

# Die Lektionen des frühen Zentralbankwesens

Hohes Maß an Unabhängigkeit von entscheidender Bedeutung – Digitales Zentralbankgeld als natürliche Weiterentwicklung

Von Ulrich Bindseil

Börsen-Zeitung, 28.1.2021

Die Existenz eines Zentralbankwesens vor 1800 wurde in der Literatur lange negiert, wenn man von einzelnen Hinweisen auf die Bank von England und die Schwedische Reichsbank abstieht. Erst in jüngerer Zeit korrigierten einige Autoren dieses Bild und belegten, dass die Zentralbankgeschichte auf dem europäischen Kontinent bis ins 15. Jahrhundert zurückreicht. Doch ist dies für uns heute relevant? Welche Lehren hält sie für die heutigen Zentralbanken bereit?

Das Zentralbankwesen hat sich seitdem grundlegend verändert: Vor allem beschränkt heute die direkte oder indirekte Konvertierbarkeit in Edelmetall, die bis zum Ende der Bretton-Woods-Ära in den 1970er Jahren als selbstverständlich galt, weder die makroökonomische Stabilisierungspolitik, noch die Kreditvergabe von Zentralbanken. Eine damit zusammenhängende Veränderung ist der heute weit verbreitete Fokus auf Preisstabilität als (einziges) in den Mandaten von Zentralbanken festgelegtes Ziel. Eine weitere tiefgreifende Veränderung ist – seit etwa zehn Jahren – die Bedeutung der effektiven Zinsuntergrenze von knapp unter 0%, die ihre Ursache im Zusammenspiel von niedrigen Inflationserwartungen und geringen oder negativen strukturellen Wachstumsraten in fortgeschrittenen Volkswirtschaften hat. Verändert haben sich darüber hinaus der rechtliche und der technische Rahmen. Trotz dieses Wandels und trotz methodischer beziehungsweise in der Quellenlage begründeter Schwierigkeiten lassen sich zahlreiche Lehren aus dem frühen Zentralbankwesen ziehen, die ein neues Licht auf wichtige aktuelle Debatten werfen können.

## 1. Bedeutung der Unabhängigkeit der Zentralbank

Die Unabhängigkeit von Zentralbanken zum Schutz vor einer übermäßigen Inanspruchnahme durch die Regierung ist seit dem frühen 15. Jahrhundert ein beherrschendes Thema in der Literatur und Praxis von Zentralbanken. Spätestens, wenn eine Regierung finanziell angeschlagen war (beispielsweise in Kriegszeiten), führte ein Mangel an Unabhängigkeit und/oder eine mangelnde Rechtsstaatlichkeit zu fiskalischer Dominanz und schlussendlich zur Aufhebung der Konvertibilität. Relative Unabhängigkeit wurde entweder innerhalb des öffentlichen Sektors gewährt (im Wesentlichen durch eine getrennte Verwaltung, zum Beispiel Venedig, 1587; Amsterdam, 1609; Hamburg, 1619), oder durch eine besondere zusätzliche Absicherung durch die Übertragung der Zentralbank etwa an christlich-religiöse Träger (Neapel, 1580er Jahre), oder an eine mächtige private Körperschaft mit dezentralisiertem Aktienbesitz unter den Reichen und Mächtigen des Landes (Genua, 1407; Bank von England, 1694).

Die Grenzen der Glaubwürdigkeit der Zentralbankunabhängigkeit in Ländern ohne starke Rechtsstaatlichkeit (früher: absolute Monarchien, heute: Diktaturen) erkannten schon Denker des frühen 18. Jahrhunderts wie Montesquieu. Zentralbanken mit unzureichender Unabhängigkeit scheiterten allerdings regelmäßig nicht nur in Monarchien (zum Beispiel Wiener Banco, Kopenhagener Bank, Königliche Bank in Berlin, Russische Assignatenbanken), sondern manchmal auch in durchaus rechtsstaatlichen Republiken, wie der Fall der Bank von Amsterdam in den 1790er Jahren belegt.

Das Thema der Zentralbankunabhängigkeit findet seit einigen Jahrzehnten nicht nur in der makroökonomischen Forschung, sondern auch in Reden von Zentralbankern starkes Interesse. Seit etwa 1980 gab es auch eine Tendenz in der Gesetzgebung zur Stärkung der Zentralbankunabhängigkeit. Erstaunlicherweise hielt man dieses Bemühen für grundsätzlich neu und für das Ergebnis innovativer akademischer Erkenntnisse. So schrieb der „Economist“ am 20. Oktober 2018: „Operative Unabhängigkeit für Zentralbanken ist relativ neu“ und verwies auf die Arbeiten von Ökonomen aus der Denkschule der „rationalen Erwartungen“ der späten

1970er und frühen 1980er Jahre. Wie dem auch sei, ein hohes Maß an Unabhängigkeit wird für die Zentralbanken weiterhin von entscheidender Bedeutung sein, umso mehr in einer Welt wirtschaftlicher Anfälligkeit, angespannter öffentlicher Finanzen und populistischer Regierungen. Die insbesondere in den 1990er Jahren erzielte Stärkung der Unabhängigkeit, wie sie auch in der EZB/ESZB-Satzung von 1994 zum Ausdruck kommt, darf nicht rückgängig gemacht werden.

## 2. Aktive Zentralbankkommunikation und öffentlicher Dialog

Unabhängigkeit der Zentralbanken bedeutet natürlich nicht, dass sich diese einem kritischen Diskurs und einer Rechenschaftspflicht entziehen können oder sollen – im Gegenteil. Die über Jahrhunderte geäußerte öffentliche Kritik an Zentralbanken lässt sich in sechs Kategorien einteilen:

- Die Unabhängigkeit von Zentral-

Geschäftsmodelle durch die Einführung von digitalen Zentralbankwährungen beeinträchtigt würden.

- Die Stabilitätsorientierung der Zentralbanken ist unzureichend. In den Jahrhunderten des konvertierbaren Zentralbankgeldes äußerte sich diese Kritik nicht zuletzt, indem Einleger oder Inhaber von Banknoten den Umtausch in Edelmetall forderten, was gelegentlich einen Run auf die Zentralbank auslöste. Nach Bretton Woods bezog sich die Stabilitätskritik nicht mehr auf die Befürchtung einer Konvertibilitätssperre oder Abwertung, sondern auf die Erwartung einer hohen Inflation. Davor warnten vor zehn Jahren auch einige Ökonomen angesichts der Wertpapierankaufprogramme der Zentralbanken.

- Zentralbanken unterstützen ein unmoralisches kapitalistisches System. Zentralbanken wurden immer wieder als Teil eines unmoralischen Finanzsystems kolportiert, sie dienten nicht der Gesellschaft und ihren schwächeren Mitgliedern. Angesichts der religiösen Einschränkungen bei der Kreditvergabe gegen Zinsen (Wucherverbot) betonten frühe öffentliche Kreditbanken wie die Montes di Pietà oder der Kreditarm der Hamburger Bank von 1619 die Fairness und Moralität ihrer Kreditvergabe, die insbesondere den Armen helfen würde. Der Bank der Vereinigten Staaten von Amerika und ihrer Vorgängerin, der Bank von Nordamerika, wurde als wahres Gründungsmotiv die Bereicherung ihrer Gründer nachgesagt. Der EZB wurde vorgeworfen, in der Schuldenkrise des Euroraums von 2010 bis 2015 Sparmaßnahmen in den Krisenländern unterstützt zu haben, zum Nutzen der Investoren, aber auf Kosten der schwachen Teile der Gesellschaften, wobei andere Beobachter (zum Beispiel Hans-Werner Sinn) mit dem umgekehrten Argument, Krisenländer seien geschont, Investoren dadurch vor Zahlungsausfällen geschützt worden, zu ähnlichen Schlussfolgerungen kamen. Außerdem wurden die Zentralbanken im zurückliegenden Jahrzehnt dafür kritisiert, dass die Niedrigzinspolitik den Reichen diene, indem sie die Vermögenspreise aufblähe. Sie untergrüben zudem die Finanzstabilität, anstatt sie zu verbessern, indem sie Spekulation förderten – ein Argument, das bereits Alexander Hamilton 1790 zu widerlegen versuchte. Sehr aktuell ist auch die bis ins 15. Jahrhundert zurückzufolgende Debatte, ob die Vermögenswerte von Zentralbanken bewusst ethische (heute: ökologische) Ziele verfolgen sollten, oder nur konventionellen finanziellen Kriterien (Rendite und Risiko) genügen müssen.

## 3. Finanzstabilität als wesentliche Aufgabe?

Zentralbanken hatten von Anfang an das Ziel, zur Finanzstabilität beizutragen, da die definitivische Funktion von Zentralbanken – die Bereitstellung effizienter und zuverlässiger Zahlungsmittel – eine immanente Finanzstabilitätsdimension hat. Etwas später, aber noch vor 1800, entwickelte sich mit der Rolle als Lender of Last Resort (LOLR) ihre zweite zentrale Finanzstabilitätsfunktion: endgültige Verrechnung in Zentralbankgeld und stabile Finanzarchitektur.

Der Hauptzweck der Gründung der Banco di Rialto von Venedig im Jahr 1587 war die Überwindung der häufigen Krisen im privaten Bankwesen durch die Übernahme der Girofunktion der Privatbanken, das heißt durch den weitgehenden Ersatz von Geschäftsbankgeld durch Zentralbankgeld. Das Ziel, ein effizientes und stabiles Zahlungsmittel bereitzustellen, um von privaten Zahlungsmitteln ausgehende Instabilität zu verhindern, war in den Statuten der Zentralbanken und den damit verbundenen Debatten fast durchgängig präsent. Die wichtigen Abhandlungen über das Zentralbankwesen, die zwischen 1650 (William Potter) und 1715 (John Law) geschrieben wurden, erklären, wie Zentralbanken eine übermäßige Abhängigkeit der Wirtschaft von multiplen bilateralen Krediten (IOUs) und die damit verbundenen Probleme der Finanzstabilität verhinderten. Auch heute noch gehören die Strukturierung von privat emittiertem Geld in Clearing- und Abwicklungsmechanismen, die Frage, wer Zugang zu Zentralbankgeld hat, welche Marktinfrastrukturen in Zentralbankgeld abrechnen müssen, und die Regeln, nach denen Finanzaktiva in Zentralbankgeld umgewandelt werden können, zu den wichtigsten Fragen des Zentralbankwesens.

Seit dem 16. Jahrhundert wird die Frage von Zentralbankkrediten an private Schuldner diskutiert. Während der 1587 gegründete Banco di Rialto jegliche Kreditvergabe ausschloss, gingen die ungefähr zeitgleich gegründeten öffentlichen Banken Neapels mit Erfolg den anderen Weg und vergaben Kredite an Private gegen verschiedene Sicherheiten.

Auch in der Frage, wie Zentralbanken auf Kritik reagieren bzw. Kritik vorbeugen sollen, gibt es historische Beispiele, so die Aufsätze von



Der Bankportugalese der Hamburger Bank aus dem Jahr 1770 symbolisierte den Stabilitätsanspruch der reformierten Bank.



Foto: Münzhandlung Dr. Busso Peus

Michael Godfrey (1695), John Law (1715) und Alexander Hamilton (1790) im Zusammenhang mit der Gründung der Bank von England, der Banque Générale bzw. der Bank der Vereinigten Staaten. Zentralbanken haben immer versucht, sich in der Gesellschaft zu verankern und dadurch ihrer Unterstützung zu versichern, auch zum Schutz ihrer Unabhängigkeit von der Regierung.

Kritik an den Zentralbanken ist legitim – nicht nur weil Kritik an öffentlichen Institutionen generell ein Teil des öffentlichen Diskurses in Demokratien ist, sondern auch in Anbetracht ihrer Unabhängigkeit. Dass Kritik manchmal auf Missverständnissen oder Partikularinteressen beruht, sollte den Zentralbanken mehr und nicht weniger Anreize geben, sich mit Kritikern auseinanderzusetzen, zu kommunizieren und transparent zu sein, weswegen heutige Zentralbanker weiterhin bestrebt sein sollten, ihre Politik mit Bürgern, Wissenschaftlern, Politikern oder der Finanzindustrie zu diskutieren.

## 4. Staatspapiere als Vermögenswert von Zentralbanken

Der Ankauf von Schuldpapieren des öffentlichen Sektors trägt seit Jahrhunderten zum Nutzen des Zentralbankwesens bei. Die Diversifizierung der Anlage verbesserte die Risiko-Rendite-Eigenschaften von Zentralbankvermögen und damit deren Sicherheit und Rentabilität. Zentralbankgewinne konnten entweder der Regierung zugutekommen und/oder der Stärkung der Kapitalreserven der Zentralbank dienen. Sie ermöglichte es ferner, jenseits der Edelmetallreserven die Menge und Elastizität der Geldbasis zu erhöhen. Aus Regierungsperspektive ermöglichte die Zentralbankfähigkeit ihrer Verbindlichkeiten eine diversifizierte und damit potenziell

Und das Mandat der Hamburger Bank von 1619 bejaht ausdrücklich Kredite an in Not geratene Schuldner. Die Unschlüssigkeit dieser Debatte zeigt sich auch heute noch in der Heterogenität der Zentralbankansätze. Im Jahr 1999 führte das Eurosystem einen breiten Sicherheitsrahmen ein, der eine relativ elastische Kreditvergabe an ein breites Spektrum von Banken ermöglichte, während der Sicherheitsrahmen der Federal Reserve für Offenermarktgeschäft sehr eng war und solche Geschäfte auch nur mit wenigen Banken durchgeführt wurden. In den Jahrhunderten dazwischen waren die Ansichten und Praktiken ebenso vielfältig.

Krisenbedingte, temporäre Maßnahmen als Lender of last resort (LOLR) wurden von Zentralbanken mindestens seit 1763 durchgeführt (Hamburg, Amsterdam, Bank von England). Die Debatte über die angemessene Haltung der Zentralbank in Bezug auf Liquiditätshilfen in Notfällen dauert seitdem an.

Insgesamt scheinen aber sechs

## Das IBF

Auftrag des IBF – Institut für Bank- und Finanzgeschichte e.V., das die in loser Reihe erscheinenden Artikel „Aus der Banken- und Finanzgeschichte“ beisteuert, ist die wissenschaftliche Aufarbeitung und Vermittlung der historischen Entwicklung unseres Geld- und Finanzwesens. 2019 hat das IBF 50-jähriges Bestehen gefeiert.

► Weitere Informationen unter [www.ibf-frankfurt.de](http://www.ibf-frankfurt.de)

Jahrhunderte Zentralbankgeschichte keinen Zweifel an den Vorzügen einer umsichtigen und gut besicherten Kreditvergabe an den privaten Sektor zu lassen. Der 100%-Reserve-Ansatz der Banco di Rialto hielt sich nur wenige Jahrzehnte, bevor er aufgegeben wurde, während Zentralbanken, die dem Privatsektor elastische, aber dennoch gut besicherte Kredite zur Verfügung stellten, über Jahrhunderte hinweg bestehen konnten. Nicht zuletzt hat uns die Lehman-Pleite in jüngster Zeit eindringlich daran erinnert, welche Kosten für die Gesellschaft entstehen, wenn eine Großbank ausfällt.

## 4. Staatspapiere als Vermögenswert von Zentralbanken

Der Ankauf von Schuldpapieren des öffentlichen Sektors trägt seit Jahrhunderten zum Nutzen des Zentralbankwesens bei. Die Diversifizierung der Anlage verbesserte die Risiko-Rendite-Eigenschaften von Zentralbankvermögen und damit deren Sicherheit und Rentabilität. Zentralbankgewinne konnten entweder der Regierung zugutekommen und/oder der Stärkung der Kapitalreserven der Zentralbank dienen. Sie ermöglichte es ferner, jenseits der Edelmetallreserven die Menge und Elastizität der Geldbasis zu erhöhen. Aus Regierungsperspektive ermöglichte die Zentralbankfähigkeit ihrer Verbindlichkeiten eine diversifizierte und damit potenziell

zuverlässigere und billigere Gesamtfinanzierung der Staatsschuld. Erfolgreiche Zentralbanken wie die Hamburger Bank, die Bank von England und die Bank der Vereinigten Staaten hatten seit ihrer Gründung Engagements gegenüber dem Staat, allerdings mit Niveauschwankungen im Zeitverlauf. Beispiele für exzessive und erzwungene Engagements gegenüber Regierungen, oft Grund für die Aussetzung der Konvertierbarkeit und sogar massive Abwertungen gegenüber dem ursprünglichen Edelmetallgehalt, sind die Zentralbankgründungen des 18. Jahrhunderts in Russland, Österreich und Dänemark. In Europa wiederholte sich dieses Phänomen in vielen Ländern insbesondere nach den Weltkriegen.

## 5. Einführung neuer Formen des Zentralbankgeldes

Zentralbankgeld besaß vor dem 18. Jahrhundert die Form von Giroguthaben. Im Jahr 1661 entwickelte der Stockholm Banco moderne Banknoten, wobei diese nur drei Jahre später ihren Verpflichtungen nicht mehr nachkommen konnte und liquidiert wurde. Auch das Scheitern der Banque Royale von John Law im Jahre 1720, die ebenfalls das Ergebnis der Kombination einer übermäßigen Kreditvergabe mit der Emission von Banknoten war, bleibt legendär. Als Folge dieser und weiterer Fehlschläge früher Notenbanken setzte sich bis einschließlich der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts die Überzeugung durch, dass Banknoten sowohl für Konvertibilität als auch für Finanzstabilität gefährlicher als Giroguthaben bei Zentralbanken seien.

Die früheren Debatten über die Vorzüge und Risiken bestimmter Formen von Zentralbankgeld spiegeln sich in den jüngsten Erwägungen um eine digitale Zentralbankwährung (central bank digital currency) wider. Wie im Falle der Erfindung der Banknoten ist es wichtig, die technischen Aspekte zu verstehen, um die monetäre Effizienz und Stabilität zu gewährleisten. So wie Banknoten eine wichtige, letztlich für alle Teile der Gesellschaft nützliche Innovation waren, erscheint digitales Zentralbankgeld heute als eine natürliche Weiterentwicklung des Zentralbankgeldes in einer digitalisierten Welt, in der immer mehr Menschen Banknoten und Münzen als unpraktisch, digitale Zahlungen aber als neue Normalität wahrnehmen. Digitales Zentralbankgeld könnte verhindern, dass private digitale Zahlungslösungen das Zentralbankgeld mit der Zeit verdrängen und das Gleichgewicht der beiden Geldformen, das lange Zeit ein wichtiger Bestandteil von Effizienz, Finanzstabilität und Wahlfreiheit der Verbraucher war, zunichtemachen.

Gleichzeitig dient die Frühzeit der Banknote als Erinnerung für die heutige Zeit, dass Innovationen im Bereich der Zentralbankverbindlichkeiten finanzielle Ungleichgewichte verursachen können und dass es wichtig ist, alle Aspekte zu durchdenken und notwendige Beschränkungen durchzusetzen.

Eine ungekürzte englische Fassung des Beitrags mit Literaturhinweisen erscheint parallel in den IBF Paper Series, abrufbar unter [www.ibf-frankfurt.de](http://www.ibf-frankfurt.de).

## ZUR PERSON

### Notenbanker



Ulrich Bindseil

BZ – Ulrich Bindseil (51) ist seit November 2019 Generaldirektor für Marktinfrastruktur und Zahlungsverkehr bei der Europäischen Zentralbank. Nach zwei Jahren bei der Deutschen Bundesbank kam er 1997 zum Europäischen Währungsinstitut. Er hat an der Universität Saarbrücken Volkswirtschaft studiert und lehrt nun als Honorarprofessor an der TU Berlin. Ende 2019 erschien bei Oxford University Press sein Buch „Central banking before 1800 – a rehabilitation“.

(Börsen-Zeitung, 28.1.2021)

banken schwächt die demokratische Kontrolle und macht Zentralbanktechnokraten zu mächtig. Eine Reihe europäischer Autoren des 18. Jahrhunderts kritisierte die angeblich unkontrollierte Macht von auf Privatkapital basierenden Zentralbanken wie der Bank von England (George Berkeley und der Comte de Mirabeau) und prominente US-Politiker wie James Madison und Thomas Jefferson bezeichneten die Bank der Vereinigten Staaten sogar als „Monster“ und „Todfeind“. Auch heute wird immer wieder eine Einschränkung der Zentralbankunabhängigkeit verlangt.

- Die Zentralbanken halten sich nicht an ihr Mandat. Finanzexperten und Einleger der Bank von Amsterdam fragten sich 180 Jahre lang, ob diese in Übereinstimmung mit ihrem Mandat handele, das keine Kreditvergabe vorsah. In ähnlicher Weise wurden die großen Zentralbanken nach 2008 immer wieder kritisiert, ihr Mandat in ihrer Reaktion auf die Lehman-Finanzkrise überschritten zu haben.

- Zentralbanken schwächen die Finanzindustrie. Die frühen Zentralbankgründungen lösten in Teilen des Finanzsystems die Befürchtung aus, überflüssig zu werden, wie beispielsweise der Vizegouverneur der Bank von England im Jahre 1695 feststellte. Als ein Beispiel aus jüngerer Zeit sei auf die Kritik an der Niedrigzinspolitik der Zentralbanken verwiesen, die die Banken schwäche und Sparer enteigne. Auch äußern Banken Bedenken, dass ihre