



06.08.2021: Mit dem jüngsten Report 'Die Macht der EZB – Geldpolitik, Staatsfinanzierung und die Rolle der Zentralbank?' hat das Institut für sozial-ökologische Wirtschaftsforschung isw wieder einmal ein spannendes Thema aufgegriffen. Roland Charles Pauli beschäftigt sich im neuen Report 125 mit einer Bank, die polarisiert: der Europäischen Zentralbank.

Die Europäische Zentralbank (EZB) wird von konservativen Politikern verklagt, weil sie angeblich die Sparer "enteignet". Linke bezichtigen sie, die Reichen reicher und die Armen ärmer zu machen. Neoklassische Wirtschaftswissenschaftler werfen ihr vor, die Eurozone in die Inflation zu treiben, andere Ökonomen dagegen billigen ihr zu, den Euro gerettet und Staatspleiten verhindert zu haben.

Im Zentrum der Diskussion steht seit Jahren die Praxis der EZB, Schuldverschreibungen von Euro-Staaten aufzukaufen. Diese Ankäufe betragen bis 2019 2.600 Milliarden Euro und sollten eigentlich beendet werden. Wegen der Coronakrise sind ab 2020 allerdings noch einmal erneute Käufe von über 1.850 Milliarden geplant. Das sind unvorstellbare Summen, die

inzwischen sogar das Bruttoinlandsprodukt von Deutschland übersteigen. Also scheint so eine Zentralbank wirtschaftspolitisch wichtig zu sein.

Charles Pauli befasst sich deshalb in diesem Report mit folgenden Fragen:

- Was ist überhaupt eine Zentralbank? Was sind ihre Aufgaben und worin besteht ihre Macht?
- Was sind die Besonderheiten der Europäischen Zentralbank?
- Welche Rolle spielt die EZB in den europäischen Krisen seit 2008, welche Folgen hat ihre Politik für Wirtschaft und Gesellschaft?
- Und nicht zuletzt: Könnten Zentralbanken Instrumente einer alternativen sozial-ökologischen Wirtschaftspolitik sein?

Doch kann man nicht über Zentralbanken schreiben, ohne auf Grundlagen der Geld- und Kredittheorie aufzubauen, meint Pauli und betritt damit ein schwieriges Terrain. Im folgenden veröffentlichen wir eine Leseprobe aus dem isw-report 125

## Exkurs: Geld- und Kredittheorie

Man kann nicht über Zentralbanken schreiben, ohne auf Grundlagen der Geld- und Kredittheorie aufzubauen. Und damit betritt man ein schwieriges Terrain.

Ein ökonomischer Laie, der zum Thema Geldtheorie recherchiert, wird sich bald erstaunt die Augen reiben. Er wird feststellen, dass allein die Frage: "Was ist Geld?" unterschiedlich beantwortet wird. Da gibt es historische Beschreibungen, Theorien die noch auf dem Goldstandard beruhen, philosophische Geldtheorien und soziologische Gelddefinitionen, die Geld als bloße gesellschaftliche Konvention betrachten.

Es wird darüber gestritten, ob Geld ein Tauschmittel oder nicht vielmehr ein Zahlungsmittel sei und wo die Abgrenzung zwischen Geld und Kapital verläuft.

Daneben gibt es Vollgeldinitiativen, die es in der Schweiz bis zum Volksentscheid über ihr Geldkonzept gebracht haben und geldtheoretische Blogger mit großen Fangemeinden.

Was zu der Erkenntnis führt, dass es zum Thema Geld und Kredit viele Meinungen gibt – aber anscheinend keine gültige, abgesicherte Theorie.

Trotzdem müssen wir uns hier zumindest einmal die Haupttheorien ansehen, die eine Antwort auf die Frage geben wollen, wie ein Geld- und Kreditsystem funktioniert – und welche Rolle Zentralbanken dabei spielen. Dabei soll versucht werden, zu den einzelnen Theorien, soweit möglich, einen "Realitätscheck" anhand gesicherter Fakten vorzunehmen.

## 1. Banken als Finanzintermediäre

Ein "Factsheet" der Europäischen Union zum Thema "Bankensektor und Finanzstabilität" informiert uns so:

"Der Finanzsektor spielt in einer modernen Wirtschaft eine wichtige Rolle, da er die

Finanzintermediation wahrnimmt, d.h. Finanzmittel von Sparern zu Anlegern leitet. Ein solider und effizienter Finanzsektor fördert die Bildung von Spareinlagen und ermöglicht deren Verwendung für die produktivsten Investitionen, wodurch wiederum Innovation und Wirtschaftswachstum gefördert werden."

Genauso stellen sich das die meisten Menschen vor: Banken sammeln Spargelder ein und verleihen sie als Kredite. Für die Einlagen zahlen sie einen Zins, für die Kredite verlangen sie einen höheren Zins. Die Höhe der Zinsen ergibt sich jeweils als Marktergebnis aus dem Verhältnis von Angebot und Nachfrage nach Krediten. Finanzmittel sind demzufolge immer knapp und vom Sparverhalten abhängig.

Die Zentralbank spielt hier keine große Rolle, sie hat vor allem die Aufgabe der Bargeldproduktion.

Die Intermediär-Sichtweise begründet außerdem Sparkonzepte wie die "schwarze Null". Wenn Finanzmittel grundsätzlich knapp sind, darf sie der Staat nicht beanspruchen, weil diese Gelder dann der Privatwirtschaft entzogen und damit Investitionen und Wachstum geschädigt werden.

Die Theorie der Banken als Intermediäre ist aus mehreren Gründen wenig überzeugend. Unter anderem:

Wenn die Ersparnis der Kreditvergabe vorausgehen soll, und der Marktzins funktioniert, müssten sich Kreditvergabe (plus Reservehaltung) des gesamten Banksystems analog zur Entwicklung der Ersparnisse verhalten.

Dem ist allerdings nicht so. Beispielsweise nahmen die Kreditvergaben im Euroraum im Zeitraum von 2000 bis 2007 wesentlich schneller zu als die Ersparnisse. Auch die Bilanzsumme der EZB verdoppelte sich in diesem Zeitraum nahezu. Das heißt, sie lenkte Reserven in die Kreditmärkte, die mit Ersparnissen nichts zu tun hatten. In Deutschland wuchs das Kreditvolumen 2019 trotz sich abschwächender Konjunktur um fast 5 %. Die Ersparnisse (Private und Unternehmen) sanken gleichzeitig um 3,7 %.

Die Funktion der Zentralbanken wird in der Intermediär-Vorstellung weitgehend ignoriert. Da sie jederzeit Geld schöpfen können und den Banken Kredite und Reserven zur Verfügung stellen, gibt es den engen Zusammenhang zwischen Ersparnissen, Zinsen und Krediten nicht.

Im Übrigen kann dieser Ansatz auch die Frage nicht beantworten, wie Geld eigentlich entsteht. Bevor Geld gespart werden kann, muss es erst einmal vorhanden sein. Wie es in den Wirtschaftskreislauf kommt, bleibt hier unklar.

## 2. Modern Monetary Theory (MMT)

Eine völlig entgegengesetzte Sichtweise vertritt die Modern Monetary Theory, die seit einiger Zeit Furore macht und sich zunächst in den USA verbreitet hatte. Bernie Sanders greift auf Argumente der MMT zurück, der neue Politstar der linken Demokraten Ocasio-Cortez ist MMT-Anhängerin und die Professorin Stephanie Kelton ist eine vielgehörte akademische MMTlerin.

In Deutschland wird die MMT ausführlich im Online-Wirtschaftsmagazin "Makroskop" vertreten. Führende deutsche MMT-Theoretiker sind unter anderem Dirk Ehnts und Günter Grunert. Die MMT zieht auch hierzulande seit zwei oder drei Jahren Kreise. Bemerkenswert ist die teilweise

sehr aggressive Abwehr der MainstreamökonomInnen.

Zunächst einmal ist die MMT kein politisches Programm und sie will auch gar nicht, wie etwa die Vollgeldinitiative, unser Geld- und Bankensystem verändern.

Sie nimmt ganz im Gegenteil für sich in Anspruch, die einzig richtige Beschreibung und Erklärung zu liefern, wie das moderne Geldsystem funktioniert. Nicht mehr und nicht weniger.

Die MMT hat viele Überschneidungen mit keynesianischen Geldtheorien, weswegen das hier Dargestellte auch meistens für diese Modelle gilt.

## Einige MMT-Basisaussagen lauten:

- Banken schaffen Kredit und Geld aus dem Nichts. Eine Bank braucht zur Kreditvergabe keine Einlagen, keine Ersparnisse, keine Reserven und (außer Bargeld) auch kein Zentralbankgeld. So etwas wie Kredit- oder Geldknappheit gibt es demzufolge nicht.
- Der Kredit geht den Einlagen und dem Sparen voraus. Giralgeld und damit Einlagen und auch daraus entstehende Ersparnisse werden durch Kredit geschaffen. Alles Geld entsteht aus Kredit.
- Zusätzlich und neben der Kredit- und Giralgeldschöpfung der Banken existiert eine staatliche Geldschöpfung. Der Staat bestreitet seine Ausgaben immer mittels Geldschöpfung durch die Zentralbank. Er braucht zu seiner Finanzierung keine Steuern. Ganz im Gegenteil schafft er durch seine Ausgaben erst das Geld, das zur Steuerzahlung vorhanden sein muss. Die Steuerzahlung dient lediglich der wirtschaftspolitischen Lenkung.

Demzufolge kann ein Staat mit einer eigenen Währung niemals Pleite gehen, da er seine Geldmittel selber schaffen kann.

Bei der MMT hat die Zentralbank eine vierfache Rolle:

- Sie produziert Bargeld.
- Auch sie schöpft Kredit aus dem Nichts und finanziert damit als öffentliche Institution den Staat. Die Kreditschöpfung der Zentralbank hat in der MMT allerdings keinen Bezug zu den Geschäftsbanken, die keineswegs Kredite oder Reserven von der ZB brauchen, da sie selbst unbegrenzt Kredit schöpfen können.
- Sie bestimmt den Zins. In der Vorstellungswelt der MMT kann sich kein Marktzins bilden, da es ja ein unendliches (elastisches) "Angebot" von Kredit aus dem Nichts gibt.
- Und nicht zuletzt regelt sie durch ihr Konten- und Reservesystem den Zahlungsausgleich unter den Banken und damit den Geldumlauf der Wirtschaft.

Nun kann diese Theorie derzeit auch deshalb punkten, weil man mit ihr die seit der Finanzkrise 2008 entstandene Situation ein wenig rationalisieren kann. Es ist ja tatsächlich so, dass seitdem eine umfangreiche Staatsfinanzierung über Zentralbanken und völlig unabhängig von Ersparnissen und Sparquoten stattfindet. Und ganz ohne Steuererhöhungen ist plötzlich sehr viel Geld für Antikrisenmaßnahmen vorhanden. Sogar über "Helikoptergeld" wird gelegentlich diskutiert, also über Geld, das man, wie in den USA, den Bürgerinnen und Bürgern einfach so überweisen würde. Auch das klingt nach MMT.

### Aber auch die MMT und verwandte Ansätze haben bei einem Realitätscheck Probleme:

- Keine Geschäftsbank produziert voraussetzungslos "Kredit aus dem Nichts". Sie kann nur so lange und in dem Umfang Kredit schöpfen, wie sie sich refinanzieren kann. Die Kredite (auf der Aktivseite der Bankbilanz) müssen also durch Einlagen oder Verbindlichkeiten (auf der Passivseite) gegengebucht werden, ansonsten wäre die Bankbilanz nicht im Gleichgewicht. Eine ausgeglichene Bankbilanz ist aber notwendige Voraussetzung. Diese bilanzielle Refinanzierung kann durch Kundeneinlagen, durch Interbankenkredite oder durch Kredite der Zentralbank erfolgen.

Real untauglich ist die Darstellung der MMT, dass die Banken durch ihre Kreditvergabe sich die Refinanzierungsmittel selbst produzieren und das Thema Refinanzierung deshalb von vorneherein durch den Kredit aus dem Nichts gelöst sei.

Richtig daran ist nur, dass die einzelne Bank durch die Giralgeldschöpfung, die mit einer Kreditauszahlung einhergeht, Mittel zur Refinanzierung schafft. Allerdings hat sie diese Mittel deswegen noch lange nicht (dauerhaft) in ihrer Bilanz. Wer einen Kredit nimmt, bezahlt damit Waren oder Dienstleistungen. Die Lieferanten des Kreditnehmers sind in einem globalisierten Bankensystem mit Tausenden von Finanzinstituten mit höchster Wahrscheinlichkeit Kunden einer anderen Bank. Deshalb geht die "Einlage", also die Kreditsumme, auf dem Girokonto des Kreditnehmers sehr schnell woanders hin und verschwindet aus der Bilanz seiner Bank. Die Bank muss sie irgendwie zurückholen – also den Kredit refinanzieren. Gelingt ihr das nicht, kann sie keine neuen Kredite vergeben. Was bedeutet, dass in einem globalisierten privaten Banksystem jede Bank um Refinanzierungsmittel konkurrieren muss.

Dass die Refinanzierung real durchaus zu einem Problem werden kann, zeigt die Tatsache, dass die Geschäftsbanken in den Krisen der vergangenen Jahre sowohl ihre Reserven erhöhten (also Finanzierungsmittel auf Vorrat legten) als auch massiv auf zusätzliche Refinanzierungsmittel der Zentralbanken zurückgreifen mussten. Wozu etwa halten die Banken freiwillig immense Reserven, derzeit rund 10 % ihrer Bilanzsummen, wenn sie diese Reserven doch laut MMT gar nicht brauchen können?

- Die Kreditvergabe der Geschäftsbanken ist weiterhin auch durch die Notwendigkeit begrenzt, Kredite mit Eigenkapital zu unterlegen. Ist das Eigenkapital "ausgebucht", kann kein weiterer Kredit vergeben werden. Man könnte also genauso gut argumentieren, dass der Kredit nicht aus dem Nichts, sondern aus dem Eigenkapital entsteht.

Die MMT stellt insgesamt die Praxis der Kreditvergabe falsch oder unzureichend dar. Die Kredit- und Geldschöpfung wird immer durch Refinanzierungsmöglichkeit, das notwendige Banken-Eigenkapital aber vor allem durch den Bedarf an Kredit begrenzt. Der Bedarf an Kredit wiederum hängt von der "realökonomischen" Nachfrage auf den Güter- und Dienstleistungsmärkten ab. Es gibt kein Kredit-Perpetuum Mobile.

Auch anderweitig ist die MMT nicht sehr realitätsfest oder widersprüchlich. Zwei Beispiele dafür:

- Wenn die "All money is credit"-These richtig wäre, müsste die Summe der

ausgegebenen Kredite in etwa mit der Summe des Geldvermögens übereinstimmen. Tatsächlich beträgt in Deutschland der Bestand der Kredite an Nichtbanken rund 4.700 Milliarden, während das private Geldvermögen mit rund 7.000 Milliarden deutlich höher liegt. (Gewinnrücklagen der Unternehmen sind hier noch nicht einmal berücksichtigt.)

- Warum erhebt der Staat Steuern, wenn er sie doch gar nicht braucht? Antwort der MMT: Er muss Steuern unter anderem deshalb erheben, um das ausgegebene Geld wieder einzusammeln, weil es sonst inflationär wirken könnte. Zusammengefasst sagt uns die MMT also zur Staatsfinanzierung:
  1. Der Staat muss keine Steuern erheben.
  2. Der Staat muss doch Steuern erheben.

Letztlich ist die MMT, die ja behauptet, das Geld- und Kreditsystem korrekt zu beschreiben, genau dazu nicht in der Lage. Sie kann deshalb auch keinen wesentlichen Beitrag zur Analyse realer Entwicklungen leisten.

Und die unbestreitbar richtige Erkenntnis, dass Zentralbanken tatsächlich Geld und Kredit aus dem Nichts schaffen können, ist keine Besonderheit der MMT, sondern Allgemeinwissen.

**Die MMT hat ganz unstrittig Verdienste** darin, die neoklassische Sparpolitik und den Abbau von staatlicher Infrastruktur und von Sozialleistungen zu kritisieren und aufzuzeigen, dass eine Politik, die auf Konvergenzkriterien und schwarzen Nullen basiert, verfehlt ist. Sie stellt richtig fest, dass es Möglichkeiten und Spielräume für eine aktive Wirtschaftspolitik gibt. Sie tut das allerdings mit einer Theorie, die in einigen wesentlichen Elementen nicht überzeugend ist.

### 3. Kreditmultiplikator-Theorie

Der Vollständigkeit halber sollte hier auch noch die zweite Standardtheorie neben der "Intermediär-Theorie" skizziert werden, die wohl die meisten Volkswirtschaftsstudenten seit Jahrzehnten präsentiert bekommen.

Die Theorie des Kreditmultiplikators geht davon aus, dass zwar nicht die einzelne Bank, aber sehr wohl Banken im Zusammenwirken miteinander, als "Bankensystem", Kredit und Giralgeld schaffen. Sie benötigen allerdings Einlagen als Startpunkt für diesen Prozess. Sie sind Voraussetzung für den Kredit, können aber von den Banken im Wechsel und in bestimmten Grenzen vervielfacht werden. Eine Einlage, die entweder von der Zentralbank oder (oft unerklärterweise) irgendwie anders in das Bankensystem eingebracht wird, setzt einen Multiplikator in Gang. Aus ihr und dem daraus entstehenden Kredit der Bank A wird eine neue Einlage und ein neuer Kredit der Bank B – und so fort.

Die Zentralbanken spielen in dieser Theorie eine wesentliche Rolle, da sie unter anderem über ihre Mindestreservepolitik mitbestimmen, wie umfangreich der Multiplikator ist und außerdem auch Einlagen zur Verfügung stellen. Die Geldmenge und das Kreditvolumen werden hier stark von der Zentralbank festgelegt.

Die Theorie des Kreditmultiplikators ist wohl noch am ehesten mit den realen bankwirtschaftlichen Abläufen kompatibel, aber auch sie hat Lücken. Ihre Schwäche besteht unter anderem darin (zumindest in ihren traditionellen Varianten), ein festes Verhältnis zwischen

der Zentralbank-Geldbasis und der daraus von den Banken multiplizierten Giralgeldmenge anzunehmen.

Ein festes, rechenbares Verhältnis zwischen Zentralbankgeld, Giralgeld und Einlagen bei den Geschäftsbanken lässt sich in der Realität allerdings nicht feststellen. Woraus wiederum folgt, dass die Steuerungsfähigkeit der Zentralbanken geringer ist, als hier angenommen.

## 4. Was bleibt?

Keine der dargestellten Geldtheorien scheint also ausreichend abgesichert und widerspruchsfrei zu sein. Wenn wir uns, wie in diesem Exkurs versucht, nach bestem Wissen und Gewissen mit einem Realitätscheck, also mit empirischen Daten und Entwicklungen dem Geldwesen nähern, bleiben dabei folgende Thesen als einigermaßen gesichert übrig:

- Banken können durch Kreditvergabe Giralgeld schöpfen (was fast niemand bezweifelt). Sie brauchen allerdings für ihre Kreditvergabe Refinanzierungen und Eigenkapital.
- Die Refinanzierungen sind nicht automatisch gegeben, sondern vollziehen sich in der Konkurrenz von Privatbanken und von unterschiedlichen Anlageformen.
- Refinanzierungen können stocken oder scheitern. Damit können Banken Krisen entstehen.
- Zur Bereinigung dieser Krisen sind Zentralbanken essentiell notwendig.
- Zentralbanken haben wesentliche Funktionen
- bei der Finanzierung und Stabilisierung (lender of last resort) der Privatbanken vor allem in Krisensituationen;
- bei der Sicherstellung des Zahlungsverkehrs zwischen den Banken;
- bei der Geldschöpfung durch Refinanzierungskredite und vor allem durch Offenmarktaktionen;
- bei der Staatsfinanzierung, gerade in Krisensituationen;
- bei der Gestaltung von Zinsen, wobei es sich hier um eine gesonderte Problematik handelt, auf die wir später noch eingehen werden.



## Die Macht der EZB – Geldpolitik, Staatsfinanzierung und die Rolle der Zentralbank isw-report 125

32 Seiten

3,00 Euro zzgl. Versand

### Inhalt

#### Einleitung

#### Kapitel 1

Was ist eine Zentralbank?

1. Zentralbankfunktionen
2. Was ist Geldpolitik?

#### Kapitel 2

Geldpolitik: Macht und Ohnmacht

1. Der Zins
2. Monetarismus und Geldmengensteuerung
3. Geldpolitik versus Fiskalpolitik: Zentralbanken und Haushaltsfinanzierung

#### Kapitel 3

Exkurs: Geld- und Kredittheorie

1. Banken als Finanzintermediäre
2. Modern Monetary Theory (MMT)
3. Kreditmultiplikator-Theorie
4. Was bleibt?



## **Kapitel 4**

Die EZB – eine besondere Zentralbank

## **Kapitel 5**

Die Praxis der EZB

1. Von der Einführung des Euro bis zur "Finanzmarktkrise" 2008
2. Die EZB in der Bankenkrise 2008-2010
3. Von der Bankenkrise zur Eurokrise
4. Coronakrise: Die zweite Welle der EZB-Ankäufe

## **Kapitel 6**

Kritik der EZB-Politik: Retterin des Euro oder Sprengsatz für Europa?

1. Widersprüchlich und überschätzt?
2. Kritik von Rechts und die Verschuldung: Die Mainstream-Kritik an der Zentralbankpolitik

## **Kapitel 7**

Fünf Schlüsse zum Schluss

Bestellungen und Fragen unter: [isw\\_muenchen@t-online.de](mailto:isw_muenchen@t-online.de)