



**ZENTRALBANK UND BANKEN
WIE UNSER ZWEISTUFIGES
GELDSYSTEM FUNKTIONIERT**

Eine kurze Einführung

Zusammenfassung

ZENTRALBANK UND BANKEN: WIE UNSER ZWEISTUFIGES GELDSYSTEM FUNKTIONIERT

Eine kurze Einführung

Das Zusammenwirken von privaten Banken und staatlichen Zentralbanken bei der Geldschöpfung war sowohl für die Entstehung als auch für die Überwindung der globalen Finanzkrise von erheblicher Bedeutung. Dennoch ist bisher wenig bekannt, was eigentlich genau passiert, wenn die beiden Akteure neues Geld und Kredit schaffen bzw. wieder tilgen. Daher sollen diese Grundzusammenhänge unseres Bankensystems hier kurz und allgemeinverständlich erklärt werden.

Eine normale Bank nimmt Gelder von Sparenden auf und verleiht diese an Kreditnehmer weiter. Diese einfache Sicht auf das Handeln einer Bank ist nicht falsch. Im täglichen Geschäftsbetrieb ist die Bedeutung dieser Dienstleistung aber in den Hintergrund gerückt. Die Deregulierung der Finanzmärkte eröffnete den Banken zahlreiche neue spekulative (und zunächst sehr lukrative) Geschäftsmodelle, um ihre Kreditvergabe stark auszudehnen. Hierbei kommt den Banken zugute, dass sie auch unabhängig von den Einzahlungen der Sparenden Kredite vergeben und die dafür notwendigen Refinanzierungen erst im Nachhinein am Geldmarkt oder direkt bei der Zentralbank vornehmen können. Die Hauptaufgabe der Zentralbank wird in der öffentlichen Wahrnehmung oft darin gesehen, dass sie die Geldmenge steuere und damit die Inflation kontrolliere. Interessanterweise ist gerade die Inflationssteuerung für eine Zentralbank ein Ziel, das sie – wenn überhaupt – nur über Umwege erreichen kann. Gleiches gilt für die Steuerung der Geldmenge. Denn eine Zentralbank, die sich zum Ziel gesetzt hat, über ihren Leitzins den Zinssatz am Geldmarkt zu bestimmen und so die Konjunktur zu beeinflussen, ist nicht gleichzeitig in der Lage, die Geldmenge zu steuern.

Die eigentliche Hauptaufgabe jeder Zentralbank liegt in der ausreichenden Bereitstellung des gesetzlichen Zahlungsmittels und in der Stabilisierung des Bankensystems durch ihre Rolle des „Lender of Last Resort“ (Kreditgeberin der letzten Instanz). Ein Staat (oder eine Staatenzusammenschluss wie die Eurozone) hat nur dann eine souveräne Währung, wenn die Zentralbank im Zweifel dafür sorgt, dass die heimischen Staatsanleihen immer zurückgezahlt werden. Darin liegt aktuell der größte Unterschied zwischen Staaten wie den USA, Großbritannien und Japan und den Staaten der Eurozone. Die unklare Auslegung des EU-Vertrags, der einerseits die EZB mit der Aufgabe der Zentralbank betraut hat, andererseits aber den Ankauf von Staatsanleihen höchstens indirekt zulässt, hat eine gefährliche Unsicherheit im Funktionsablauf des Finanzsystems geschaffen. Erst wenn die EZB auch hier die volle Souveränität einer Zentralbank zugesichert bekommt, ist die Dauerhaftigkeit des Euro als Währung gesichert. Als Letztes wird dargestellt, wie es den Zentralbanken durch die Implementierung eines fiskalischen Transmissionskanals ermöglicht werden kann ihre Geldpolitik deutlich effektiver auszuüben.

INHALT

1. Einleitung	2
2. Das zweistufiges Bankensystem aus Zentralbank und Banken	3
2.1. Was machen Banken?	3
2.2. Was machen Zentralbanken?	7
3. Was führt zu Inflation und wie wird sie bekämpft?	10
4. Waren die Zentralbanken schuld an der Finanzkrise?	14
5. Die Zentralbank als Garantin einer souveränen Währung und eines souveränen Staates	16



1. EINLEITUNG

Geldschöpfungsprozesse in der Praxis

In unserem Geldsystem gibt es einige grundlegende Zusammenhänge, die in der öffentlichen Diskussion wenig beachtet werden, obwohl sie dessen elementare Funktionsweise betreffen. Gerade die im Verlauf der Finanzkrise so bedeutsam gewordene Rolle der Zentralbanken als letzter Anker des gesamten Finanzsystems wird oft nur begrenzt verstanden, weil die Geldschöpfungsprozesse in den meisten Ökonomie-Lehrbüchern an einem theoretischem Modell erklärt werden, das nicht der realen Praxis entspricht. Die Bank von England hat in

einem vor Kurzem erschienenen Bericht noch einmal auf diesen absurden Sachverhalt hingewiesen und eine realitätsnahe Beschreibung der Geldschöpfungsprozesse geliefert.¹ Hier knüpft diese Broschüre an. In allgemeinverständlicher Form sollen die populärsten Irrtümer über die Rolle der Zentralbanken ausgeräumt werden. Gleichzeitig soll gezeigt werden, wie Geldpolitik aktuell tatsächlich praktiziert wird. Und es soll deutlich werden, welche politischen Handlungsmöglichkeiten sich daraus ergeben.



¹ Vgl. Bank of England; Money creation in the modern economy, in: Quarterly Bulletin, Vol. 54, No. 1, 2014 Q1, S. 14–27. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/2014/qb14q102.pdf>

2. DAS ZWEISTUFIGE BANKENSYSTEM AUS ZENTRALBANK UND BANKEN

Beim Blick auf das gesamte Bankensystem fällt als Erstes auf, dass es aus einer Kombination von zwei unterschiedlichen Banktypen besteht: Auf der einen Seite stehen die vielen Geschäftsbanken (im Folgenden Banken genannt), deren ursprüngliches Kerngeschäft es ist, Spareinlagen hereinzunehmen und Kredite zu vergeben. Auf der anderen Seite steht je-

weils eine staatliche² Zentral- oder auch Notenbank, die das jeweilige gesetzliche Zahlungsmittel – das Zentralbankgeld – erzeugt, in Umlauf bringt und gleichzeitig als Kreditgeberin der letzten Instanz für die Geschäftsbanken fungiert. Dieses Zweistufensystem bildet seit rund hundert Jahren den internationalen Standard in Industriestaaten.

2.1. WAS MACHEN BANKEN?

Auch wenn Banken derzeit primär als Finanzjongleure wahrgenommen werden und sie in diesen Geschäftsfeldern mit der Schaffung immer neuer Finanzinstrumente auch das meiste Geld verdienen, sollte man sich bei einer grundsätzlichen Betrachtung in Erinnerung bringen, welches ihre drei eigentlichen Hauptaufgaben sind.

Da wären die Aufgaben der:

■ **Fristentransformation:** Hier vermitteln die Banken die unterschiedlichen Zeitpräferenzen von Sparern und Kreditnehmern. Während die Sparerseite regelmäßig ein hohes Interesse an einer kurzfristigen Verfügbarkeit der eingezahlten Gelder hat, haben die Kreditnehmer ein Interesse an einer langen und sicher kalkulierbaren Laufzeit ihrer Kredite. Die Aufgabe der Banken

liegt darin, kurzfristige Einlagen in langfristige Kredite zu transformieren.

■ **Risikotransformation:** Gäbe es keine Banken, müssten Sparende sich jeweils selbst einen Schuldner suchen, der bereit ist, einen Kredit aufzunehmen und mit Zinsen zurückzuzahlen. Der Sparer als Gläubiger wäre damit dem vollen Risiko einer Zahlungsunfähigkeit des Kreditnehmers ausgesetzt und würde entsprechend hohe Zinsen verlangen. Wird dagegen eine Bank als Vermittlerin mit vielen verschiedenen Sparern und Kreditnehmern dazwischengeschaltet, verteilt sich das Risiko einer Insolvenz auf sehr viele Gläubiger und wird damit kalkulierbarer. Durch das geringere Risiko sinkt auch der Zins, den die Gläubiger fordern und die Kreditnehmer zahlen müssen.

² Im engen juristischen Sinne ist die amerikanische Zentralbank Fed nicht im Besitz des Staates, sondern im Besitz privater Banken. In der wirtschaftspolitischen Praxis kann sie aber dennoch als eine staatliche Institution angesehen werden.

Zentralbanken garantieren die permanente Liquidität der Banken

Buchgeld und Zentralbankgeld

Nur das Bankensystem als Ganzes kann eine multiple Geldschöpfung betreiben

■ **Losgrößentransformation:** Ohne Banken müsste sich ein Kreditnehmer einen Gläubiger suchen, der exakt die Summe Geld anlegen möchte, die er benötigt. Banken sorgen hier dafür, dass viele kleine Einlagen in große Kredite transferiert werden können.

Weil die Fristentransformation für eine Bank immer das Risiko beinhaltet, illiquide zu werden, wenn plötzlich viel kurzfristig angelegtes Geld abgezogen wird, ist eine Zentralbank als Kreditgeberin der letzten Instanz notwendig. Sie kann die durch die Fristentransformation gesunkene Liquidität wiederherstellen, indem sie die langfristigen Forderungen der Banken gegenüber ihren Kreditnehmern aufkauft und mit neu geschaffenen und hoch liquiden Zentralbankgeld bezahlt.

Banken als Geldschöpfer

Neben der Vermeidung einer Zahlungsunfähigkeit aufgrund der Fristentransformation gibt es einen weiteren wichtigen Grund, warum Banken eine Zentralbank benötigen, bei der sie sich im Zweifel immer mit neuer Liquidität versorgen können. Denn moderne Banken können durch die Clearingfunktionen des Bankensystems, das alle gegenseitigen Forderungen saldiert, weit mehr Kredite vergeben, als sie selber an Einlagen haben. Dieser Prozess der multiplen Geldschöpfung ist möglich, weil dem Bankensystem als Ganzes kein Geld verloren geht, wenn ein Kreditnehmer das ausgeliehene Geld, z. B. zum Zahlen von Rechnungen, auf ein anderes Bankkonto überweist. Banken können das bei ihnen angelegte Geld mehrfach verleihen, weil sie davon ausgehen können, dass ein ausbezahlter Kredit in Form neuer Einlagen wieder an sie zurückfließt. Hat eine Bank nach

Ende des Clearingprozesses aller Transaktionen dennoch weniger Einlagen erhalten als Kredite verliehen, kann sie dieses Defizit ausgleichen, indem sie sich am Geldmarkt von den Banken Geld leiht, die einen Einlagenüberschuss aufweisen, oder indem sie sich direkt bei der Zentralbank refinanziert.

Tatsächlich schaffen die Banken bei der Geldschöpfung durch Kreditvergabe aber kein echtes Geld im Sinne des gesetzlichen Zahlungsmittels – das kann nur die Zentralbank –, sondern nur sogenanntes Buch- oder Giralgeld. Für einzelne Bankkunden spielt dies keine Rolle, da sie dieses Buchgeld für alle Zahlungsvorgänge nutzen und bei Bedarf jederzeit in Bargeld umtauschen können. Sobald sich aber ein Bankkunde den gewährten Kredit in Bargeld auszahlen lässt und nicht unmittelbar auf ein anderes Bankkonto einzahlt, benötigen die Banken echtes Zentralbankgeld, um den Barabfluss auszugleichen. Ebenfalls benötigen die Banken echtes Zentralbankgeld, um die von der Zentralbank geforderten Mindestreserveverpflichtungen auf Bank-einlagen zu erfüllen. Diese Reserveverpflichtung beträgt im Euroraum derzeit aber nur ein Prozent für die Einlagen, die Sparer bei ihrer Bank halten.

Die Zentralbank als „Lender of Last Resort“

Die Rolle der Zentralbank als Refinanzierungsinstanz erhält außerdem eine besondere Bedeutung, wenn sich Banken in einer Finanzkrise gegenseitig misstrauen und untereinander kein Geld mehr leihen. Durch den dann ausgetrockneten Geldmarkt sind plötzlich auch eigentlich gesunde Banken von Zahlungsunfähigkeit bedroht. Die einzige Quelle für dringend benötigte Liquidität ist dann

die Zentralbank. Dies ist gemeint, wenn von der Zentralbank als Kreditgeberin der letzten Instanz (Lender of Last Resort) gesprochen wird.

Solange die Banken darauf vertrauen können, dass eine Refinanzierung bei der Zentralbank mit der von ihnen benötigten Menge an „echtem“ Zentralbankgeld jederzeit möglich ist, brauchen sie ihre Kreditvergabepraxis nicht von neuen Einlagen abhängig zu machen. Sie können Kredite vergeben und sich später um die Refinanzierung kümmern.

Geldschöpfung in der Praxis

Entgegen der in den meisten Lehrbüchern verbreiteten Darstellung, dass Banken erst genügend Spareinlagen erhalten müssten, damit sie neue Kredite vergeben könnten, verläuft die Kausalität in der Praxis regelmäßig andersherum. Die Banken nutzen einfach ihre Geldschöpfungsmöglichkeiten zur Vergabe neuer Kredite und schaffen damit gleichzeitig neue Einlagen.

Die Grundlage für neue Kredite wird daher nicht durch die vorhandenen Einlagen geschaffen, sondern die neuen Kredite schaffen die neuen Einlagen, die wiederum für eine weitere Kreditvergabe genutzt werden können. Auch die er-

wähnten Mindestreserveverpflichtungen und der Bargeldabfluss können diese Kreditvervielfältigung³ nicht nachhaltig bremsen, da sich Banken in der Praxis die zur Refinanzierung ihrer Kreditvergabe benötigte Menge Zentralbankgeld auch im Nachhinein besorgen können. Die einzig wirksame Begrenzung der Kredit- und der damit einhergehenden Geldschöpfung liegt in der Begrenztheit der Kreditnachfrage. Denn keine Bank kann einen Kredit vergeben, wenn sie niemanden findet, der bereit ist, sich zum gegebenen Zinssatz zu verschulden. Damit wird die Höhe der Geldschöpfung letztlich (endogen) durch die Finanzierungsbedürfnisse der Wirtschaft bestimmt und nicht (exogen) von der Zentralbank gesetzt.⁴

Problematisch wurde diese Praxis jedoch, seitdem immer weniger die Finanzierung von realen Investitionen und immer mehr die Finanzierung von rein virtuellen Geschäften im deregulierten Finanzsektor in den Vordergrund gerückt ist. So kann die Kreditnachfrage losgelöst von der Entwicklung der realen Wirtschaft immer weiter wachsen. Das wiegt umso schwerer, da auch bankrechtliche Kreditexpansionsbremsen wie Eigenkapitalvorschriften ihre Funktion angesichts der Folgen der Deregulierung insgesamt kaum noch ausfüllen können.



Nicht neue Einlagen schaffen neue Kredite, sondern neue Kredite schaffen neue Einlagen

Folge der Deregulierung: Kreditnachfrage wächst losgelöst von der realen Wirtschaft

³ In der traditionellen Geldtheorie wird dieser Zusammenhang im Konzept des Geldmultiplikators beschrieben. Er zeigt in mathematischer Form die möglichen Kombinationen aus Zentralbankgeld (Geldbasis), der von den Banken geschaffenen Geldmenge (M1), dem Bargeldabfluss und dem gegebenen Mindestreservesatz auf. Entgegen der traditionellen Lehrbuchmeinung, die diesen Zusammenhang so interpretiert, dass die Kausalität von der Erhöhung der Zentralbankgeldmenge zur Geldmenge M1 verläuft, kann in der Praxis von einer entgegengesetzten Kausalität ausgegangen werden.

⁴ Zur Ehrenrettung der Wirtschaftswissenschaft ist jedoch anzumerken, dass es in der ökonomischen Literatur auch eine (postkeynesianische) Tradition gibt, die erkannt hat, dass sich die Geldmenge „endogen“ aus dem Wirtschaftsprozess heraus ergibt, und die die Geldtheorie auf Grundlage dieser Realitäten weiterentwickelt hat. Die Bank of England verweist in ihrem aktuellen Bericht exemplarisch auf Moore (1988), Howells (1995) und Palley (1996). Vgl. Bank of England, a. a. O., S. 15. Auch in traditionellen Geldtheorie-Lehrbüchern wird die Endogenität der Geldmenge inzwischen eingestanden. Vgl. z. B. Issing, Otmar; Einführung in die Geldtheorie, München, 2011, S. 80. Die daraus entstehende Notwendigkeit einer weitgehenden Neuformulierung der Geldtheorie wird aber nicht einmal im Ansatz versucht. Vielmehr wird der alte geldtheoretische Kanon einfach weiter reproduziert.

ZUR KRITIK AN DEN GELDSCHÖPFUNGSMÖGLICHKEITEN DER BANKEN

Dass es Banken möglich ist, selber Geld zu schaffen, wurde zuletzt immer wieder kritisiert und vielfach als wesentliche Ursache für die Finanzkrise bewertet. Die Kritiker nahmen den Vorschlag des „100-Prozent-Geldes“ aus den dreißiger Jahren wieder auf und entwickelten auf dessen Basis neue Geldreformvorschläge (z. B. Vollgeld), in denen Banken ihre Geldschöpfungsfähigkeit genommen wird. Hier gilt es jedoch zu differenzieren. Unter den Bedingungen eines vernünftig regulierten Finanzsektors ist die Geldschöpfungsfähigkeit der Banken ein wichtiger Stabilisator des Wirtschaftssystems, weil es einen realwirtschaftlich begründeten Kreditbedarf auch ohne vorhergehende Spareinlagen finanzieren kann. Ebenso können mit Liquiditätsmangel einhergehende Wirtschaftskrisen so deutlich leichter beherrscht werden. Zu einem ersten Problem wurde die Geldschöpfungsfähigkeit der Banken erst, als sich mit der fortschreitenden Deregulierung immer mehr Kreditnachfrage und Kreditvergabe auf rein finanzielle Geschäftsfelder richtete: Statt neue, reale Investitionen zu finanzieren, wurden die neu geschaffenen Kredite zunehmend für Käufe bestehender Vermögenswerte verwendet. Die daraus resultierenden Preisblasen, denen keine realen Gegenwerte gegenüberstanden, waren letztlich die Hauptursache für die Finanzkrise.

Grund der Krise war daher nicht die prinzipielle Fähigkeit der Banken, selbst Geld zu schöpfen, sondern deren Möglichkeit, Kredite für hoch spekulative Investments zu vergeben, das Risiko mittels Verbriefung weiterzureichen und dennoch lukrative Provisionen und Gebühren zu kassieren. Die Kreditnachfrage – als eigentlicher Motor der Geldschöpfung – für diese Geschäftsmodelle wurde nun hemmungslos bedient. Sobald diese aus der Deregulierung der letzten drei Jahrzehnte entstandenen Motive für eine Kreditnachfrage durch entsprechende Re-Regulierung auf ein vernünftiges, beherrschbares Maß zurückgeführt werden, geht auch von den Geldschöpfungsfähigkeiten der Banken keine grundsätzliche Gefahr für die Stabilität des Finanzsystems mehr aus. Denn die Fähigkeit der Banken, mit selbst geschöpftem Geld Kredite zu vergeben, wird letztlich immer durch die Nachfrage nach Kredit begrenzt. Keine Bank kann ihre Kreditvergabe für rein virtuelle Finanzgeschäfte ausdehnen, wenn

diese Geschäftsmodelle durch eine entsprechende Re-Regulierung der Finanzmärkte unterbunden sind und die Kreditnachfrage dafür entfällt. Die Kreditvergabemöglichkeiten konzentrieren sich dann wieder auf die Kreditnachfrage der realen Wirtschaft. Das Finanzsystem wäre demnach auch ohne die Umsetzung einer Vollgeldreform wieder stabilisiert, obwohl die Banken ihre prinzipiellen Geldschöpfungsmöglichkeiten behalten.

Ohne eine wirksame Re-Regulierung, die zu einer geringeren Kreditnachfrage für virtuelle Finanzgeschäfte führt, wäre auch eine gelungene Vollgeldreform nicht in der Lage, das Geldsystem zu stabilisieren. Denn jetzt würde die aus der Vollgeldreform resultierende Begrenzung der Kreditvergabefähigkeit zu einer Kreditklemme für die reale Wirtschaft führen, da unterstellt werden kann, dass von den Banken nun zuerst die lukrative Kreditnachfrage für spekulative Finanzgeschäfte bedient würde. Um dieser Kreditklemme zu entgehen, müsste dann doch eine weitere Refinanzierung von Banken bei der Zentralbank zugelassen werden. Der Aufwand einer Vollgeldreform wäre umsonst.

In einem anderen Kritikpunkt an den Geldschöpfungsfähigkeiten der Banken ist den Vollgeld-Ansätzen aber zuzustimmen: Das historische Anrecht des Staates auf den Gewinn, der bei der Geldschöpfung anfällt (Seigniorage), sollte wieder in möglichst voller Höhe dem Parlament zur Verfügung stehen. In der aktuellen Situation fällt der größte Teil dieses Gewinns bei den privaten Banken an. Das ist besonders absurd, wenn Banken dem Staat Geld leihen, das sie durch ihre Kreditschöpfungsfähigkeit selbst geschaffen haben, und dieses wiederum bei der staatlichen Zentralbank refinanzieren. Der öffentliche Schuldendienst wird damit erheblich verteuert, weil der Staat nun den Zinsaufschlag der Banken zahlen muss. Hier wird der Bankensektor mit Steuergeld subventioniert. Sinnvoller wäre es, wenn die öffentliche Hand einen – institutionell gedeckelten – Teil ihrer Kredite direkt bei der öffentlichen Zentralbank aufnehmen könnte, anstatt auf den teuren Umweg über den privaten Bankensektor angewiesen zu sein (siehe dazu Kap. 5: Anmerkungen zum fiskalischen Transmissionskanal).

2.1. WAS MACHEN ZENTRALBANKEN?

Die Hauptaufgaben von Zentralbanken liegen in der Bereitstellung der jeweils heimischen Währung als gesetzliches Zahlungsmittel und in der Sicherstellung der ausreichenden Versorgung der Wirtschaft mit Liquidität und Kredit. Sie gewährleisten dies, indem sie es Banken ermöglichen, ihre Kreditvergabe zu einem festgelegten Zinssatz zu refinanzieren. Gleichzeitig versuchen Zentralbanken durch die Festlegung des Leitzinnes Einfluss auf die Konjunktur und die Inflationsrate zu nehmen. So wählen sie einen höheren Zins, um die Konjunktur zu dämpfen und Inflation vorzubeugen und einen niedrigeren, wenn die Konjunktur belebt werden muss. Im Normalfall bestimmen Zentralbanken nur den Zinssatz am Geldmarkt, auf dem sich Banken untereinander Geld zu sehr kurzen Laufzeiten leihen. Indirekt versuchen sie damit allerdings, auch die langfristigen Zinssätze zu beeinflussen. Gelingt dies nicht, können sie jedoch jederzeit durch Käufe von entsprechenden Wertpapieren direkt auf die Zinssätze mit längerfristigen Laufzeiten einwirken.

Die Beeinflussung der Konjunktur und damit der Inflationsrate mittels der Steuerung der Zinssätze ist eine schwierige Aufgabe, weil sie nur sehr indirekt durchführbar ist. Während eine deutliche Zinserhöhung in der Regel schnell zu einem Rückgang der Wachstumsrate führt und so mittelfristig auf einen Rückgang der Inflationsrate hinwirkt, ist eine Konjunkturbelebung durch eine Zinssenkung schon deutlich schwerer zu erzielen. Eine Zinssenkung kann nur dann erfolgreich eine Belebung der Konjunktur bewirken, wenn neben der verbilligten Finanzierung der Investition auch tatsächlich eine

neue Nachfrage für die neu produzierten Güter und Dienstleistungen erwartet wird. Fehlt die Erwartung einer steigenden Nachfrage, wird auch eine deutliche Zinssenkung keine Konjunkturbelebung bewirken können. Reine Geldpolitik im Sinne einer Zinssenkung funktioniert dann nicht mehr.

Dennoch ist die Fähigkeit, den Zinssatz am Geldmarkt zu bestimmen, für eine Zentralbank von entscheidender Bedeutung, da diese in normalen Zeiten ihr Hauptwerkzeug zur Durchführung der Geldpolitik darstellt. Da Banken aber auch an benötigtes Zentralbankgeld gelangen können, indem sie es am Geldmarkt von anderen Banken leihen, die über einen Überschuss an Zentralbankgeld verfügen und dies am Geldmarkt anbieten, kann die Zinssatzfähigkeit der Zentralbank beeinträchtigt werden. Daher muss eine Zentralbank wirksame Vorkehrungen treffen, damit der von ihr bestimmte Zinssatz auch zu Geltung kommt.

Die Steuerung des Zinssatzes im Zinskorridor

Um den gewählten Zinssatz am Geldmarkt durchzusetzen, bilden Zentralbanken einen Zinskorridor, dessen Ober- und Untergrenzen normalerweise nicht durchbrochen werden. Um die obere Grenze des Korridors zu sichern, legen Zentralbanken einen Spitzenrefinanzierungssatz fest. Zu diesem Satz können Banken sich bei ihr jederzeit mit Geld versorgen. Ein höherer Zinssatz wird daher am Geldmarkt nicht zu erzielen sein, da eine leihende Bank dann einen höheren Zinssatz zahlen würde als wenn sie direkt bei der Zentralbank leiht. Die

Zentralbanken produzieren das gesetzliche Zahlungsmittel

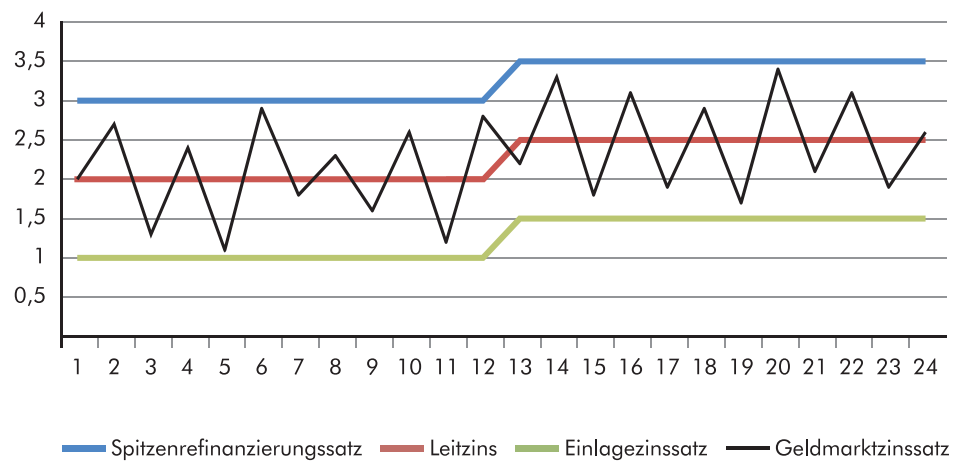
Grenzen der Zinspolitik

Die Zentralbank bestimmt den Zinssatz am Geldmarkt

untere Grenze des Zinskorridors definieren Zentralbanken durch den Einlagezinssatz. Ihn erhalten Banken, wenn sie überschüssiges Geld bei der Zentralbank halten, anstatt es am Geldmarkt an andere Banken zu verleihen. Somit wird der Zinssatz am Geldmarkt nicht unter den Einlagezinssatz fallen. Der Hauptteil der

Gelder, die eine Zentralbank an die Banken ausleiht, wird aber im Normalfall zum sogenannten Leitzinssatz ausgeliehen, der sich in der Mitte zwischen den beiden Grenzzinssätzen bewegt.⁵ Bei der EZB ist dies der Hauptrefinanzierungssatz und bei der Fed die Federal Funds Rate.

Grafik 1: Der Geldmarktzins im Zinskorridor



Grafik 1 zeigt einen typischen Verlauf des Geldmarktzinses innerhalb des Zinskorridors und die Anpassung seiner Schwankungen um den Leitzins nach dessen Erhöhung um 50 Basispunkte.

⁵ Vgl. Issing, Otmar; a. a. O., S. 76 f.

Zinssteuerung statt Geldmengensteuerung

Hat eine Zentralbank den Leitzinssatz festgesetzt und will diesen am Geldmarkt durchsetzen, verliert sie jedoch die Möglichkeit, gleichzeitig einen Anstieg der Geldmenge, der aus einer zusätzlichen Kreditvergabe der Banken resultiert, zu begrenzen. Denn sobald der Zinssatz am Geldmarkt die obere Korridorgrenze zu durchbrechen drohen würde, müsste die Zentralbank den Banken mehr Geld zu einem Zinssatz innerhalb der Korridorgrenze bereitstellen. Der Versuch, den Anstieg der Geldmenge zu begrenzen, wäre so zum Scheitern verurteilt. Da den Banken diese Tatsache bewusst ist, können sie jede Kreditnachfrage (einschließlich der Kreditnachfrage für rein virtuelle Finanzgeschäfte) voll bedienen, ohne sich Sorgen um eine ausreichende Refinanzierung bei der Zentralbank machen zu müssen. Denn würde die Zentralbank die Refinanzierung verweigern, würde dies zu einem volatilen Anstieg des Geldmarktzinssatzes über die obere Grenze des Zinskorridors hinaus führen. Die Zentralbank hätte somit die Kontrolle über die Zinssätze und damit ihr geldpolitisches Hauptwerkzeug verloren. Das Wachstum der Geldmenge wird so faktisch von den Finanzierungsnotwendigkeiten und Wünschen des Bankensektors bestimmt und nicht von der Zentralbank.

Diese Tatsache steht im Widerspruch zu der weitverbreiteten Meinung, die Zentralbank steuere die Geldmenge und darüber die Inflation. Beides ist falsch. Den letzten Versuch einer Zentralbank, tatsächlich die Geldmenge zu kontrollieren, unternahm die Fed im sogenannten monetaristischen Experiment (1979–1982). Weil es aber – unter gravierenden Ausschlägen – zu einem erheblichen Anstieg



des Zinsniveaus kam, was zu einer schweren Rezession führte, konnte die Fed ihr Ziel, eine konstante Geldmengenentwicklung zu etablieren, nicht umsetzen und musste den Versuch letztlich aufgeben. Auch die Deutsche Bundesbank hatte sich ab 1975 Geldmengenziele gesetzt. Aufgrund der Unmöglichkeit, bei festgelegtem Zinssatz die Geldmenge unter Kontrolle zu halten, nahm auch die Bundesbank lieber die Verletzung ihrer selbst gesetzten – und offensiv kommunizierten – Geldmengenziele in Kauf, als durch eine erratische Zinsentwicklung die Konjunktur zu destabilisieren.

Heute haben Zentralbanken sich von der Idee der Geldmengensteuerung verabschiedet. In der Regel betreiben sie nun ein sogenanntes „Inflation Targeting“. Hier versuchen sie, durch Anheben bzw. Senken der Leitzinsen einen dämpfenden bzw. fördernden Einfluss auf die Konjunktur zu nehmen und so indirekt einen Einfluss auf die Inflationsrate auszuüben. Ob man bei dem eher weichen Zusammenhang von Konjunktur und Inflationsrate noch von Inflationssteuerung sprechen kann, ist fraglich. Dennoch ist der Ansatz, die Inflation durch die Verhinderung eines zu starken Wachstums unter Kontrolle zu halten, wesentlich näher an den ökonomischen Realitäten als die Behauptung, die Inflation würde durch eine Kontrolle der Geldmengenentwicklung gesteuert.

Bestimmt die Zentralbank den Zinssatz, ist eine Geldmengensteuerung unmöglich

Zentralbanken haben sich von der Behauptung verabschiedet, sie würden die Inflation über die Bestimmung der Geldmenge kontrollieren

3. WAS FÜHRT ZU INFLATION UND WIE WIRD SIE BEKÄMPFT?

Geldmenge ist nicht für Inflation verantwortlich

Mit dem impliziten Eingeständnis der Zentralbanken, dass sie nicht in der Lage sind, die Geldmenge zu steuern – und dass sie die Inflation stattdessen durch ein Anheben der Refinanzierungssätze bekämpfen, um die Konjunktur zu dämpfen und am Ende die Arbeitslosigkeit zu erhöhen – wird eine neue Erklärung für Inflation notwendig. Die populäre Theorie, dass eine steigende Geld-

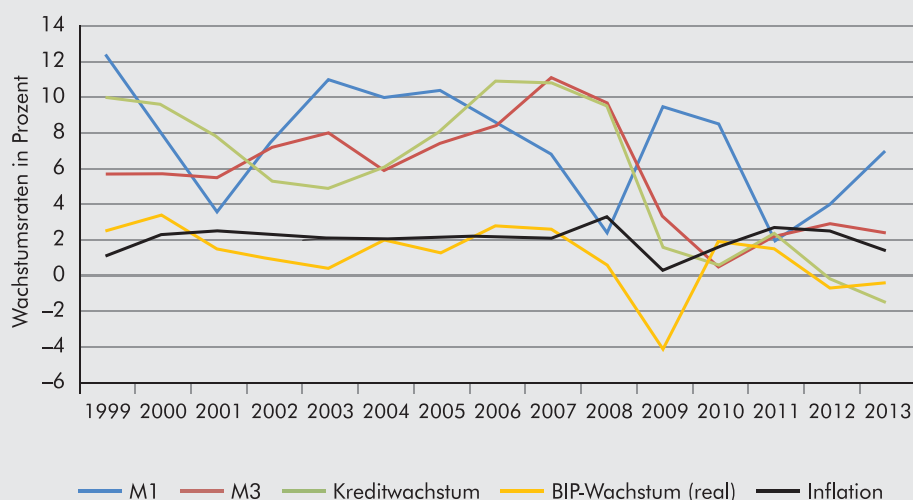
menge ursächlich für einen Anstieg der Inflation verantwortlich ist, ist nicht aufrechtzuerhalten, wenn sich die Geldmenge erst als Folge der Finanzierungsbedürfnisse der realen Wirtschaft und des Finanzsektors ergibt. Tatsächlich ist auch empirisch leicht zu zeigen, dass die oft unterstellte enge Verbindung von Geldmengenwachstum und Inflationsrate nicht existiert.



DIE ENTWICKLUNG DER GELDMENGEN, DES KREDITVOLUMENS UND DER INFLATIONSRATE

Grafik 2: Geldmengenwachstum und Inflation in der Eurozone

(Quelle: EZB, Monatsberichte)



Nach gängiger Überzeugung hätten die hohen Wachstumsraten der Geldmengen⁶ längst zu einer Inflation deutlich über zwei Prozent führen müssen. Sowohl die Geldmenge M1 als auch die Geldmengen M3 lagen deutlich höher als das Wachstum des nominalen Bruttoinlandprodukts (reales BIP plus Inflationsrate). Da sich die unterschiedlichen Geldmengen (hier nur M1 und M3) zudem so deutlich unterschiedlich entwickelt haben, verliert die These, „die Geldmenge“ (Singular) sei für die Höhe der Inflation ausschlaggebend, weiter an Erklärungsgehalt. Die gern verbreitete Aussage, die Zentralbanken würden die Inflationsrate über die Geldmenge steuern, kann so auch empirisch als widerlegt gelten. Der Grund für die hohe Geldnachfrage, die auch zu einer überproportionalen Zunahme der Kreditentwicklung geführt hat, ist der hohe Finanzierungsbedarf vieler spekulativer Investments. Gekauft wurden überwiegend bereits bestehende Vermögenswerte (z. B. Immobilien, Aktien), was dann zu einem Preisanstieg dieser Vermögenswerte geführt hat. Die Entkopplung von realer Wirtschaft und Geldmenge ist durch die Tatsache erklärbar, dass in einem deregulierten Finanzsystem die Geldmenge weitgehend von den Finanzierungswünschen des Finanzsystems bestimmt wird.

⁶ Die Geldmenge M1 wird regelmäßig als Bargeldumlauf, zuzüglich der als Sichteinlagen (Girokonten) gehaltenen Gelder, definiert. Bei den weiter gefassten Geldmengendefinitionen M2 und M3 sind die Abgrenzungen in den einzelnen Währungsgebieten dagegen leicht unterschiedlich. Die EZB definiert M3 als Summe aus M1 und M2 (Spareinlagen und Termineinlagen mit einer Laufzeit bis zwei Jahren) plus weiterer marktfähiger Finanzinstrumente wie Repogeschäften und Geldmarktfondsanteilen. Der Unterschied zwischen M2 und M3 ist jedoch gering.



Mangelnder Wettbewerb, steigende Kosten und dauerhafte Übernachfrage führen zu Inflation

Grund für eine höhere Inflationsrate ist nicht einfach der Anstieg einer oder mehrerer Geldmengen, sondern eine Kombination aus steigenden Kosten, hoher Nachfrage und geringerem Wettbewerbsdruck. Dies führt zu hohen Preisüberwälzungsmöglichkeiten seitens der Unternehmen und zu Löhnen, die schneller steigen als die Arbeitsproduktivität. Das heißt, wenn Zentralbanken mit den ihnen zur Verfügung stehenden Mitteln die Inflation bekämpfen wollen, müssen sie durch Zinserhöhungen die allgemeinen Finanzierungsbedingungen so sehr verteuern, dass die Nachfrage nach Investitions- und Konsumgütern zurückgeht. Mit der dann ansteigenden Arbeitslosigkeit wird einem Lohnanstieg entgegengewirkt und die Kostensituation der Unternehmen verbessert, während gleichzeitig – aufgrund der sinkenden Nachfrage – ihre Preiserhöhungsspielräume sinken. Da auch Zentralbanken nur ungern zugeben, dass sie am Ende primär über die

Schaffung von Arbeitslosigkeit die Inflation bekämpfen, war die Behauptung, man steuere die Inflation über die Entwicklung der Geldmenge, immer sehr bequem.

Dass die Verteuerung der Finanzierungsbedingungen durch eine Zinsanhebung auch zu einem Rückgang der Kreditnachfrage und damit zu einem geringeren Anstieg der Geldmenge führt, liegt auf der Hand. Der Rückgang der Nachfrage nach Geld und Kredit ergibt sich aber erst aus den gesunkenen Finanzierungsbedürfnissen und nicht, wie oft behauptet, aus einer von der Zentralbank verringerten Geldmenge. Ausnahmen von der oben skizzierten Normalsituation der Inflationentstehung sind Extrembeispiele von Hyperinflationen wie in der Weimarer Republik 1922/23 oder z. B. in Simbabwe. Beide können aufgrund zahlreicher historischer und politischer Sondereinflüsse nicht als Beispiele für eine normale Geldpolitik gelten.

WANN KANN EINE HYPERINFLATION ENTSTEHEN?

Der ursächliche Kern der großen Inflation von 1918 bis 1923 lag in dem durch jahrelange Kriegsfinanzierung zerrütteten Staatshaushalt und in der Rückführung der Konsumgüterproduktion zugunsten der Rüstung. Einer konstanten Nachfrage stand so ein immer kleineres Angebot an Konsumgütern gegenüber. Der entscheidende Grund für die Hyperinflation von 1922/23 war aber, dass sich die Banken zu einem Zinssatz bei der (seit Mai 1922 unabhängigen) Reichsbank refinanzieren konnten, der dramatisch unter der Inflationsrate lag. Noch im August 1923 betrug der Diskontsatz der Reichsbank lediglich 30 Prozent. Während die tatsächliche Entwertungsrate bereits im vielfachen Millionenbereich lag, wurde er erst zum Ende der Hyperinflation auf 90 Prozent angehoben. Bei diesen Zinssätzen konnten alle Kreditnehmer sicher sein, schon nach sehr kurzer Zeit faktisch schuldenfrei zu sein. Entsprechend groß war die Kreditnachfrage, die sofort für den Erwerb von werthaltigen Gütern eingesetzt wurde, wodurch die Preise immer schneller stiegen.⁷

Will der Staat im Verlauf solch galoppierender Preisanstiege zumindest die elementaren Staatsfunktionen aufrechterhalten, hat er kaum eine andere Wahl, als die Anpassung der Löhne seiner Beschäftigten an die steigenden Preise ebenfalls über die Notenpresse der Reichsbank zu finanzieren. Somit war die Staatsfinanzierung über die Notenbank am Ende mehr die Folge der Inflation als ihre Ursache. Ob die Reichsbank ihre inflationstreibende Zinspolitik aus Unverständnis der Zusammenhänge oder mit Kalkül betrieb, oder ob sie von politischen Sachzwängen wie dem Ruhrkampf getrieben wurde, muss hier nicht geklärt werden. Entscheidend ist,

dass die Ursache für die Hyperinflation eine komplexe historische Ausnahmesituation mit einer überforderten Reichsbank war und nicht die Tatsache, dass sich ein Staat in kontrolliertem Umfang bei seiner Zentralbank verschuldet. Die beiden IWF-Ökonomen Benes und Kumhof haben dies in einem kürzlich erschienenen Arbeitspapier so zusammengefasst:

„This episode can therefore clearly not be blamed on excessive money printing by a government-run central bank, but rather on a combination of excessive reparations claims and of massive money creation by private speculators.“ (Benes, Jaromir; Kumhof, Michael; IMF Working Paper, WP/12/202, S. 16)

Ein anderes Beispiel für den unsachgemäßen Gebrauch der Geldschöpfungsfähigkeit der eigenen Zentralbank liefert Simbabwe. Hier wurden die öffentlichen Ausgaben über einen langen Zeitraum überwiegend durch Geldschöpfung anstatt mit Steuereinnahmen finanziert und so eine Nachfrage ermöglicht, die die ökonomische Leistungsfähigkeit der simbabwischen Wirtschaft klar überstieg. Auf jede Preissteigerung wurde seitens der Regierung mit dem Drucken von noch mehr Geld reagiert. Dass so ein Missbrauch zu einer nicht mehr kontrollierbaren Inflation führen muss, wenn er über einen längeren Zeitraum praktiziert wird, ist nicht zu bestreiten. Solange dagegen neues Geld in Einklang mit den vorhandenen Produktionsmöglichkeiten geschaffen wird und eine Deckelung der zusätzlichen Geldschöpfung institutionell gewährleistet ist, kann es zu solchen inflationären Entwicklungen nicht kommen.

⁷ Vgl. Stolper, Gustav; Häuser, Karl; Borchardt, Knut; Deutsche Wirtschaft seit 1870, Tübingen, 1966, S. 101 f.

4. WAREN DIE ZENTRALBANKEN SCHULD AN DER FINANZKRISE?

Man kann die Bildung einer Spekulationsblase nicht durch die Erhöhung des Leitzinses verhindern, ohne die Konjunktur abzuwürgen

Die Deregulierung der Finanzmärkte war die Kernursache für die Finanzkrise

Bei der Ursachenanalyse der Finanzkrise wird auch den Zentralbanken immer wieder eine Mitschuld gegeben, weil sie – so der Vorwurf – die Märkte mit Geld überschwemmt und damit die Vermögenspreisblasen erst möglich gemacht hätten. Tatsächlich war die Geldpolitik der meisten Zentralbanken nach dem Platzen der Dotcom-Blase (2001) und der daraus resultierenden Rezession expansiv, da sie mit einer Niedrigzinspolitik die Investitionsbedingungen für die reale Wirtschaft verbessern mussten. Und tatsächlich eröffnet ein niedriges Zinsniveau den Banken zumindest graduell mehr Möglichkeiten spekulativer Kreditvergabe. Der ursächliche Impuls zur verstärkten Geldschöpfung ging aber weniger von dem niedrigen Zinsniveau aus als von den hochlukrativen spekulativen Geschäftsmodellen der Banken, die durch die Deregulierung der Finanzmärkte möglich geworden waren. Auf das Ausmaß der neu geschaffenen Geldmenge hatten die Zentralbanken aber keinen direkten Einfluss, da sie bei einer Kontrollierung des Zinssatzes – wie oben gezeigt – die Geldmenge nicht steuern können. Sie müssen (und können) nur die Geldmenge herausgeben, die von den Banken zum gesetzten Zinssatz nachgefragt wird. Da also erst die von den Banken geschaffenen zahllosen neuen Geschäftsmodelle die zusätzliche Kreditnachfrage erzeugt haben, haben die Banken diese „Überschwemmung“ der Märkte mit Geld selbst ausgelöst.

Leitzins untauglich zur Finanzmarktregulierung

Unter den gegenwärtigen Regulierungsbedingungen hatten und haben die Zentralbanken kaum eine Möglichkeit zu kontrollieren oder gar zu bestimmen, für welche konkreten Zwecke die Banken ihre Kredite vergeben. Wenn die ökonomische Situation eine expansive Zentralbankpolitik erfordert, können sie nur den Leitzins niedrig halten und hoffen, dass daraus Kredite für reale Investitionen entstehen. Auch der Vorwurf, der Leitzins sei zu lange zu niedrig gewesen, führt in die Irre, denn für die reale Wirtschaft war er nicht zu niedrig. Einen Leitzins, der gleichzeitig niedrig genug ist, um die Konjunktur zu stimulieren, und hoch genug, um eine übermäßige, spekulativ begründete Kreditnachfrage zu begrenzen, kann es nicht geben, wenn der überwiegende Teil der Kreditnachfrage in renditestarke Finanzinstrumente fließt. Hier würde eine Anhebung des Leitzinses durch die Zentralbank die realen Investitionen bereits abwürgen, bevor ein dämpfender Effekt auf die spekulative Kreditnachfrage einträte.

Finanzmärkte von der Realwirtschaft entkoppelt

Die Kernursache für die Finanzkrise war daher nicht eine vermeintliche Geldschwemme der Zentralbanken, sondern die seit den 80er Jahren forcierte Deregulierung der Finanzmärkte, welche es den



Banken erlaubte, mit einer Vielzahl „innovativer Finanzprodukte“ neue Geschäftsmodelle zu eröffnen. Der Gewinn der Banken resultierte seitdem immer mehr aus eigenen Handelsgeschäften sowie Gebühren und Provisionen für Finanzdienstleistungen, die unabhängig von der weiteren Wertentwicklung der neuen „Finanzprodukte“ entstehen. Damit sind die Bankgewinne auch weitgehend von der Entwicklung der realen Wirtschaft entkoppelt. Eine Zentralbank, deren eigentliche geldpolitische Aufgabe darin besteht, durch die Steuerung der Finanzierungsbedingungen einen Einfluss auf die reale Konjunktur zu nehmen, kann die Kreditnachfrage für solche Finanzinstrumente nicht stoppen. Dazu bedarf es einer weitgehenden Re-Regulierung des Finanzsektors, die die Anzahl der spekulativen Geschäftsmodelle der Banken auf die realwirtschaftlich be-

gründbaren beschränkt. Die Zentralbanken sollten dabei eine wichtige Rolle spielen. Verantwortlich für eine solche neue Regulierung wären aber nicht die Zentralbanken, sondern die jeweils zuständigen Institutionen der Finanzaufsicht und die Parlamente, die die gesetzlichen Grundlagen dafür schaffen müssen.

Es ist sicher richtig, dass es auch seitens der Zentralbanken ein unterentwickeltes Problembewusstsein gab. Insbesondere die zahllosen marktgläubigen Aussagen des ehemaligen Fed-Vorsitzenden Greenspan haben dies erkennen lassen. Es ist aber wenig wahrscheinlich, dass sich die Zentralbanken dem damaligen Diktum in Politik, Wissenschaft und Medien, nachdem allein der freie Markt der beste Regulator für den Finanzsektor sei, erfolgreich hätten entgegenstellen können, wenn sie es denn gewollt hätten.

Rein spekulativ begründete Kreditnachfrage ist nur durch eine konsequente Re-Regulierung unter Kontrolle zu bekommen

5. DIE ZENTRALBANK ALS GARANTIN EINER SOUVERÄNEN WÄHRUNG UND EINES SOUVERÄNEN STAATES

Eine Zentralbank ist die Garantin der Risikolosigkeit von Staatsanleihen in eigener Währung

Eine Zentralbank kann in ihrer eigenen Währung niemals zahlungsunfähig werden

Durch ihre Rolle als Produzentin des gesetzlichen Zahlungsmittels hat eine Zentralbank aber noch weit mehr Aufgaben zu erfüllen. Denn eine Zentralbank ist nicht nur Kreditgeberin der letzten Instanz für die Banken, sondern auch für den Staat, dessen Teil sie ist. Dies drückt sich darin aus, dass eine Zentralbank Staatsanleihen, die in eigener Währung ausgegeben wurden, im Zweifel immer zurückkauft und damit die Risikolosigkeit der Staatsanleihe garantiert. Für die währungspolitische Souveränität eines Staates ist dies unerlässlich. Nur dann kann ein Staat auch im wirtschaftspolitischen Notfall, unabhängig von den spekulativen Launen der Devisenhändler und Rating-Agenturen, Anleihen in großer Zahl ausgeben, ohne dass der dafür zu entrichtende Zinssatz in die Höhe schnellte und die weitere Refinanzierung unbezahlbar macht. Beste aktuelle Beispiele dafür sind Japan, die USA und Großbritannien. Trotz sehr hoher Staatsverschuldung befindet sich der Zinssatz für Staatsanleihen in diesen Ländern auf einem sehr niedrigen Niveau. Möglich ist dies nur, da alle Anleger von der absoluten Risikolosigkeit der Anleihen

überzeugt sind, weil sie wissen, dass ein Staat mit eigener Zentralbank in eigener Währung nie zahlungsunfähig werden kann.

Eine Zentralbank braucht kein positives Eigenkapital

Eine Zentralbank ist nicht mit einer normalen Bank gleichzusetzen (die sehr wohl bankrott gehen kann), weil sie als Produzentin der eigenen Währung immer zahlungsfähig bleibt. Daher kann eine Zentralbank als einzige ökonomische Einheit einer Wirtschaft auch mit negativem Eigenkapital dauerhaft überleben.⁸ Dass eine Zentralbank überhaupt Eigenkapital besitzt, ist eine bilanztechnische Formsache, in der sich die juristischen Eigentumsverhältnisse ausdrücken. Ängste, dass der Steuerzahler Eigenkapital nachschießen müsste, falls sich von der Zentralbank in ihrer Rolle als Kreditgeberin der letzten Instanz aufgekaufte Vermögenstitel als nicht werthaltig erweisen, sind daher unbegründet. Das Schlimmste, was dem Steuerzahler passieren kann, ist, dass die Ausschüttung des Zentralbankgewinns entfällt.

⁸ Thomas J. Jordan, Präsident der Schweizerischen Nationalbank (SNB), hat den für viele überraschenden Sachverhalt, dass eine Zentralbank auch mit negativem Eigenkapital gut leben kann, ausführlich dargestellt: Vgl. Jordan, Thomas J.; Braucht die schweizerische Nationalbank Eigenkapital?, Referat bei der Statistisch-Volkswirtschaftlichen Gesellschaft Basel, Basel, 28. September 2011. http://www.snb.ch/de/mmr/speeches/id/ref_20110928_tjn/source/ref_20110928_tjn.de.pdf

Die Rolle der Zentralbanken in der Finanzkrise

Die Tatsache, dass eine Zentralbank (in eigener Währung) nie zahlungsunfähig werden kann, erklärt ihre Fähigkeit, den Banken notleidende Kredite und Vermögensgüter mit zweifelhafter Werthaltigkeit gegen neues Zentralbankgeld abkaufen zu können, ohne dabei selbst in Gefahr zu geraten. Damit sichert sie nicht nur die Liquidität von in Schieflage geratenen Banken, sondern stabilisiert auch die Vermögenspreise, wenn diese ins Bodenlose abzustürzen drohen. Eine Zentralbank ist in einer systemischen Finanzkrise somit nicht nur der Lender of Last Resort, sondern auch die natürliche Bad Bank des Finanzsektors. Denn im Gegensatz zu den öffentlichen Haushalten kann eine Zentralbank problematische Wertpapiere aufkaufen und in Not geratene Banken retten, ohne dass Steuerzahlende dadurch belastet werden.

Sonderfall Eurozone

Der aktuell größte Unterschied zwischen der Eurozone und anderen souveränen Staaten liegt in der noch nicht abschließend geklärten Frage, ob die EZB für die am Eurosystem teilnehmenden Länder eine genauso vollwertige Zentralbank darstellt wie z. B. die Fed für die USA. Die unklare Auslegung des EU-Vertrags, der einerseits die EZB mit der Aufgabe der Zentralbank betraut hat, andererseits aber den Ankauf von Staatsanleihen

höchstens indirekt zulässt, hat hier eine gefährliche Unsicherheit im Funktionsablauf des Finanzsystems geschaffen. Die EZB ist erst dann vollständig souverän, wenn sie den Kauf von Staatsanleihen beschließen kann, sobald sie es aus Stabilitätsgründen für notwendig erachtet. Erst dann ist auch die Dauerhaftigkeit des Euro als Währung gesichert.

Konjunkturbelebung über den Zinskanal

Zentralbanken üben ihre Geldpolitik aus, indem sie versuchen, über die Bestimmung der Zinshöhe die Kreditnachfrage und damit die Konjunktur zu beeinflussen. In einer konjunkturellen Krise stehen sie damit aber vor der Schwierigkeit, dass eine Zinssenkung allein oft nicht ausreicht, um kreditfinanzierte Investitionen anzuregen. Bei schwacher Nachfrage und entsprechend geringen Aussichten, die mit den Investitionen zusätzlich produzierten Güter auch abzusetzen, wird die Nachfrage nach Krediten für Wachstum schaffende reale Investitionen selbst bei sehr niedrigen Zinssätzen stagnieren. Der Zinskanal ist dann bei der Transmission der geldpolitischen Impulse überfordert. Dies wird erst recht zum Problem, wenn die Konjunktur belebt werden muss, um eine drohende Deflation abzuwenden.

Konjunkturbelebung über den fiskalischen Transmissionskanal

Ein funktionierendes Instrument der Konjunkturbelebung kann jedoch die Steigerung der öffentlichen Ausgaben sein. Dafür muss es der Zentralbank möglich sein, zusätzliche Investitionen in die Infrastruktur oder zur Steigerung der Kaufkraft der Bevölkerungsschichten mit niedrigem Einkommen direkt (ohne

Auch die EZB muss eine vollständig souveräne Zentralbank werden

Bei zu schwachen Absatzaussichten ist eine Niedrigzinspolitik wirkungslos



Direkte Belebung der Konjunktur ohne den Umweg über den Bankensektor

Umweg über die Kreditvergabe des Bankensektors) zu finanzieren. So eine direkte Konjunktursteuerung soll eine Zinspolitik nicht ersetzen, sondern ergänzen. Die Wirkung der Kombination beider Maßnahmen wird eine deutlich effizientere Wirkung entfalten als die bisher praktizierte alleinige Zinspolitik. Mit der Belebung der Nachfrage würden auch Investitionen in Sachkapital wieder lohnender und die Kreditnachfrage würde entsprechend steigen.

Der geldpolitische Unterschied liegt darin, dass beim fiskalischen Transmissionskanal durch den Ankauf von staatlichen Anleihen neues Zentralbankgeld

direkt in den Wirtschaftskreislauf eingespeist wird statt über den Umweg der Kreditrefinanzierung von Banken bei der Zentralbank. Das so eingespeiste Zentralbankgeld erhielten die Banken über den Wirtschaftskreislauf nun als neue Kundeneinlagen. Sie müssten sich daher weniger bei der Zentralbank besorgen. Es ist folglich davon auszugehen, dass Banken ihre Refinanzierung bei der Zentralbank zurückfahren. Die Zentralbankgeldmenge, die zunächst gestiegen ist, weil die Zentralbank dem Staat neues Geld zur Verfügung gestellt hat, indem er dessen Anleihen kaufte, würde sich somit wieder verringern.

WIE WÜRD DER FISKALISCHE TRANSMISSIONSKANAL FUNKTIONIEREN?

Um einen fiskalischen Transmissionskanal zu implementieren, bedarf es eines neuen Finanzierungswerkzeugs, das auf der Euroebene zu verankern ist. Die EZB muss die Möglichkeit erhalten, genau definierte Anleihen des Staates aufzukaufen, mit denen dieser zusätzliche Infrastrukturinvestitionen und konjunkturbelebenden Konsum finanziert. Der entscheidende Vorteil gegenüber der jetzigen Situation liegt darin, dass der Geldschöpfungsakt nun direkt zu neuen Investitionen und zu neuem Konsum führen würde, ohne auf eine neue geldschöpfende Kreditvergabe des Bankensektors angewiesen zu sein. Ein Teil der Anleihen sollte den Grundstock der ohnehin stattfindenden Geldschöpfung bilden und damit dauerhaft in die Bilanz der Zentralbank eingehen, ohne rückzahlungspflichtig zu sein. Ein weiterer Teil dieser Anleihen wäre so auszugestalten, dass sich ihre Laufzeit flexibel an den Bedürfnissen der Geldpolitik orientiert und eine Exit-Strategie beinhaltet. Das heißt, die Zentralbank sollte grundsätzlich die Möglichkeit haben, vom Staat den Rückkauf dieser Anleihen zu verlangen, wenn

eine boomende Wirtschaft beginnt, inflationäre Tendenzen zu zeigen. In einer solchen ökonomischen Situation könnte der Staat diese Rückkäufe leicht durch konjunkturdämpfende Steuer- oder Abgabenerhöhungen finanzieren. So würde das ursprünglich in den Wirtschaftsprozess eingespeiste Geld wieder absorbiert und mit dem Nachfrageentzug gleichzeitig ein dämpfender Einfluss auf die Inflationsrate ausgeübt. Die Bedingungen, wann eine Zentralbank in welchem Umfang Staatsanleihen kaufen kann und soll, wären in transparenter Weise ebenso festzulegen wie die Bedingungen, zu denen die Zentralbank den Rückkauf der Anleihen verlangen kann. Eine weitere Exit-Strategie, mit der Zentralbankgeld stillgelegt werden kann, besteht in der einfachen Anhebung der Mindestreservesätze, die Banken bei der Zentralbank vorhalten müssen. Diese beiden Exit-Strategien sollten ausreichen, um eine Geldschöpfung durch den Kauf von staatlichen Anleihen auf geldpolitischer Ebene sicher zu beherrschen.



Der Kauf von öffentlichen Anleihen durch die Zentralbank, wie er bei der Umsetzung eines fiskalischen Transmissionskanals immer notwendig ist, entspricht einer direkten Finanzierung der öffentlichen Haushalte durch die Zentralbank. Die aktuelle Version des EU-Vertrags lässt aber nur eine indirekte Finanzierung z. B. durch Käufe von Anleihen am Sekundärmarkt zu.⁹ Die Gründe für das Verbot der direkten Haushaltsfinanzierung liegen aber im Wesentlichen in der irrigen Annahme der vorherrschenden ökonomischen Theorie, dass jede Form einer Geldmengenerhöhung (welcher Geldmenge auch immer) ausweglos zu Inflation führe. Ein zweiter, eher politischer Grund liegt in der dominanten Ideologie, die ein latentes Misstrauen gegenüber der Massendemokratie hegt und folglich jeder Machterweiterung der Parlamente durch mehr finanziellen Handlungsspielraum kritisch gegenübersteht. Dass ein direkter Kauf von Staatsanleihen zur Finanzierung von realen Investitionen unmittelbar einen realen Gegenwart zum neu geschaffenen Geld bildet, wird von der herrschenden Theorie nicht erkannt. Ebenso wird nicht erkannt,

dass erst die Möglichkeit der EZB, die Anleihen ihrer Mitgliedsstaaten zu erwerben, den Euro zu einer vollwertigen Währung machen und ihn auf ein ökonomisches Niveau mit dem US-Dollar bringen würde.

Keine Lizenz zum unbegrenzten Gelddrucken

Die Einführung eines fiskalischen Transmissionskanals bedeutet keine Lizenz zum unbegrenzten Gelddrucken, sondern die Wahrnehmung des historischen Anrechts des Staates auf den Geldschöpfungsgewinn. Bei fachgerechter Anwendung mit einer Deckelung des jährlich möglichen Betrags und seiner Kopplung an den Auslastungsgrad der Produktionsfaktoren Arbeit und (Sach-)Kapital würde die Nutzung eines fiskalischen Transmissionskanals die bestehende Hilflosigkeit bei der Konjunkturstimulierung überwinden. Der demokratische Staat erhielte durch die erweiterten Handlungsmöglichkeiten seiner Zentralbank zur Beendigung einer schweren Rezession ein entscheidendes Stück Souveränität zurück.

Verbot der monetären Staatsfinanzierung letztlich nur ideologisch begründet

⁹ Ein formaljuristischer Ausweg könnte darin liegen, bei den Anleihen-Transaktionen z. B. die Europäische Investitionsbank (EIB) als öffentliche Förderbank dazwischenzuschalten. Die Staatsverschuldung wäre somit indirekt und vertragskonform.

LITERATUR

Bank of England; Money creation in the modern Economy, in: Quarterly Bulletin, Vol. 54, No. 1, 2014 Q1, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/2014/qb14q102.pdf>

Benes, Jaromir; Kumhof, Michael; IMF Working Paper, WP/12/202

EZB; Monatsberichte, Statistik des Euro-Währungsgebiets, Übersicht für das Euro-Währungsgebiet (verschiedene Jahrgänge)

Howells, Peter; The demand for endogenous money, in: Journal of Post Keynesian Economics, Vol. 18, No. 1, 1995, S. 89–106

Issing, Otmar; Einführung in die Geldtheorie, München, 2011

Jordan, Thomas J.; Braucht die schweizerische Nationalbank Eigenkapital?, Referat bei der Statistisch-Volkswirtschaftlichen Gesellschaft Basel, Basel, 28. September 2011, http://www.snb.ch/de/mmr/speeches/id/ref_20110928_tjn/source/ref_20110928_tjn.de.pdf

Moore, Basil J.; Horizontalists and Verticalists: The macroeconomics of credit money, Cambridge, 1988

Palley, Thomas; Post Keynesian economics: debt, distribution and the macro economy, Macmillan, 1996

Stolper, Gustav; Häuser, Karl; Borchardt, Knut; Deutsche Wirtschaft seit 1870, Tübingen, 1966

ZUM AUTOR

Dr. Matthias Kroll ist ein in Geldpolitik/Geldtheorie promovierter Volkswirt. Er unterrichtete Wirtschaftspolitik an der Universität Hamburg und ist Mitarbeiter des World Future Council. Eine praktikable Re-Regulierung des Finanz- und Geldsystems ist einer seiner Forschungsschwerpunkte.



World Future Council

Der World Future Council besteht aus 50 internationalen Persönlichkeiten aus Politik, Wissenschaft, Wirtschaft und Kultur. Wir wollen unseren Kindern und Enkeln einen gesunden Planeten mit gerechten Gesellschaften übergeben. Um dieses Ziel zu erreichen, identifizieren wir zukunftsgerechte politische Lösungen und fördern ihre Umsetzung weltweit. Der World Future Council wurde 2007 von Jakob von Uexküll, dem Gründer des Alternativen Nobelpreises, ins Leben gerufen. Wir sind als gemeinnützige Stiftung in Hamburg registriert und finanzieren unsere Arbeit über Spenden.

www.worldfuturecouncil.org

Stiftung World Future Council

Hauptsitz
Mexikoring 29
22297 Hamburg
+49 (0) 40 3070914-0

UK Office
London100 Pall Mall, St. James
London SW1Y 5NQ
+44 (0) 20 7321 3810

Economist Future Finance

Dr. Matthias Kroll
+49 (0) 40 3070914-25
matthias.kroll@worldfuturecouncil.org

Policy Officer Future Finance

Suleika Reiners
+49 (0) 40 3070914-25
suleika.reiners@worldfuturecouncil.org

IMPRESSUM

Herausgeberin: Stiftung World Future Council
Hamburg, Juli 2014

V.i.S.d.P.: Alexandra Wandel

Autor: Dr. Matthias Kroll

Satz: Anja Rohde

Fotos: Shutterstock (Titel, S. 1: vinnstock, 2: Bartosz Zakrzewski, 5: Denis Vrublevski, 9: Robert Hoetink, 10: Vladyslav Starozhylov, 12: Sakarin Sawasdinaka, 15: Svetlana Lukienko, 17: canadastock, 19: DeoSum, Rückseite: Aksenova Natalya)

Druck: Oeding print GmbH

ClimatePartner[®]
klimaneutral

Druck | ID: 53192-1304-1004



Der World Future Council dankt der HÜBNER GmbH & Co. KG für die finanzielle Förderung dieser Publikation. Für den Inhalt ist allein der World Future Council verantwortlich.

