. Die Finanzmärkte und die Mittelschichten. Der kollektive Buddenbrooks-Effekt. *Leviathan* 36:501–517.
- Deutschmann, Christoph. 2016. Eurokrise und internationale Finanzkrise – Die Finanzialisierung der Wirtschaft als politische Herausforderung für Europa. *Zeitschrift für Sozialökonomie* 53:3–14.
- Domanski, Dietrich, Richhild Moessner und William Nelson. 2014. Central banks as lenders of last resort: Experiences during the 2007–2010 crisis and lessons for the future. In *Re-thinking the Lender of Last Resort*. *BIS Papers*, 43–76. Basel: Bank for International Settlements.
- Drexler, Barbara. 2007. Geldpolitik und Öffentlichkeit. Anmerkungen zur Kommunikationsstrategie der Europäischen Zentralbank. In *Die Zukunft des Öffentlichen*, Hrsg. Stephan A. Jansen, Birger P. Priddat und Nico Stehr, 84–106. Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften.
- Dullien, Sebastian, und Ulrike Guérot. 2012. *The long shadow of ordoliberalism: Germany's approach to the Euro crisis*. London: European Council on Foreign Relations.
- Dullien, Sebastian, und Heike Joebges. 2011. *Keine Angst vor EZB-Käufen von Staatsanleihen*. Berlin: Friedrich-Ebert-Stiftung.

- EZB. 2004. Institutionelle Vorschriften. Satzung des ESZB und der EZB Geschäftsordnungen. www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbinstitutionalprovisions2004de.pdf?1ea0df766ef46382c09cb700f0406529 (Zugegriffen: 27. Okt. 2017).
- EZB. 2010. Monthly bulletin. Juni. www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb201006en.pdf (Zugegriffen: 27. Okt. 2017).
- EZB. 2013. *Jahresbericht 2012*. www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2012de.pdf?48d2fa3a565d7ca95c8e9ad9b3e4dd72.
- EZB. 2015. Verfahren für die Gewährung von Notfallliquiditätshilfe (ELA). www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/201402_elaprocedures.de.pdf?1d27f62d7c0f2824d59d593f9c758604 (Zugegriffen: 27. Okt. 2017).
- EZB. 2017a. Presse Release. Monetary policy decisions (9. März). www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/pr170309.en.html (Zugegriffen: 27. Okt. 2017).
- EZB. 2017b. Presse Release. Monetary policy decisions (26. Oktober). www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/ecb.mp171026.en.html (Zugegriffen: 26. Okt. 2017).
- Fratzscher, Marcel. 2016. Rules versus human beings, and the mandate of the ECB. *CESifo Economic Studies* 62:68–87.
- Gammelin, Cerstin, und Raimund Löw. 2014. „Jedem seine Scheiße“. Wie Angela Merkels nationaler Egoismus der EU aufs Spiel setzt. *Blätter für deutsche und internationale Politik* 5/2014:43–58.
- Goodhart, Charles A. E. 1999. Myths about the lender of last resort. *International Finance* 2:339–360.
- Goodman, John B. 1991. The politics of central bank independence. *Comparative Politics* 23:329.
- Hacker, Björn, und Cédric M. Koch. 2016. *Was wird aus der Eurozone? Eine Landkarte der Interessenkonflikte zur Reform der Währungsunion*. Düsseldorf: Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung.
- Hegmann, Horst. 2007. Hüter der Geldwertstabilität oder Agenten der *volonté générale*. Deutsche und französische Stabilitätskultur. In *Stabilitätskulturen. Kommunikationsstrategien ausgewählter europäischer Zentralbanken*, Hrsg. Barbara Drexler und Horst Hegmann, 43–66. Marburg: Metropolis.
- Illing, Falk. 2017. *Die Eurokrise. Analyse der europäischen Strukturkrise*. 2. Auflage. Wiesbaden: Springer VS.
- Illing, Gerhard. 2011. *Zentralbanken im Griff der Finanzmärkte. Umfassende Regulierung als Voraussetzung für eine effiziente Geldpolitik*. Bonn: Friedrich-Ebert-Stiftung.
- Ingham, Geoffrey K. 2004. *The nature of money*. Cambridge: Polity Press.
- Issing, Otmar. 2001. The single monetary policy of the European Central Bank: One size fits all. *International Finance* 4:441–462.
- Jones, Erik. 2009. Output legitimacy and the global financial crisis: Perceptions matter. *Journal of Common Market Studies* 47:1085–1105.
- Keynes, John M. 2012. *Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes*. Berlin: Duncker & Humblot.
- King, Mervyn. 2006. Monetary policy: Practice ahead of theory. In *Issues in monetary policy: the relationship between money and the financial markets*, Hrsg. Kent Matthews und Philipp Booth, 9–24. Chichester: John Wiley.
- Kirshner, Jonathan. 2003. Money is politics. *Review of International Political Economy* 10:645–660.
- Knothe, Danko. 2011. Die Züchtung „Schwarzer Schwäne“: Zum Zusammenhang von politisch geförderten Stabilitätsillusionen und Blasenwirtschaft. In *Die Internationale Politische Ökonomie der Weltfinanzkrise*, Hrsg. Oliver Kessler, 227–247. Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften.
- Krippner, Greta R. 2007. The making of us monetary policy: Central bank transparency and the neoliberal dilemma. *Theory and Society* 36:477–513.
- Krumbein, Wolfgang, Julian Fricke, Fritz Hellmer und Hauke Oelschlägel. Hrsg. 2014. *Finanzmarktkapitalismus? Zur Kritik einer gängigen Kriseninterpretation und Zeitdiagnose*. Marburg: Metropolis.
- Löffler, Bernhard. 2010. „Eine Art Religionskrieg“. Argumentationsanalysen, Diskursstrategien und politische Symbolik in den deutsch-französischen Debatten um die Euroeinführung. In *Die kulturelle Seite der Währung. Europäische Währungskulturen, Geldwerterfahrungen und Notenbankssysteme im 20. Jahrhundert*, Hrsg. Bernhard Löffler, 123–168. München: Oldenbourg.
- Lordon, Frédéric, Thomas Lamarche, Pepita Ould Ahmed und Jean-François Ponsot. 2015. L'euro ou l'oubli de la politique. Entretien avec Frédéric Lordon. *Revue de la régulation [online]* 18: o.S.
- Mann, Geoff. 2013. The monetary exception: Labour, distribution and money in capitalism. *Capital & Class* 37:197–216.
- Marcussen, Martin. 2009. Scientization of central banking: The politics of a-politicization. In *Central banks in the age of the Euro. Europeanization, convergence, and power*, Hrsg. Kenneth H. F. Dyson und Martin Marcussen, 373–390. Oxford: University Press.

- Marshall, Matt. 1999. *The bank: The birth of Europe's Central Bank and the rebirth of Europe's power*. London: Random House Business Books.
- Mau, Steffen. 2009. Europäische Solidarität: Erkundung eines schwierigen Geländes. In *Solidarität und internationale Gemeinschaftsbildung. Beiträge zur Soziologie der internationalen Beziehungen*, Hrsg. Sebastian Harnisch, Hanns Maull und Siegfried Schieder, 63–87. Frankfurt a. M.: Campus.
- McNamara, Kathleen. 2002. Rational Fictions: Central Bank Independence and the Social Logic of Delegation. *West European Politics* 25(1):47–47. <https://www.tandfonline.com/doi/pdf/10.1080/713601585>
- Möllers, Christoph. 2015. Krisenzurechnung und Legitimationsproblematik in der Europäischen Union. *Leviathan* 43:339–364.
- Offe, Klaus. 2013. Europa in der Falle. *Blätter für deutsche und internationale Politik* 2013:67–80.
- Orléan, André. 2014. *The empire of value. A new foundation for economics*. Cambridge: MIT Press.
- Paul, Axel T. 2012. *Die Gesellschaft des Geldes. Entwurf einer monetären Theorie der Moderne*. 2. Aufl. Wiesbaden: Springer VS.
- Paul, Axel T. 2017. *Theorie des Geldes zur Einführung*. Hamburg: Junius.
- Piketty, Thomas. 2015. *Die Schlacht um den Euro. Interventionen*. München: C.H. Beck.
- Piketty, Thomas, Florence Autret, Antoine Bozio, Julia Cagé, Daniel Cohen, Anne-Laure Delatte, Brigitte Dormont, Guillaume Duval, Philippe Frémeaux, Bruno Palier, Thierry Pech, Jean Quatremer, Pierre Rosanvallon, Xavier Timbeau und Laurence Tubiana. 2014. Our manifesto for Europe. *The Guardian*, 2. Mai.
- Plickert, Philip, Leo Wieland und Michael Martens. 2012. Mario Draghi deutet Anleihekäufe an: EZB wird „alles tun, um den Euro zu erhalten“. *FAZ*, 26. Juli.
- Polillo, Simone, und Mauro F. Guillén. 2005. globalization pressures and the state: The Worldwide spread of central bank independence. *American Journal of Sociology* 110:1764–1802.
- Preunkert, Jenny, und Georg Vobruba. 2012. Die Eurokrise. Konsequenzen der defizitären Institutionalisierung der gemeinsamen Währung. In *Entfesselte Finanzmärkte: soziologische Analysen des modernen Kapitalismus*, Hrsg. Klaus Kraemer und Sebastian Nessel, 201–224. Frankfurt a. M.: Campus.
- Redon, Michel, und Denis Besnard. 1989. *La Banque de France*. Paris: Presses universitaires de France.
- Reeh, Klaus. 1999. Mark und Franc im 20. Jahrhundert. In *Ökonomie und Anthropologie*, Hrsg. Axel T. Paul, 149–179. Berlin: Arno Spitz.
- Riehle, Gerhard. 2016. *Eurokrise. Verzicht auf den Euro als Chance für Europa*. Baden-Baden: Nomos.
- Sahr, Aaron. 2016. Reichtum aus Feenstaub. Das Free-Lunch-Privileg des Keystroke-Kapitalismus. In *Kapitalismus und Ungleichheit. Die neuen Verwerfungen*, Hrsg. Heinz Bude und Philipp Staab, 25–44. Frankfurt a. M.: Campus.
- Scharpf, Fritz W. 2013. Legitimacy intermediation in the multilevel European polity and its collapse in the Euro crisis. In *Staatstätigkeiten, Parteien und Demokratie*, Hrsg. Klaus Armingeon, 567–596. Wiesbaden: Springer VS.
- Schelkle, Waltraud. 2013. Geldpolitik und Schuldendynamik in Europa. In *Den Geldschleier liften! Perspektiven auf die monetäre Ordnung in der Krise, Die Wirtschaft der Gesellschaft*, Hrsg. Bernard Emunds und Wolf-Gero Reichert, 233–239. Marburg: Metropolis.
- Scherz, Viktor. 2001. Marginalien zur demokratischen Legitimität der Europäischen Zentralbank. *Kurswechsel* 3:62–72.
- Schuppan, Norbert. 2013. *Die Euro-Krise. Ursachen, Verlauf, makroökonomische und europarechtliche Aspekte und Lösungen*. München: Oldenbourg.
- Sinn, Hans-Werner. 2013. Verantwortung der Staaten und Notenbanken in der Eurokrise. *Ifo Schnelldienst Sonderausgabe* 66:3–33.
- Sinn, Hans-Werner. 2015. 325 Milliarden Euro sind genug. *Der Hauptstadtbrief* 129:30–32.
- Straubhaar, Thomas. 2015. Es wird Zeit, die Zentralbanken zu entmachten! *DIE WELT*, 26. Mai.
- Théret, Bruno. 2013. Dettes et crise de confiance dans l'euro: analyse et voies possibles de sortie par le haut. *Revue Française de Socio-Économie* 12:91.
- Tietmeyer, Hans. 2003. Der Bericht der Werner-Gruppe von 1970 und der Bericht der Delors-Gruppe von 1989 – ein Vergleich. In *Der Ökonom als Politiker. Europa, Geld und die soziale Frage.*, Hrsg. Wilhelm Hankel und Wilhelm Nölling, 345–358. Stuttgart: Lucius & Lucius.
- Tokarski, Paweł. 2016. *Die Europäische Zentralbank als politischer Akteur in der Eurokrise. Mandat, Stellung und Handeln der EZB in einer unvollständigen Währungsunion*. Berlin: Stiftung Wissenschaft und Politik.
- Vaucher, Antoine. 2016. *Europa demokratisieren*. Hamburg: Hamburger Edition.
- Vobruba, Georg. 2001. *Integration + Erweiterung. Europa im Globalisierungsdilemma*. Wien: Passagen.

- Vobruba, Georg. 2015. Währung und Konflikt: Ambivalenzen der Eurokrise. In *Geld und Krise. Die sozialen Grundlagen moderner Geldordnungen*, Hrsg. Klaus Kraemer und Sebastian Nessel, 221–240. Frankfurt a. M.: Campus.
- Weidmann, Jens. 2013. Krisenmanagement und Ordnungspolitik. Rede im Rahmen der Walter-Eucken-Vorlesung. www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Reden/2013/2013_02_11_weidmann.html#doc135474bodyText5 (Zugegriffen: 27. Okt. 2017).
- Weinert, Rainer. 2000. Voluntarismus, Oligarchisierung und institutionelle Entkopplung. Institutionenbildung und Institutionenpolitik der Europäischen Zentralbank. In *Die Europäisierung nationaler Gesellschaften, Sonderheft 40 der Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie*, Hrsg. Maurizio Bach, 68–92. Opladen: Westdeutscher Verlag.
- Weinert, Rainer. 2002. Geld und Politik: Autonomisierung und Funktionswandel von Zentralbanken. In *Die gesellschaftliche Macht des Geldes*, Hrsg. Christoph Deutschmann, 327–350. Wiesbaden: Westdeutscher Verlag.
- Welfens, Paul J. J. 2013. *Nachhaltige Überwindung der Eurokrise. Marktdynamik und Politikoptionen*. Stuttgart: Lucius & Lucius.
- Winkler, Adalbert. 2013a. Der lender of last resort vor Gericht. *Frankfurt School—Working Paper Series* 206.
- Winkler, Adalbert. 2013b. Ordnung und Vertrauen – Zentralbank und Staat in der Eurokrise. *Perspektiven der Wirtschaftspolitik* 14:198–218.

Malte Flachmeyer Wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Allgemeine Soziologie der Universität Basel. Arbeits- und Interessensgebiete: Wirtschaftssoziologie/Politische Ökonomie; Soziologische Theorie.

Axel T. Paul Prof. Dr. für Allgemeine Soziologie an der Universität Basel. Arbeits- und Interessensgebiete: Wirtschaftssoziologie/Politische Ökonomie (insb. des Geldes); Historische Soziologie (insb. von Gewalt, Macht und Herrschaft); Anthropologie. Wichtigste jüngere Publikation: *Theorie des Geldes zur Einführung*. Hamburg 2017.