

3 Geldtheorie

„Pecunia nervus rerum – das Geld ist der Nerv aller Dinge.“¹

„Eine alte Spruchweisheit lautet: Geld regiert die Welt. Selbst wenn man diese These in ihrer Allgemeinheit für fragwürdig hält, gilt für den engeren Staats- und Politikbereich sicherlich die Negativabgrenzung, dass ohne Geld in der Regel wenig zu bewegen ist.“²

Geld ist wichtig – diese Feststellung erscheint trivial. Dennoch lohnt es sich der Frage nachzugehen, worum es sich beim ‚Geld‘ eigentlich handelt und in welchem Zusammenhang es mit der Wirtschaftsordnung steht. Eine Untersuchung der Eurozone im Sinne der kritischen IPÖ wird um diese Frage nicht umhin kommen. Im nächsten Abschnitt werden typische Funktionen von Geld aufgezeigt, es folgen eine Darstellung der Geldschöpfung, Charakteristiken einer Zentralbank sowie Erläuterungen zu Inflation und Deflation.

3.1 Merkmale und Funktionen von Geld (Was ist Geld?)

Im vorangegangenen Kapitel wurde bereits angesprochen, dass die klassische Politische Ökonomie gewissermaßen ‚unpolitisch‘ ist. Eine vergleichbare Lücke tut sich in der (neo-) klassischen Wirtschaftswissenschaft auf, da sie die Frage nach dem Wesen des Geldes tendenziell vernachlässigt.³ Das heißt nicht, dass es an Forschung über Inflation und Geldmenge (‚Quantitätstheorie‘), Zinsen und Banken mangelt. Dennoch dominiert häufig eine unterkomplexe Betrachtung des Gegenstandes nach dem Muster: Menschen lieben das Tauschgeschäft, gestanzte Edelmetalle oder Scheine erleichtern das Tauschgeschäft, also gibt es Geld. Durch die Reduktion des Geldes auf eine vermeintlich neutrale Funktion als Tauschmittel oder ‚Schmiermittel für die Wirtschaft‘, wird die Bedeutung des Geldwesens relativiert und es gerät aus dem Blick, wie monetäre Ordnung und Wirtschaftsordnung miteinander verschränkt sind.

Während die Wirtschaftswissenschaften zu einer modellhaften Vereinfachung neigen, konkurrieren in Ethnologie und Geschichtswissenschaft teilweise komplexe aber gegensätzliche Deutungen des Phänomens ‚Geld‘. Ein Grund für die vorherrschende Unklarheit über das Geld liegt darin, dass die klassische ökonomische Erklärung häufig ungeprüft übernommen wurde, obwohl, wie Ökonom Wolfgang Gebauer feststellt, die „ökonomische Sichtweise der Geldentstehung [...] mit der ethnologisch-historischen Evidenz nicht vereinbar [ist]“.⁴ So wurde oft die ‚Geschichte des Geldes‘ mit der Geschichte des Bargeldes gleichgesetzt oder eine lineare Entwicklung von der Goldmünze über den Geldschein zum Kredit- und Buchgeld unterstellt.

Hingegen hat der Ethnologe David Graeber anschaulich nachgezeichnet, wie Geld- bzw. Kredit-systeme in verschiedenen Epochen weitgehend ohne greifbares, materielles Erscheinungsbild in Form von Münzen oder Scheinen funktionieren konnten. Es genügte dazu, dass Leistungsansprüche, also Schulden und Vermögen, verbindlich registriert wurden. Das Geld diente – und

¹ Antike Weisheit, zitiert in: Scheller, Henrik (2012): S.9.

² Andersen, Uwe (2006): S.37.

³ Vgl. Ganßmann, Heiner (2012b): „Geldillusion und Krise“. S.84; Heine, Michael und Hansjörg Herr (2008): S.14f, 22; Heinrich, Michael (1999/2017): S.70, 217.

⁴ Gebauer, Wolfgang (2004): *Geld und Währung*. S.7.

dient immer noch – als ‚Maßstab‘ dieser Ansprüche. Die Auszahlung bzw. der Schuldenausgleich konnte aber genauso gut in Form von Naturalien oder Gebrauchsgütern erfolgen.¹

„[W]e find that history tends to move back and forth between periods dominated by bullion [...] and periods where money is assumed to be an abstraction, a virtual unit of account. But historically, credit money comes first [...].”²

Der stete Wandel des Untersuchungsgegenstandes lässt es kaum zu, eine ahistorische ‚Natur‘ des Geldes zu definieren. Es lassen sich aber bestimmte Merkmale benennen, die epochenübergreifend auftreten. Historisch dient Geld, wie gesagt, zunächst als meist abstraktes Hilfsmittel in einem Verrechnungssystem. Durch seine Verbreitung wird es zu einem Mittel der Herrschaft³ und der „Propaganda“⁴. Es befördert aber auch den wirtschaftlichen Austausch insoweit es sich als ‚allgemeines Äquivalent‘ (so Marx) gegen unterschiedliche Waren – einschließlich der Arbeitskraft – tauschen lässt. Mithin macht das Geld in dieser Funktion die flächendeckende kapitalistische Produktionsweise erst möglich, findet hier in der Regel doch kein Tausch von Ware gegen Ware statt, sondern von Ware gegen Geld.⁵ Die Weiterentwicklung des Geldwesens wird auch daher häufig mit Fortschritt assoziiert.⁶

In jedem Fall ist Geld ursprünglich „eine Schöpfung menschlichen Handelns im sozialen Kontext“⁷, wozu passt, dass Aristoteles in der Nikomachischen Ethik erklärt, Geld (*nomisma*) sei „nicht durch Natur, sondern durch Konvention (*nomos*) vorhanden“ und deshalb änderbar.⁸ Damit ist nicht gesagt, dass etwas völlig beliebiges Geld sein kann. Die Standarddefinition der Wirtschaftswissenschaften erweist sich in dieser Frage trotz der Vereinfachung als nützliche Orientierungshilfe. Demzufolge soll Geld drei Funktionen erfüllen: als Tauschmittel, als Recheneinheit und als Mittel zur Wertaufbewahrung.⁹

¹ Vgl. Graeber, David (2014): S.18ff, 39f, 52.

² Graeber, David (2014): S.18.

³ Ähnlich wie David Graeber betrachtet der Soziologe Heiner Ganßmann Geld im Zusammenhang mit Herrschaft, Gewalt und Zwang: „Weil vor dem Geldzugang der Arbeitszwang steht, etabliert die Geldwirtschaft eine enorme soziale Disziplin – ganz ohne andere, gewaltgestützte Herrschaftsmittel“. Ganßmann, Heiner (2009): „Geld, ein öffentliches Übel“. S.75.

⁴ „Geld ist ein *acte de présence*“, konstatiert der Historiker Arnold Toynbee. Das „monetäre In-die-Erscheinung-Treten stärkt nicht nur automatisch das Prestige einer Regierung, sondern gibt ihr auch eine glänzende Gelegenheit, sich selbst anzupreisen.“. Toynbee, Arnold J. (1949/2009): *Der Gang der Weltgeschichte*. S.61f.

⁵ Vgl. Heinrich, Michael (1999/2017): S.200ff.

Als problematisch erweist sich allerdings das gängige marxistische Verständnis vom Geld als einer ‚Geldware‘ und seine Bindung an das Gold. Zwar baute der Welthandel zu Marx‘ Lebenszeit wesentlich auf dem Goldstandard auf, eine „Gesetzmäßigkeit“, derzufolge nur „Gold, das wirkliche Geld“ (Stephan Krüger) sein könne, lässt sich daraus aber nicht ableiten. Entgegen Marx‘ Absicht, die kapitalistische Produktionsweise in ihrem ‚idealen Durchschnitt‘ zu erfassen, wurde an dieser Stelle vermutlich nur eine „bestimmte historische Phase“ (Michael Heinrich) erfasst.

Heinrich, Michael (1999/2017): S.236; Krüger, Stephan (2012): *Politische Ökonomie des Geldes*. S.82, 148; vgl. Marx, Karl (1867/2013): S.83f.

⁶ „Geld ist [...] die Wurzel beinahe allen Fortschritts“ und „[h]inter jeder großen historischen Erscheinung verbirgt sich ein finanzielles Geheimnis“, behauptet der Historiker Niall Ferguson. Ders. (2012): *Der Aufstieg des Geldes*. S.8, 9.

⁷ Gebauer, Wolfgang (2004): S.3.

⁸ Höffe, Otfried (2009): *Aristoteles: Die Hauptwerke*. S.339.

⁹ Vgl. Altmann, Jörn (2009): S.86ff; Gebauer, Wolfgang (2004): S.23ff; Heine, Michael und Hansjörg Herr (2008): S.22f (hier allerdings „Wertstandard“ statt Recheneinheit).

Recheneinheit

Geld ermöglicht es, Dinge zu bewerten. Das können sowohl bereits vorhandene Güter (materielle Güter oder Dienstleistungen) sein, als auch Ansprüche auf zukünftige Leistungen. Mit Geld als Recheneinheit werden heterogene Güter vergleichbar und lassen sich Schuldverhältnisse exakt quantifizieren.

Tauschmittel

In seiner zweiten Funktion wird Geld zum Tausch gegen Güter eingesetzt. Weil es kein ‚Welt-Geld‘ gibt, ist diese Funktion meist regional begrenzt, doch lassen sich die verschiedenen Geldsorten (das heißt *Währungen* bzw. *Devisen*) gegeneinander tauschen. Der juristische Begriff des *gesetzlichen Zahlungsmittels* kann als Schnittmenge dieser Funktion und der Recheneinheit verstanden werden.

Wertaufbewahrung

Die dritte Funktion führt eine zeitliche Dimension in die Betrachtung ein, denn sie ermöglicht es ein monetäres Einkommen beiseitezulegen und erst zu einem späteren Zeitpunkt zu verausgaben. Naturgemäß gibt es für diese, auf die Zukunft gerichtete Funktion, niemals absolute Sicherheit. Geld ist daher auch Vertrauenssache.¹

Für die Funktionsweise einer modernen Ökonomie ist die Kombination der Geldfunktionen von besonderer Bedeutung.² Die Einschränkung einer Funktion stellt automatisch die anderen in Frage. Wer beispielsweise etwas verkauft, also die Tauschfunktion nutzt, möchte das eingenommene Geld nicht zwangsläufig sofort in den nächsten Tausch einbringen, sondern vertraut wenigstens mittelfristig auf den Werterhalt. Umgekehrt wäre die Wertaufbewahrung einigermaßen sinnlos, wenn der gehortete Schatz nicht zu einem gewünschten Zeitpunkt (frei) als Tauschmittel eingesetzt werden könnte.

Entscheidend für die bestehende kapitalistische Wirtschaftsordnung ist, dass Geld nicht nur eine nützliche Ergänzung, sondern ein notwendiger Bestandteil derselben Ordnung ist. Wie bereits mit dem Begriff des ‚allgemeinen Äquivalents‘ angesprochen wurde, käme ohne Geld die Produktion und Zirkulation von Waren – also das, was Kapitalverwertung ermöglicht – zum Erliegen.³ Ein eingeschränkter Geldzugang wird zur „Schranke“ der Reproduktion.⁴ Dies erklärt den hohen Bedarf an einer stabilen Geldordnung und der steten Verfügbarkeit von Geld. Zahlreiche historische ‚Innovationen‘ des Finanzwesens verfolgen den Zweck, diese Verfügbarkeit zu erhöhen.⁵ Im Mittelpunkt steht dabei das moderne Geldschöpfungsverfahren.

Erste Hinweise auf die genannten Funktionen finden sich ebenfalls bei Aristoteles. Er beschreibt Geld als etwas, das Vergleichbarkeit herstellt („indem es die Dinge wie ein Maß komensurabel macht“), dem Tausch in der Gegenwart dient und „Bürge für den künftigen Austausch“ ist. Höffe, Otfried (2009): S.340.

¹ Vgl. Gebauer, Wolfgang (2004): S.26f; Heine, Michael und Hansjörg Herr (2008): S.65.

² Vgl. Altmann, Jörn (2009): S.87f.

³ Ohne den Tausch gegen Geld ließe sich der (Mehr-)Wert nicht realisieren – „Im Geld verliert der Wert seine Flüchtigkeit, er kann festgehalten werden“. Heinrich, Michael (1999/2017): S.251.

⁴ Heinrich, Michael (1999/2017): S.303.

⁵ Vgl. Marx, Karl (1867/2013): S.153 („[...] wie sich das Kreditwesen ausdehnt, so die Funktion des Geldes als Zahlungsmittel“); Tobin, James (1963): „Commercial Banks as Creators of ‚Money‘“: S.4; Westerhuis, Gerarda (2016): „Commercial Banking“: S.112f, 119.

3.2 Geldschöpfung durch Kreditvergabe

„Der Charme des Geldes liegt in seiner Menge“.¹

Wie schon bei früheren Währungen ist in der Eurozone die Menge des im Umlauf befindlichen Geldes nicht an die Menge des Papier- oder Münzgeldes gebunden. Auch das Gold in den Tresoren der Zentralbanken steht in keinem Bezug zur Menge und zum Wert des im Umlauf befindlichen Geldes. Der Euro, wie auch seine nationalen Vorgänger und der US-Dollar, können bei der Zentralbank nicht in Gold eingelöst werden, sie besitzen damit „keine unmittelbare reale Deckung“.² Des Weiteren haben die Euro-Münzen und Scheine natürlich nicht den Materialwert, für den sie stehen. Dieses Geld hat also auch keinen ‚intrinsic Value‘.

Noch deutlicher als am Bargeld wird dies am ‚elektronischen Geld‘, welches den weitaus größeren Teil der umlaufenden Geldmenge ausmacht. Von den 7,5 Billionen EUR, die sich im Frühjahr 2017 in der Eurozone als ‚zahlungsfähige Geldmenge M1‘ im Umlauf befanden, waren gerade einmal 1,1 Billionen EUR (rund 15 Prozent) Bargeld.³ Der Rest sind Zahlen auf den Datenträgern von Computern. Der einfachste Grund dafür ist, dass der größte Teil des Geldes überhaupt nicht als Bargeld benötigt wird: in der Regel werden weder Zahlungen zwischen Unternehmen, noch Lohnzahlungen oder Mieten heutzutage in bar beglichen. Es ist an den *Geschäftsbanken* – also den privatrechtlichen Banken, bei denen Haushalte und Unternehmen Konten eröffnen und Kredite aufnehmen – zu entscheiden, wie viel Bargeld sie für mögliche Auszahlungen vorhalten wollen. Fehlendes Bargeld beziehen sie von der *Zentralbank*, die als Ausgabestelle für Banknoten auch *Notenbank* genannt wird.

Dass das materiell ‚wertlose‘ Papier-, Plastik- oder Computergeld dennoch seinen ökonomischen Wert hat, erklärt sich dadurch, dass es, wie in allen Geldsystemen, Ansprüche auf Leistungen misst und verbürgt. Erst wenn die Leistungsansprüche nicht erfüllt werden, steht der Geldwert in Frage. In einer auf Knappheit basierenden Ordnung verlöre das Geld daher seinen Wert, wenn es beliebig vervielfältigt würde. Im Folgenden wird der Frage nachgegangen, wie die Entstehung bzw. ‚Schöpfung‘ von Geld insbesondere in der Eurozone reguliert wird.

3.2.1 Es werde Geld!

Ausgangspunkt der Geldschöpfung ist die Kreditvergabe durch eine Bank (ein ‚Kreditinstitut‘). Zu diesem Zweck wird für den Kreditnehmer einerseits ein Guthaben und andererseits eine Schuld in Höhe des Kredits in den Büchern der Bank ‚verbucht‘ – daher die Bezeichnungen *Buchgeld*.⁴ Buchhalterisch betrachtet, handelt es sich um eine Bilanzverlängerung der Bank, bei

¹ Carl Fürstenberg, zitiert in: Gebauer, Wolfgang (2004): S.125.

² Gebauer, Wolfgang (2004): S.87; vgl. Altmann, Jörn (2009): S.94.

³ Die Geldmenge M1 umfasst die Sichteinlagen (Geld, das sofort abgehoben werden kann) der Nichtbanken (Personen und Unternehmen) sowie den Bargeldumlauf. Mittel- und langfristig gebundene Geldeinlagen und Schuldverschreibungen sind nicht eingerechnet. Sie finden sich in der Geldmenge M2 (Einlagen, die nur mittelfristig zugänglich sind, plus M1) bzw. M3 (Geldmarktpapier und Bankschuldverschreibungen, plus M2). Definition und Bemessung der Geldmengenaggregate sind nachzulesen auf der Homepage der EZB: „Euro area monetary aggregates“.
<http://www.ecb.int/stats/money/aggregates/aggr/html/hist.en.html> (15.03.2018).

Vgl. Deutsche Bundesbank (2017a): *Geld und Geldpolitik*; EZB (2011): *Die Geldpolitik der EZB*. S.51ff.

⁴ Vgl. Altmann, Jörn (2009): S.95; Siedenbiedel, Christian (2012a): „Wie kommt Geld in die Welt?“.

der sich „spiegelbildlich zum Kundenkonto [...] Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber dem Kunden [erhöhen]“.¹ Wenn der Kreditnehmer später seine Schuld begleicht, wird mit der Buchung auch das Geld ebenso schnell vernichtet, wie es entstanden ist.² Grundsätzlich muss die kreditvergebende Bank für diesen Vorgang weder auf ihre Bargeldreserven noch auf die Spareinlagen ihrer Kunden zurückgreifen. Weil das Verfahren der Geldschöpfung im Prinzip so simpel ist, wird Buchgeld auch als *Fiatgeld* bezeichnet. ‚Fiat‘, vom lateinischen fieri (entstehen) erinnert an die biblischen Worte aus Genesis 1.3: „Es werde Licht“ (*fiat lux*).

Grenzen der Geldschöpfung...

Die Kreditmenge, die eine Geschäftsbank vergibt, kann allerdings nicht beliebig groß sein. Die Freiheit Kredite zu vergeben wird relativiert, erstens, durch das Zinsniveau und, damit zusammenhängend, das Interesse der Kreditnehmer an neuen Krediten. Wo keine (kreditwürdige) Nachfrage nach Krediten besteht, können auch keine vergeben werden – das impliziert, dass die Kreditvergabe zumindest lose mit der allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklung verbunden ist.³ Zweitens wird die Kreditvergabe durch regulatorische Vorschriften, etwa Vorkehrungen für den Fall eines Kreditausfalls, eingeschränkt. In diesem Zusammenhang sind insbesondere die *Mindestreservepflicht* und die Bedeutung von Kreditsicherheiten zu nennen. So muss jede Geschäftsbank bei der Zentralbank eine Mindesteinlage halten, die beispielsweise ein Prozent der Sichteinlagen ihrer Kunden beträgt.⁴ Da der Kredit zunächst als Guthaben des Bankkunden verbucht wird, bevor er eventuell ausgezahlt wird, erfordern 100.000 EUR Kredit demnach 1.000 EUR Mindestreserve-Guthaben der kreditvergebenden Bank.⁵ Darüber hinaus ist es üblich, dass der Kreditnehmer eine Sicherheit hinterlegt – etwa eine Grundschuld oder Wertpapiere. So gesehen, baut die Kreditvergabe meist auf bereits vorhanden Werten auf. Drittens wird die Geldschöpfung eingeschränkt durch das Erfordernis den vergebenen Kredit zu *refinanzieren*. Denn sobald der Buchkredit abfließt, weil der Kunde Bargeld abhebt oder eine Überweisung an eine andere Bank tätigt, muss die kreditgebende Bank einen gleichwertigen Betrag an Zentralbankgeld vorweisen. Das kann entweder Bargeld oder ein Guthaben der Geschäftsbank sein, das parallel zur Überweisung des Kunden vom Zentralbankkonto der kreditgebenden Bank auf das Zentralbankkonto der anderen Bank übertragen wird.⁶

Somit erweist sich das bestehende Geldsystem als zweistufig: Jede Überweisung von Buchgeld zwischen den Kunden zweier Geschäftsbanken ist durch eine zweite Überweisung von Zentralbankgeld zwischen den beteiligten Banken gedeckt. Das Zentralbankgeld wird auch als Basisgeld oder ‚high powered money‘ bezeichnet, da auf seiner Grundlage der oben beschriebene Kreditvergabe- und Geldschöpfungsmechanismus abläuft. Dabei ist auch das Zentralbankgeld ein Kreditgeld und insofern nicht ‚echter‘ als das Buchgeld der Geschäftsbanken.

¹ Vgl. Deutsche Bundesbank (2017b): „Monatsbericht April 2017“. S.18.

² Heine, Michael und Hansjörg Herr (2008): S.65.

³ Vgl. Krüger, Stephan (2012): S.105 („Insofern also bleiben die industriellen Kapitalisten die wirklichen Pole der gesamtwirtschaftlichen Geldzirkulation“); Schumpeter, Joseph (1927): „Die Erklärung des Konjunkturzyklus“. S.70f.

⁴ Vgl. Deutsche Bundesbank (2017a): S.195.

⁵ Vgl. Altmann, Jörn (2009): S.96f; Siedenbiedel, Christian (2012a).

⁶ Vgl. Deutsche Bundesbank (2017b): S.18f; Tobin, James (1963): „Commercial Banks as Creators of ‚Money‘“. S.5, 8.

...und ihre Aufhebung

Zu ihrer Refinanzierung ebenso wie zur Deckung der Mindestreserve ist eine Geschäftsbank allerdings erneut nicht auf etwaige Rücklagen angewiesen. Stattdessen kann sie wahlweise bei anderen Geschäftsbanken überschüssiges Zentralbankgeld ausleihen oder selbst einen Kredit bei der Zentralbank aufnehmen.¹ Letztere kann nicht wissen, wie der Kreditbedarf zustande kam und wird grundsätzlich bestrebt sein, jede Kreditnachfrage der Geschäftsbanken zu bedienen, um keine Bankenkrise zu riskieren (sogenannte ‚endogene Geldschöpfung‘). Die Refinanzierungspflicht ist daher keine ‚harte‘ Grenze.²

Begrenzende Faktoren der Kreditaufnahme bei der Zentralbank sind nur das (Leit-)Zinsniveau und die Anforderung von Sicherheiten in Form von mutmaßlich ausfallsicheren Wertpapieren, welche die kreditaufnehmenden Geschäftsbanken als Pfand hinterlegen müssen.³ Gemeinhin halten die Geschäftsbanken zu diesem Zweck Staatsanleihen, weil diese von der Zentralbank überwiegend günstig bewertet werden. Damit ist den Geschäftsbanken ein Anreiz gegeben, Staatsanleihen zu erwerben, denn je mehr sie haben, desto mehr können sie bei der Zentralbank hinterlegen und dafür neuen Kredit erhalten. Unterbrochen wird dieser Kreislauf nur, wenn eine Staatsanleihe soweit an Bonität einbüßt, dass sie von der Zentralbank nicht mehr anerkannt wird. Das Urteil der Ratingagenturen ist dafür maßgebend (siehe Exkurs 5: Ratingagenturen).⁴

Es ist noch einmal zu betonen, dass das Kreditinstitut im Moment der Kreditvergabe nicht lediglich ein Intermediär zwischen Sparern und Kreditnehmern ist. Ungeachtet der regulatorischen Auflagen und des mittelbaren Zusammenhangs mit der wirtschaftlichen Entwicklung kommt das Kreditgeld im Augenblick der Schöpfung tatsächlich ‚aus dem Nichts‘. Entgegen mancher Vermutungen ist diese Form der Geldschöpfung keine betrügerische Erfindung der letzten Jahrzehnte, etwa nach dem Ende des Goldstandards oder des *Bretton-Woods-Systems*. Bereits in den Anfängen des modernen Geld- und Bankenwesens war keine hundertprozentige Deckung der Banknoten durch Einlagen in Form von Edelmetallen oder Münzen gegeben.⁵

¹ Auch die Einzahlung eines Kunden kann eine Basis für weitere Kreditschöpfung sein. Da die Bank nur 1 Prozent der Einlage als Mindestreserve zurücklegen muss, kann der restliche Betrag (99 Prozent der Einlage) als Grundlage für weitere Kredite dienen. Allein durch diese *multiple Geldschöpfung* kann das ‚ursprüngliche‘ Geld theoretisch ver Hundertfacht werden (immer vorausgesetzt, dass eine entsprechende Nachfrage nach Krediten besteht). Faktisch beträgt der Geldschöpfungsfaktor im Eurogebiet ‚nur‘, das zwölf- bis dreizehnfache. Vgl. Knauer, Peter (2012): „Geld anders einrichten“. S.49.

² Vgl. Deutsche Bundesbank (2017b): S.26; Krüger, Stephan (2012): S.13 („Die Geldzirkulation ist marktbestimmt durch den Akkumulations- und Umschlagsprozess des gesellschaftlichen Gesamtkapitals, die Geldpolitik der Zentralbank kann auf diese Marktkonstellationen nur reagieren [...]“).

³ Vgl. Heine, Michael und Hansjörg Herr (2008): S.65-67.

⁴ Vgl. Beck, Hanno und Aloys Prinz (2012): *Staatsverschuldung*. S.22.ff; Heine, Michael und Hansjörg Herr (2008): S.67.

⁵ So war beispielsweise die Amsterdamer *Wisselbank* (Wechselbank) im 17. Jahrhunderts zwar noch bestrebt eine Deckung von ‚nahezu hundert Prozent‘ zu erreichen (aber eben nur nahezu). Der nächste Zentralbank-Vorläufer, die 1656 gegründete schwedische Reichsbank, hatte dieses Ziel schon nicht mehr. Ferguson, Niall (2012): S.46.

Auch die privaten Depotbanken, die sich im 18. Jahrhundert in London entfalteten, „bemerkten im Laufe der Jahre, dass [ihre] Edelmetalldepositen höher waren“ als zur täglich Einlösung von Banknoten erforderlich war. „Sie gewährten daraufhin Banknotenkredite [...] auch dann, wenn Depositen vorher nicht zur Verfügung gestellt worden waren“. Hans Lechner, zitiert in Krüger, Stephan (2012): S.200.

3.2.2 Außer Kontrolle? Geldschöpfung in der Kritik

„Les banques se présentent toujours comme des entreprises ordinaires qui ne font qu’emprunter aux uns pour prêter aux autres, ceci leur permet de revendiquer la même liberté que les autres entreprises, alors que leur pouvoir de création monétaire est exorbitant et justifie un contrôle renforcé.“¹

Dieses beeindruckende Verfahren der Geldschöpfung ruft regelmäßig Kritik hervor: Was, wenn die Geldschöpfung außer Kontrolle gerät? Wie in Kapitel 3.1 gesagt wurde, braucht die Wirtschaft aber Geld. Droht schon die einfache Zirkulation ins Stocken zu geraten, wenn der Verkäufer einer Ware das eingenommene Geld nicht unmittelbar zurück in den Umlauf gibt, so sind Investitionen zur Erweiterung der Produktion erst recht von Geldknappheit bedroht. Nun sind es zumeist Kredite und nicht allein Gewinnrücklagen, die den Unternehmen Investitionen ermöglichen – eine Erkenntnis, die zwar schon bei den Frühsozialisten aufkeimte², jedoch erst mit Schumpeter und Keynes in der Ökonomik fußfassen konnte.³ Aus diesen Investitionen folgen Produktion und Einkommen, was es schließlich ermöglicht, Überschüsse zu generieren und Ersparnisse zu bilden.⁴

Kredit => Investition => Produktion => Einkommen => Ersparnis.⁵

Auf Grundlage dieser Ersparnisse können später neue Kredite vergeben werden. Weil aber nicht jede Ersparnis ‚automatisch‘ einem Kreditnehmer zugeführt wird, entstünde ohne Geldschöpfung sehr schnell ein Überhang auf Seiten der Kreditnachfrage. Stockt wiederum die Kreditvergabe, so stagniert die Wirtschaft und es droht ein „verhängnisvoll[er]“ Deflationsprozess.⁶ „Fallende Preise bedeuten fallende Umsätze“, Unternehmer, die Kredite aufgenommen haben, um in die Produktion zu investieren, geraten in Zahlungsschwierigkeiten.⁷ Wenn im nächsten Schritt Kreditnehmer beginnen für den Schuldendienst ihre Vermögenswerte zu liquidieren, sinken unter dem Verkaufsdruck auch die Vermögenspreise, während die verbleibenden Schulden real aufwerten – ein Teufelskreis.⁸

¹ Vallageas, Bernard (2009): „Analyse de la crise financière actuelle“. Abs. 97.

„Die Banken stellen sie stets als gewöhnliche Unternehmen dar, die nur Geld von den einen ausleihen, um es an andere zu verleihen. Das ermöglicht es ihnen, dieselbe Freiheit wie andere Unternehmen zu beanspruchen, obwohl ihre Geldschöpfungsmacht exorbitant ist und eine verstärkte Kontrolle rechtfertigt.“ (Übersetzt von Matthieu Choblet)

² Vgl. Hudson, Michael (2010): „From Marx to Goldman Sachs“. S.420, 431f.

³ Zwar lässt sich auch mit Marx erkennen, dass ‚das Kreditsystem‘ ‚expansiv‘ auf die Kapitalakkumulation wirken kann, es wird aber noch nicht hinreichend deutlich, wie dieser Kredit zustande kommt. Vgl. Heinrich, Michael (1999/2017): S.301; Herrmann, Ulrike (2017): *Kein Kapitalismus ist auch keine Lösung*. S.134; Schumpeter, Joseph (1927): S.63.

⁴ Vgl. Heine, Michael und Hansjörg Herr (2008): S.17; Herrmann, Ulrike (2017): S.197.

⁵ Schema nach dem Vorbild von Heine, Michael und Hansjörg Herr (2008): S.17.

⁶ Heine, Michael und Hansjörg Herr (2008): S.24.

⁷ Herrmann, Ulrike (2017): S.175.

⁸ Die auf Keynes und Fischer beruhende Krisen- und Deflationstheorie hat in den vergangenen Jahren Richard Koo prominent vertreten und ergänzt. Vgl. Herrmann, Ulrike (2017): S.271; FAZ (2012e): „Amerika und Europa nähern sich Japan an“.

Eine systematische Bindung des Geldes an Edelmetalle wie Silber oder Gold („Goldstandard“) bietet gegen die Probleme der Geldmengenregulierung keine Abhilfe, denn die Menge vorhandener Edelmetalle entspricht selten dem realen Geldbedarf. Entweder ist die Menge zu groß und wirkt inflationär, wie etwa in Spanien im 16. Jahrhundert, oder sie erweist sich als eine beengende „Zwangsjacke“¹, die dem Wachstum der Wirtschaft entgegensteht, also deflationär wirkt. Tatsächlich könnte der „nationale Goldschatz [...] nie die aktiven Funktionen des Geldes übernehmen“.² Zudem schränkten die Goldbindungen des 19. und 20. Jahrhunderts die Handlungsfähigkeit der Zentralbanken empfindlich ein und werden als mitursächlich für mehrere Finanzkrisen gesehen.³ Insbesondere mit einer „entwickelten kapitalistischen Produktionsweise“ kann daher eine Goldbindung als unvereinbar betrachtet werden.⁴

Gleichwohl birgt auch ein Fiatgeld-System offenkundig die Gefahr einer Krise. Das Kreditgeld wird meist im Vorgriff auf eine Gegenleistung gezahlt, deren Zustandekommen ungewiss ist.⁵ Werden immer mehr Kredite vergeben, ohne dass die reale Wirtschaftsleistung nachzieht, entsteht eine Kreditblase, wie es bis 2007 im US-amerikanischen Hypothekenmarkt geschah.⁶ Werden die Rückzahlungsversprechen nicht eingehalten oder erweisen sich die hinterlegten Sicherheiten als weniger wertvoll als gedacht, platzt die Blase. Auf spezifische Geld- und Finanzkrisen wird in den folgenden Kapiteln noch genauer einzugehen sein. Zunächst ist hier von Belang, dass das bestehende Verfahren der Geldschöpfung die Entscheidungsmacht über Kredite den Geschäftsbanken überlässt.

Nicht die Zentralbank bringt Geld effektiv in den Umlauf, eine direkte Kreditvergabe von der Zentralbank an den ‚Endverbraucher‘ ist nicht vorgesehen. Auch die Konditionen der privaten Kreditvergabe kann sie nicht festlegen. Sie kann die Kreditvergabe nur indirekt lenken, indem sie diese verteuert oder vergünstigt.⁷ Indessen stehen die Geschäftsbanken zwischen der Zentralbank und den Nichtbanken. Sie entscheiden wer Zugang zum Kreditgeld erhält und verdienen unter anderem an der Differenz zwischen den Leitzinsen, die sie selbst zahlen, und den Marktzinssätzen für die übrigen Wirtschaftssubjekte.⁸ Doch während Geldschöpfung ohne

¹ Ferguson, Niall (2012): S.51.

² Krüger, Stephan (2012): S.86.

Historisch gelang eine 100-Prozent-Deckung von Gold zu Banknoten bisher nur der Bank of England zu dem Zeitpunkt, als London Ende des 19. Jahrhunderts zum Zentrum des Goldhandels und „internationale[n] Hauptgläubiger“ avancierte. Die Golddeckung der französischen Französische Notenbank im 19. Jahrhundert lag bei 75-90 Prozent, die der Deutschen Reichsbank bei rund 50 Prozent. Ders.: S.211.

³ Vgl. Eichengreen, Barry (2008): *Globalizing Capital*. S.41f; Galbraith, John (1994): *A journey through economic time*. S.52; Krüger, Stephan (2012): S.212ff, 342ff; Polanyi, Karl (1944/1978): 268, 305; Rodrik, Dani (2012): S.34ff.

Unter anderem aus diesen Gründen scheiterten auch die letzten Versuche, nach 1914/18 und später im Rahmen des Bretton-Woods-Systems zu einer konsequenten Goldbindung zurückzukehren.

Vgl. Mundell, Robert (2007): „Dollar standards in the dollar era“. S.679ff.

⁴ Heinrich, Michael (1999/2017): S.304.

⁵ Vgl. Ganßmann, Heiner (2009): S.76.

⁶ Vgl. Stiglitz, Joseph (2009): „Interpreting the causes of the great recession of 2008“.

⁷ Vgl. Heine, Michael und Hansjörg Herr (2008): S.129f; Illing, Gerhard (2011): S.9.

⁸ Vgl. Gebauer, Wolfgang (2004): S.50 („Sowohl der Staat [...] als auch das geldschaffende private Bankensystem [können] sich in einer Geldwirtschaft via Geldschöpfung [...] ‚bereichern‘. Im Fall der staatlichen Geldschöpfung wird diese Thematik in der Literatur unter dem Stichwort ‚Seignorage‘ offengelegt und analysiert. Bezüglich des privat geschaffenen Bankengeldes gibt es erstaunlicherweise keine vergleichbare wirtschaftswissenschaftliche Diskussion um Geldschöpfungsgewinne der Banken.“).

die Geschäftsbanken nicht stattfinden kann, kann sie mit ihnen in einem Umfang stattfinden, das von der Zentralbank überhaupt nicht erwünscht ist.¹ Die beschriebene monetäre Ordnung fußt also auf der Überzeugung, dass die privaten Kreditgeber kompetenter sind, eine wirtschaftlich sinnvolle Allokation des Geldes vorzunehmen, als ein öffentliches Institut wie die Zentralbank.² Unter der Prämisse, dass Geld und Kredit ökonomisch notwendig sind, ist daher festzustellen, dass private Banken faktisch eine öffentliche Aufgabe wahrnehmen. Darin liegt die ‚Systemrelevanz‘ des Bankensektors. Banken können daher nicht als gewöhnliche Unternehmen betrachtet werden.

3.3 Zentralbanken

Zentralbanken üben die Geld- und Währungspolitik innerhalb eines Währungsraums aus und sind in der Regel öffentliche Institutionen. In der Eurozone verteilt sich diese Aufgabe auf die nationalen Zentralbanken, wie die *Bundesbank* oder die *Banque de France*, unter der Führung der *Europäischen Zentralbank* (EZB). Gemeinsam bilden sie das *Europäische System der Zentralbanken* (EZBS).³ Die „föderalistische Aufteilung“ des EZBS ist nicht ungewöhnlich. Auch das amerikanische *Federal Reserve System* besteht aus mehreren regionalen *Federal Reserve Banks*.⁴ Indem Zentralbanken das Monopol über die Ausgabe von (Zentralbank-)Geld halten und im Übrigen nicht in Konkurrenz zu den Geschäftsbanken treten, sichern sie als ‚neutrale‘ Instanz die Geldfunktionen und garantieren somit einen möglichst reibungslosen Ablauf des Marktgeschehens.⁵

Dass das Geldmonopol grundsätzlich bei den Zentralbanken liegt, kam erst im Laufe ihrer Entwicklung zustande, ebenso wie ihre Eingliederung in die öffentlichen Institutionen des jeweiligen Landes. Gegründet wurden sie häufig als private Unternehmen, die auch gewöhnlichen Bankgeschäften nachgingen.⁶ Eine historische Voraussetzung für die Ausübung von Zentralbankaufgaben war die Etablierung dauerhafter, grundsätzlich regelgebundener Institutionen, welche die Zahlungsfähigkeit der Zentralbank im Zweifelsfalle garantieren und rechtliche Rahmenbedingungen setzen konnten. Die Entstehung von Zentralbanken ist deshalb eng mit der Staatenbildung und dem Parlamentarismus der frühen Neuzeit verbunden:

¹ Vgl. Felber, Christian (2012a): „Ein anderes Bankensystem ist möglich“. S.96f; Schuhler, Conrad (2013): S.15, 20ff.

² „Die Kernkompetenz einer Bank zur Erfüllung dieser Funktion ist eine bessere Fähigkeit, Informationen darüber zu erheben, welche Unternehmen und Investitionen vielversprechend sind. Sie wählen aus und kanalisieren Ressourcen in produktive Bereiche,“ befindet Finanzökonom Michael Koetter, zitiert in: FAZ (2012j): „Banken betreiben finanzielle Umweltverschmutzung“.

³ Die Herstellung von Banknoten liegt im Verantwortungsbereich der EZB, die von Münzen – bei gegenseitiger Abstimmung – bei den mitgliedstaatlichen Zentralbanken. Deshalb tragen Euromünzen auch nationale Erkennungszeichen. Geldpolitische Entscheidungen werden durch den Rat der EZB, bestehend aus dem Direktorium und den Präsidenten der nationalen Zentralbanken, gefällt. Die rechtlichen Grundlagen des ESZB sind Art. 13 EUV (die EZB ist ein Organ der EU, sie ist gleichgestellt mit Parlament, Rat und Kommission), Art. 119ff AEUV (Titel VIII: Die Wirtschafts- und Währungspolitik), sowie Protokoll Nr. 4. „Über die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank“.

⁴ Vgl. Samuelson, Paul und William Nordhaus (2005): *Volkswirtschaftslehre*. S.747.

⁵ Vgl. Gebauer, Wolfgang (2004): S.41f.

⁶ Vgl. Krüger, Stephan (2012): S.200f.

Monarchen kommen und gehen, das Parlament als Institution bleibt hingegen bestehen – so stellte man es sich zumindest vor.¹

Dementsprechend ging der Gründung der ersten Zentralbank 1694 in England (der *Bank of England* – BoE), die Stärkung des englischen Parlaments in der *Glorious Revolution* von 1688 voraus.² Auch die Gründung der *First Bank of the United States* von 1791 – einer Vorgängerinstitution der *Federal Reserve* – wäre kaum denkbar ohne die Konstituierung des amerikanischen Kongresses zwei Jahre zuvor, dessen Recht zur Steuererhebung und die Entscheidung des Kongresses dieses Recht mit der *First Bank* zu teilen.³ Besonders am letzten Beispiel zeigt sich der Konnex zwischen modernem Staats- und Geldwesen und dem Vertrauen, das in die Solvenz des Staates gesetzt wird. Daneben ist zu beobachten, dass erst ab dem 19. Jahrhundert Währungsräume bzw. Geldmärkte – also das Betätigungsfeld von Zentralbanken – im Wesentlichen mit (nationalen) politischen Territorien übereinstimmen.⁴

3.3.1 Gründungsaufträge und aktuelle Aufgaben von Zentralbanken

Prinzipiell können zwei historische Gründungsaufträge von Zentralbanken unterschieden werden:

1. Die Zentralbank als ‚Hausbank des Staates‘ hat die Aufgabe den Staatshaushalt zu finanzieren, indem sie Wertpapiere emittiert und Schulden verwaltet (so beispielsweise die *Bank of England* bei ihrer Gründung), in der Steuererhebung mitwirkt (so die *First Bank*) oder Geldschöpfung betreibt – sogenannte *monetäre Staatsfinanzierung*.⁵
2. Die Zentralbank als ‚Bank der Banken‘ hat die Aufgabe als „staatliche Institution [...] Finanzmarktstabilität zu gewährleisten“. Dieser Zentralbanken-Typ wurde „häufig gerade als Antwort auf Krisen in einem System mit unreguliertem Bankensektor“ gegründet.⁶ So war die Vermeidung von „financial panics and bank runs“ 1913 ein Gründungsauftrag der *Federal Reserve*.⁷ Auch die Gründung der deutschen *Reichsbank* 1875 kann – neben anderen Gründen – als Reaktion auf die Finanzkrise von 1873 betrachtet werden.⁸

Seither ist das Aufgabenspektrum von Zentralbanken erheblich erweitert und verändert worden. Die Aufgabe als ‚Hausbank des Staates‘ kommt in der Europäischen Währungsunion nicht mehr zur Geltung. Nach den Europäischen Verträgen (Art. 123 AEUV) ist der „unmittelbare Erwerb von Schuldtiteln“ durch die Zentralbank verboten. Formal ist der Handlungsspielraum der EZB dadurch stark eingeschränkt, es bestehen allerdings Ausnahmen. Die heute vorherrschende Skepsis gegenüber monetärer Staatsfinanzierung ist historisch begründet.⁹ Dahinter stehen jedoch auch das (neo-)liberale Bestreben den Staat finanziell zu disziplinieren und das Interesse

¹ Vgl. Hudson, Michael (2011a): „Was sind Schulden?“.

² Vgl. Ferguson, Niall (2012): S.47; Neumann, Manfred (2004): „Zentralbankaufgaben“. S.11ff; Reinhart, Carmen und Kenneth Rogoff (2009): *This Time is Different*. S.70.

³ Vgl. Schindler, Anne (2017): „Der Preis der Freiheit“. S.23.

⁴ Vgl. Battilossi, Stefano (2016): „Money Markets“. S.221.

⁵ Vgl. Capie, Forrest (2016): „Central Banking“. S.354; Ferguson, Niall (2012): S.47.

⁶ Illing, Gerhard (2011): S.15; vgl. Eichengreen, Barry (2008): S.36.

⁷ Zitiert in: Schürz, Martin (2003): „Ziele der Geldpolitik im Wandel der Zeit“. S.51.

⁸ Vgl. James, Harold (2016): „International Cooperation and Central Banks“. S.367.

⁹ Vgl. Ferguson, Niall (2012): S.91ff; Rosanvallon, Pierre (2013): S.144ff.

der Geschäftsbanken ihre oligopolistische Stellung als erster Financier der öffentlichen Haushalte zu wahren.¹

Hingegen ist die Aufgabe, die heute häufig als wichtigstes Prärogativ einer Zentralbank betrachtet wird – die Emission des gesetzlichen Zahlungsmittels (*legal tender*) – in einigen Fällen überhaupt kein Gründungsauftrag gewesen, auch wenn sie sich de facto aus der Tätigkeit der Zentralbank ergab. Die Noten der *Bank of England* wurden erst 1833 „offiziell zum gesetzlichen Zahlungsmittel [erklärt]“, die der *Reichsbank* erst 1909.² Bis dahin war es auch in weit entwickelten Volkswirtschaften nicht unüblich, dass diverse private und staatliche Banknoten, Handelswechsel und Münzen in einer losen Beziehung nebeneinander bestanden. Die Geldfunktionen sind aber durch diese Uneinheitlichkeit zum Nachteil der wirtschaftlichen Entfaltung erheblich eingeschränkt.³ Daher gilt es heute als Selbstverständlichkeit, dass Zentralbanken ein einheitliches Zahlungsmittel bereitstellen.⁴ Durch die Herstellung desselben erzielen sie im Übrigen einen Gewinn, der als *Seigniorage* (historisch auch ‚Münzgewinn‘ oder ‚Schlagsatz‘) bezeichnet wird.⁵ Im Euroraum werden die Seigniorage-Einnahmen gepoolt und nach einem Verteilungsschlüssel unter den nationalen Zentralbanken aufgeteilt.⁶

Innere und äußere Geldwertstabilität

Aus dem Zahlungsmittel-Monopol leitet sich die Aufgabe ab, die Wertstabilität einer Währung zu garantieren. Für viele Ökonomen ist dies die Kernaufgabe moderner Zentralbanken.⁷ Zu unterscheiden sind die *innere Stabilität*, die an der Deflation und Inflation gemessen wird, und die *äußere Stabilität*, welche sich am Wechselkurs bemisst. Für die EZB ist die Bewahrung der inneren Stabilität konstitutiv und prägt die Geldpolitik, die sie maßgeblich über die Bestimmung der Leitzinsen ausübt (mehr dazu in Kap. 3.4). Mit Blick auf die äußere Stabilität verwaltet eine Zentralbank in der Regel die Währungsreserven (Devisen) eines Landes und kann, ebenfalls über die Zinspolitik, Einfluss auf den Wechselkurs nehmen. Ein hohes Zinsniveau zieht generell Spareinlagen aus anderen Währungsräumen an und stärkt damit den Wechselkurs.⁸ Allerdings sind weder der Wechselkurs noch die Zahlungsbilanz Zielgrößen der EZB.

¹ Vgl. Halimi, Serge (2012): S.202; Hudson, Michael (2011b); Schuhler, Conrad (2013): S.23.

² Krüger, Stephan (2012): S.60.

³ Vgl. Battilossi, Stefano (2016): „Money Markets“. S.221ff; Krüger, Stephan (2012): S.59ff, 200-205.

⁴ Vgl. Art. 128 Abs. 1 AEUV: „Die Europäische Zentralbank hat das ausschließliche Recht, die Ausgabe von Euro-Banknoten innerhalb der Union zu genehmigen. Die Europäische Zentralbank und die nationalen Zentralbanken sind zur Ausgabe dieser Banknoten berechtigt. Die von der Europäischen Zentralbank und den nationalen Zentralbanken ausgegebenen Banknoten sind die einzigen Banknoten, die in der Union als gesetzliches Zahlungsmittel gelten.“

⁵ Der Gewinn ergibt sich aus der Differenz zwischen den Herstellungskosten und dem Nominalwert der Münze oder Banknote. Hinzu kommt der Zinsertrag aus der Schöpfung von Zentralbankgeld.

Üblicherweise führen die Zentralbanken ihren Gewinn an die jeweilige Regierung ab, ohne dass darauf ein fester Anspruch bestünde. Vgl. Altmann, Jörn (2009): S.91, 111; Gebauer, Wolfgang (2004): S.42.

⁶ Der Verteilungsschlüssel richtet sich nach dem Kapitalanteil eines jeden Euromitgliedes an der EZB (entsprechend der Wirtschaftskraft und Größe der Bevölkerung). Der deutsche Anteil beträgt rund 27 Prozent. Die „Verteilung der monetären Einkünfte der nationalen Zentralbanken“ regelt Protokoll Nr. 4 Art. 32 Lissabon Vertrag.

⁷ Vgl. Bank for International Settlements (BIS) (2009): „Issues in the Governance of Central Banks“. S.7; Goodfriend, Marvin (2007): „How the world achieved consensus on monetary policy“. S.15ff; Heine, Michael und Hansjörg Herr (2008): S.124ff; Schürz, Martin (2003): S.51.

⁸ Das wirkt sich wiederum auf Exporte und Importe und damit auf die Leistungsbilanz aus. Vgl. Siebert, Horst und Oliver Lorz (2006): *Außenwirtschaft*. S.172ff.

Finanzmarktstabilität

Erstaunlicherweise ist das zweite historische Ziel von Zentralbanken, die Finanzmarktstabilität, im Laufe des 20. Jahrhunderts aus dem Fokus der Geldpolitik geraten, obwohl das Stabilitätsziel an sich – im Gegensatz zur Staatsfinanzierung – als „zentrale Voraussetzung“ einer gedeihenden Wirtschaft weithin anerkannt ist.¹ Das mag daran liegen, dass Finanzkrisen lange Zeit als Ausnahmeerscheinung galten, Stabilität hingegen als Selbstverständlichkeit. Zudem lehnten im Vorlauf der EZB-Gründung insbesondere die Ökonomen der Bundesbank eine entsprechende Zielsetzung ab, weil sie darin eine Ablenkung vom ‚Hauptziel‘ der Geldwertstabilität sahen.² Erschwerend kommt hinzu, dass Finanzmarktstabilität wesentlich schwieriger zu definieren ist, als die leicht quantifizierbare monetäre Stabilität.³

Dabei ist im Kern unbestritten und kann als eine der wichtigsten Innovationen des Zentralbankwesens überhaupt gelten, dass Zentralbanken als ‚Kreditgeber in letzter Instanz‘ bzw. ‚Lender of Last Resort‘ tätig werden.⁴ Der Ökonom Walter Bagehot entwickelte in den 1870er Jahren vor dem Hintergrund einer langen Krisengeschichte im Londoner Finanzwesen die Doktrin, die so zusammengefasst werden kann:

„[T]o end a financial panic, lend at very high rate of interest and on all good banking securities, and as largely as the public ask for them.“⁵

Faktisch bedeutet dies, dass Zentralbanken den Geschäftsbanken jeden Kredit gewähren. Sie bestimmen nicht die Menge, nur die Konditionen. Damit stellen die Zentralbanken nicht nur sicher, dass Geschäftsbanken Kredite an Nichtbanken gewähren können, also Geldschöpfungsmechanismus und Zahlungsverkehr funktionieren, sondern sie verhindern, dass Geschäftsbanken durch Liquiditätsmangel in Zahlungsschwierigkeiten geraten. Dies gilt besonders für den Fall, dass in Krisenzeiten der Austausch von Liquidität zwischen Geschäftsbanken auf dem Geldmarkt zum Erliegen kommt.⁶ Zentralbanken sind in einer Finanzkrise als einzige in der Lage, unbegrenzt Liquidität in Form von Kreditgeld bereit zu stellen, und somit finanzielle Stabilität zu gewährleisten. Die Finanzkrise in der Eurozone hat abermals gezeigt, wie wichtig diese Funktion ist (siehe Kap. 11).⁷

Wenn der ‚Lender of Last Resort‘ dennoch in der Kritik steht, dann deshalb weil seine Intervention teilweise als illegitimer Eingriff in den Wettbewerb und als Gefahr für die Geldwertstabilität gesehen wird. So wurde in der Finanzkrise ein Problem von ‚Moral Hazard‘ (‚moralisches Risiko‘) ausgemacht, demzufolge Banken keinen Anreiz zum überlegten Wirtschaften hätten, wenn sie sich stets auf ein ‚Bail-out‘ verlassen könnten.⁸ Zudem besteht das Risiko, dass eine kreditnehmende Bank sich im Nachhinein nicht ‚nur‘ als illiquide sondern

Über den Zusammenhang innerer und äußerer monetärer Stabilität vgl. Mundell, Robert (2007): S.687.

¹ Scheller, Henrik (2012): S.11.

² Vgl. James, Harold (2016): S.381f.

³ Vgl. Capie, Forrest (2016): S.349.

⁴ Vgl. Illing, Gerhard (2011): S.15ff; Eichengreen, Barry (2008): S.35f; Neumann, Manfred (2004): S.15f.

⁵ Walter Bagehot, zitiert in: Battilossi, Stefano (2016): S.236.

⁶ Vgl. Jobst, Clemens und Stefano Ugolini (2014): „The Coevolution of Money Markets and Monetary Policy, 1815-2008“. S.24.

⁷ Vgl. Wahl, Peter (2009): S.78; de Grauwe, Paul (2010): „What kind of governance?“. S.5f.

⁸ Vgl. Collignon, Stefan (2012b): S.47; Illing, Gerhard (2011): S.18.

sogar insolvent erweist. Auch der ‚Lender of Last Resort‘ müsste seine Kreditvergabe einstellen, wenn er diese Gefahr sieht – schließlich will er das Kreditgeld nach ausgestandener Krise möglichst wieder zurücknehmen.¹ In der Krise der US-amerikanischen Sparkassen in den achtziger Jahren wurde folglich entschieden, dass Notkredite an mutmaßlich insolvente Banken eine Sache der Regierung und nicht der Zentralbank seien sollten.²

Gleichwohl steht die Zentralbank vor dem Dilemma, ihrer Rolle als ‚Lender of Last Resort‘ nicht gerecht zu werden, wenn sie zu lange auf eine Intervention der Regierung wartet. Die Ökonomik der ‚2000er‘ Jahre tendiert aus diesem Grund dazu, die Liquiditätsversorgung der Geschäftsbanken als prioritäre Aufgabe zu definieren, so lange die Geschäftsbanken im Tausch anerkannte Sicherheiten (Wertpapiere) bei der Zentralbank hinterlegen können.³ Auch wird kein spezifischer ‚Notkredit‘ für einzelne Banken bereitgestellt, sondern immer nur „Liquidität für den Gesamtmarkt“ mit denselben Zinsen und Auflagen für alle.⁴

Weitere Zentralbankaufgaben

Eine Stabilisierungsmaßnahme, die allgemein akzeptiert wird, besteht darin, dass die Zentralbanken Richtlinien für die Eigenkapitalausstattung der Banken aushandeln. Dies geschieht innerhalb der *Bank für Internationalen Zahlungsausgleich* BIZ (*Bank for International Settlements*) und des *Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht* (*Basel Committee on Banking Supervision*), von dem die bekannten Abkommen Basel I-III (*Basel Accord on Capital Adequacy*) stammen.⁵ Es handelt sich dabei um absolute Mindeststandards.⁶ Gemäß ihren Statuten sind viele Zentralbanken außerdem formal mit Aufgaben gesamtwirtschaftlicher Steuerung beauftragt. So wird in der Literatur häufig an den Auftrag der Fed erinnert, einen hohen Wachstums- und Beschäftigungsstand in den USA zu sichern. Inwiefern die Fed diesem Auftrag tatsächlich nachkommt ist umstritten.⁷ Ohnehin sind, nachdem das keynesianische Paradigma durch ein neoliberales verdrängt wurde, konjunkturpolitische Maßnahmen durch die Zentralbank in der europäischen Geldpolitik verpönt und werden dem Erhalt der Geldwertstabilität untergeordnet.⁸

¹ Es ließe sich einwenden, dass eine Zentralbank, die ihr Geld selbst schöpft, keine Verluste fürchten muss. Zudem wurden bei Zentralbanken bereits Eigenkapitalquoten von bis zu minus 30 Prozent der Bilanzsumme ermittelt. Vgl. BIS (2009): S.15.

² Die Regierung ist zwar nicht unbedingt fähiger, zwischen illiquiden und insolventen Banken zu unterscheiden, verfügt aber über eine höhere demokratische Legitimation, um im Sinne des Gemeinwohls Verlustrisiken einzugehen. Zudem existieren für den Fall eines Bank-Runs häufig Einlagensicherungsfonds.

Vgl. Collignon, Stefan (2012b): „ECB Interventions“. S.44; Illing, Gerhard (2011): S.16f; James, Harold (2016): S.388.

³ Vgl. Neumann, Manfred (2004): S.16.

⁴ Illing, Gerhard (2011): S.16; vgl. BIS (2009): S.8f.

⁵ Die BIZ wurde 1930 von europäischen, japanischen und US-amerikanischen Zentral- und Geschäftsbanken gegründet und ist als Aktiengesellschaft organisiert. Ihr Ziel ist es ein „Kooperationszentrum in allen Zentralbankenfragen“ zu sein. Gebauer, Wolfgang (2004): S.94f.

⁶ Vgl. Rodrik, Dani (2012): S.224; Schuhler, Conrad (2013): S.17.

⁷ Grundlage ist der Humphrey-Hawkins-Act (auch „Full Employment Act“). Vgl. Neumann, Manfred (2004): S.12; Wucherpfennig, Lutz (2007): *Staatsverschuldung in Deutschland*. S.29.

⁸ Vgl. Goodfriend, Marvin (2007): S.6ff; Neumann, Manfred (2004): S.11 („verschwommene makroökonomische Ziele“); Heine, Michael und Hansjörg Herr (2008): S.58; Gebauer, Wolfgang (2004): S.329; Schürz, Martin (2003): S.51.

Des Weiteren kommt es vielen Zentralbanken zu, eine Aufsichtsfunktion über den Finanzsektor und insbesondere die Geschäftsbanken auszuüben. Letzteres bringt die Zentralbank jedoch in einen Zielkonflikt. So kann es einerseits aus geldpolitischer Sicht sinnvoll sein, den Leitzins zu erhöhen, um der Inflation entgegen zu wirken. Andererseits verschlechtern höhere Zinsen die Refinanzierungsbedingungen und schränken das Kreditgeschäft ein, was den Stabilitätsinteressen einer Aufsichtsbehörde widersprechen kann. Viele Ökonomen empfehlen daher die Aufsichtsaufgaben nicht der Zentralbank allein zu überlassen.¹

Geldpolitische Aufgaben und Ziele in der Europäischen Währungsunion

Die Aufgaben der Europäischen Zentralbank richten sich nach den Zielen des *Europäischen Systems der Zentralbanken*, gemäß Art. 127 Abs. 1-2 AEUV:

„(1) Das vorrangige Ziel des Europäischen Systems der Zentralbanken (im Folgenden ‚ESZB‘) ist es, die *Preisstabilität* zu gewährleisten. Soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist, unterstützt das ESZB die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Union, um zur Verwirklichung der in Art. 3 des Vertrags über die Europäische Union festgelegten Ziele der Union beizutragen. Das ESZB handelt im Einklang mit dem Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb, wodurch ein effizienter Einsatz der Ressourcen gefördert wird, und hält sich dabei an die in Art. 119 genannten Grundsätze.

(2) Die grundlegenden Aufgaben des ESZB bestehen darin,
— die Geldpolitik der Union festzulegen und auszuführen,
— Devisengeschäfte im Einklang mit Art. 219 durchzuführen,
— die offiziellen Währungsreserven der Mitgliedstaaten zu halten und zu verwalten,
— das reibungslose Funktionieren der Zahlungssysteme zu fördern.“

Ziele der EU nach Art. 3 EUV sind unter anderem:

„(1) Ziel der Union ist es, den Frieden, ihre Werte und das Wohlergehen ihrer Völker zu fördern. [...]

(3) Die Union errichtet einen Binnenmarkt. Sie wirkt auf die nachhaltige Entwicklung Europas auf der Grundlage eines ausgewogenen Wirtschaftswachstums und von *Preisstabilität*, eine in hohem Maße wettbewerbsfähige soziale Marktwirtschaft, die auf Vollbeschäftigung und sozialen Fortschritt abzielt [...]. Sie fördert den wirtschaftlichen, sozialen und territorialen Zusammenhalt und die Solidarität zwischen den Mitgliedstaaten.“

Wirtschafts- und währungspolitische Grundsätze nach Art. 119 AEUV sind:

„[...] *stabile Preise*, gesunde öffentliche Finanzen und monetäre Rahmenbedingungen sowie eine dauerhaft finanzierbare Zahlungsbilanz.“

Nur am Rande sei in diesem Zusammenhang an die polit-ökonomische Konzeption der Saint-Simonisten im 19. Jahrhundert erinnert. Für sie sollte das ‚allgemeine Bankensystem‘ die gesamte industrielle Aktivität einer Volkswirtschaft dirigieren. Im Herzen dieses Systems sollte, als eine Art Regierung, die Zentralbank stehen. Vgl. Lichtheim, George (1968): S.62; Hudson, Michael (2010): S.432.

¹ Vgl. BIS (2009): S.10; Neumann, Manfred (2004): S.17f.

Die oben genannten „Aufgaben des ESZB“ werden im Protokoll Nr. 4 der Verträge („Protokoll über die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank“) wiederholt und um folgendes ergänzt:

„3.3. Das ESZB trägt nach Art. 127 Abs. 5 des genannten Vertrags zur reibungslosen Durchführung der von den zuständigen Behörden auf dem Gebiet der Aufsicht über die Kreditinstitute und der *Stabilität des Finanzsystems* ergriffenen Maßnahmen bei.“ [Hervorh. d. Verf.]

Die „Stabilität des Finanzsystems“ ist demnach ein nachgeordnetes Ziel. Mehrfach betont wird hingegen das Ziel der Preisstabilität. Nimmt man das Protokoll Nr. 4 hinzu, ist sie gleich vierfach festgelegt – eine sehr eindeutige Ausrichtung der Währungsunion. Im historischen Vergleich erweist sich das Aufgabenspektrum von Zentralbanken hingegen als sehr vielfältig und wandelbar. Einerseits wurde ihre Rolle in den letzten Jahrzehnten immer strenger definiert und eingeschränkt (Verbot der Staatsfinanzierung, konkrete Inflations- oder Geldmengenziele, Distanz zur Regierung), andererseits sind die Erwartungen an die Zentralbanken noch gestiegen. Die Notwendigkeit, ein stabiles finanzwirtschaftliches Umfeld zu garantieren, macht es erforderlich, das Betätigungsfeld der Zentralbanken immerfort dem Wandel des Finanzsektors anzupassen.¹

3.3.2 Unabhängigkeit der Zentralbank

Zentralbankunabhängigkeit avancierte in der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts zu einem der wichtigsten Kriterien für eine ‚gute‘ Geldpolitik. Dahinter steht die Überzeugung, dass ein hoher Grad institutioneller Unabhängigkeit gegenüber der Regierung und Preisstabilität miteinander korrelieren, was historisch gut belegt ist.² So soll beispielsweise verhindert werden, dass eine Regierung die Geldpolitik nutzt, um auf Kosten der Preisstabilität eine kurzfristige Konjunkturbelebung hervorzurufen. Der Zentralbank soll es hingegen erleichtert werden, ihren geldpolitischen Kurs langfristig und im Einklang mit ihren Kernaufgaben festzulegen. Zuverlässiges, regelbasiertes Handeln wirkt der Unsicherheit der Marktteilnehmer entgegen und soll somit die wirtschaftliche Entwicklung fördern.³

Des Weiteren wird in der Literatur häufig der vorbildliche Charakter der unabhängigen und sehr auf Preisstabilität bedachten Bundesbank genannt.⁴ Es bestehen allerdings Zweifel, ob sich das Modell der Bundesbank, die ja nur für den Wirtschaftsraum der Bundesrepublik zuständig ist, effektiv auf die europäische Ebene übertragen lässt.⁵ Schon zu Anfängen der Währungsunion sahen manche die Gefahr, dass die EZB, wenn sie dem Modell der Bundesbank folgte, eine niedrige Inflation in Europa nur auf Kosten höherer Arbeitslosigkeit erreichen könne⁶ – eine

¹ Vgl. BIS (2009): S.5, 18ff; Heine, Michael und Hansjörg Herr (2008): S.107; Jobst, Clemens und Stefano Ugolini (2014): S.22ff.

² Vgl. Heine, Michael und Hansjörg Herr (2008): S.45ff.

³ Vgl. Goodfriend, Marvin (2007): S.14f, 29f; James, Harold (2016): S.366; Neumann, Manfred (2004): S.20; Stiglitz, Joseph (1998): „Central Banking in a Democratic Society“. S.220f.

⁴ Vgl. Bofinger, Peter (1994): „Is Europe an optimum currency area?“. S.50.

Über die Geldpolitik in der Sozialen Marktwirtschaft vgl. Eucken, Walter (1952/1990): S.256ff.

⁵ Vgl. Notermanns, Ton (2001): „The Werner Plan as a Blueprint for EMU?“. S.350; Scharpf, Fritz W. (2011): „Monetary Union“. S.173.

⁶ Vgl. Hall, Peter und Robert Franzese, Jr. (1998): „Uneinheitliche Signale“. S.393f; Stiglitz, Joseph (2006): *Making Globalization work*. S.14, 280.

Befürchtung, die durch die schwache konjunkturelle Entwicklung mancher Mitglieder nach der Euro-Einführung bestärkt wurde.¹ Ein unmittelbarer Zusammenhang zwischen Unabhängigkeit und Preisstabilität ist jedenfalls nicht zwingend gegeben und wissenschaftlich umstritten.² Wichtiger als eine formal unabhängige Zentralbank scheinen der gesellschaftliche Kontext und eine ‚Preisstabilitätskultur‘ zu sein. So deuten Untersuchungen auf die Bedeutung der Lohnpolitik und das Gewicht der Sozialpartner hin.³ Ebenfalls zu berücksichtigen sind die Rechenschaftspflicht⁴ und die Sensibilität der Zentralbanker für relevante makroökonomische Fragestellungen.⁵

Historisch ist das Verhältnis zwischen Regierung und Zentralbank häufig ambivalent gewesen. So wurde beispielsweise die *Bank of England* 1694 zwar auf staatliche Initiative hin, aber als private Institution gegründet, ehe sie 1946 von der damaligen Labour-Regierung verstaatlicht wurde. Seitdem bestimmt offiziell das britische Schatzamt die Zielinflationsrate für das Pfund und die Zentralbank muss die Anweisungen der Regierung befolgen.⁶ Dennoch gilt das Pfund als relativ starke Währung. Interessant ist auch das Beispiel der *Federal Reserve*, die zwar aus privaten Strukturen hervorging, aber eine öffentliche Einrichtung ist. Ihr Vorstand wird vom US-Präsidenten und dem Senat ernannt, der Fed-Präsident ist dem Kongress rechenschaftspflichtig.⁷ In ihrem Selbstverständnis ist die *Federal Reserve* unabhängig *innerhalb* der Regierung, aber nicht unabhängig *von* der Regierung („an independent entity within government“).⁸

In der Währungsunion verpflichten sich gemäß Art. 130 AEUV und dem Protokoll Nr. 4 Art. 7 die Organe der EU und die Mitgliedstaaten keinen Einfluss auf die EZB und die nationalen Zentralbanken zu nehmen. Die EZB muss lediglich einen regelmäßigen Bericht vor dem Europäischen Parlament (der vierteljährliche „Währungspolitische Dialog“), der Kommission, dem Ministerrat und dem Europäischen Rat (der Jahresbericht) abgeben.⁹ Die Kehrseite der Unabhängigkeit ist also eine verminderte Kontrollierbarkeit. ‚Frei‘ ist die EZB deshalb aber nicht. Sie ist im Gegenteil an die enggefassten Vorgaben der Europäischen Verträge gebunden. Deren Festlegung auf die Preisstabilität kann zugleich als ein weiterer Riegel vor den Versuch der Einflussnahme der Regierung auf die Geldpolitik verstanden werden.¹⁰

Zugleich ist die EZB wie jede andere Zentralbank durch ihre Aufgaben gebunden. Insbesondere das zweistufige Verfahren der Geldschöpfung impliziert, dass die Zentralbank auf wirtschaftliche Gegebenheiten reagieren muss, die sie mit ihrer Geldpolitik nicht steuern, allenfalls

¹ Vgl. Heine, Michael und Hansjörg Herr (2008): S.60-62.

² Vgl. Gebauer, Wolfgang (2004): S.45.

³ Vgl. Hall, Peter und Robert Franzese, Jr. (1998): S.370f; Notermanns, Ton (2001): S.342ff.

⁴ Von Zentralbanken wird mehr und mehr erwartet, dass sie ihre Ziele offenlegen und ihre Maßnahmen öffentlich erklären. Das ist ein auffälliger Kulturwandel in einer Institution, die traditionell sehr verschwiegen ist. Die Fed unter Alan Greenspan hat erheblich zu diesem Wandel beigetragen. Vgl. BIS (2009): S.5; Goodfriend, Marvin (2007): S.14, 23f; Vredin, Anders (2015): „Inflation targeting and financial stability“. S.4.

⁵ Vgl. Stiglitz, Joseph (1998): S.216ff.

⁶ Vgl. Heine, Michael und Hansjörg Herr (2008): S.59, Beckmann, Martin (2007): S.34.

⁷ Vgl. Mason, Joseph R. (2015): „Overview and Structure of Financial Supervision and Regulation in the US“. S.17; Stiglitz, Joseph (1998): S.222.

⁸ „Who owns the Federal Reserve“. http://www.federalreserve.gov/faqs/about_14986.htm (01.03.2014).

⁹ Vgl. Protokoll Nr. 4 Art. 15 Lissabon-Vertrag; EZB (2011) : S.60f.

¹⁰ Vgl. Vredin, Anders (2015): S.4.

beeinflussen kann. Geldpolitische Entscheidungen werden im Rat der EZB gefällt, der aus dem Direktorium und den Präsidenten der nationalen Zentralbanken besteht. Die Nominierung der EZB-Direktoriums-Mitglieder für den vergleichsweise langen Zeitraum von acht Jahren und das Verbot der Wiederwahl sollen neben der institutionellen Unabhängigkeit auch die personelle Unabhängigkeit sichern.¹ Allerdings steht es den Mitgliedern grundsätzlich frei, nach ihrer Amtszeit ohne Karenz in den privaten Sektor zu wechseln.²

Zusammenfassend ergibt sich für die ‚unabhängige‘ EZB ein Bild, das im Sinne einer kritischen IPÖ als Teil des ‚Neuen Konstitutionalismus‘ interpretiert werden kann (siehe Kap. 2.4.3). Nicht nur schnüren die engen vertraglichen Vorgaben die Entscheidungsspielräume des EZB-Rates ein, vor allem isoliert die supranationale Verfasstheit der EZB sie weitgehend von der demokratischen Willensbildung. Teil IV dieser Arbeit wird vor dem Hintergrund der Finanzkrise auf diese Problematik zurückkommen.

3.3.3 Instrumente der Geldpolitik am Beispiel der EZB

Wie bereits gezeigt wurde, findet Geldschöpfung im Zusammenspiel von Zentralbanken und Geschäftsbanken statt. Der EZB stehen zur Vergabe von Zentralbankkrediten mehrere Typen von Verfahren bzw. *Geschäften* zur Verfügung. Sie lassen sich in Geschäfte auf Initiative der EZB und Geschäfte auf Initiative der Geschäftsbanken unterteilen.³ Daneben sind der *Leitzins* und die *Mindestreserve* die wichtigsten Instrumente ihrer Geldpolitik.

Geschäfte auf Initiative der Zentralbank (Offenmarktgeschäfte)

Auf Initiative der EZB hin können die Geschäftsbanken Zentralbankgeld in *Offenmarktgeschäften* (so genannt, weil sie ursprünglich auf ‚offenen Märkten‘, also Börsen, stattfanden) erhalten. Die EZB bietet befristete und endgültige („outright“) Transaktionen an. Im Normalfall dominieren auf sieben Tage befristete *Hauptfinanzierungsgeschäfte*. Zu diesem Zweck eröffnet die EZB über die nationalen Zentralbanken wöchentlich ein Bieterverfahren, an dem im Schnitt 400-600 der rund 6.000 Kreditinstitute im Euroraum teilnehmen.⁴ Der übliche Modus der Versteigerung wird als *Tenderverfahren* bezeichnet.⁵

Die EZB vergibt Zentralbankgeld indem sie den Geschäftsbanken Kredite gewährt (die mit Wertpapieren besichert werden) oder kauft ihnen Wertpapiere ab. Sie kann auch entscheiden, die Wertpapiere nur befristet ‚anzukaufen‘, sodass die Geschäftsbanken verpflichtet sind, die Papiere – etwa nach einer Woche – zurückzukaufen (sogenannte *Repo*-Geschäfte). Die Zentralbankgeld-Emission kommt insoweit einem Tausch von Wertpapieren gegen Geld gleich. Analog zum Kreditgeschäft zwischen Geschäftsbanken und Nichtbanken wird hier zuerst neues

¹ Vgl. Protokoll Nr. 4 Art. 12 Lissabon-Vertrag; Enderlein, Henrik (2004): *Nationale Wirtschaftspolitik in der europäischen Währungsunion*. S.17; EZB (2011): S.19ff.

² Beispielsweise wurde Axel Weber 2012 Verwaltungsratsvorsitzender der UBS. Jean-Claude Trichet vertrat nach seiner EZB-Präsidentschaft die französischen Aktionäre von EADS und wurde Vorsitzender der Lobbyorganisation BRUEGEL. Vgl. Geuens, Geoffrey (2012): S.47f.

³ Rechtlicher Rahmen ist Protokoll Nr. 4 Art. 18: „Offenmarkt- und Kreditgeschäfte“.

Vgl. EZB (2011): S.112ff; Heine, Michael und Hansjörg Herr (2008): S.68ff.

⁴ Vgl. EZB (2011): S.50.

⁵ Zum Tenderverfahren vgl. Heine, Michael und Hansjörg Herr (2008): S.69.

Zentralbankgeld geschaffen und nach Ablauf des Geschäfts wieder vernichtet. Für Kredite der EZB zahlen die Geschäftsbanken Zinsen zum *Hauptrefinanzierungssatz*.¹

Darüber hinaus kann die EZB längerfristige Refinanzierungsgeschäfte und *Feinststeuerungsoperationen* einsetzen, um bei Bedarf weiteres Zentralbankgeld zu schöpfen oder zurückzunehmen. Das können „sehr kurzfristige Kredite“ oder Transaktionen von Devisen gegen Zentralbankgeld sein.² Die EZB setzte Feinststeuerungsoperationen beispielsweise im Herbst 2001 ein, um das Wirtschaftswachstum nach den Anschlägen in New York wieder zu beleben und in den Jahren der Finanzkrise (siehe Teil IV).³

Geschäfte auf Initiative der Geschäftsbanken (Ständige Fazilitäten)

Darüber hinaus ist die EZB bereit zusätzliche, auf einen Tag befristete Geldgeschäfte mit den Geschäftsbanken abzuschließen, wenn diese auf die Zentralbank zugehen. Diese *ständigen Fazilitäten* bestehen aus der Spitzenrefinanzierungs- und der Einlagefazilität.

Die *Spitzenrefinanzierungsfazilität*: Sofern Geschäftsbanken außerhalb des wöchentlichen Tenderverfahrens Zentralbankgeld aufnehmen müssen, können sie kurzfristig EZB-Kredite zu einem höheren Zinssatz (dem *Spitzenrefinanzierungssatz*) einfordern. Die Zentralbank kann sich entscheiden solche ‚Übernachtungskredite‘ unbegrenzt zu vergeben, um einer Krise vorzubeugen, aber im Gegenzug höhere Anforderungen an die kreditfähigen Sicherheiten stellen.⁴

Die *Einlagefazilität*: Geschäftsbanken können kurzfristig überschüssige Liquidität bis zum nächsten Geschäftstag bei der EZB hinterlegen. Diese Einlage wird von der EZB mit einem Zinssatz (*Einlagesatz*) vergütet, der sehr niedrig angesetzt wird, um den Geschäftsbanken einen Anreiz zu geben, das Geld nach Möglichkeit schnell dem Wirtschaftskreislauf zuzuführen, statt es bei der EZB ‚ruhen‘ zu lassen.⁵

Der Leitzins

Der Leitzins ist in der Regel das wichtigste Steuerungsinstrument einer Zentralbank.⁶ Vom Leitzins hängt die Entwicklung der für die Nichtbanken und den Interbankenhandel relevanten Marktzinsen ab.⁷ Im Fall der EZB ist genaugenommen zwischen drei Leitzinssätzen zu unterscheiden: Dem *Einlagesatz* („deposit facility“), dem *Hauptrefinanzierungssatz* („main refinancing operations“) und dem *Spitzenrefinanzierungssatz* („marginal lending facility“). Die wichtigste Referenz ist der Hauptrefinanzierungssatz, der häufig mit ‚dem‘ Leitzins gleichgesetzt wird.

¹ Vgl. Deutsche Bundesbank (2017a): S.198f.

² Vgl. Deutsche Bundesbank (2017a): S.201.

³ Vgl. Heine, Michael und Hansjörg Herr (2008): S.72f.

⁴ Vgl. Heine, Michael und Hansjörg Herr (2008): S.130.

⁵ Vgl. Heine, Michael und Hansjörg Herr (2008): S.75.

⁶ Vgl. Deutsche Bundesbank (2017b): S.32.

⁷ Die Geschäftsbanken tauschen sich täglich über ihre Zinspolitik aus und vereinbaren auf Grundlage dieser Angaben einen Referenzzinssatz. Dieser wird im Euroraum als *Euribor* bezeichnet wird.

Entsprechend gilt für das britische Pfund der *Libor*.

Vgl. Heine, Michael und Hansjörg Herr (2008): S.74ff.

Tabelle 1: Ausgewählte Leitzinssätze der EZB

	Einlagesatz	Haupt- refinanzierungssatz	Spitzen- refinanzierungssatz
8. Mai 2013	0,00 %	0,50 %	1,00 %
11. Juli 2012	0,00 %	0,75 %	1,50 %
14. Dezember 2011	0,25 %	1,00 %	1,75 %
10. Dezember 2008	2,00 %	2,50 %	3,00 %
15. Oktober 2008	3,25 %	3,75 %	4,25 %
13. Juni 2007	3,00 %	4,00 %	5,00 %
Quelle: Homepage der EZB („Key ECB interest rates“): http://www.ecb.int/stats/monetary/rates/html/index.en.html (20.05.2013).			

Die Mindestreserve

Die Geschäftsbanken sind verpflichtet, eine bestimmte Mindesteinlage auf ihrem Zentralbankkonto zu halten. Die Höhe der Einlage errechnet sich aus den „reservepflichtigen Verbindlichkeiten einer Geschäftsbank“ (Sichtguthaben der Kunden, Schuldverschreibungen von bis zu zwei Jahren und Geldmarktpapiere), die mit dem Mindestreservesatz multipliziert werden.¹ Im Euroraum lag die Mindestreserve lange Zeit bei zwei Prozent, ehe sie Anfang 2012 auf ein Prozent gesenkt wurde. Zum Vergleich: Vor Einführung des Euros betrug der Mindestreservesatz bei der Bundesbank 16 Prozent. In den USA liegt der Satz – je nach Höhe des Transaktionsaufkommens eines Geldinstitutes – bei drei bzw. zehn Prozent. Die Bank of England verlangt überhaupt keine Mindestreserve.²

In einer vom Standortwettbewerb bestimmten Wirtschaft wird auch die Mindestreservpolitik unter dem Aspekt der ‚Wettbewerbsfähigkeit‘ regionaler Finanzplätze betrachtet. Wurden sie in der Mitte des 20. Jahrhunderts noch damit gerechtfertigt, die ‚Geldschöpfungsmacht‘ der Banken zu zügeln,³ werden sie nun als „steuerähnlicher Nachteil im internationalen Wettbewerb der Finanzplätze“ gesehen.⁴ Keine der beiden Sichtweisen wird der Funktion der Mindestreserve vollständig gerecht. Vielmehr ist die Mindestreserve als eine Art ‚Hilfe zur Selbsthilfe‘ zu verstehen. Weil die Geschäftsbanken die Reserve kurzfristig unterschreiten dürfen, können sie unvorhergesehene Schwankungen ihres Liquiditätsbedarfs selbstständig ausgleichen, ohne die Kreditfazilitäten der Zentralbank in Anspruch nehmen zu müssen. Das entlastet die Zentralbank und erspart den Geschäftsbanken den teuren Spitzenrefinanzierungssatz. In

¹ Deutsche Bundesbank (2017a): S.195f; vgl. EZB (2011): S.109ff.

Rechtliche Grundlage ist Protokoll Nr. 4. Art. 19 Lissabon-Vertrag.

² Die Entwicklung der Mindestreserve in den USA: Vor dem Bürgerkrieg: 40 Prozent, 1900: 20 Prozent, 1925: 12 Prozent, 1992: zehn Prozent, 2012: zwischen drei und zehn Prozent.

Vgl. Greenspan, Alan (2008): S.485.

Aktuelle Anforderungen nach Angaben der Federal Reserve („Reserve Requirements“):

<http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/reservereq.htm> (15.01.2013).

³ Vgl. Tobin, James (1963): S.2, 9.

⁴ Gebauer, Wolfgang (2004): S.167.

Großbritannien, wo es keine richtige Mindestreserve gibt, fehlt den Geschäftsbanken hingegen ein wichtiger ‚Liquiditätspuffer‘. Tägliche Interventionen der Bank of England auf dem Geldmarkt sind deshalb erforderlich. Mindestreserven haben also eine stabilisierende Wirkung.¹

3.3.4 Geldpolitische Strategien der Zentralbank

„Es gibt keinen Masterplan und keine noch so ausgefeilte Regel, wie Geldpolitik betrieben werden sollte“.²

Die hier genannten Instrumente der Geldpolitik sind für eine Zentralbank das wichtigste Mittel, um ihren Zielen und Aufgaben nachzugehen. Weder kann sie sich dabei auf ein Instrument allein verlassen, noch einem vorgefertigten ‚Masterplan‘ folgen. Ihr „Instrumenteneinsatz [verläuft daher] mehrgleisig“.³ Insbesondere zwingt die zentrale Rolle der Geschäftsbanken bei der Geldschöpfung die Zentralbank häufig zu einem reaktiven Verhalten. Unter diesem Gesichtspunkt ist die Zentralbank „nur“ eine (von vielen) „Marktteilnehmerinnen“⁴, die sich an das Verhalten der übrigen Akteure anpassen und gegebenenfalls Kompromisse bei der Verfolgung ihrer Ziele eingehen muss.

Der Leitzins gilt bei der Verfolgung dieser Ziele als das bedeutendste und wirksamste geldpolitische Instrument⁵ – auch wenn etwa die keynesianische Ökonomik seit langem feststellt, dass dieses Instrument allein „nicht eine Volkswirtschaft steuern“ kann.⁶ Der Zins ist der Preis des Geldes, bzw. eines Kredites. Durch Vergünstigung oder Verteuerung von Krediten über den (Leit-)Zins versucht die Zentralbank auf die Kreditvergabe und mittelbar auf die Inflation einzuwirken. Dies ist die Strategie der Inflationssteuerung („inflation targeting“).⁷ Gemäß der ‚Taylor Regel‘ soll die Zentralbank dabei tendenziell überproportional („aggressiv“) zur Inflationsentwicklung reagieren, also beispielsweise mit hohen Zinsen, sobald sie eine leichte Überschreitung des Inflationsziels prognostiziert.⁸

Nicht bewährt hat sich hingegen das Modell einer systematischen Geldmengensteuerung durch die Zentralbank – theoretisch soll die Zuwachsrate der Geld- bzw. Kreditmenge, dem Zuwachs der angestrebten Wirtschaftsleistung entsprechen⁹ – wie sie insbesondere von den *Monetaristen* vertreten wurde (siehe Exkurs 2: Monetarismus und Volcker-Schock).¹⁰ Selbst die vielgelobte Bundesbank konnte bei der Verfolgung ihres Geldmengenziels nur eine durchwachsene Bilanz vorweisen. In einem Zeitraum von 24 Jahren (1975-1998) erreichte die Bundesbank nur 13-mal ihr jährliches Ziel.¹¹

¹ Die Mindestreserve muss nur „im Durchschnitt der Erfüllungsperiode erfüllt werden“. In der EWWU beträgt diese in der Regel vier Wochen. Vgl. Heine, Michael und Hansjörg Herr (2008): S.77.

² Heine, Michael und Hansjörg Herr (2008): S.107; vgl. Vredin, Anders (2015): S.6ff.

³ Krüger, Stephan (2012): S.435.

⁴ Heine, Michael und Hansjörg Herr (2008): S.129f.

⁵ Vgl. Vredin, Anders (2015): S.3f.

⁶ Herrmann, Ulrike (2017): S.178.

⁷ Vgl. Gebauer, Wolfgang (2004): S.343.

⁸ Vgl. Goodfriend, Marvin (2007): S.16f, 21; Illing, Gerhard (2011): S.9.

⁹ Vgl. Krüger, Stephan (2012): S.436.

¹⁰ Vgl. Altmann, Jörn (2009): S.195; Goodfriend, Marvin (2007): S.6; Heine, Michael und Hansjörg Herr (2008): S.127.

¹¹ Vgl. Gebauer, Wolfgang (2004): S.335.

Gleichwohl bleibt die Entwicklung der Geldmenge für die Zentralbanken ein relevanter Indikator, ebenso wie der Konjunkturverlauf. Beide Indikatoren finden sich in der *Zwei-Säulen-Strategie* wieder, auf der grundsätzlich die geldpolitischen Entscheidungen der EZB fußen. Diese Strategie umfasst sowohl eine *Wirtschaftsanalyse* (Konjunktur, Zahlungsbilanz, Arbeitsmarkt) als auch eine *Monetäre Analyse* (Geldmengenwachstum und Kreditvergabe).¹ Dabei ist es möglich, dass die Analyse zu widersprüchlichen Ergebnissen führt, wenn etwa die Konjunktur schwächer wird (Deflationsrisiko), die Geldmenge aber stark zunimmt (Inflationsrisiko).²

Hebeleffekt, Search for Yield, Zinsfalle

Hebt die Zentralbank den Leitzins und damit die Refinanzierungskosten der Geschäftsbanken an, so schränkt dies tendenziell die Kreditvergabe ein. Die Zentralbank nimmt also indirekt Einfluss auf die kreditfinanzierten Investitionen der Unternehmen. Dies kann ein Mittel sein, eine überhitzte Konjunktur ‚abzukühlen‘. Gleichzeitig steigern höhere Zinsen die Einkommen aus Geld- und Vermögensanlagen. Die Geldpolitik nimmt also auch Einfluss auf die Einkommensverteilung.³ Die Wirtschaftsgeschichte des 20. Jahrhunderts zeigt allerdings, dass eine restriktive Geldpolitik ernstzunehmende „konjunkturelle Abschwünge einleiten kann“. ⁴ Umgekehrt beleben niedrige Zinsen und hohe Liquidität tendenziell die Wirtschaftstätigkeit. Ein sinkender Leitzins kommt der Kreditnachfrage entgegen und kann diese steigen lassen – vorausgesetzt, die Wirtschaftsakteure haben soviel Zuversicht in den Konjunkturverlauf, dass sie eine Kreditaufnahme für lohnenswert halten. Als Hebel- oder Leverage-Effekt wird bezeichnet, wenn sinkende Fremdkapitalkosten, die Rentabilität des eingesetzten Eigenkapitals steigen lassen.⁵

Teilweise besteht jedoch die Befürchtung, dass bei niedrigen Zinsen auch die Risikobereitschaft im Finanzsektor steigt (Search for Yield).⁶ So stehen seit 2012 regelmäßig Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften in den Schlagzeilen, die ihren Kunden vor der Krise hohe Mindestrenditen oder Gewinnbeteiligungen versprochen hatten, nun aber nicht mehr imstande sind diese mit vergleichsweise defensiven Anlagestrategien zu erwirtschaften.⁷ Die Suche nach höheren (Zins-)Erträgen (‚yield‘), kann Finanzmarktakteure daher zu einem riskanteren Anlageverhalten verführen; wobei den Versicherern regulatorische Grenzen gesetzt sind.⁸

Trotz der Risiken kann grundsätzlich davon ausgegangen werden, dass Zentralbanken weitere Zinssenkungen oder anderweitige Lockerungen der Kreditvergabe in Betracht ziehen, solange nicht die Konjunktur und die Kreditvergabe an produktive Unternehmen im erwünschten Maße anziehen und das Inflationsziel erreicht wird. Als Zins- oder Liquiditätsfalle (Liquidity Trap) wird die Situation bezeichnet, wenn der Leitzins bereits sehr niedrig (oder negativ) ist, aber jede

¹ Das Geldmengenwachstum wird an M3 gemessen.

² Vgl. Gebauer, Wolfgang (2004): S.330f; Heine, Michael und Hansjörg Herr (2008): S.62f, 124.

³ Vgl. Heine, Michael und Hansjörg Herr (2008): S.118ff; Halimi, Serge (2012): S.203.

⁴ Heine, Michael und Hansjörg Herr (2008): S.103; vgl. Abelshauser, Werner (2011): S.306.

⁵ Illing, Gerhard (2011): S.13.

⁶ Die Finanzökonomie spricht in diesem Zusammenhang vom „Risikokanal“ der Geldpolitik.

Vgl. Illing, Gerhard (2011): S.6, 13; Borio, Claudio und Haibin Zhu (2008): „Capital Regulation“. S.8.

⁷ Vgl. Deutsche Bundesbank (2012): *Finanzstabilitätsbericht 2012*. S.42f.

⁸ Vgl. Borio, Claudio und Haibin Zhu (2008): S.9f; Rajan, Raghuram (2005): „Has Financial Development Made the World Riskier?“; Gerhard Illing greift die Positionen der beiden Autoren auf, vgl. Illing, Gerhard (2011): S.13f.

Zinsanhebung droht, die Investitionstätigkeit stillzulegen oder das Finanzsystem in eine Liquiditätskrise zu stürzen. Vor diesem Dilemma steht die japanische Zentralbank bereits seit Ende der neunziger Jahre.¹

3.4 Inflation: Die Entwertung des Geldes im Akkumulationsprozess

Inflation ist „ein Prozess steigender Preise oder, gleichbedeutend, eines stetig fallenden Wertes des Geldes“². Ihre Einhegung, also die Wahrung der Preis- bzw. der Geldwertstabilität, gilt als eine Kernaufgabe moderner Zentralbanken. Insbesondere „führten viele Staaten [ab den achtziger Jahren] konkrete Inflationsziele ein“.³ Dies ist zum einen als Reaktion auf teilweise dramatische oder zumindest beunruhigende Erfahrungen der Geldentwertung im 20. Jahrhundert zu verstehen und zum anderen verknüpft mit einem politökonomischen Paradigmenwechsel, der ‚Neoliberalen Wende‘ (siehe Kap. 5.1).⁴

Dessen ungeachtet hängt der Erfolg einer Währung ohne Frage davon ab, ob ihre Wertaufbewahrungsfunktion erhalten werden kann.⁵ Insbesondere lässt sich die geldvermittelte kapitalistische Produktion bei Verfall der Geldfunktionen nicht auf dem erwarteten Niveau aufrechterhalten. Im Extremfall geht der Wertverfall mit heftigen gesellschaftlichen Verwerfungen einher, wofür nicht nur die deutsche Währungsgeschichte nach dem Ersten Weltkrieg einprägsame Beispiele bietet⁶: Staaten wie Russland, Argentinien oder Simbabwe erlebten in den neunziger Jahren phasenweise Inflationsraten von über hundert, teilweise sogar tausend Prozent im Monat. Zur selben Zeit brach die Produktion ein und schoss die Arbeitslosigkeit in die Höhe, was eine Wechselbeziehung zwischen allgemeiner Wirtschaftskrise und ‚Geldkrise‘ nahelegt – dazu gleich mehr.

In diesen Extremfällen ist es jedenfalls angemessener, statt nur von Inflation von Hyperinflation zu sprechen.⁷ Die Angst vor jeder Inflation und die Vorstellung, dass eine ‚falsche‘ Geldpolitik – wie die unkontrollierte Geldvermehrung aus der Druckerpresse – alle Vermögen zunichtemacht, dominiert gleichwohl viele wirtschaftlich interessierte und sogar wissenschaftliche Annäherungen an das Phänomen ‚Geld‘ – insbesondere in Deutschland.⁸ Tatsächlich gipfelt nicht jede Geldmengen- oder Preissteigerung automatisch in einem „hyper-inflationären Feuersturm“, wie es beispielsweise Alan Greenspan suggeriert.⁹ Im Gegenteil hat sich eine moderate Inflation geradezu als ein Korrelat guter Konjunktur erwiesen. Die moderne Geldschöpfung ermöglicht erst eine wirtschaftliche Aktivität auf dem Niveau, wie es in

¹ Vgl. Collignon, Stefan (2012a): „Unconventional Monetary Policy Measures“. S.10f; Heine, Michael und Hansjörg Herr (2008): S.130; Krugman, Paul et al. (2012): *International Economics*. S.151ff, 452.

² Hajo Riese, zitiert in: Krüger, Stephan (2012): S.349.

³ Vredin, Anders (2015): S.4ff; vgl. Goodfriend, Marvin (2007): S.15f.

⁴ Insbesondere erklärten die Monetaristen die absolute Geldwertstabilität zum obersten Ziel der Wirtschaftspolitik.

Vgl. Altmann, Jörn (2009): S.193; Gebauer, Wolfgang (2004): S.329; Reiche, Jochen (1976): „Zur Kritik bürgerlicher Inflationstheorien“. S.100f.

⁵ Vgl. Goodfriend, Marvin (2007): S.15f; Gebauer, Wolfgang (2004): S.26.

⁶ Rödel, Ulrich und Volkhard Brandes (1976): „Inflation – Die historische Perspektive“. S.49ff.

⁷ Vgl. Altmann, Jörn (2009): S.109f.

⁸ Vgl. Abelshauser, Werner (2011): S.46 („Weltkriege, Inflation, Massenarbeitslosigkeit und Weltwirtschaftskrise [...] bilden ein spezifisch deutsches Amalgam“); Galbraith, John (1994): S.38.

⁹ Greenspan, Alan (2008): S.340 („hyperinflationary firestorm“).

industrialisierten Staaten allgemein erwartet wird, und das Versprechen, durch Investitionen in den Betrieb höhere Preise zu erzielen, ist eine wesentliche Motivation unternehmerischer Tätigkeit.

3.4.1 Wie ist Inflation zu erklären?

Im historischen Vergleich lässt sich beobachten, dass Inflation in vorkapitalistischen Zeiten bis in die frühe Neuzeit meist auf Naturkatastrophen und Ernteaussfällen zurückzuführen war, „die zu Warenknappheit und damit Preisanstiegen führten“, oder durch eine politisch gewollte Aufblähung der Geldmenge zum Zweck der Kriegsfinanzierung begründet war.¹ Mit dem Einsetzen des industriellen Kapitalismus nimmt Inflation hingegen einen „periodischen Charakter“ an und wird „zu einem Moment des Konjunkturzyklus“. Sie kommt dann also nicht mehr ‚von außen‘, sondern ist aus der Ökonomie selbst zu erklären.

„Im Konjunkturaufschwung stiegen die Preise regelmäßig stark an, insbesondere aber in der spekulativ überhöhten Endphase des Booms, während es in der Depression regelmäßig zu starken Preiseinbrüchen kam“²

– so beschreiben Ulrich Rödel und Volkhard Brandes die Inflation im 19. Jahrhundert. Die bürgerliche Ökonomik entwickelte vor diesem Hintergrund die ‚Quantitätstheorie‘, welche die Geldmenge und Umlaufgeschwindigkeit als bestimmende Faktoren ausmachte.³ Die ‚Fishersche Verkehrsgleichung‘ setzt beide Faktoren in Relation zur Wirtschaftsleistung. Im einfachsten Fall ließe sich Inflation demnach dadurch erklären, dass sich die im Umlauf befindliche Geldmenge und die Wirtschaftsleistung nicht im Gleichklang entwickelt haben.⁴ Der relative Geldüberhang wird dann über höhere Preise abgeschöpft. Ein Geldmengenwachstum führt aber nicht zwangsläufig zu mehr Inflation, denn entscheidend ist immer, dass das Zentralbankgeld in den Umlauf kommt und dass die Unternehmen höhere Preise durchsetzen können.⁵

Die Quantitätstheorie ist insoweit schlüssig, als Geld einen Anspruch auf ökonomische Werte repräsentiert, das Geldmengenwachstum also in einem gewissen Verhältnis zur Wertschöpfung stehen muss. Sie hat allerdings einen eher beschreibenden als erklärenden Charakter. Ein zweiter ‚(neo-)klassischer‘ Ansatz, der vor dem Hintergrund der Stagflation der 1970er Jahre entwickelt wurde, „[führt] die Inflation auf soziostrukturelle Faktoren“ zurück.⁶ Demnach hätten insbesondere überhöhte Lohnforderungen eine fatale ‚Lohn-Preis-Spirale‘ ausgelöst. Dieser Erklärungsansatz läuft jedoch wieder Gefahr, Inflation auf eine Ursache zurückzuführen, die, erstens, zeitgebunden ist (am Ende hätte jedes Inflationsereignis seine eigene ‚Theorie‘) und zweitens, augenscheinlich wie eine Naturkatastrophe von außen, von der (Lohn-)Politik in eine ansonsten stabile Wirtschaft hineinwirkt.

¹ Rödel, Ulrich und Volkhard Brandes (1976): S.30.

² Rödel, Ulrich und Volkhard Brandes (1976): S.30f.

³ Vgl. Reiche, Jochen (1976): S.71.

⁴ Die Inflationsgleichung nach Irving Fisher: $X \cdot P = M \cdot U$. (X ist die Gütermenge, P das Preisniveau, M die Geldmenge und U die Umlaufgeschwindigkeit). Vgl. Altmann, Jörn (2009): S.106. Hierzu kritisch: Heine, Michael und Hansjörg Herr (2008): S.83ff, 132f.

⁵ Vgl. Illing, Gerhard (2011): S.33.

⁶ Reiche, Jochen (1976): S.74.

Im Sinne einer kritischen Politischen Ökonomie ist das ökonomische Problem, welches die Inflation unbestritten birgt, jedoch im gesamtwirtschaftlichen Zusammenhang zu betrachten. So besteht auch die Möglichkeit Gemeinsamkeiten zwischen unterschiedlichen Inflationsereignissen zu identifizieren.¹ Typischerweise bieten in einer Phase des konjunkturellen Aufschwungs die zwangsläufig auftretenden – meist vorübergehenden – Kapazitäts- und Versorgungsengpässe „Chancen für Preiserhöhungen“.² Dass diese Chancen realisiert werden können, der Warenanbieter es sich also tatsächlich erlauben kann von seinen Kunden einen höheren Preis zu verlangen, zeigt im Übrigen, dass Inflation soweit ein Erfolgsmerkmal ist.³ Ist jedoch ein Punkt der Überproduktion erreicht, so kehrt sich der Prozess grundsätzlich um – allerdings mit der Einschränkung, dass die Preise nicht so einfach gesenkt werden können, wie sie angehoben wurden. Zwischenzeitlich getätigte Investitionen oder zugestandene Lohnerhöhungen lassen sich nicht ohne weiteres ‚rückabwickeln‘. Das obenstehende Zitat von Rödel und Brandes ist daher mit Blick auf das 20. und frühe 21. Jahrhundert einzuschränken: Im Konjunkturaufschwung können die Preise ansteigen, anschließend gehen sie aber in der Regel nicht mehr im gleichen Maße zurück – es bildet sich ein Inflationssockel.

Deflation

Die beobachtbare Korrelation von Geldmengen- und Preisanstieg legt auf den ersten Blick nahe, dass eine restriktive Geldpolitik die Geldmenge einschränken und dadurch die Preise auf ihr vermeintlich natürliches Niveau zurückführen könnte. Der Versuch, auf diese Art den Verfall des Geldwertes radikal zu unterbinden oder sogar rückgängig zu machen, hat sich aber bereits mehrfach als fatal erwiesen. Wird ein wachstumsorientiertes System „monetär stranguliert“⁴, so erlahmt die Akkumulation. Die monetäre Stabilität geht also auf Kosten des Wirtschaftswachstums.⁵ Klassische Negativbeispiele sind die Brüningssche Deflationspolitik in Deutschland und der ‚Volcker-Schock‘ in den USA (siehe Exkurs 2: Monetarismus und Volcker-Schock).⁶ Manche Ökonomen weisen darauf hin, dass auch die Anti-Inflationspolitik der EZB in den Jahren vor der Finanzkrise der Konjunktur in Teilen der Währungsunion geschadet hat.⁷ Vielen steht außerdem die wirtschaftliche Stagnation Japans als warnendes Beispiel vor Augen, obgleich die japanische Zentralbank keineswegs eine dezidiert anti-inflationäre Geldpolitik betreibt.⁸

¹ Vgl. Reiche, Jochen (1976): S.75-78.

² Rödel, Ulrich und Volkhard Brandes (1976): S.44; vgl. Schürz, Martin (2003): S.52.

³ Vgl. Krüger, Stephan (2012): S.390, 395.

Der Umkehrschluss, dass jede Inflation zu mehr Wirtschaftswachstum oder mehr Beschäftigung führt, lässt sich daraus allerdings nicht ziehen. Das berühmte Diktum Helmut Schmidts, die Deutschen könnten ‚fünf Prozent Preisanstieg eher vertragen, als fünf Prozent Arbeitslosigkeit‘, ist insofern nicht falsch, verführt aber zu Fehlinterpretationen. Der Preisanstieg ist keine Garantie für weniger Arbeitslosigkeit. Die ‚Phillipskurve‘, die einen unmittelbaren Zusammenhang zwischen Geldmenge bzw. Inflation und Beschäftigungszahlen nahelegt, hat sich nur in Einzelfällen bestätigt.

Vgl. Goodfriend, Marvin (2007): S.4; Samuelson, Paul und William Nordhaus (2005): S.587.

⁴ Reiche, Jochen (1976): S.100.

⁵ Vgl. Rodrik, Dani (2012): S.40ff (Rodrik beruft sich an dieser Stelle auf Keynes); Notermanns, Ton (2001): S.345ff; Stiglitz, Joseph (1998): S.211ff.

⁶ Vgl. Harvey, David (2007): S.23ff.

⁷ Vgl. Heine, Michael und Hansjörg Herr (2008): S.185; Stiglitz, Joseph (2006): S.280.

⁸ Vgl. FAZ (2012e): „Amerika und Europa nähern sich Japan an“ (Richard Koo im Gespräch); Krugman, Paul, Obstfeld, Maurice und Marc Melitz (2012): S.452.

Die Deflation – ein kontinuierliches Absinken des allgemeinen Preisniveaus – belastet unter anderem die Umsätze und Gewinnaussichten von Unternehmen, die deshalb vor Investitionen und Personaleinstellungen zurückschrecken. Zugleich steigt die reale, also inflationsbereinigte Schuldenlast (siehe Kap. 3.2.2). Allenfalls die Gläubiger können als Gewinner einer Deflation gelten, vorausgesetzt es kommt nicht zum Zahlungsausfall.¹ Interessanterweise lässt sich seit den neunziger Jahren ein weltweiter Abwärtstrend der Inflationsraten ausmachen.² In welchem Maße dieses Phänomen auf die gezielt anti-inflationäre Geldpolitik oder auf einen übergreifenden ‚säkularen‘ Trend zurückgeführt werden kann, ist umstritten.

3.4.2 Zentralbanken und Inflation

Wie bereits gezeigt wurde, hat sich die Wahrung der Preisstabilität in den letzten Jahrzehnten zu einem der wichtigsten geldpolitischen Ziele von Zentralbanken entwickelt. Dies gilt insbesondere für die Europäische Zentralbank und den Art. 127 AEUV: „Das vorrangige Ziel des ESZB ist es, die Preisstabilität zu gewährleisten“. Damit ist freilich noch keine quantitative Definition gegeben. Sie fehlt im Vertragstext und wird erst durch die Statuten der EZB präzisiert. Demnach ist im Euroraum eine Inflation von mittelfristig knapp unter zwei Prozent das Ziel – nicht mehr, aber auch nicht viel weniger („below, but close to, 2 %“).³ Die Zielsetzung gilt über den Zeitraum eines Jahres, da davon ausgegangen wird, dass die Geldpolitik die Preisentwicklung nicht kurzfristig steuern kann und dies auch nicht anstreben sollte.⁴ Mit ihrer ausgesprochen strengen Maßgabe ist die EZB ein Sonderfall, folgt aber einem weltweiten Trend⁵ und reiht sich in die Tradition der angesehenen Bundesbank ein.⁶ In den USA, wo es keine entsprechende Festlegung gibt, hält die Fed – gemessen an den Ergebnissen der Vorkrisenjahre – offenbar eine Inflationsrate zwischen zweieinhalb und drei Prozent für angemessen (siehe Tabelle 5: Inflation, im Anhang).⁷

Indem die Zentralbank eine positive Teuerungsrate explizit zulässt, eröffnet sie der wirtschaftlichen Entwicklung einen Wachstumsspielraum und schafft zugleich einen Puffer, der vor einer Deflationsspirale schützen kann. Das Inflationsziel hat daher eine Stabilisierungsfunktion.⁸ Zudem tendiert „der gemessene Index [dazu] die tatsächliche Preisentwicklung [zu] überzeichne[n]“, so dass bei einem Index-Wert von knapp über null Prozent bereits von einer Deflation auszugehen wäre.⁹ Weicht die prognostizierte Inflationsrate vom in Übereinstimmung mit der wirtschaftlichen Entwicklung angestrebten Ziel ab, kann die Zentralbank durch eine Anpassung des Leitzinses reagieren.

¹ Vgl. Herrmann, Ulrike (2017): S.175.

² Vgl. Vredin, Anders (2015): S.13.

³ Bei der Einführung des Euros lautete die EZB-Definition von Preisstabilität lediglich, dass die Inflation (beliebig tief) „unter zwei Prozent gegenüber dem Vorjahr“ bleiben müsse. Unter dem Eindruck der konjunkturellen Talfahrt und deflationärer Entwicklungen, die unter anderem Deutschland in den Jahren 2000 bis 2003 erlebte, hat der EZB-Rat im Mai 2003 das Inflationsziel neu formuliert.

Vgl. EZB (2011): S.69; Heine, Michael und Hansjörg Herr (2008): S.60-62.

⁴ Vgl. EZB Jahresbericht 2004, zitiert in: Gebauer, Wolfgang (2004): S.329.

⁵ Vgl. Bank for International Settlements (2009): „Issues in the Governance of Central Banks“. S.7.

⁶ Vgl. Bofinger, Peter (1994): S.50, 55f; Flassbeck, Heiner und Costas Lapavistas (2013): *The Systemic Crisis of the Euro*. S.6.

⁷ Vgl. Heine, Michael und Hansjörg Herr (2008): S.107; Schürz, Martin (2003): S.52.

⁸ Vgl. Krüger, Stephan (2012): S.189.

⁹ Gebauer, Wolfgang (2004): S.329.

Da sich das Inflationsziel der EZB auf den Euroraum als Ganzes bezieht, sind Zielabweichungen in einzelnen Ländern kein Widerspruch. So herrschten nach der Euro-Einführung in Deutschland im Verhältnis sowohl zum Inflationsziel als auch zum Euroraum-Durchschnitt sehr niedrige Raten vor (2002: 1,3 Prozent) während gleichzeitig Irland (4,7 Prozent) und Griechenland (4 Prozent) eine deutlich höhere Inflation verzeichneten.¹ Geldpolitisch war das eine ungünstige Situation, weil beide Seiten einen kritischen Wert aufwiesen (stark deflationäre bzw. inflationäre Tendenzen), den die EZB nicht einfach über den gemeinsamen Leitzins beeinflussen konnte („one size fits all-Politik“).² Zugunsten der gemeinschaftlichen Geldpolitik ist aber ebenfalls zu sagen, dass die Inflationsraten insgesamt seit der Einführung des Euros konvergieren.³

Verbraucherpreisindizes und Spekulationsblasen

Zur Messung der Inflation behelfen sich die Statistikämter mit einem Preisindex oder Warenkorb, durch den die Preisentwicklung ausgewählter und repräsentativer Güter und Dienstleistungen stellvertretend für die gesamte Wirtschaft beobachtet wird. „Der Wert des Geldes wird somit gemessen an der Menge der Waren und Dienstleistungen (Gütermenge), die man mit einer Geldeinheit bei den herrschenden Preisen (Preisniveau) erwerben kann“.⁴ Aus der durchschnittlichen Veränderung des Preisniveaus ergibt sich die Inflationsrate. Auf diese Art verfahren auch die EZB und das Statistische Amt der Europäischen Union, welches den europäischen Preisindex (*Harmonised Index of Consumer Prices*, HICP) veröffentlicht.⁵

Die Schwerpunktsetzung des Indexes auf den Preisen von typischen Verbrauchsgütern hat sich bisher als praktikabelste Lösung erwiesen, vernachlässigt allerdings tendenziell die Vermögenspreisentwicklung.⁶ Daher finden die periodischen Anstiege bestimmter Güterpreise bzw. Vermögenswerte wie z.B. Rohstoffe, Aktien oder Immobilien keinen unmittelbaren Niederschlag in den allgemeinen Verbraucherpreisindizes. Extreme Preisbewegungen in einem ‚aufgeblähten‘ Marktsegment können jedoch auf das gesamte Wirtschaftssystem übergreifen (Übertragungs- oder Spillover-Effekt) und – wenn die Blase platzt – in eine allgemeine Krise führen.⁷ Historisch betrachtet erweisen sich solche Blasen als die Folgeerscheinung einer forcierten Geldmengenausweitung (gemessen an der Geldmenge M3) oder der Deregulierung von Finanzmärkten.⁸

¹ Heine, Michael und Hansjörg Herr (2008): S.175.

² Vgl. Enderlein, Henrik (2004): S.17; Heine, Michael und Hansjörg Herr (2008): S.176f.

³ Zudem lag die durchschnittliche Inflationsrate während der ersten Dekade nach Einführung des Euros mit 2,1 Prozent dicht am Zwei-Prozent-Ziel. Demgegenüber verzeichnete die D-Mark „über ihre gesamte Lebensspanne eine jahresdurchschnittliche Inflation von drei Prozent“. Abelshauser, Werner (2011): S.276.

⁴ Gebauer, Wolfgang (2004): S.26f; vgl. Samuelson, Paul und William Nordhaus (2005): S.624.

⁵ Vgl. EZB (2011): S.70.

⁶ Vgl. Vredin, Anders (2015): S.6ff.

⁷ Vgl. Camerer, Colin (1989): „Bubbles and Fads in Asset Prices“. S.3ff (Camerer nimmt an dieser Stelle Bezug auf die Forschung von Olivier Blanchard).

⁸ Vgl. Allen, Franklin und Douglas Gale (2000): S.236ff; Reinhart, Carmen und Kenneth Rogoff (2009): S.157ff.

Obwohl grundsätzlich Einigkeit darüber besteht, dass Zentralbanken für die Einhaltung der Preisstabilität verantwortlich sind und zur Stabilität des Finanzsektors zumindest beitragen sollen, besteht innerhalb der Wirtschaftswissenschaften kein Konsens darüber, wie der Bildung von Spekulationsblasen zu begegnen ist. Zu beachten ist abermals, dass die Geldschöpfung und Kreditallokation nicht nur in der Hand der Zentralbank, sondern auch der Geschäftsbanken liegt. Das in den zwei Jahrzehnten vor der Krise bestimmende geldpolitische Paradigma wurde in dieser Hinsicht wesentlich von der vorherrschenden Meinung in den USA und der Geldpolitik der Fed bestimmt.¹ Die „wohlwollende Vernachlässigung“² der Preisentwicklung von Vermögenswerten wie Aktien oder Immobilien durch die Fed wurde geradezu als Beleg für eine erfolgreiche Geldpolitik gedeutet, die – ganz liberal – auf die ‚Selbstregulierung‘ der Märkte vertraut (siehe Kap. 5.2).³ Die jüngste Finanzkrise zeigte die Schwächen dieser Geldpolitik auf.

¹ Als Vorsitzender der Fed (1987-2006) hat Greenspan die Geldpolitik entsprechend gestaltet. Sein Nachfolger Ben Bernanke, lieferte – bis 2002 als Wirtschaftsprofessor in Princeton – die wissenschaftlichen Grundlagen für diese Politik. Vgl. Illing, Gerhard (2011): S.9f. Über Spekulationsblasen vgl. Bernanke, Ben und Mark Gertler (1999): „Monetary Policy and Asset Price Volatility“. S.17ff.

² Illing, Gerhard (2011): S.8.

³ Vgl. Schürz, Martin (2003): S.55ff; Stiglitz, Joseph (2009): S.2f.