

## Europäische Zentralbank: Kein Kurswechsel in der Geldpolitik

27. NOV 2017 | MICHAEL WENDL

Über die Geldpolitik der großen Zentralbanken wird auch unter Ökonomen heftig gestritten. Dabei ist vielen nicht klar, wie die makroökonomischen Zusammenhänge von der Geldschöpfung durch Zentralbank und Geschäftsbanken bis zur versuchten Steuerung der Inflation zusammenwirken.

Die Entscheidung der EZB vom 26. Oktober 2017 markiert keine Trendwende in der expansiven Geldpolitik dieser Zentralbank. Einmal bleibt der Leitzins, zu dem Kredite an die Geschäftsbanken vergeben werden, bei 0 Prozent. Zweitens wird das Programm des Aufkaufs von Staatsanleihen und gegebenenfalls auch Unternehmensanleihen auf den so genannten Sekundärmärkten fortgesetzt, mindestens bis zum September 2018. Der direkte Kauf von Staatsanleihen ist der EZB durch europäisches Recht untersagt. Deshalb kauft es sie auf dem Markt, auf dem Staatsanleihen gehandelt werden, den Banken ab, die Staatsanleihen gekauft haben. Wenn nach dem September 2018 weitere Käufe erforderlich sind, werden sie getätigt werden. Es ändert sich ab dem Januar 2018 nur das Volumen der Käufe, es wird von 60 Mrd. Euro pro Monat auf 30 Mrd. Euro verringert. Die EZB setzt also ihre Geldpolitik eines „Quantitative Easing“ nur wenig verändert fort.

Der Kauf von Staatsanleihen zielt zunächst auf den Effekt, dass die Zinsen für künftige Staatsanleihen in der Eurozone niedrig bleiben. Wenn mit Staatsanleihen gehandelt wird, sinken die Kurse der Staatsanleihen der hoch verschuldeten Krisenländer. Hier gibt es ein Risiko, dass es zu einem Schuldenschnitt und damit zu Verlusten der Gläubiger von Staatsanleihen kommt. Wenn die Kurse sinken, steigen die Renditen festverzinslicher Wertpapiere. Sinkt der Kurs von 100 auf 90 bei einem Zins von 3 Prozent, so steigt die Rendite auf 3,33 Prozent. Zukünftige Staatsanleihen werden daher nur bei einem höheren Zins gekauft. Damit stabilisiert die EZB durch Käufe von Staatsanleihen das Zinsniveau der Staatsanleihen der Krisenländer. Zugleich werden Staatsanleihen aus dem Markt genommen und dadurch sinkende Kurse dieser Anleihen ausgeschaltet. Durch diese Käufe erhöht sich die Bilanzsumme der EZB entsprechend. Das stellt kein Risiko dar. Eine Zentralbank kann nicht insolvent werden, weil sie die Möglichkeit hat, selbst Geld herzustellen. In diesen Prozessen der Geldschöpfung ist Geld „endogen“. Es entsteht aus der Nachfrage nach Krediten und Bargeld, die über die Kreditvergabe der Geschäftsbanken vermittelt wird. Die Zentralbank schafft mit ihrer Geldpolitik den institutionellen Rahmen, in dem diese Geldschöpfung durch die Vergabe von Krediten reibungsarm funktionieren kann.

Der zweite Effekt besteht darin, dass die EZB mit diesen Käufen den Geschäftsbanken Zentralbankgeld auf die Konten dieser Banken bei der EZB überweist. Um das zu verstehen, müssen wir wissen, dass die Geschäftsbanken durch die Kreditvergabe an Privathaushalte und Unternehmen so genannten Giralgeld- und Buchgeld schöpfen, in dem sie den Kreditnehmern diesen Kredit auf ihrem Konto gutschreiben. Dieser Kredit kommt entgegen den üblichen Vorurteilen nicht aus den Einlagen der Sparer. Die Geschäftsbanken sind keine „Intermediäre“, die Ersparnisse als Kredite vergeben, sondern sie schöpfen Kredit und damit Giralgeld „aus dem Nichts“, wie das der Ökonom Joseph Schumpeter bereits 1911 festgestellt hatte. Die Geschäftsbanken benötigen aber Zentralbankgeld: einmal, um Bargeld auszurechnen, zum anderen für die Mindestreserven, die sie für jeden ausgereichten Kredit bei der Zentralbank hinterlegen müssen. Auch der Geldverkehr unter den Geschäftsbanken selbst findet mit Zentralbankgeld statt. Die Geschäftsbanken brauchen daher, um Kredite mit Giralgeld schöpfen zu können, in ausreichendem Maß Zentralbankgeld. Dafür zu sorgen ist Aufgabe der Zentralbank in ihrer Funktion als Kreditgeber der letzten Instanz („Lender of last Resort“). Zusätzliches Zentralbankgeld bekommen sie jetzt durch die Verkäufe von Staats- und Unternehmensanleihen an die EZB. Dadurch sollen die Geschäftsbanken motiviert werden, mehr Kredite zu schöpfen und zu vergeben. Mit der Erhöhung des Zentralbankgelds steigt auch die so genannte Geldbasis (M 0), die zusammen mit der Schöpfung von Giralgeld durch die Geschäftsbanken die gesamte Geldmenge (M1-M3) bildet. Theoretisch kann dieses Verständnis der Rolle von Geld und Kredit dem keynesianischen Leitbild von Geldpolitik zugeordnet werden. Hier dient die Funktion des Lender of last Resort auch für die Kredite an Staaten, auch wenn das nur indirekt erfolgt.

*Staatsanleihen und die Geldpolitik der EZB*

*Das Bundesministerium für Wirtschaft verkauft über die Bundesfinanzagentur Staatsanleihen an*

ausgewählte Geschäftsbanken ( $x$  Laufzeit bis zur Tilgung,  $y$  Zinshöhe = Kupon). Die Banken geben diese Kredite durch Giralgeldschöpfung an den Staat (wie bei anderen Krediten auch).

Die Banken leihen sich Zentralbankgeld bei der Zentralbank (hier: EZB) und hinterlegen als Sicherheiten Staatsanleihen. Diese Zentralbankgeld wird den Reservekonten der Banken bei der Zentralbank gutgeschrieben. Auf diesen Konten hinterlegen die Banken auch die Mindestreserve (1 Prozent) für ausgereichte Kredite, die sie als Giralgeld geschöpft haben.

Faktisch finanziert damit die Zentralbank die Staaten. Sie macht das nicht direkt, sondern über den Umweg über die Banken, die daran verdienen. Eine direkte Staatsfinanzierung ist der EZB durch europäisches Recht verboten. Die Banken handeln mit den Staatsanleihen an der Börse und veräußern diese zum Teil weiter.

Wenn die Staatsanleihen an der Börse gehandelt werden, steigen oder fallen ihre Kurse. Steigende Kurse bedeuten eine sinkende Rendite, sinkende Kurse eine steigende Rendite.

Wenn die Zentralbank die Staatsanleihen hoch verschuldeter Staaten kauft, dann verhindert sie damit weiter sinkende Kurse und zugleich steigende Renditen (die neue Staatsanleihen durch höhere Zinsen teurer machen). Die Zentralbank kauft auf dem Sekundärmarkt, weil ihr der Primärmarkt – der direkte Kauf von Staatsanleihen – rechtlich nicht möglich ist.

Dieser Kauf von Staatsanleihen hat drei Effekte:

- 1. Das Zinsniveau von Staatsanleihen wird niedrig gehalten, was den hoch verschuldeten Staaten hilft.
- 2. Die Banken bekommen den Kaufpreis auf ihren Reservekonten gutgeschrieben und verfügen damit über mehr Zentralbankgeld (Geldbasis oder Geldmenge 0). Das macht es ihnen möglich, durch Giralgeldschöpfung mehr Kredite zu vergeben. Allerdings erfordert das eine höhere Nachfrage von nicht-finanziellen Unternehmen und Privathaushalten nach Krediten.
- 3. Die Bilanzsumme der Zentralbank verlängert sich.

Ob die erhöhte Geldbasis  $M 0$  in vollem Umfang in die Zirkulation von Geld und Waren geht ist offen. Gegenwärtig ist das nicht der Fall, weil die Fiskalpolitik diese expansive Geldpolitik nicht unterstützt.

### **Die Erfolge der expansiven Geldpolitik**

Mit dieser Geldpolitik einer Kombination von niedrigsten Zinsen und der Ausweitung der Geldmenge wird versucht, einmal das Abgleiten der europäischen Wirtschaft in eine Deflation und damit in eine schwere Wirtschaftskrise und in der Folge in eine lang dauernde Depression zu verhindern. Zum anderen werden die hoch verschuldeten Euro-Länder durch niedrige Zinsen für ihre Staatsanleihen zahlungs- und damit politisch handlungsfähig gehalten. Geldpolitisch ist die aktuelle Entscheidung der EZB rational. Die wirtschaftliche Entwicklung hat sich einigermaßen erholt. Das Volumen der Anleihekäufe kann verringert, bei Bedarf aber auch wieder erhöht werden.

Gemessen an diesen Zielen war die expansive Geldpolitik der EZB erfolgreich. Sie hat den durchaus möglichen Zusammenbruch der Währungsunion in Folge einer Deflation verhindert und zugleich einen – wenn auch schwachen – Wirtschaftsaufschwung nach 2013 möglich gemacht. In den exportorientierten Ländern, die eine Strategie des Handelsmerkantilismus verfolgen, war das Wachstum größer, weil diese Strategie nur auf Kosten der binnenmarkt- oder importgetriebenen nationalen Ökonomien erfolgreich sein kann.

### **Die Kritik an der Geldpolitik**

Andererseits bringt diese Geldpolitik auch Risiken mit sich. Durch die Verbilligung der Kredite erfolgt die Kapitalanlage zunehmend über Käufe von Aktien. Dadurch werden die Kurse auf den Aktienmärkten in die Höhe getrieben. Die Nachfrage nach Immobilien und damit auch die Preise von Immobilien steigen, was in der Folge auch zu steigenden Mieten führt. Die eigentliche Ursache für diese Prozesse liegt aber nicht in der Geldpolitik, sondern im Versagen der Fiskalpolitik. Nach der schweren Finanzmarktkrise 2008/09 war die Fiskalpolitik nur kurzfristig expansiv ausgerichtet und auch wirksam. Zusammen mit der damals schon expansiven Geldpolitik der EZB und der anderen großen Zentralbanken hat sie den Übergang in eine schwere wirtschaftliche Depression verhindert. Aber bereits 2011 hat die Fiskalpolitik auch durch die Einführung von Schuldenbremsen wieder

dämpfend auf die wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum und Europa gewirkt. Dadurch wurde die Aufgabe der Konjunkturstabilisierung einseitig der EZB zugewiesen. Diese hat das dann wahrgenommen, weil anders der Euro nicht zu gewährleisten war.

Eine weitere Kritik an der expansiven Geldpolitik sagt, dass die Senkung der Zinsen die wirtschaftliche Ungleichheit verstärke, weil die Reichen zunehmend dazu übergehen, ihr Geldkapital in Aktien und Vermögen anzulegen, was die Preise an der Börse und auf dem Immobilienmarkt in die Höhe treibe und dadurch die Reichen reicher gemacht werden. Grundsätzlich gilt zunächst: Eine Politik der niedrigen Zinsen entlastet die Schuldner und verringert die Renditen der Gläubiger. Das heißt, dass die unteren 40 Prozent der Haushalte nicht belastet, sondern teilweise entlastet werden. Die Geldanlage der Reichen treibt die Kurswerte. Kurswerte von Aktien und Marktpreise von Immobilien drücken aber nicht den realen Wert dieser Anlagen aus, insbesondere die Aktienkurse sind deutlich höher als die ihnen unterliegenden fundamentalen realwirtschaftlichen Daten.

## **Die Kritiker**

In der Kritik an der EZB und ihren Entscheidungen treffen sich unterschiedliche Strömungen. Das sind einmal die deutschen Ordoliberalen, darunter die deutsche Bundesbank und die konservativen und wirtschaftsliberalen Parteien. Ihnen passt diese expansive Geldpolitik nicht, weil sie einem anderen Ideal von Geldpolitik folgen. Sie wollen eine stabilitätsorientierte Geldpolitik mit relativ hohen Zinsen, einer Erschwerung der Staatsverschuldung und in der Folge deren deutlichen Rückgang. Diese stabilitätsorientierte Geldpolitik stimmt in den Grundzügen mit der regelgebundenen Geldpolitik des Monetarismus überein, weil es beiden Idealtypen um die Bekämpfung der Tendenz zur Inflation geht. Die Ordoliberalen folgen aber, anders als der Monetarismus, keinem theoretisch begründeten Konzept, sondern ökonomischen Tugendregeln, wie der Einheit von Risiko und Haftung. Deshalb fordern sie auch eine Insolvenzordnung für Staaten, weil eine drohende Zahlungsunfähigkeit von Staaten in der Folge einer Insolvenz mit einem Schuldenschnitt verbunden sein kann. Das führt wieder zu einem Risikozuschlag auf die Zinsen für Staatsanleihen. Das bedeutet, dass hoch verschuldete Staaten sich auf den Finanzmärkten durch die Ausgabe von Staatsanleihen nicht mehr finanzieren können. In diesem Fall müssen diese Staaten unter den Schutzschirm des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM). Damit werden sie zu so genannten Strukturreformen, also zu Lohnsenkungen und zur Verringerung von Sozialausgaben gezwungen.

Vereinfacht gesagt werden hier die Grundsätze eines solide finanzierten Privathaushalts auf die Geldpolitik einer Währungsunion übertragen. Das führt dazu, dass eine restriktive Geldpolitik, die Kreditvergaben und auf der Gegenseite Verschuldungen erschwert, gefordert wird. Hinter dieser Sicht steht eine andere, primitive Sicht von der Rolle des Geldes in einer kapitalistischen Gesellschaft. In dieser schafft die Zentralbank Geld und gibt es von außen, also „exogen“ in den Wirtschaftskreislauf ein. Wenn diese Geldmenge knapp ist, bleiben die Preise stabil. Dahinter steht das Leitbild des Monetarismus, der die Geldmenge nach festen Regeln steuern will, um eine Inflation zu verhindern. Diesem Leitbild folgen die große Mehrheit der deutschen Ökonomen, darunter auch der Sachverständigenrat in seinem aktuellen Jahresgutachten 2017/18. Aus dieser Sicht soll wieder der Marktzins den Zusammenhang von Ersparnissen und Investitionen herstellen. Eine expansive Geldpolitik wird nur als Reaktion auf schwere Wirtschaftskrisen akzeptiert. Ist die Krise überwunden, soll dann wieder in den Normalzustand einer regelgebundenen Geldpolitik (zum Beispiel nach der Taylor-Regel) zurückgekehrt werden. Nahezu alle Wirtschaftsjournalisten predigen eine besonders primitive Version dieser Sicht. Ihr Unverständnis der Anforderungen an die Geldpolitik kann daran abgelesen werden, dass sie die Geldpolitik der EZB mit Metaphern wie „süßes Gift“, „Droge“ und „Sucht“ qualifizierten, also Bildern, hinter denen der Maßstab eines gesunden Körpers steht. Dieser Vergleich ist zum Verstehen von Geldpolitik und damit zusammenhängenden ökonomischen Kreisläufen völlig unbrauchbar. Wer so schreibt, zeigt nur, dass er nichts begriffen hat, sondern nur monetaristische Vorurteile für den Alltagsverstand zu übersetzen versucht.

Die zweite Strömung ist geldtheoretisch dem gleichen Leitbild des Monetarismus verpflichtet, aber sie zieht daraus noch weiter gehende Konsequenzen. Diese Ökonomen haben verstanden, dass eine expansive Geldpolitik der Zentralbank Wirtschaftskrisen verhindern, oder zumindest spürbar abschwächen kann. Die Finanzmarktkrise 2008/09 führte wegen der Interventionen durch die großen Zentralbanken nicht zu einem Absturz der Weltwirtschaft. Bereits 2010 ging die Weltkonjunktur wieder nach oben, mit Ausnahme einiger europäischer Krisenländer, in denen die fiskalische Austeritätspolitik einen Aufschwung verhinderte. Gegen diese Art von Krisensteuerung und Krisenvermeidung richtet sich die Kritik marktradikaler Ökonomen. Sie wollen die zerstörerische und in der Folge schöpferische Kraft schwerer Wirtschaftskrisen vitalisieren, weil sie sich davon eine nachhaltige Gesundung des Kapitalismus versprechen. Dahinter steht die Lehre der Allgemeinen Gleichgewichtstheorie, die Gleichgewichte auf den wichtigen Märkten für Kapital, Boden und Arbeit postuliert und

durch eine so genannte „Reinigungskrise“ wieder in diese Gleichgewichte auf diesen Märkten kommen will. Hier müssen dann die entsprechenden Märkte ohne die Eingriffe von Staat und Zentralbank die wirtschaftlichen Kreisläufe steuern. Auf den Kapitalmärkten steuert dann die Höhe der Zinsen das Zusammenspiel von Ersparnissen und Investitionen und auf den Arbeitsmärkten sorgt eine hohe Arbeitslosigkeit dafür, dass die Löhne sinken, damit sich ein „markträumender Gleichgewichtslohn“, der wieder zu mehr Beschäftigung führt, durchsetzen kann. Das ist eine Sicht auf die ökonomischen Zusammenhänge, die nach 1975 wieder populär geworden ist, weil sie durch eine bestechende Einfachheit bestimmt wird.

Zu dieser Strömung gehören auch ultraliberale Ökonomen, die die Zentralbanken mit ihrer Fähigkeit, ohne ein Limit Geld zu schöpfen, abschaffen und durch eine Konkurrenz privater Währungen mit dem Goldstandard als Anker ersetzen wollen. Für die erste Richtung dieser Strömungen steht stellvertretend Hans-Werner Sinn, der frühere Chef des Ifo-Instituts, für die zweite die Anhänger des Sozialphilosophen Friedrich August von Hayek. In der deutschen Hayek-Gesellschaft hat es intern massiven Ärger gegeben, weil zunehmend prominente Politiker und Politikerinnen der AfD in diese Gesellschaft eingetreten sind, eine Praxis, die ein Licht auf die wirtschaftspolitische Position der AfD wirft.

### **Das Theoriedefizit der politischen Linken**

Komplizierter sind die Verhältnisse auf Seiten der politisch sich eher links verstehenden Parteien. Es gibt der SPD nahestehende keynesianische Ökonomen, die die expansive Geldpolitik der EZB unterstützen. In der SPD werden die Grundsätze moderner Geldpolitik nicht verstanden. Instinktiv wird einer expansiven Geldpolitik misstraut, weil in der SPD viele auch dem Leitbild des treu sorgenden Haushaltsvorstands und damit einer Einfachversion des Ordoliberalismus folgen. Mit expansiver Geldpolitik wird nach wie vor die Gefahr einer Inflation verbunden. Das gilt im Großen und Ganzen auch für die GRÜNEN, in deren Nähe es im Unterschied zur SPD auch keine keynesianischen Ökonomen gibt. Über ihr Leitbild einer „nachhaltigen Finanzpolitik“, die möglichst ohne staatliche Kreditaufnahme auskommen soll, folgen die GRÜNEN den Grundsätzen der ordoliberalen Haushaltspolitik noch eindeutiger als die SPD. Sie halten das aber für besonders progressiv, weil es in ihr Modell einer ökologischen Marktwirtschaft passt.

In der LINKEN ist es etwas anders: hier stützen wenige keynesianische Ökonomen die Politik der EZB. Die Mehrheit der Partei ordnet die EZB dem strikt abzulehnenden Finanzkapital zu und sieht in der Geldpolitik der EZB ein Instrument der weiteren Bereicherung der Vermögenden und der Unterstützung der Geschäftsbanken. Einige Marxisten, die der LINKEN nahestehen, hadern mit der aktuellen Rolle der EZB, weil deren Geldpolitik die große Krise und den überfälligen Zusammenbruch des Kapitalismus hinausschiebt, obwohl sie ihn in der langen Frist doch nicht verhindern kann. Geldpolitik kann aus dieser Sicht das von Marx konstruierte „Wertgesetz“ nicht außer Kraft setzen. Hier haben wir eine oberflächliche Nähe zu den marktradikalen Vertretern der Notwendigkeit einer „Reinigungskrise“, wenn auch diese Krise nicht zur Herstellung von Marktgleichgewichten, sondern zur Systemtransformation genutzt werden soll. Die politische Linke insgesamt hat, wenn es um die Verfahren der Geldschöpfung, die Rolle der Geldpolitik und die Aufgaben der Zentralbanken geht, einen großen Nachholbedarf. Sie ist in diesen Fragen nicht auf der Höhe der Zeit. Das liegt daran, dass sich gerade die radikale Linke mit grundsätzlichen Fragen der Geldtheorie und der Geldpolitik nicht auseinandergesetzt hat, weil sie der Rolle des Geldes grundsätzlich misstrauisch gegenübersteht. Das hat mit dazu geführt, dass die große Kontroverse in den volkswirtschaftlichen Theorien über die Rolle des Geldes nicht bekannt ist bzw. diese Theorien als „bürgerliche Wissenschaft“ abgelehnt wurden.

### **Die Kontroverse in der Geldtheorie**

Hinter diesen gegensätzlichen Einschätzungen der Geldpolitik der Zentralbanken stehen fundamentale Unterschiede bei der Bewertung der Rolle des Geldes in einer kapitalistischen Ökonomie. Es geht um die Frage, ob Geld im kapitalistischen Wirtschaftsprozess „neutral“ oder nicht neutral wirkt. Anders gefragt: Hat die Geldmenge Auswirkungen auf die Entwicklung der realen Größen einer Volkswirtschaft, oder ist Geld nur ein „Schleier“ über den realwirtschaftlichen Prozessen und beeinflusst diese selbst nicht, sondern nur das Preisniveau? Wenn das Geld neutral ist, dann bedeutet das, dass mit der Geldpolitik realwirtschaftliche Prozesse nicht wirksam beeinflusst werden können und eine Ausweitung der Geldmenge nur zur Inflation führt. Das ist im Kern die Sicht des so genannten Monetarismus, einer volkswirtschaftlichen Lehrmeinung, die mit Milton Friedman verbunden wird. Dagegen haben John Maynard Keynes und seine Anhänger das Geld nicht als neutral angesehen, weil sie die wirtschaftlichen Prozesse grundsätzlich als monetäre Größen analysiert haben und diesen Unterschied zwischen realwirtschaftlichen Prozessen und ihrer Vermittlung über Geld nicht vornehmen.

Insofern gibt es hier diese Trennung zwischen einer Gütersphäre und einer Realsphäre der Volkswirtschaft nicht. Ökonomie ist grundsätzlich monetär – also über Geld und Kredit – organisiert. Das hat zur Folge, dass Geld nicht neutral ist und die Geldpolitik der Zentralbank auf die Entwicklung realwirtschaftlichen Größen einwirkt, zum Beispiel darüber, dass die Finanzierung von Investitionen durch Kredite erleichtert wird und darüber Investitionen und Beschäftigung angeregt werden.

Diese Kontroverse über die Neutralität des Geldes spaltet die Ökonomen in zwei große Lager: Einmal die Neoklassik und den dazu gehörenden Monetarismus, die von der Neutralität des Geldes ausgehen, zum anderen die Keynesianer, die die Nicht-Neutralität des Geldes betonen. Die Marxisten, sofern sie sich überhaupt noch mit ökonomischen Fragen beschäftigen, gehen instinktiv und manchmal auch bewusst von einer Neutralität des Geldes aus, denken also in der Geldfrage neoklassisch – anders als Marx selbst, der die zentrale Bedeutung des Kredits und damit den Einfluss des Geldes auf die makroökonomischen Größen analysiert hatte.

---

*Michael Wendl ist Soziologe, Mitglied der deutschen Keynes-Gesellschaft, er hat von 1980 bis 2016 für die Gewerkschaften ÖTV und ver.di gearbeitet.*

URL: <https://www.blickpunkt-wiso.de/post/europaeische-zentralbank-kein-kurswechsel-in-der-geldpolitik--2149.html>

PDF erstellt am: 19.07.2018