

Die Institution mit den sieben Siegeln

Zentralbanken umweht ein Hauch von moderner Magie. Doch in der nächsten Rezession könnten sie mit heruntergelassenen Hosen dastehen.

von Paul Tucker

Es lässt sich kaum leugnen: Zentralbanken stehen zunehmend von allen Seiten unter Beschuss, insbesondere seit letztem Jahr. US-Präsident Trump verkündete: «Die Fed ist verrückt geworden!» Italienische Spitzenpolitiker wollten, dass in der Italienischen Nationalbank nach ein paar vermeidbaren Bankenrettungen die Köpfe rollen. Der Gouverneur der Indischen Notenbank trat angesichts steigender politischer Ansprüche von Seiten der Regierung zurück. Die britischen Brexit-Anführer nannten den Gouverneur der Bank of England, Mark Carney, «einen gescheiterten Politiker zweiten Ranges». Innerhalb und ausserhalb akademischer Kreise fordert die politische Linke in Büchern und Pamphleten, dass Zentralbanken eine grössere Rolle im Kampf um Ungleichheit und andere Ungerechtigkeiten spielen und «den Menschen dienen sollen»; zeitgleich suchen Libertäre ihr Heil in privat ausgegebenen Kryptowährungen, während Zentralbanken selbst darüber nachdenken, ob sie nicht eine grössere Rolle bei der Bekämpfung des Klimawandels spielen sollen.

Was ist überhaupt eine Zentralbank?

Es ist schwierig, aus dieser hochkochenden Debatte Sinn zu ziehen, ohne eine mindeste Ahnung davon zu haben, was eine Zentralbank überhaupt ist. Viele Menschen würden wohl sagen, dass die Zentralbank eine staatliche Einrichtung sei, welche die Geldmenge kontrolliere und damit mittel- bis langfristig über die Teue-

rung von Gütern und Dienstleistungen bestimme, die wir, die Haushalte, konsumierten. Das stimmt natürlich, aber es lässt die enorme Macht heutiger Zentralbanken im Dunkeln: Sie haben das eigentliche Sagen und ihr freies Schalten und Walten stellt den demokratischen Verfassungsstaat vor Herausforderungen. Wie also wurden sie, was sie heute sind?

Verglichen mit anderen Teilbereichen staatlicher Macht – Legislative, Judikative, das Militär – sind Zentralbanken junge Institutionen. Es gibt sie seit dem 17. Jahrhundert in Holland, Schweden und England. Jahrhunderte davor haben Monarchen und Republiken Münzen geprägt und sind dabei nicht selten der Verführung erlegen, den Geldwert zu senken, indem sie den Anteil von Gold, Silber oder anderen Edelmetallen verringerten. Mit dem Aufblühen des Handels während der Aufklärung schufen private Bankinstitute eine neue Art von Geld: private Schuldpapiere, welche die Bank auf Verlangen in offizielles Geld umzutauschen versprach. In dieser neuen Welt wurden Zentralbanken zu Bankern der privaten Banken und des Regenten, sie halfen dabei, Dynastien zu erhalten und Kriege gegen revolutionäre Bestrebungen zu finanzieren. Damit standen sie im Zentrum des Geld- und Kredit-systems, wie wir es seit dem 18. Jahrhundert kennen.

Der Wert des Zentralbankgeldes war bis gut in die Mitte des 20. Jahrhunderts hinein durch den Goldstandard gesichert. Die politische Priorität der Regierungen bestand in der externen Um-



«Wenn die Bank einem Geld leiht,
sind ihr Zinsen zu zahlen –
und wenn man selbst der Bank
Geld leiht in Form von Spareinlagen,
soll man auch Zinsen zahlen!
Dies muss für jeden Normalmenschen
unglaublich schwer
nachzuvollziehen sein.»

Paul Tucker

tauschbarkeit und Stabilität der nationalen Währungen, was gut-situierten Haushalten und Geschäftsbetrieben in eigentumsbasierten Demokratien zugutekam. Doch als die Demokratie der Regierungsstandard im frühen 20. Jahrhundert wurde, verlor der Goldstandard an politischer Tragfähigkeit – Preisstabilität konnte er noch garantieren, doch er sorgte auch für mehr Volatilität in der nationalen Wirtschaft und auf dem Arbeitsmarkt, als die Öffentlichkeit zu dulden bereit war. Die Menschen wollten Stabilität und verlässliche Konjunkturzyklen zugleich.

Nach dem Zweiten Weltkrieg wurde dies eine Zeitlang über das hybride internationale Geldsystem erreicht, das als Bretton-Woods-System bekannt ist. In diesem System waren europäische Währungen de facto an den Dollar gebunden und der Dollar wiederum an Gold. Doch unter dem Druck der verschwenderischen amerikanischen Haushaltspolitik, dem Vietnamkrieg und allgemeiner Geldflucht während der 60er Jahre stotterte das System zuerst und zerfiel anschliessend Anfang der 70er Jahre. Zum ersten Mal in der Geschichte (mit Ausnahme von Kriegszeiten) wurden die bedeutendsten Volkswirtschaften in Fiat-Geldsysteme gezwungen – also in Systeme, in welchen der Geldwert nur von der Eigenschaft als gesetzliches Zahlungsmittel abhing und vom Versprechen der Regierung, die Geldmenge nicht aufzublähen. Dadurch liess sich nationale Souveränität über das Geld wiederherstellen, allerdings stellte sich die Frage, wie man Politiker davon abhalten könnte, ihre neugewonnene monetäre Macht zu missbrauchen.

Dies war zuerst alles andere als vielversprechend: Sowohl Inflation als auch Arbeitslosigkeit stiegen und liessen den Trick auflaufen, dass Wohlstand durch monetäre Expansion steigen könnte. Die Lösung: unabhängige Zentralbanken statt Notenbanken als verlängerter Arm des Finanzministeriums. Zuerst in Deutschland und der Schweiz, dann in den USA durch die heldenhafte Rolle von Paul Volcker in den 80er Jahren und dann nach und nach überall in Europa, mit dem Höhepunkt der Unabhängigkeit der Bank of England 1997 und der Errichtung der noch unabhängigeren Europäischen Zentralbank 1999.

Was machen Zentralbanken?

Zentralbanken existieren, um die Stabilität des Geldsystems zu gewährleisten, also den Wert des Geldes im Verhältnis zu Waren und Dienstleistungen zu bewahren und die Umtauschbarkeit von privat geschaffenen Geld (Bankeinlagen) in Zentralbankgeld zu gewährleisten. Eine Zeitlang, von Mitte der 1990er bis Mitte der Nullerjahre, wurde der zweite Zweck übersehen (abgeschafft in Grossbritannien, ignoriert in den USA), das vorläufige Ende vom Lied war die grosse Wirtschafts- und Finanzkrise 2008.

Zentralbanken versuchen, beiden Aufgaben gerecht zu werden, indem sie auf den Finanzmärkten interagieren: Sie verändern Zinsen kurzfristiger Staatsanleihen und manchmal die Preise anderer Vermögensklassen, stets bereit, illiquiden, aber nicht fundamental insolventen Banken unter die Arme zu greifen. Was sie

kaufen oder verkaufen dürfen, welches Sicherungsmittel sie bei Kreditgeschäften akzeptieren und wem sie Geld leihen dürfen – all diese technischen Fragen zählen viel. Sie haben Einfluss auf die Konditionen, zu welchen Banken Dienstleistungen für die Öffentlichkeit und Geschäftskunden anbieten können, und beeinflussen die relativen Preise verschiedener Vermögensgegenstände auf heimischen und internationalen Finanzmärkten.

So unklar auch die Mechanismen sein mögen, die Effekte können tiefgreifend sein. Wenn eine Zentralbank mehr Geld schafft als erwartet, kann sie für eine plötzliche Inflation sorgen, was Ressourcen von Gläubigern zu Schuldnern verteilt, mit anderen Worten: wie eine Steuer auf Vermögen wirkt. Als Kreditgeber der letzten Instanz zum Bankensystem und der ganzen Wirtschaft hat die Zentralbank das letzte Urteil über ökonomisches Leben oder Sterben. Treibt sie die Preise von Anlageklassen in die Höhe, können begüterte Menschen direkt profitieren; alle anderen müssen warten, bis sich die Wohltat in einer Belebung der Wirtschaft widerspiegelt. Wenn die Zentralbank Negativzinsen festlegt, leiden Sparer und freuen sich Gläubiger. Erneut müssen alle anderen zusehen, ob das Ziel der Geldpolitik erreicht wird. Machen wir uns klar: Wir sprechen hier von Institutionen mit quasifiskalischer Macht. Es ist deshalb nicht überraschend, dass die Geschichte des Zentralbankwesens nicht nur die Geschichte der Geldtheorie, sondern auch der Gestaltung moderner Regierungsarbeit ist.

Wie viel Freiheit sollte Zentralbanken eingeräumt werden?

Das Thema ist dringlich, nicht zuletzt wegen der gewaltigen unbemerkten Veränderungen in unserem Regierungssystem über die letzten 50 Jahre. Nehmen wir nur mal einen Punkt heraus: Das Gesicht der Rettung aus der Krise der Grossen Depression der 1930er Jahre war US-Präsident Franklin D. Roosevelt. Fast ein Jahrhun-

In Kürze

Zentralbanken stehen im Zentrum des Geld- und Kreditsystems, wie wir es seit dem 18. Jahrhundert kennen. Sie begannen als Financiers der Mächtigen und von Kaufleuten.

Heute ist ihre primäre Aufgabe die Sicherung der Geldwertstabilität. Doch bei wachsenden Schulden und sinkender Haushaltsdisziplin verschmelzen Zentralbanken zunehmend mit der Politik.

In Zeiten sinkenden Produktivitätswachstums sind Zentralbanken mit ihrem Latein zunehmend am Ende. Heute gelingt es ihnen nicht, neue Dynamik zu entfachen. Und morgen könnte ihre Unabhängigkeit vollends unter die Räder geraten. (mm)

«Es hat sich grundlegend etwas geändert, wenn in vielen Ländern gewählte Politiker nicht mal die Verantwortung auf sich nehmen, den Bürgern zu erklären, welche ausserordentlichen Krisenbewältigungsmassnahmen in deren Namen, deren Interesse und mit deren Geld getroffen worden sind.»

Paul Tucker

dert später sind die Gesichter des Krisenmanagements diese: Ben Bernanke, Hank Paulson, Tim Geithner in Amerika; Jean-Claude Trichet und Mario Draghi auf der anderen Seite des Atlantiks. Keiner dieser Akteure ist je in ein politisches Amt gewählt worden. Es hat sich grundlegend etwas geändert, wenn in vielen Ländern gewählte Politiker nicht mal die Verantwortung auf sich nehmen, den Bürgern zu erklären, welche ausserordentlichen Krisenbewältigungsmassnahmen in deren Namen, deren Interesse und mit deren Geld getroffen worden sind.

Dies ist ein moderner Tanz: Gewählte Politiker gehen in Ruhestand und entziehen sich damit der Verantwortung, wohlwissend, dass Zentralbanker unter Überdehnung ihrer Befugnisse die Lücke füllen werden. All das hat übersteigerte Erwartungen daran geweckt, was Finanzinstitutionen zu leisten vermögen: Stabilität: ja; Prosperität und soziale Gerechtigkeit: nein. Dies kann nicht mehr allzu lange so weitergehen. Die Lage könnte sich zuspitzen, wenn sich die monetären Instrumente der Zentralbanken als untauglich herausstellen, um aus der nächsten Rezession herauszuführen, oder wenn eine andere Banken- oder Schattenbankenkrise in den nächsten Jahren über uns hereinbricht.

Zentralbanken in die Schranken weisen

Wenn Zentralbanken (und anderen unabhängigen Institutionen) ein Platz im demokratischen Verfassungsstaat gebühren soll, dürfen sie und ihre Macht nicht die tiefsten politischen Werte verletzen, die da wären: Respekt vor dem Gesetz, Gewaltenteilung und das Primat der Parlamente bei wesentlichen Entscheidungen. Diese eher abstrakten Erwägungen lassen sich in praktische Vorschläge übersetzen. Ich will nur einige nennen.

Erstens sollte das Ziel der Zentralbanken für Geldpolitik und Finanzstabilität stets klar sein, transparent überprüfbar für interessierte Kreise und von gewählten Politikern entschieden werden.

Zweitens sollten wir es vermeiden, Macht auf eine Institution zu übertragen, wo die letzte Entscheidungsbefugnis bei einer Person

liegt; nicht nur weil offene Diskussionen in einem Gremium unter Gleichen bessere Ergebnisse produzieren können, sondern auch weil Machtkonzentration unserer Regierungsform fremd ist. Entscheidungen sollten nach dem Prinzip «one man – one vote» getroffen und mit Begründung publiziert werden. Das verhindert den Konsens des Gruppendenkens und gibt einen Anreiz für jede Person, danach zu entscheiden, was nach eigenem Dafürhalten getan werden muss.

Drittens sollten Zentralbanken, zumal ihre Entscheidungen manchmal Verteilungseffekte haben, keine grossen Verteilungsentscheidungen treffen dürfen, zum Beispiel wenn es um die Frage geht, ob einer bestimmten Region oder Industrie unter die Arme gegriffen werden sollte.

Viertens sollte die Rolle des Kreditgebers letzter Instanz bei der Bewahrung von Finanzstabilität formell umschrieben und gesetzlich eingeeht werden, anstatt den Insidern überlassen zu werden. Aus dem gleichen Grund sollte anerkannt werden, dass die Zentralbank unvermeidlich in die Bankenaufsicht und Regulierungsfragen involviert ist, und auch hier sollte nach Möglichkeit das Aufgabenspektrum formalisiert und limitiert werden auf den Kernbereich der Errichtung eines robusten Geldsystems.

Fünftens sollten Zentralbanker von der Bankindustrie genauso unabhängig sein wie von der Regierung. Aus diesem Grund sollte der Job des Zentralbankers für eine Person idealerweise der Schlussstein der Karriere sein.

Sechstens sollten Bilanzen und Handlungen so verständlich und nachvollziehbar wie möglich sein, wenn es um die Erfüllung des gesetzlichen Auftrags geht. Zentralbanken sollten nicht nach Problemen suchen, bei denen sie helfen (lies: in den Markt intervenieren) können. Auch wenn dies opportun erscheint, sollten diese Fragen nicht von ungewählten Zentralbankpräsidenten entschieden werden, die kraft ihrer Position fern von der Alltagspolitik stehen.

Es erklärt sich fast von selbst, dass heute wenige, wenn nicht gar keine der grossen Zentralbanken diesen Massstäben genügt. Man lässt sie allerdings auch leicht davonkommen. Um nur ein

Beispiel hervorzuheben: Praktisch niemand verlangt von ihnen Rechenschaft über ihre eminent wichtige politische Nebenrolle.

Ich habe meine Zweifel, was Selbstbeschränkung oder formelle Reform des Zentralbanksystems angeht. Die Anreize für Politiker, Macht zu delegieren, sind sehr stark. Anstatt die Zügel selbst in die Hand zu nehmen, ist es für Politiker wahrscheinlicher, sich geldpolitischen Zwängen zu unterwerfen, zu einem gewählten Steuerpolitiker zu werden und zugleich auf dem Rücksitz der Geldpolitik politische Interessen zu schützen. Dies ist etwa möglich durch Ernennung von Gleichgesinnten als Zentralbankchefs und indem man Erwartungen an das weckt, was diese angeblich zu realisieren haben.

Zurück zu den Kernaufgaben

Nichtsdestotrotz sollten Zentralbanker eine vernünftige Mischung aus Zurückhaltung und Mut walten lassen, wenn sie heutigen Herausforderungen entgegentreten, die da wären: Cyberattacken, digitale Währungen, Klimawandel und über allem die Bewahrung von Geldwertstabilität, und das in Zeiten, in welchen nicht länger klar ist, wie die Realwirtschaft funktioniert. All das sind komplexe Herausforderungen. Handlungsempfehlungen zu Cyberrisiken werden sich wahrscheinlich in geopolitische Konflikte verstricken. Kryptowährungen könnten das Geldsystem zum ersten Mal seit über 200 Jahren auf den Kopf stellen. Der Klimawandel birgt Risiken für die Finanzstabilität, aber ungewählte Zentralbanker haben nicht zu entscheiden, wie schädliche Emissionen zu besteuern sind.

Was die Kernaufgaben angeht, können die Schwierigkeiten bei der Bewahrung von Stabilität anhand der Kontroverse um Negativzinsen illustriert werden, ein nicht nur in der Schweiz gerade hochaktuelles Thema. Als ich mein Amt in Grossbritannien wahrnahm, erklärte ich dem Westminster-Parlament, dass Negativzinsen nicht ausgeschlossen werden sollten. Aber niemand kann in Zweifel ziehen, dass wir eine befremdliche Alice-im-Wunderland-Welt hätten, wenn Negativzinsen ins Finanzsystem eingebettet würden, alles stünde auf dem Kopf. Wenn die Bank einem Geld leiht, sind ihr Zinsen zu zahlen – und wenn man selbst der Bank Geld leiht in Form von Spareinlagen, soll man auch Zinsen zahlen! Dies muss für jeden Normalmenschen unglaublich schwer nachzuvollziehen sein.

Was also geht hier vor? Kurzfristige reale Zinsraten (d.h. inflationsbereinigt) waren früher auch schon gelegentlich im Minusbereich, doch dieser Zustand soll aus heutiger Sicht für Jahre im Euroraum anhalten, und damit auch in Nachbarländern wie der Schweiz. Das vor allem deshalb, weil die zugrunde liegende Wachstumsrate – das Produktivitätswachstum – sehr niedrig ist und erwartungsgemäss ungewöhnlich niedrig bleiben soll. Die Lage ist sehr ernst.

Stellen wir uns eine Welt ohne Produktivitätswachstum vor. Das wäre eine Welt, in welcher eine Person (oder ein Land) besser dran wäre, wenn alle anderen schlechter dran wären. In anderen

Worten: ein Nullsummenspiel. Alle politischen Fragen wären Verteilungsfragen, Politik wäre toxisch. Das sind übrigens die Art von wirtschaftlichen Umständen, die vor Jahrhunderten mächtige Nationalstaaten veranlasst haben, zu Weltreichen zu werden, also anderen Ländern Vermögen und Ressourcen wegzunehmen. Ob nun Negativzinsen, noch mehr quantitative Lockerung oder eine neue Zentralbankinitiative die Folgen für die Wirtschaft in der nächsten Rezession abdämpfen können oder nicht, Geldpolitik wird nicht in der Lage sein, die in den letzten Jahren fehlende Dynamik zu entfachen. Deshalb hören wir den Ruf von Zentralbankern an die Regierungen, mehr zu tun.

Unabhängigkeit ade?

In der Zwischenzeit sollten Zentralbanker handeln oder sich öffentlich an andere Regulierungsbehörden wenden, um eine weitere Finanzkrise zu verhindern. Das bedeutet zweierlei: Einmal sollten Banken und andere Akteure aus der Mitte des Finanzsystems ihre Resilienz erhöhen; das einfach nur deshalb, weil die Reformen des Finanzsystems nach der Krise, wie von «Basel» auferlegt, nicht für eine Welt mit schwachem Wachstum erdacht worden sind. Wir sehen das Gegenteil von dem, womit gerechnet worden war.

Zweitens sollten die zuständigen Akteure etwas tun, um die Übertreibungen auf den Kapitalmärkten einzudämmen, welche durch ihre sehr niedrigen Zinssätze befeuert worden sind. Sie könnten das tun, indem sie von Händlern höhere Sicherheitseinlagen fordern, wenn diese auf dem Derivatemarkt oder im Bereich sonstiger gesicherter Finanztransaktionen tätig werden. In Anbetracht ihrer berechtigten Bedenken, was die Effektivität geldpolitischer Instrumentarien angeht, bleibt es ein Geheimnis, warum sie bisher nicht versucht haben, deren weniger erwünschte Effekte abzdämpfen. Sicher: Es wäre an der Wall Street und in der City von London unpopulär. Aber das wäre wohl kaum ein prinzipieller Grund für Untätigkeit, um eine Finanzparty fortzuführen, während normale Haushalte ums Überleben kämpfen.

In der nächsten Dekade werden wir herausfinden, ob die Unabhängigkeit einer Zentralbank immer noch eine geschätzte Eigenschaft ist. Ich hoffe es. ◀

Aus dem Englischen übersetzt von Milosz Matuschek.

Paul Tucker

hat Mathematik und Philosophie am Trinity College der University of Cambridge studiert und war bis 2013 Vizégouverneur der Bank of England. 2014 wurde er von der Queen in den Adelsstand erhoben. Sein Buch «Unelected Power: The Quest for Legitimacy in Central Banking and the Regulatory State» erschien 2018 bei Princeton University Press.