

AUS POLITIK UND ZEITGESCHICHTE

Geldpolitik

Carolin Müller
POLITISCHE THEORIE
DES GELDES

Ulrike Neyer
DIE GELDPOLITIK DER EZB

Joscha Wullweber
ZENTRALBANKKAPITALISMUS

Mechthild Schrooten
INFLATION UND
INFLATIONSANGST

Stefan Schäfer
EINE KURZE GESCHICHTE
DES EURO

Aaron Sahr
MONETÄRE
KRIEGSFÜHRUNG

Michael Paetz
MODERN
MONETARY THEORY

Moritz Hütten
KRYPTOWÄHRUNGEN

*Fanny Pigeaud ·
Ndongo Samba Sylla*
DER CFA-FRANC

APuZ

ZEITSCHRIFT DER BUNDESZENTRALE
FÜR POLITISCHE BILDUNG

Beilage zur Wochenzeitung Das **Parlament**



Geldpolitik

APuZ 18–19/2022

CAROLIN MÜLLER

POLITISCHE THEORIE DES GELDES

Statt eines neutralen Tauschmittels ist Geld Ausdruck sozialer Beziehungen von Kredit und Schuld. Diese Sicht hat weitreichende Implikationen für die Analyse von Geldschöpfung, Staatsverschuldung und Finanzpolitik.

Seite 04–09

ULRIKE NEYER

DIE GELDPOLITIK DER EZB

Das vorrangige Ziel der EZB ist die Preisstabilität. Um ihr Inflationsziel zu erreichen, steuert sie den Leitzins, hat aber auch mit unkonventionellen Programmen wie ihren Staatsanleihenkäufen Furore gemacht.

Seite 11–16

JOSCHA WULLWEBER

ZENTRALBANKKAPITALISMUS

Seit der Finanzkrise 2008 stützen Zentralbanken die Finanzmärkte mit enormen Mitteln. Ohne sie wäre die Weltwirtschaft längst kollabiert. Doch die Eingriffe der Zentralbanken vergrößern auch die Krisenanfälligkeit des Kapitalismus.

Seite 17–24

MECHTHILD SCHROOTEN

INFLATION UND INFLATIONSANGST

Die aktuelle Teuerung ist von Energiepreisen getrieben – dagegen kann Geldpolitik wenig ausrichten. Viel eher muss sozialpolitisch gehandelt werden, damit die Inflation die Gesellschaft nicht weiter spaltet.

Seite 25–31

STEFAN SCHÄFER

EINE KURZE GESCHICHTE DES EURO

Nach diversen Anläufen und intensiven Diskussionen gibt es nun seit gut 20 Jahren den Euro – ein Erfolgsprojekt. Der Währungsunion fehlt aber nach wie vor ein Konsens über die Grundausrichtung der Wirtschaftspolitik.

Seite 32–39

AARON SAHR

MONETÄRE KRIEGSFÜHRUNG

Wo Geld zur Kriegsführung schon immer essenziell war, geht die moderne monetäre Kriegsführung weiter. Sie stellt das globale Geflecht aus Ansprüchen und Vertrauen infrage und berührt den Kern des Geldes überhaupt.

Seite 40–45

MICHAEL PAETZ

MODERN MONETARY THEORY

Eine Regierung muss ihre Ausgaben nicht finanzieren, weil sie die nationale Währung herausgibt. Eine Sparpolitik ist daher unnötig und behindert die wirtschaftliche Entwicklung sowie die sozial-ökologische Transformation.

Seite 46–50

MORITZ HÜTTEN

KRYPTOWÄHRUNGEN

Kryptowährungen sind angetreten, das Finanzsystem zu revolutionieren, (Zentral-)Banken überflüssig zu machen. Doch ist ihr technisches Potenzial begrenzt, ihr finanzieller Nutzen zweifelhaft. Was bleibt abseits der Technikeuphorie?

Seite 51–56

FANNY PIGEAUD · NDONGO SAMBA SYLLA
DER CFA-FRANC

Obwohl das französische Kolonialreich lange Geschichte ist, existiert die Kolonialwährung des CFA-Franc weiter. Er bleibt Mittel und Ausdruck einer Politik, die Frankreich Einfluss auf dem afrikanischen Kontinent sichert.

Seite 57–62

EDITORIAL

It's the money, stupid! Ob Bankenrettung, Eurokrise oder Corona-Pandemie: Stets erwiesen sich Maßnahmen von Zentralbanken weltweit als entscheidend, um Wirtschaftssysteme, Finanzmärkte und ganze Gesellschaften vor einem noch tieferen Rutsch in die Krise zu bewahren. Die Geldpolitik, die lange als rein technische Verwaltung galt, ist so zur allgegenwärtigen Tagespolitik geworden.

Bekämpfte die Europäische Zentralbank (EZB) in den 2010er Jahren noch vor allem eine drohende Deflation, so befindet sich Europa derzeit in der höchsten Inflationsphase seit Einführung des Euro. Die allgemeine Verteuerung ist dabei weniger auf geldpolitische Maßnahmen – etwa die oft kritisierten Staatsanleihenkäufe – als auf die schon vor dem russischen Krieg gegen die Ukraine stark gestiegenen Energiepreise zurückzuführen. Fraglich ist daher auch, ob sich die derzeitige Inflation mit Geldpolitik sinnvoll bekämpfen lässt. Denn die EZB steht vor einem Dilemma: Durch eine Erhöhung des Leitzinses könnte zwar die Inflation abgebremst werden, dafür würden sich aber dringend benötigte Investitionen verteuern, was sich negativ auf das Wachstum, aber auch auf die ökologische Wende auswirken dürfte.

Die Sanktionen gegen Russland haben verdeutlicht, dass Geld als eine politische Waffe eingesetzt werden kann, aber auch, dass Geld selbst schon politisch ist. Über Währungen können sich Länder vereinen (etwa die Mitglieder der Eurozone), aber auch neokolonialen Einfluss auf andere Kontinente ausüben. Angesichts des Aufkommens von Kryptowährungen und der Re-Politisierung des Geldes durch neue ökonomische Theorien wird heute die Frage, was Geld überhaupt ist, wieder vermehrt diskutiert. Die Antworten darauf werden die Geldpolitik der kommenden Jahre entscheidend prägen – und damit auch die gesamte Gesellschaft.

Robin Siebert

POLITISCHE THEORIE DES GELDES

Carolin Müller

Wir alle wissen, wie Geld funktioniert. Schließlich nutzen wir es täglich, um damit Dinge zu bezahlen. In der arbeitsteiligen Gesellschaft werden wir für unsere Arbeit in Geld bezahlt und können uns nach Feierabend davon zum Beispiel Brot kaufen. Gegen das Brot muss ich nicht das direkte Ergebnis meiner täglichen Arbeit tauschen, was in einer Dienstleistungsgesellschaft auch besonders kompliziert wäre, sondern ich kann das Brot gegen den entsprechenden Wert des allgemeinen Tauschmittels Geld tauschen. Entweder ich übertrage direkt mit meiner Bankkarte Teile des Guthabens auf meinem Konto, oder ich mache noch einen Umweg zum Bankautomaten.

Geld erscheint also in erster Linie als eine allgemein akzeptierte Ware, um Tauschprozesse gegen andere Waren zu vereinfachen. Neben der Funktion von Geld als Tausch- und Zahlungsmittel definiert die Ökonomik Geld meist noch über seine Funktionen als Recheneinheit, mit der Waren in ein Verhältnis gesetzt werden können, sowie als Wertaufbewahrungsmittel, da mit Geld Werte über einen längeren Zeitpunkt gespeichert werden können.⁰¹

Die Vorstellung, Geld sei in erster Linie ein Tauschmittel, mit dessen Hilfe alle anderen Güter gehandelt werden können, ist allerdings weniger unbestrittene Realität als eine spezifische Theorie. Geld sei demnach eine Ware, die spontan als Erleichterung des Tausches von Gütern in einer komplexer werdenden Ökonomie entstanden ist. Diese Vorstellung von Geld ist nicht nur in unserem Alltagsverständnis etabliert, sondern auch evident in einer Reihe von akademischen Ansätzen und die implizite Grundannahme vieler politischer Debatten. Nicht zuletzt übersetzt sich dieses Verständnis auch in Ansprüche, die wir an die Steuerung der Geldordnung stellen, was sich beispielsweise im Mandat der Zentralbanken materialisiert.

Geld als Tauschware zu verstehen, bedeutet, es in seinem Einfluss auf Wirtschaftsabläufe als weitgehend neutral zu betrachten. Damit Geld funktioniert, sei lediglich wichtig, dass der Geldwert relativ stabil ist, das heißt, dass die Geldmenge im

richtigen Verhältnis zur bestehenden Warenproduktion steht. Der Wert des Geldes sei folglich in erster Linie Produkt aus wirtschaftlicher Nachfrage und dem Angebot von Geld. Wie bei jeder anderen Ware seien es also letztlich Marktprozesse, die ihm seinen Wert beimessen. Damit wird auch impliziert, dass sich die Geldproduktion an der Gesamtheit handelbarer Waren orientieren müsse, um marktwirtschaftliche Prozesse nicht zu stören. Geldschöpfung sei also immer eine Frage bereits getätigter Warenproduktion.⁰²

GELD IST KREDIT

Kredittheorien des Geldes postulieren hingegen, dass das, was nach einem Tausch aussieht, eigentlich ein Kreditverhältnis ist. Geld, darauf hat etwa der Soziologe Geoffrey Ingham hingewiesen, besteht aus Kredit-Schuld-Verhältnissen, das heißt: aus sozialen Beziehungen. Geld ist zum einen eine Verbindlichkeit und zum anderen eine Forderung. Geld zu „haben“ bedeutet, über eine Forderung gegen den Herausgeber dieses Geldes zu verfügen. So ist die Sichteinlage auf einem Girokonto eine Schuld der Bank zugunsten der Kontoinhaberin. Gleichzeitig ist Geld als generalisiertes Zahlungsmittel das Versprechen an die Kontoinhaberin, dass dieses Guthaben als Tilgungsmittel akzeptiert wird und damit alle Verpflichtungen aufgelöst werden können, die in derselben Recheneinheit ausgewiesen wurden.⁰³

Geld entsteht dadurch, dass wir bei allen wirtschaftlichen Transaktionen Verbindlichkeiten miteinander eingehen und diese wieder auflösen. Während Tauschtheorien auf der historisch wenig adäquaten Vorstellung beruhen, Geld sei zur Vereinfachung des Tausches gleichwertiger Güter entstanden, erklären Kredittheorien, dass auch vormonetäre Wirtschaftssysteme von Praktiken der Vorleistung, Leihe und Verpflichtung geprägt waren. Geld, so zeigt es etwa Axel Paul, ist als Tilgungsmittel von Schuldverhältnissen entstanden.⁰⁴

Geld ist also ein Zahlungsmittel, das immer aus einem Schuldverhältnis entsteht. Bei jeder

monetären Transaktion entstehen eine Verschuldung und gleichzeitig eine Tilgung von Schulden. Ingham beschreibt Geld in seiner Gesamtheit deshalb als „riesiges, dichtes Netzwerk sich überschneidender und miteinander verbundener multilateraler Kredit-Schulden-Beziehungen“.⁰⁵ Die Einsicht, dass Geld aus einer Schuld, also aus einer Verpflichtung entsteht, heißt auch zu erkennen, dass die Tilgung dieser Schuld, also die Bedienung der Verpflichtung, ein solches Schuldverhältnis auflöst und Geld wieder verschwindet. Damit ein relativ stabiles Geld-„Netzwerk“ bestehen kann, ist es also nicht nur notwendig, dass Verpflichtungen zu vereinbarten Konditionen erfüllt werden, sondern ebenso, dass immer wieder neue Kredit-Schuld-Verhältnisse geschlossen werden. Kurz gesagt: würden alle Schulden zurückgezahlt werden, wäre alles Geld verschwunden.

Kredittheorie bedeutet also anders gesagt, ernst zu nehmen, dass es für jeden Vermögenswert eine Verbindlichkeit und für jeden Schuldposten einen Kredit gibt. Anstatt Geld vom Tausch und der Herstellung von Waren her zu denken, werden diese Beziehungen der Schuld zur Grundlage ökonomischer Theorie.⁰⁶ Wirtschaft wird damit von den Verpflichtungen her gedacht, die Akteure bei jeder Art ökonomischer Aktivität eingehen und wieder auflösen. Der Einkauf beim Bäcker ist kein Tausch eines Brotes gegen einen gleichwertigen Anteil der universalen Stellvertreterware Geld. Stattdessen bedeutet die Übergabe der Ware Brot in meinen Besitz, dass ich mich in eine Verschuldungsposition gegenüber der Bäckerei begeben. Diese kann ich nun durch das allgemeine Zahlungsmittel Euro auflösen und den Ort mit Brot verlassen, ohne eine Anzeige zu befürchten. Diese Art monetärer Transaktion ändert gleichzeitig etwas auf dem Kontostand bei meiner Bank. Mit der Verringerung meines Guthabens verringert sich der Umfang an Forderungen, die ich gegen-

über meiner Bank habe. Andersherum wächst der Kontostand der Bäckerei, ihre Forderungen gegen ihre Bank steigen also. Jede finanzielle Handlung hat damit einen ganzen Rattenschwanz von Konsequenzen auf Kredit-Schuld-Beziehungen in einem weltweiten Netzwerk von Zahlungsverpflichtungen.⁰⁷

Kredittheorien haben meist gemeinsam, dass sie der Institution, die Geld herausgibt, entscheidende Bedeutung beimessen. Im Anschluss an den Chartalismus⁰⁸ wird eine Forderung in erster Linie deshalb zu der allgemeinen Recheneinheit „Geld“, weil sie mit der Souveränität eines bestimmten Herrschaftsapparats ausgestattet ist. Zum einen ist es also letztlich die Anerkennung durch eine Autorität, die ein Schuldverhältnis zwischen zwei Akteuren zu Geld macht: „everyone can create money; the problem is to get it accepted.“⁰⁹ Zum anderen ist eine staatliche Struktur notwendig, um eine monetäre Ordnung relativ sicher, das heißt krisenfest zu machen. Der Staat spielt also eine zentrale Rolle für die Entstehung und Reproduktion der Geldordnung.¹⁰

Unser Geldsystem besteht im Kern aus zwei Arten von Forderungen. Zum einen gibt es Forderungen gegen die Zentralbank, die in Form von Bargeld im Umlauf sind. Aber auch die Sichteinlagen, welche Geschäftsbanken auf ihren Konten bei der Zentralbank haben, sind Zentralbankgeld, auch *high powered money* oder Geldbasis genannt. Zum anderen existiert Geld als Guthaben auf Bankkonten. Dieses Giralgeld macht für wirtschaftliche Transaktionen den weitaus größeren Anteil des Geldes aus. Beide Geldarten können, abgesehen von praktischen Gründen, in gleicher Weise für Zahlungen verwendet werden. Allerdings handelt es sich bei Geschäftsbankdepósitos nicht um das gesetzliche Zahlungsmittel wie bei Zentralbankgeld, sondern um privat geschöpftes

01 Vgl. Otmar Issing, Einführung in die Geldtheorie, München 2007, S. 2.

02 Vgl. Aaron Sahr, Die monetäre Maschine: Eine Kritik der finanziellen Vernunft, München 2022, S. 35.

03 Vgl. Geoffrey K. Ingham, The Nature of Money, Cambridge 2004, S. 72.

04 Vgl. Axel T. Paul, Theorie des Geldes zur Einführung, Hamburg 2017, S. 61.

05 Ingham (Anm. 3), S. 73, eigene Übersetzung.

06 Vgl. Dirk J. Bezemer, Towards an ‚Accounting View‘ on Money, Banking and the Macroeconomy: History, Empirics, Theory, in: Cambridge Journal of Economics 5/2016, S. 1275–1295, hier S. 1276.

07 Um diese nachzuvollziehen, machen einige Kredittheorien Bankbilanzen zum Ausgangspunkt ihrer Analysen von Praxen der Verschuldung und Schuldentilgung. Vgl. Bezemer (Anm. 6), S. 1279; Sahr (Anm. 2), S. 120 ff.

08 Der Chartalismus geht im Anschluss an Georg Friedrich Knapp davon aus, dass Geld vom Staat geschaffen wird, indem er es als gesetzliches Zahlungsmittel anerkennt. Vgl. Georg Friedrich Knapp, Staatliche Theorie des Geldes, Leipzig 1918.

09 Hyman P. Minsky, Stabilizing an Unstable Economy, New Haven 1986, S. 228.

10 Vgl. Charles A. E. Goodhart, The Two Concepts of Money: Implications for the Analysis of Optimal Currency Areas, in: European Journal of Political Economy 3/1998, S. 407–432, hier S. 408.

Geld. Der Unterschied wird klar, wenn man statt der Funktion dieser Geldarten als Zahlungsmittel ihre Entstehung betrachtet.

PRIVATE GELDSCHÖPFUNG

Wenn eine Geschäftsbank einen Kredit vergibt, werden in ihrer Bilanz auf der einen Seite ein Vermögen (das Versprechen des Kreditnehmers, den Kredit zurückzuzahlen) und auf der anderen eine Verbindlichkeit in gleicher Höhe verbucht. Durch das Prinzip der doppelten Buchführung wird eine Transaktion also zweimal erfasst, auf der Aktivseite als Forderung und auf der Passivseite als Verbindlichkeit. Die Gesamtbilanz bleibt dadurch immer ausgeglichen (ist immer gleich null). Für die kreditnehmende Person entstehen ebenfalls Verpflichtungen, nämlich den Kredit zurückzuzahlen, und ein Vermögen in Form von neu geschaffenen Depositen. Bei einer Kreditvergabe wird also nicht etwa ein bereits existierendes Vermögen verschoben, das zuvor zum Beispiel von einer anderen Bankkundin angespart wurde. Stattdessen erweitern sich die Bilanzen der beteiligten Akteure, es werden neue Vermögenswerte und neue Schulden geschaffen. Das von der Geschäftsbank geschaffene Geld kann durch die Kreditnehmerin nun zum Beispiel benutzt werden, um etwas in einem Laden zu kaufen. Wenn der Laden sein Konto bei einer anderen Bank hat, wird das Guthaben an diese übertragen. Die Bank des Ladens hat nun eine Forderung gegen die Bank der Käuferin. Diese Bank muss den Abfluss von Einlagen nun refinanzieren, etwa indem sie bei der Zielbank einen Kredit aufnimmt oder durch eine Umbuchung von Geld auf den Zentralbankkonten über den Geldmarkt.¹¹

Zwar handelt es sich bei diesem durch private Banken geschöpften Geld nicht um Zentralbankgeld. Es kann aber jederzeit zum Nennwert, das heißt ohne Wertverlust, bei der Zentralbank gegen Zentralbankgeld getauscht werden. Dafür können Geschäftsbanken ihre Sichteinlagen bei der Zentralbank – also ein Guthaben von Zentralbankgeld – gegen Bargeld eintauschen, welches sie wiederum an ihre Kund*innen weitergeben. An dieser Stelle

liegt häufig ein Missverständnis vor. Oft wird angenommen, das Versprechen auf Konvertierbarkeit gegen Zentralbankgeld würde Geschäftsbanken in ihrer Kreditvergabe von der Entscheidung der Zentralbanken abhängig machen, Zentralbankgeld als Kredit zu schöpfen und herauszugeben, oder der Geschäftsbank marktgängige Wertpapiere wie Staatsanleihen abzukaufen. Schließlich müsse jede Geschäftsbank auf ihrem Konto bei der Zentralbank eine bestimmte Menge an Guthaben halten, um Kundenguthaben zwischen sich und anderen Banken zu transferieren, Bargeld abrufen zu können und eine Mindestreserve, also eine gesetzlich vorgeschriebene Menge an Zentralbankgeld, als Sicherheit zu halten. Tatsächlich bestätigen inzwischen sogar Zentralbanken selbst, dass Banken sich bei ihrer Geldschöpfung nicht am Status ihrer Zentralbankkonten orientieren, da ein Bedarf an zusätzlichen Reserven durch Neuschöpfung der Zentralbank praktisch immer ausgeglichen würde.¹² Die unmittelbare Kreditschöpfung orientiert sich daher vor allem an unternehmerischen Risiko- und Profitabilitätskalkülen.¹³

Dieser Zugang zu Zentralbankreserven, durch den private Schuldverhältnisse in das „ranghöchste“ gesetzliche Zahlungsmittel konvertiert werden können, ist ein besonderes Privileg privater Geschäftsbanken und stellt eine Besonderheit des Geldes im Kapitalismus dar.¹⁴ Das dadurch im Grunde unbegrenzte Angebot an Kreditgeld ist einerseits die Voraussetzung für das enorme dynamische Potenzial des Kapitalismus, andererseits aber auch für die hohe Fragilität, die sich immer wieder in Finanzkrisen offenbart. Während die Frage, wieviel und für wen Geld geschöpft wird, in unserer Gesellschaft also vor allem durch die Gewinnbestrebungen privater Banken beantwortet wird, sind es in Krisen staatliche Institutionen, die das System privater Geldschöpfung stabilisieren.¹⁵

¹² Vgl. Michael McLeay/Amar Radia/Ryland Thomas, *Money Creation in the Modern Economy*, in: Bank of England Quarterly Bulletin 1/2014, S. 14–27.

¹³ Vgl. Friedo Karth/Carolin Müller/Aaron Sahr, *Geld in privaten Händen: Missverständnisse und Missverhältnisse monetärer Souveränität in Europa (I)*, 21. 1. 2020, www.sozioipolis.de/geld-in-privaten-haenden.html.

¹⁴ Der Ökonom Perry Mehrling spricht beim Geldsystem von einer „Hierarchie“ verschiedener Zahlungsversprechen. Vgl. Perry Mehrling, *The Inherent Hierarchy of Money*, *Social Fairness and Economics*, S. 394–404.

¹⁵ Vgl. Joscha Wullweber, *The Politics of Shadow Money: Security Structures, Money Creation and Unconventional Central Banking*, in: *New Political Economy* 1/2020, S. 69–85.

¹¹ Tatsächlich handelt es sich beim Zahlungsverkehr zwischen Banken um weit verwickelte Vorgänge. Für detaillierte Erklärungen siehe Joscha Wullweber, *Zentralbankkapitalismus. Transformationen des globalen Finanzsystems in Krisenzeiten*, Berlin 2021, S. 95ff.

Geld ist also nicht nur ein Schuldverhältnis, sondern durch dessen privatisierte Produktion auch eine öffentlich-private „hybride“ Institution.¹⁶ Es entsteht aber nicht nur in komplexen Beziehungen zwischen dem Bankensystem und der öffentlichen Institution Zentralbank, sondern insbesondere auch zwischen dem Staat und seinen eigenen Gläubiger*innen, also den Besitzer*innen von Staatsanleihen.¹⁷ Das wird verständlich, wenn man den zweiten Bereich der Geldschöpfung betrachtet, der sich in Abgrenzung zur privaten Geldschöpfung als öffentliche Geldschöpfung bezeichnen lässt.

ÖFFENTLICHE GELDSCHÖPFUNG

Chartalistische Ansätze erklären die Entstehung einer stabilen Recheneinheit damit, dass eine Autorität, etwa ein Staat, Zahlungsmittel herausgibt und gleichzeitig verspricht, genau diese Einheit als Tilgungsmittel von Steuerschulden zu akzeptieren. Ein als solvent und legitim angesehener Staat, der fähig ist, Steuern zu erheben, ist damit potenziell der größte und wichtigste Kreditnehmer und -geber einer Volkswirtschaft. Inwiefern er fähig ist, selbst und zugunsten seiner eigenen Zahlungsfähigkeit Geld zu schöpfen, hängt aber wiederum von spezifischen historischen Arrangements zwischen Zentralbank, Finanzministerium und privaten Finanzmarktakteuren ab.

Staaten, die ein Konto bei ihrer nationalen Zentralbank haben, können Ausgaben tätigen, indem die Zentralbank ihnen Depositen erstellt und im Gegenzug eine Staatsanleihe als Vermögenswert akzeptiert, ähnlich der privaten Kreditvergabe. Diese Depositen, also neu geschaffenes Zentralbankgeld, können anschließend genutzt werden, um Ausgaben zu tätigen. Sie werden auf die Geschäftsbankkonten der Zahlungsempfänger*innen übertragen, die wiederum ihren Kund*innen den entsprechenden Betrag gutschreiben. Diese Art der Geldschöpfung, in der eine Institution des Staates (das Finanzministerium) von einer anderen öffentlichen Institution (der Zentralbank) über die Ausgabe einer Staatsanleihe Geld in ihrer eigenen Währung erhält, wird auch direkte Monetarisierung genannt.¹⁸

Den meisten Staaten ist dieser direkte Zugriff auf die Geldschöpfung der Zentralbank verboten. Was aber meist akzeptiert wird, ist eine indirekte Monetarisierung von Staatsanleihen. Dafür müssen Staatsanleihen von den Finanzministerien erst auf privaten Geldmärkten an Banken, Pensionsfonds, Versicherungsgesellschaften oder andere private Akteure verkauft werden, bevor die Zentralbank sie gegen Zentralbankgeld in ihre eigene Bilanz aufnehmen kann. Erst wenn private Akteure also die Entscheidung getroffen haben, zum einen Staatsanleihen zu kaufen und diese zum anderen im Anschluss mit der Zentralbank zu tauschen, um Reserveguthaben zu erhalten, wird neues Zentralbankgeld geschöpft.¹⁹ Sobald der Staat aber sein neues Guthaben auf dem Zentralbankkonto ausgibt, das heißt Überweisungen an die Geschäftsbanken von Unternehmen tätigt, wird Giralgeld geschöpft.

Staatsanleihen dienen also nicht einfach nur den Finanzministerien als Möglichkeit, Geld für öffentliche Ausgaben zu schaffen. Wie bei allen Schulden entsteht auch hier zugleich Vermögen. Öffentliche Schuldverschreibungen sind besonders begehrte Wertpapiere, weil sie gemeinhin als sehr sicher gelten. Banken nutzen Staatsanleihen daher als Pfand, um sich neu geschaffenes Zentralbankgeld bei der Zentralbank zu leihen. Als wichtigste Vermögensstapel der Zentralbanken sind Staatsanleihen zudem die Basis geldpolitischer Instrumente und die „ultimative Grundlage des Kredit-Geldes“.²⁰ Ihre Emittierung erzeugt die hierarchisch höchste Forderung, das Zentralbankgeld, weshalb sie für die Existenz der Geldordnung essenziell sind. Auf den Finanz- und Geldmärkten sind sie zudem das wichtigste und damit für die Stabilität des Finanzsystems entscheidende Mittel, um Transaktionen abzusichern. Öffentliche Verschuldung kann also nicht mit der privaten Akteure gleichgesetzt werden, sondern ist wesentliches Gegenstück für die Erzeugung von Zahlungsfähigkeit.

Eine Zentralbank kann in ihrer eigenen Währung nicht zahlungsunfähig werden. Sie gibt bereits die hierarchisch höchste Forderung heraus, das Zentralbankgeld. Das heißt, es gibt kein Versprechen der Konvertierbarkeit von Forderungen

16 Vgl. Beat Weber, *Democratizing Money? Debating Legitimacy in Monetary Reform Proposals*, Cambridge 2018, S. 46.

17 Vgl. Geoffrey K. Ingham, *Capitalism*, Cambridge 2008, S. 74.

18 Vgl. ders., *Money*, Cambridge 2020, S. 88.

19 Vgl. Friedo Karth/Carolin Müller/Aaron Sahr, *Staatliche Zahlungs(un)fähigkeit: Missverständnisse und Missverhältnisse monetärer Souveränität in Europa (II)*, 28. 1. 2020, www.sozio-polis.de/beobachten/wirtschaft/artikel/staatliche-zahlungsunfaehigkeit.

20 Ingham (Anm. 17), S. 75.

gegen die Zentralbank in andere, höhere Vermögenswerte. Die Zentralbank ist daher im Grunde immer fähig, Geldmärkten Mittel zur Verfügung zu stellen, um Staatsanleihen zu erwerben und somit die Finanzierung von Staatsausgaben faktisch zu garantieren. Eine Zentralbank kann theoretisch beliebig viel Geld schaffen und Wertpapiere in ihre Bilanz aufnehmen. Solange sich Staaten in ihrer eigenen Währung verschulden, so könnte man vereinfachend sagen, ist eine indirekte Monetarisierung also primär dadurch begrenzt, dass private Anleihehändler annehmen müssen, die Höhe der Staatsausgaben werde den Wert der zugrunde liegenden Anleihe nicht schmälern.

In der Realität ist ein wichtiger Faktor für dieses Vertrauen die Einhaltung von Konventionen legitimer Budgetgrenzen. Dahinter liegt die Annahme, die Versuchung von Staaten, Geld zu „drucken“, um Ausgaben zu finanzieren, müsse durch die Reaktion des Anleihemarktes eingedämmt werden, um negative Effekte für das Geldsystem zu verhindern.²¹ Wo diese Grenzen von Staatsverschuldung und öffentlicher Geldschöpfung liegen und welche sonstigen Faktoren die Kreditwürdigkeit eines Staates ausmachen, ist aber nicht etwa Ergebnis unbestrittener wissenschaftlicher Erkenntnis, sondern vielmehr Gegenstand kontinuierlicher Aushandlungsprozesse um die monetäre Ordnung und damit eine genuin politische Frage.

FOLGEN GELDTHEORETISCHER ANNAHMEN

Die Handlungsspielräume, die Zentralbanken, Finanzministerien und privates Finanzsystem bei der öffentlichen Geldschöpfung haben, wurden in den vergangenen Jahrzehnten erheblich verschoben. Die Tendenz ging dahin, öffentliche Ausgaben zunehmend von der Geldschöpfung der Zentralbank zu entkoppeln, Fiskal- und Geldpolitik also bestmöglich zu trennen. Diese Entwicklung hängt auch mit geldtheoretischen Grundvorstellungen zusammen. Wie oben erläutert, wird Geld in wirtschaftspolitischen Debatten zumeist im Sinne der warentheoretischen Konzeptionalisierung als neutrales Tauschmittel begriffen. Demzufolge ist es sinnvoll, dass Zentralbanken möglichst unpolitische Institutionen sind, deren Aufgaben primär in der Stabilisierung des Geldwertes liegen. Staatsausgaben und öffentliche Verschuldungspapiere erscheinen darin

als überhöhte Ausgaben statt als Grundpfeiler des Geld- und Wirtschaftssystems.

Besonders konsequent wurde dies in der Eurozone umgesetzt. Während die Europäische Zentralbank (EZB) für die Geldpolitik aller Mitgliedsländer verantwortlich ist, blieben Steuer- und Haushaltspolitik in der Hand nationaler Regierungen. Die Mitgliedsstaaten verschulden sich also weiterhin eigenständig, allerdings in einer Währung, über die sie keine politische Kontrolle haben, vergleichbar mit einer Fremdwährung. Der EZB ist es nicht nur verboten, die Ausgaben von Mitgliedsstaaten direkt durch Geldschöpfung zu monetarisieren, sondern auch der indirekte Ankauf von Staatsanleihen ist ausschließlich für geldpolitische Ziele erlaubt. Als weiteres Novum gaben sich die Mitgliedsländer mit den Maastricht-Kriterien besonders strenge Fiskalregeln und Verschuldungsgrenzen. Staatliche Zahlungsfähigkeit und Geldschöpfung sind nunmehr vollständig abhängig von der Etablierung öffentlicher Kreditwürdigkeit gegenüber privaten Finanzmärkten. Im Anschluss an die globale Finanzkrise zeigten sich die Konsequenzen dieser neuen Geldordnung. Ohne hier auf die besonderen Probleme einzelner Euroländer eingehen zu können, lässt sich sagen, dass den Mitgliedsstaaten letztlich die Möglichkeit fehlte, notwendige Maßnahmen zur Bewältigung der Krise zu ergreifen, ohne ihre Kreditwürdigkeit und dadurch ihre monetäre Handlungsfähigkeit zu verlieren. Es fehlte das, was Kredittheorien als Voraussetzung einer funktionierenden Geldordnung beschreiben: die Anwesenheit einer Autorität, die dem Kreditsystem im Krisenfall Liquidität zur Verfügung stellen und damit das System aus Kredit-Schuld-Beziehungen stabilisieren kann. Dieser Zustand änderte sich teilweise ab 2012 mit den unkonventionellen Programmen quantitativer Lockerung.²² Die Gründe für die Staatsanleihenkäufe der Zentralbank seit der Finanzkrise liegen also nicht einfach in der spontanen Entlastung knapper Staatskassen, sondern haben geldpolitische Ursachen. Sie hängen mit der spezifischen Struktur der globalen Geldordnung und des europäischen Geldsystems zusammen.

²² Vgl. Randall Germain/Herman Schwartz, *The Political Economy of Failure: The Euro as an International Currency*, in: *Review of International Political Economy* 5/2014, S. 1095–1122, hier S. 1108. Siehe hierzu auch die Beiträge von Ulrike Neyer und Joscha Wullweber in dieser Ausgabe (*Anm. d. Red.*).

²¹ Vgl. ders. (Anm. 18), S. 95.

Für den problemlosen Ablauf alltäglicher Zahlungen ist ein Tauschverständnis von Geld offenbar weder hinderlich noch gänzlich falsch. Die Relevanz der Unterscheidung zwischen Tausch- und Kreditgeld wird besonders anhand monetärer Themen deutlich, die über diese alltäglichen Transaktionen hinausgehen – etwa dann, wenn die Nachrichten davon berichten, dass das Geld nach vielen Jahren wieder an Wert verliert und die Frage aufgeworfen wird, ob eine fehlgeleitete Geldpolitik schuld daran ist. Oder bei der Bewertung, ob es dem Gemeinwohl wirklich zuträglich ist, wenn der neue Finanzminister Christian Lindner (FDP) die Euroländer nun schnellstmöglich dazu bringen möchte, ihre Staatsschulden abzubauen.²³ Hier führen verschiedene Grundannahmen darüber, was Geld ist und wie es entsteht, zu un-

terschiedlichen Schlüssen darüber, wie Geldpolitik funktioniert und was sie leisten sollte.

Das Verständnis über die Natur des Geldes, was es ist und wie es erzeugt wird, ist verbunden mit der Frage, wer die Kontrolle über seine Herstellung und damit auch über seine Verwendung haben sollte. Die Behauptung, Geld sei nichts weiter als ein neutrales Element in der Wirtschaft, impliziert, dass man es getrost aus der Politik heraushalten kann. Es als „Netzwerk“ von Schuldbeziehungen zu verstehen, bedeutet, Geld als konstitutiv für das Gemeinwesen zu verstehen.²⁴ Es ist somit keinesfalls egal, wer Geld für wen schaffen kann, noch ist es unzweifelhaft, dies zunehmend in die Entscheidungsbefugnis weniger privater Akteure zu geben. Die Entscheidung darüber, welche Ansprüche eine Gesellschaft an ihr Geldsystem stellen kann und sollte, ist eine genuin politische Frage, die auch als solche diskutiert werden sollte.

23 Vgl. Lindner will verbindlichen Abbaupfad für Schulden der Euroländer, 14. 2. 2022, www.spiegel.de/a-ea4d1c9f-247c-4438-aea1-41efa2a732bb.

24 Vgl. Perry Mehrling, Financialization and Its Discontents, in: *Finance and Society* 1/2017, S. 1–10, hier S. 1. Aaron Sahr spricht gar von Geld als gesellschaftliche Infrastruktur, die gesellschaftlich bereitgestellt wird und politisch gestaltet werden sollte. Vgl. Sahr (Anm. 2), S. 146ff.

CAROLIN MÜLLER

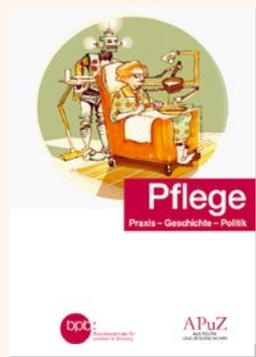
ist wissenschaftliche Mitarbeiterin am Hamburger Institut für Sozialforschung und Mitglied der Forschungsgruppe „Monetäre Souveränität“. carolin.mueller@his-online.de

APuZ EDITION

Zum Wieder- und Weiterlesen



2019
Bestell-Nr. 10413



2020
Bestell-Nr. 10497



2021
Bestell-Nr. 10714



2021
Bestell-Nr. 10751

Hier für 4,50 Euro bestellen
oder kostenfrei herunterladen



Schon gehört?

Die APuZ gibt es auch als Podcast!



Im Podcast „Aus Politik und Zeitgeschichte“ nehmen wir Sie mit zu unseren Expertinnen und Experten. Wir sind uns sicher, dass Sie und wir nach einer halben Stunde schlauer sind als vorher.

Neue Folgen gibt es einmal im Monat auf [bpb.de/apuz-podcast](https://www.bpb.de/apuz-podcast) und überall, wo Sie Podcasts hören.

DIE NEUE GELDPOLITISCHE STRATEGIE DER EUROPÄISCHEN ZENTRALBANK

Grundlagen und Herausforderungen

Ulrike Neyer

Im Juli 2021 gab die Europäische Zentralbank (EZB) ihre neue geldpolitische Strategie bekannt. Vor diesem Hintergrund werden im Folgenden Grundlagen der Geldpolitik der EZB skizziert und die drei Kernelemente der neuen Strategie erläutert.⁰¹ Was ist das Ziel der EZB? Wie versucht sie, es zu erreichen, und mit welchen Instrumenten? Was sind die Probleme des wichtigsten unkonventionellen geldpolitischen Instruments der quantitativen Lockerung? Welche Informationen werden wie in geldpolitischen Entscheidungen berücksichtigt? Welche Rolle spielt der Klimawandel für die Geldpolitik?

GRUNDLAGEN DER GELDPOLITIK DER EZB

Die EZB und die nationalen Zentralbanken der 19 Mitgliedstaaten der Europäischen Währungsunion, wie zum Beispiel die Deutsche Bundesbank, bilden das Eurosystem, das die gemeinsame Geldpolitik der Euroländer durchführt. In der Regel spricht man jedoch – nicht ganz korrekt – von der Geldpolitik der EZB. Die Begriffe Eurosystem und EZB werden also synonym verwendet, so auch hier.

Das wichtigste Gremium und oberste Beschlussorgan der EZB ist der EZB-Rat. Er trifft die geldpolitischen Entscheidungen. Dieser Rat setzt sich aus den sechs Mitgliedern des Direktoriums der EZB und den Präsidenten der 19 nationalen Notenbanken zusammen.

Die EZB hat ein eindeutiges Mandat. Demnach ist ihr vorrangiges Ziel, Preisstabilität zu gewährleisten (Artikel 127 Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union, AEUV).⁰² Bei welcher Inflationsrate das Ziel der Preisstabilität erreicht ist, hat der Gesetzgeber nicht vorgegeben, sondern die EZB legt im Rahmen ihrer geldpolitischen Strategie eine Zielinflationsrate fest.

Als Geldpolitik bezeichnet man die Maßnahmen, die von einer Zentralbank ergriffen werden, um ihre geldpolitischen Ziele zu erreichen: im Fall der EZB also ihre Maßnahmen zur Gewährleistung von Preisstabilität. Die EZB kann die Preise nicht direkt beeinflussen, sondern sie macht das indirekt über die Beeinflussung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage, die sich unter anderem aus dem Konsum der privaten Haushalte und den Investitionen der Unternehmen zusammensetzt. Der Weg von der geldpolitischen Maßnahme bis zur Veränderung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage wird als geldpolitische Transmission bezeichnet. Die bedeutendste geldpolitische Transmission erfolgt über das Zinsniveau in einer Volkswirtschaft.

Werden geldpolitische Maßnahmen mit dem Ziel durchgeführt, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und damit die Inflationsrate zu erhöhen, spricht man von einer expansiven Geldpolitik. Bei geldpolitischen Maßnahmen, die die gesamtwirtschaftliche Nachfrage senken sollen, um die Inflationsrate zu reduzieren, liegt eine kontraktive Geldpolitik vor.

ECKPUNKTE DER NEUEN STRATEGIE

Die geldpolitische Strategie der EZB beschreibt, wie sie das vom Gesetzgeber vorgegebene Ziel, die Gewährleistung von Preisstabilität, erfüllen will. Von Januar 2020 an unterzog die EZB ihre Strategie eineinhalb Jahre lang einer eingehenden Überprüfung. Seit der davorliegenden letztmaligen Überprüfung im Jahr 2003 haben sich die geldpolitischen Rahmenbedingungen geändert, was eine Überarbeitung der Strategie erforderlich machte. Eine wesentliche Änderung ist, dass der langfristige Zins, unabhängig von der Geldpolitik, einen sinkenden Trend aufweist.⁰³ Dies im-

pliziert, dass die EZB schneller und häufiger an eine Zinsuntergrenze stößt. Dies schränkt ihren Handlungsspielraum ein. Die neue Strategie der EZB trägt deshalb insbesondere dieser Entwicklung Rechnung.

Die vom EZB-Rat festgelegte Strategie besteht aus drei Kernelementen: *erstens* der Festlegung der Zielinflationrate, *zweitens* der Festlegung der Instrumente, mit denen das Ziel erreicht werden soll, *drittens* der Festlegung, welche Informationen in die geldpolitischen Entscheidungen einfließen und wie diese aufbereitet werden.

Neue Zielinflationrate

Die EZB kann keinen direkten Einfluss auf einzelne Preise nehmen. Zurzeit sehen sich die Menschen zum Beispiel insbesondere mit hohen Energiepreisen konfrontiert. Diese kann die EZB natürlich nicht senken. Sie kann jedoch auf das Preisniveau, das heißt auf den Durchschnitt der Preise im Eurogebiet mittelfristig Einfluss nehmen. Das Preisniveau in einem Mitgliedsland wird durch seinen Verbraucherpreisindex widerspiegelt. Zur Berechnung dieses Indizes wird ein Warenkorb betrachtet.⁰⁴ Die Waren und Dienstleistungen in diesem Korb mit ihren jeweiligen Mengen spiegeln das Konsumverhalten eines typischen Haushalts in dem Land wider. Im deutschen Warenkorb sind über 650 Güterarten enthalten. Das Gut, das den höchsten Anteil im deutschen Warenkorb aufweist, ist das Wohnen (Nettokaltmiete) mit knapp 20 Prozent. Der Anteil von Fleisch zum Beispiel liegt bei knapp 2 Prozent, der von Obst bei knapp 1 Pro-

zent. Zur Ermittlung der Inflationsrate werden die Ausgaben für diesen Warenkorb, und damit der Verbraucherpreisindex, zu zwei unterschiedlichen Zeitpunkten ermittelt. Die Inflationsrate von 4,9 Prozent, die das Statistische Bundesamt für Deutschland für Januar 2022 berechnet hat, sagt aus, dass die Ausgaben für diesen Warenkorb im Januar 2022 um 4,9 Prozent höher waren als im Januar 2021. Ein Grund für diese relativ hohe Inflationsrate sind die Preisanstiege für Heizöl von 37 Prozent und Benzin von 22 Prozent. Heizöl ist mit einem Anteil von rund 1 Prozent in dem Warenkorb enthalten, Benzin mit rund 2,6 Prozent.⁰⁵

Die Anteile, mit denen einzelne Güter in dem Warenkorb enthalten sind, spiegeln die Konsumstruktur eines typischen Haushalts in Deutschland wider. Weicht also die eigene Konsumstruktur von der eines typischen Haushalts ab, fährt man zum Beispiel kein Auto, isst weniger Fleisch und mehr Obst als der typische Haushalt, weicht die eigene Inflationsrate möglicherweise erheblich von der offiziell veröffentlichten Inflationsrate ab.⁰⁶ Die offiziell veröffentlichte Inflationsrate verdeckt auch, inwiefern bestimmte Bevölkerungsgruppen, die eine unterschiedliche Konsumstruktur aufweisen, unterschiedlich stark von Preissteigerungen betroffen sind. Bezüglich ihres Ziels orientiert sich die EZB nicht an den spezifischen Inflationsraten einzelner Bevölkerungsgruppen, sondern am durchschnittlichen Verbraucher. Ein Grund hierfür ist, dass die EZB eine unabhängige Institution ist. Sie unterliegt also nicht der direkten parlamentarischen Kontrolle. Die Bevorzugung einzelner Bevölkerungsgruppen bei politischen Entscheidungen muss aber demokratisch legitimiert sein, das heißt, darüber haben demokratisch gewählte Parlamente und Regierungen zu entscheiden und nicht der EZB-Rat.

Der Preisindex, den die EZB ihren geldpolitischen Entscheidungen zugrunde legt, der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI), ist ein gewichteter Durchschnitt der Verbraucherpreisindizes aller Euroländer. In der Gewichtung kommt die Bedeutung des jeweiligen Landes für

01 Vgl. Deutsche Bundesbank, Die geldpolitische Strategie des Eurosystems, in: Monatsbericht der Deutschen Bundesbank September 2021, S. 17–63. Auf diesen Artikel beziehen sich die Beschreibungen der Kernelemente der neuen geldpolitischen Strategie der EZB in diesem Beitrag.

02 Ein zusätzliches denkbare Ziel kann z. B. ein hoher Grad an Beschäftigung sein. Dieses doppelte Mandat hat das Federal Reserve System, die Zentralbank der USA. Für den Euroraum hat der Gesetzgeber jedoch festgelegt, dass das vorrangige Ziel der EZB die Gewährleistung von Preisstabilität ist.

03 Dieser Zins ergibt sich aus dem Angebot von und der Nachfrage nach Kapital. In erster Linie resultiert das Angebot daraus, wie viel die Menschen sparen wollen, die Nachfrage daraus, wie viel die Unternehmen investieren wollen. Es wird argumentiert, dass strukturelle Veränderungen, wie zum Beispiel die demografische Alterung und ein langsamerer technischer Fortschritt, das Angebot an Kapital erhöhen und die Nachfrage senken, was einen trendmäßigen Rückgang des langfristigen Zinses bewirkt.

04 Siehe hierzu auch den Beitrag von Mechthild Schrooten in dieser Ausgabe (Anm. d. Red.).

05 Vgl. Statistisches Bundesamt, Preis-Kaleidoskop Januar 2022, <https://service.destatis.de/Voronoi/PreisKaleidoskop.svg>.

06 Auf der Internetseite des Statistischen Bundesamtes kann man seine persönliche Inflationsrate berechnen. Siehe <https://service.destatis.de/inflationsrechner/index.html>.

diesen gesamten Verbraucherpreisindex für den Euroraum zum Ausdruck. Die Gewichtung erfolgt nach dem Konsumanteil des jeweiligen Landes am Gesamtkonsum der Währungsunion.

Von der letzten Überarbeitung der Strategie im Jahr 2003 bis zur Neuausrichtung 2021 war das geldpolitische Ziel, mittelfristig eine Inflationsrate, gemessen am jährlichen Anstieg des HVPI für den gesamten Euroraum, von unter, aber nahe 2 Prozent sicherzustellen. Die mittelfristige Ausrichtung berücksichtigt, dass das Ziel nur mittelfristig erreicht werden kann, da geldpolitische Maßnahmen zeitverzögert wirken. Bis ein geldpolitischer Impuls auf die Preise durchwirkt, kann über ein Jahr vergehen. Es wird keine Inflationsrate von null angestrebt, um einen entsprechenden Sicherheitsabstand zu einer problematischen Deflation, also zu fallenden Preisen zu haben. Weiterhin berücksichtigt eine positive Zielinflationsrate, dass die berechnete Inflationsrate die tatsächliche Inflationsrate überzeichnet.⁰⁷ Die positive Inflationsrate soll auch den Differenzen in den Inflationsraten der einzelnen Euroländer Rechnung tragen. Eine durchschnittliche Inflationsrate von null bedeutet dann nämlich, dass einige Länder eine negative Inflationsrate aufweisen würden, dort also eine problematische Deflation vorliegt.

Im Rahmen ihrer Strategieüberprüfung änderte die EZB ihre Zielinflationsrate auf das Punktziel von 2 Prozent. An der mittelfristigen Ausrichtung und auch an den Begründungen für eine positive Inflationsrate hat sich grundsätzlich nichts geändert. Auch wird als Messgröße weiterhin der HVPI verwendet. Mit der leichten Erhöhung der Zielinflationsrate will die EZB das trendmäßige Sinken des langfristigen Zinses berücksichtigen. Eine höhere Zielinflationsrate führt zu höheren durchschnittlichen Nominalzinsen, wodurch der geldpolitische Spielraum für expansive geldpolitische Maßnahmen steigt. Teilweise wurde diskutiert, aus diesem Grund die Zielinflationsrate noch stärker zu erhöhen.

07 Gründe hierfür sind Probleme bei der Inflationsmessung. Preissteigerungen können Qualitätsverbesserungen eines Produktes widerspiegeln, dann ist es aber nicht mehr das gleiche Produkt. Auch wird nicht berücksichtigt, dass Verbraucher auf Veränderung von relativen Preisen reagieren und ihre Konsumstruktur anpassen, indem sie mehr von dem relativ billiger gewordenem Gut kaufen. Da diese Effekte bei der Ermittlung der Inflationsrate nicht berücksichtigt werden, kommt es zu einer Überschätzung der tatsächlichen Inflationsrate.

Höhere Inflationsraten sind jedoch mit Kosten verbunden (zum Beispiel Ineffizienzen durch eine Verzerrung der relativen Preise, willkürliche Vermögensumverteilungen). Das Punktziel von 2 Prozent ist, so die EZB, nach Abwägung der Vor- und Nachteile unterschiedlicher Zielinflationsraten, angemessen. Ein Vorteil der neuen Inflationsrate ist, dass damit das Inflationsziel eindeutiger ist. Die Symmetrie des neuen Inflationsziels wird damit begründet, dass die bis 2021 geltende Asymmetrie (unter, aber nahe 2 Prozent) eine zu geringe geldpolitische Entschlossenheit signalisieren könnte, zu niedrige Inflationsraten zu bekämpfen. Mit dem symmetrischen Ziel will man zum Ausdruck bringen, dass Abweichungen nach oben und unten gleichermaßen unerwünscht sind. Mit der Bekanntgabe der neuen Strategie wies die EZB darauf hin, dass, wenn die Zinsen im Euroraum an der Zinsuntergrenze liegen, „besonders kraftvolle oder langanhaltende geldpolitische Maßnahmen nötig [sind], um zu verhindern, dass sich negative Abweichungen vom Inflationsziel verfestigen. Dies kann unter Umständen damit einhergehen, dass die Inflationsrate vorübergehend leicht über dem Inflationsziel liegt.“⁰⁸ Dieser Zusatz kann problematisch sein, da er die klare Aussage zum Inflationsziel einschränkt.

Geldpolitische Instrumente

Das zweite Kernelement der geldpolitischen Strategie der EZB ist die Festlegung der geldpolitischen Instrumente, mit denen sie ihr Ziel erreichen will. Diese Instrumente werden hier nicht im Detail behandelt.⁰⁹ Vielmehr wird die grundlegende Idee der konventionellen und unkonventionellen Instrumente anhand des jeweils wichtigsten Instruments (Veränderungen des Leitzinses und quantitative Lockerung) beschrieben, und Probleme des unkonventionellen Instruments der quantitativen Lockerung aufgezeigt.

Das wichtigste konventionelle geldpolitische Instrument der EZB ist ihr Leitzins. Zu diesem Leitzins, dem Hauptrefinanzierungszins, können Geschäftsbanken bei der EZB einen kurzfristi-

08 EZB, Erklärung zur geldpolitischen Strategie der EZB 2021, www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monopol_strategy_statement.de.html.

09 Eine ausführliche Beschreibung findet sich hier: EZB, The Eurosystem's Instruments 2021, www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/html/index.de.html.

gen Kredit aufnehmen. Befürchtet die EZB, dass es zu steigenden Preisen kommt, die die Inflationsrate über ihre Zielinflationsrate heben, erhöht sie den Hauptrefinanzierungszins. Die Kreditaufnahme der Banken bei der Zentralbank wird teurer, das heißt, die Kosten der Banken steigen. Die Idee dieser geldpolitischen Maßnahme ist, dass die Banken die höheren Kosten in Form höherer Kreditzinsen an ihre Kunden weitergeben. Der Konsum der privaten Haushalte und die Investitionen der Unternehmen sinken dann, da die Finanzierung dieser Ausgaben teurer wird. Die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und damit auch die Preissteigerungen gehen zurück. Erwartet die EZB hingegen ein Absinken der Inflationsrate unter ihr Ziel, senkt sie den Hauptrefinanzierungszins. Die gesamtwirtschaftliche Nachfrage wird stimuliert, und die Inflationsrate steigt.

Eine Reduzierung des Leitzinses zur Stimulierung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage ist nicht mehr möglich, wenn dieser sich schon nah an der effektiven Zinsuntergrenze befindet.¹⁰ Das war beispielsweise 2014/2015 der Fall. Der Hauptrefinanzierungszins lag bei nahe null. Die Inflationsrate im Euroraum lag bei unter 1 Prozent und drohte sich auf dem Niveau zu verfestigen. Sie war damit relativ weit entfernt von der Zielinflationsrate der EZB. Ein weiterer expansiver geldpolitischer Impuls wurde als notwendig erachtet. Da die EZB aber mit dem Hauptrefinanzierungszins schon nah an der Zinsuntergrenze operierte, hatte sie keinen großen Zinssenkungsspielraum mehr. So entschloss sie sich, erstmalig das Instrument der quantitativen Lockerung einzusetzen. Der englische Ausdruck hierfür ist Quantitative Easing (QE). Im Rahmen dieses Instruments kauft die EZB Wertpapiere, in erster Linie Staatsanleihen. Diese geldpolitische Maßnahme der EZB, der Ankauf von Staatsanleihen, ist das Public Sector Purchase Programme

10 Banken geben die Zinssenkungen der Zentralbank nicht nur an ihre Kreditkunden, sondern auch an die Sparer weiter. Fällt der Zins unter null, müssen die Sparer für ihre Guthaben Zinsen zahlen. Fällt der Zins hinreichend weit unter null, heben die Sparer ihre Ersparnisse bei den Banken ab. Sie halten diese dann lieber in Form von Bargeld. Die effektive Zinsuntergrenze liegt leicht unter null, da bei einem Zinssatz von null nicht alle Ersparnisse abgehoben werden, da auch die Bargeldhaltung mit Kosten verbunden ist, zum Beispiel in Form von Lagerhaltungskosten (Tresore), und da Sparer aus Sicherheitsüberlegungen heraus nicht im großen Umfang Bargeld halten wollen. Wie niedrig die effektive Zinsuntergrenze ist, wird deshalb von den Kosten der Bargeldhaltung bestimmt.

(PSPP). Mit dem Ankauf der Wertpapiere will sie das langfristige Zinsniveau direkt senken.¹¹ Die Zinsstrukturkurve, die den Zusammenhang zwischen den Laufzeiten und den Zinssätzen aufzeigt, weist in der Regel einen steigenden Verlauf aus, das heißt, dass der Zinssatz umso höher ist, je länger die Laufzeit ist (normale Zinsstruktur). Das bedeutet aber auch, dass, wenn am kurzfristigen Ende die Zinsuntergrenze bereits erreicht ist, am langen Ende noch Zinssenkungen möglich sind. Dieser Sachverhalt soll durch QE ausgenutzt werden. Durch die direkte Senkung des langfristigen Zinsniveaus will die EZB wiederum den Konsum der privaten Haushalte und die Investitionsbereitschaft der Unternehmen ankurbeln, um so die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu erhöhen, sodass die Preise stärker steigen.

Die EZB betont in den Ausführungen zu ihrer neuen Strategie, dass ihr primäres geldpolitisches Instrument der kurzfristige Leitzins ist. Wenn es jedoch notwendig ist, also in den Fällen, in denen sie mit dem Leitzins die effektive Zinsuntergrenze erreicht, will sie auf unkonventionelle geldpolitische Instrumente wie QE zurückgreifen.

Der Einsatz von QE wird gerade in Deutschland sehr kontrovers diskutiert. Befürworter heben die empirisch nachgewiesenen positiven Effekte auf die Preise und die Produktion im Euroraum hervor.¹² Kritiker führen die unerwünschten Nebenwirkungen an, wie negative Anreizeffekte für Staaten erstens in Bezug auf ihre Haushaltsdisziplin und zweitens in Bezug auf notwendige Reformen. Diese Anreize würden bestehen, da die Staaten nicht für eine schlechte Haushaltspolitik und Reformunwilligkeit von den Kapitalmärkten in Form höherer Zinsen bestraft würden, sondern sich bedingt durch die Staatsanleihekäufe der EZB über einen längeren Zeitraum auf niedrige Zinsen verlassen könnten. Auch im privaten Sektor würde es in Folge eines langanhaltenden Niedrigzinssniveaus zu Fehlallokationen von Kapital und Risiken kommen, im Extremfall zu einer Blasenbildung zum Beispiel an Aktien- und Immobilienmärkten.

11 Eine steigende Nachfrage nach Wertpapieren führt zu steigenden Preisen für diese Wertpapiere und damit zu sinkenden Renditen/Zinsen.

12 Vgl. Christine Lagarde, The Monetary Policy Strategy Review: Some Preliminary Considerations, Rede auf der „ECB and its Watchers XXI“-Konferenz am 30. September 2020, www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200930~169abb1202.en.html.

Kritiker werfen der EZB weiterhin vor, mit den Staatsanleihekäufen nah an der Fiskalpolitik zu operieren, also der Ein- und Ausgabenpolitik der Euroländer. Dazu hat sie kein Mandat. Auch würde sie monetäre Staatsfinanzierung betreiben, also über den Ankauf von Staatsanleihen Ländern zur Finanzierung ihrer Ausgaben finanzielle Mittel zur Verfügung stellen. Monetäre Staatsfinanzierung kann man sich so vorstellen, dass die Zentralbank Geld druckt, das sie den Finanzministern der Länder gibt, damit diese davon die Ausgaben ihres Staates bestreiten können, zum Beispiel für den Straßenbau, die Bezahlung der Angestellten im öffentlichen Dienst und so weiter. Monetäre Staatsfinanzierung ist im Euroraum verboten (Artikel 123 AEUV). 2016 wurde dann auch Verfassungsbeschwerde beim Bundesverfassungsgericht eingereicht. Es sollte prüfen, inwiefern das PSPP (nicht) mit dem Verbot der monetären Staatsfinanzierung kollidiert und durch das Mandat der EZB gedeckt sei. Das Bundesverfassungsgericht gab diesen Vorgang 2017 weiter an den Europäischen Gerichtshof. Dieser gab 2018 grünes Licht, bei dem PSPP bewege sich die EZB im Rahmen ihres Mandats, es handle sich nicht um die gemäß Artikel 123 AEUV verbotene Staatsfinanzierung. Das Bundesverfassungsgericht erkannte das an, kam jedoch 2020 zu dem aufsehenerregenden Urteil, dass das PSPP in Teilen verfassungswidrig sei, da es die EZB veräümt habe, darzulegen, dass der Einsatz dieses Instrumentes gemäß Artikel 5 des Vertrages über die Europäische Union (EUV) verhältnismäßig sei. Sie habe nicht hinreichend dargelegt, dass sie die Vorteile (mögliches Erreichen ihres Inflationsziels) gegenüber den Nachteilen gründlich abgewogen hätte. Die EZB hat daraufhin der Bundesregierung und dem Bundestag entsprechende Dokumente zukommen lassen, die nach Prüfung dieser Unterlagen die Verhältnismäßigkeit für ausreichend befunden hatten.¹³

Der Einsatz von QE an der effektiven Zinsuntergrenze ist sinnvoll, um einem möglichen Abgleiten in die Deflation entgegenzuwirken, das heißt, um auch an der effektiven Zinsuntergrenze geldpolitisch handlungsfähig zu bleiben. Die

Problematik ist jedoch, dass die oben skizzierten schädlichen Nebenwirkungen mit Ausmaß und Dauer des Einsatzes dieses Instruments zunehmen. Ein rechtzeitiger Ausstieg aus dieser mit QE verbundenen extrem expansiven Geldpolitik ist deshalb wichtig.

Aufbereitung von Informationen

Das dritte Kernelement der geldpolitischen Strategie der EZB betrifft die Aufbereitung von Informationen. Für ihre geldpolitischen Beschlüsse sammelt, verarbeitet und bewertet die EZB eine Vielzahl von Informationen. Bis zum Juli 2021 geschah dies im Rahmen der sogenannten Zwei-Säulen-Strategie. Die beiden Säulen bildeten die „wirtschaftliche Analyse“ und die „monetäre Analyse“. Im Rahmen der wirtschaftlichen Analyse betrachtete die EZB eine Vielzahl von Indikatoren, die auf Risiken für die Preisstabilität in der kurzen bis mittleren Frist hinweisen. Zu diesen Indikatoren zählen unter anderem das Bruttoinlandsprodukt, die Auslastung des Produktionspotenzials, Inflationsraten, Löhne, Wechselkurse und Rohstoffpreise. In der monetären Analyse wurden Indikatoren betrachtet, die auf Risiken für die Preisstabilität in der mittleren bis langen Frist hinweisen. Hierzu zählen die Geldmenge und die Kreditvergabe der Banken. Probleme im Bankensektor, wie sie die Finanzkrise von 2008/2009 aufgedeckt hat, behindern die geldpolitische Transmission: Zinssenkungen der Zentralbank führten nicht zu einer vermehrten Kreditvergabe, damit nicht zu einem Anstieg der Nachfrage und somit nicht zu der gewünschten Stabilisierung der Preise. Deshalb hat die EZB im Zuge ihrer monetären Analyse zunehmend auch die Stabilität des Bankensektors beobachtet. Die Informationen aus den beiden Säulen, also aus der wirtschaftlichen und der monetären Analyse wurden abgeglichen (*cross-checking*) und daraus entsprechende geldpolitische Beschlüsse abgeleitet.

Die neue Strategie der EZB baut auf beiden Säulen auf. Es werden nun aber nicht mehr zwei nebeneinanderstehende Säulen betrachtet, sondern beide Analysen werden als „integrierter Analyserahmen“ für geldpolitische Beschlüsse zusammengefasst. Eine gesonderte Gegenprüfung entfällt somit. Weiterhin wurde die monetäre Analyse explizit zur „monetären und finanziellen Analyse“ erweitert. Im Rahmen der finanzi-

13 Vgl. Bundesverfassungsgericht, Beschlüsse der EZB zum Staatsanleihekauf kompetenzwidrig, Pressemitteilung 32/2020, und dass., Erfolgreiche Vollstreckungsanträge zum Urteil des Zweiten Senats zu dem PSPP-Anleihekaufprogramm der EZB, Pressemitteilung 38/2021.

ellen Analyse wird ein besonderes Augenmerk auf die Stabilität des Bankensektors gelegt. Bei der Beschreibung ihrer Strategie weist die EZB ausdrücklich darauf hin, dass sie im Rahmen ihrer Analyse die Verhältnismäßigkeit und potenziellen Nebenwirkungen ihrer geldpolitischen Beschlüsse prüft,¹⁴ möglicherweise eine Konsequenz aus dem oben beschriebenen Urteil des Bundesverfassungsgerichts von 2020.

GRÜNE GELDPOLITIK?

Der Klimawandel wird in den nächsten Jahren weitreichende Auswirkungen auf die Wirtschaft haben. Man unterscheidet zwischen physischen Risiken (Extremwetterereignisse, die unter anderem Wohngebäude und Produktionsanlagen zerstören) und Transitionsrisiken (zum Beispiel klimapolitische Maßnahmen wie das Verbot von Verbrennungsmotoren oder die Bepreisung von CO₂-Emissionen). Entsprechende Ereignisse können sowohl die Nachfrage- als auch die Angebotsseite einer Volkswirtschaft beeinflussen und wirken sich entsprechend auf die Inflationsrate aus. Die EZB trägt dieser Entwicklung Rechnung, indem sie im Rahmen ihrer „wirtschaftlichen Analyse“ die Auswirkungen des Klimawandels stärker in ihren Analysen und Prognosen berücksichtigen will. Die Berücksichtigung von mehr Informationen zur besseren Abschätzung der Wirksamkeit geldpolitischer Maßnahmen ist sinnvoll. Inwiefern die Berücksichtigung dieser Informationen jedoch einen entscheidenden Einfluss auf die geldpolitischen Maßnahmen hat, bleibt abzuwarten. Geldpolitische Maßnahmen haben einen mittelfristigen Zeithorizont und betreffen den gesamten Euroraum, während aus dem Klimawandel resultierende Risiken häufig über den mittelfristigen Zeithorizont hinausgehen oder, wie zum Beispiel bei Extremwetterereignissen, regional begrenzt auftreten.

Einen aktiven Beitrag zur Bekämpfung des Klimawandels im Rahmen ihrer geldpolitischen Maßnahmen kann die EZB nicht leisten. Verschiedentlich wird gefordert, dass sie zum Beispiel im Rahmen von QE verstärkt „grüne“ Anleihen kaufen sollte, oder plakativ ausgedrückt: Anleihen von Unternehmen, die Windkrafttröder herstellen. Doch das kann sie nicht, sie würde ihr Mandat überschreiten. Sie ist eine unabhän-

gige Institution und unterliegt nicht der direkten parlamentarischen Kontrolle. Die Förderung bestimmter Branchen und Unternehmen ist immer mit einer Umverteilung von Ressourcen verbunden, auch beim Klimaschutz. Deshalb müssen über Art und Umfang dieser Maßnahmen demokratisch gewählte Parlamente und Regierungen entscheiden, nicht der EZB-Rat.

ZUSAMMENFASSUNG

Die Zielinflationsrate der EZB liegt bei 2 Prozent. Ihr Hauptinstrument ist ihr kurzfristiger Leitzins. Hat sie mit diesem jedoch die Zinsuntergrenze erreicht, greift sie auf unkonventionelle Maßnahmen wie QE zurück. Die unerwünschten Nebenwirkungen dieses Instruments steigen mit Ausmaß und Dauer dieses Instrumenteneinsatzes. Für ihre geldpolitischen Beschlüsse werden eine Vielzahl von Indikatoren betrachtet und in einem integrierten Analyserahmen abgeleitet, inwiefern Gefahren für die Preisstabilität bestehen. Klimaereignisse könne die Inflationsrate beeinflussen. Deshalb berücksichtigt die EZB Risiken des Klimawandels in ihren Analysen und Prognosen. Einen aktiven Beitrag zum Klimaschutz, etwa über den bevorzugten Ankauf „grüner Anleihen“, kann die EZB nicht leisten.

ULRIKE NEYER

ist Professorin für Volkswirtschaftslehre, insbesondere Monetäre Ökonomik an der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf.

ulrike.neyer@hhu.de

¹⁴ Vgl. Deutsche Bundesbank (Anm. 1), S. 49.

ZENTRALBANKKAPITALISMUS

Das (Schatten-)Bankensystem in der Krise

Joscha Wullweber

Zentralbanken haben sich zu mächtigen Institutionen entwickelt. Als die Corona-Pandemie die Eurozone im März 2020 überrollte, nationale Regierungen die Grenzen schlossen und die Europäische Kommission sich als zahnlos erwies, griff die Europäische Zentralbank (EZB) schnell, entschlossen und mit geballter Macht ein. Sie schuf ein 750 Milliarden Euro schweres Rettungsprogramm, das später auf 1,85 Billionen Euro erhöht wurde – eine weit höhere Summe als im Hilfs- und Wiederaufbaufonds vorgesehen, der nach mühsamem und konfliktreichem Ringen zwischen den EU-Staaten Mitte 2020 ausgehandelt worden war. Wie konnte es dazu kommen, dass Zentralbanken, die früher kaum beachtet wurden und deren Geldpolitik als langweilig und weitgehend voraussehbar galt, plötzlich zu solch machtvollen und schlagkräftigen Institutionen werden konnten? Wieso kam es zu dieser radikalen Geldpolitik? Und welche politische und politisch-ökonomische Bedeutung ist dieser Entwicklung beizumessen?

Um die komplexe Konstellation zu erfassen, die hier Zentralbankkapitalismus genannt wird, ist es wichtig, zu verstehen, dass das globale Finanzsystem von heute dem Finanzsystem vom Ende des 20. Jahrhunderts kaum noch ähnelt. Denn seit gut 20 Jahren gewinnt das Schattenbankensystem an Bedeutung. Inzwischen stellt es den Kern des gesamten Finanzsystems dar. Heute werden im Schattenbankensystem Wertpapiere im Umfang von mehr als 200 Billionen Dollar pro Jahr umgesetzt – etwa die Hälfte aller weltweit gehandelten Wertpapiere. Mit 6 bis 9 Prozent jährlich wächst es deutlich schneller als das Bankensystem.⁰¹ Die zunehmende Bedeutung des Schattenbankensystems spiegelt sich auch darin wider, dass innerhalb des Finanzsystems inzwischen mehr Kredite von Finanzakteuren vergeben werden, die keine Bank sind, also die Geschäftsbanken zunehmend unwichtig für die Vergabe von Geldmit-

teln werden.⁰² Zugleich – und hier liegt eines der Grundprobleme dieser Entwicklung – ist dieses Schattenbankensystem äußerst instabil.

DER TRAUM VOM UNREGULIERTEN FINANZMARKT

Im Schattenbankensystem finden Finanztransaktionen – Kreditvergabe und Handel von Wertpapieren – teilweise oder vollständig außerhalb des traditionellen Bankensystems im staatlich weitgehend unregulierten Teil des Finanzsystems statt. Anders als im bankbasierten Kreditssystem werden bei der Kreditvergabe im Schattenbankensystem keine Geldmittel geschaffen; vielmehr werden über den Markt Geldmittel und Wertpapiere an Akteure vermittelt. Statt klassischer Bankdarlehen basiert die Kreditvergabe auf Repurchase Agreements (kurz Repos, dt. Rückkaufvereinbarungen).

Repos sind Verträge, bei denen Wertpapiere zu einem bestimmten Preis verkauft werden, um diese nach einer definierten Zeit zu einem vorher festgesetzten Preis plus Zinsen wieder zurückzukaufen. Der Käufer wird der rechtmäßige Besitzer der Wertpapiere und kann diese weiterverkaufen. Wertpapiere fungieren dabei als Sicherheiten.⁰³ Repos verbinden Geld- und Wertpapiertransaktionen, Geldmarkt und Kapitalmarkt, und auf diese Weise Akteure mit sehr verschiedenen Interessen. Repos sind so zentral, dass sie bisweilen als Schattengeld bezeichnet werden.⁰⁴ Ganz allgemein gibt es im Schattenbankensystem einerseits Finanzakteure wie Hedgefonds und Geschäftsbanken, die Geldmittel benötigen, um durch Geschäfte mit unterschiedlichen Risikoprofilen kurzfristig Profit erzielen zu können oder auch, um eine Unterdeckung von Kapitalreserven aufzufangen. Diese Akteure können hier viel einfacher Geldmittel erhalten, da sie gesetzliche Regulierungen des Bankensystems umgehen können, deutlich geringere Zinssätze zahlen müssen und

keiner Bonitätsprüfung unterzogen werden. Der Weiterverkauf der den Repos zugrundeliegenden Wertpapiere verringert zusätzlich Transaktions- und Liquiditätskosten. Auf der anderen Seite finden sich Geldmarktfonds, Vermögensverwalter, Pensionsfonds und andere institutionelle Investoren oder auch Unternehmen, die ihr überschüssiges Kapital mit verhältnismäßig geringen Risiken und vergleichsweise hohen Renditen anlegen möchten. Über Repos gelingt es nun, diese Akteure außerhalb des klassischen Banksystems zusammenzubringen.

Im Prinzip ist ein Repo nichts anderes als eine Pfandleihe: Die eine Seite benötigt Geld und hinterlegt als Sicherheit ein Pfand in Form eines Wertpapiers. Die andere Seite besitzt Geld und verleiht dieses gegen diese Sicherheit. Da den Finanzakteuren diese Form der Absicherung jedoch nicht ausreicht, sind Repos deutlich komplexer als klassische Pfandleihen strukturiert. Um zu gewährleisten, dass die Sicherheiten, die der Repo-Transaktion zugrunde liegen, stets die Höhe des geliehenen Geldes plus Zinsen abdecken, wurden verschiedene Sicherheitsmechanismen erdacht. Erstens handelt es sich bei Repos um kurzfristige Verträge. Die meisten haben eine Laufzeit von einem Tag (Overnight-Repos). Zweitens wird bei jeder Repo-Transaktion ein sogenannter Haircut, das heißt ein Risikoaufschlag, auf den Preis aufgeschlagen. Drittens werden die Sicherheiten Mark-to-Market evaluiert. Das bedeutet, dass der Wert der Sicherheiten täglich dem aktuellen Marktwert angepasst wird. Wenn es nun zu einem Wertverlust der Sicherheiten kommt, ist die Gegenpartei, viertens, zu

einem Margin Call (Nachschussforderung) berechtigt, der es erlaubt, weitere Sicherheiten respektive Geldmittel zu verlangen. Auf diese Weise wird – zumindest theoretisch – die Risikodisposition der Gegenparteien permanent eingepreist. Schließlich und fünftens werden als Sicherheiten vor allem Staatsanleihen verwendet, da diese als die sichersten Wertpapiere gelten.⁰⁵ Der Wert der meisten anderen Wertpapiere ist volatil, weswegen höhere Haircuts verlangt werden. Wenn der Wert der als Sicherheiten verwendeten Wertpapiere fällt, müssen mehr Sicherheiten für die Repo-Transaktionen aufgebracht oder die teureren Bankkredite aufgenommen werden, was insgesamt zu geringeren Gewinnmargen und geringerem Engagement auf den Kapitalmärkten führt. Die Verfügbarkeit sicherer Staatsanleihen hat auf diese Weise auch eine direkte Auswirkung auf die Preise anderer Vermögenswerte. Für Repo-Transaktionen ist daher die Verfügbarkeit von Staatsanleihen von zentraler Bedeutung: „Eine neue Einsicht ergibt sich aus der Anerkennung einer fundamentalen Nachfrage nach Sicherheit, die sich von der Liquiditäts- und Geldnachfrage unterscheidet“.⁰⁶ Trotz der hohen Staatsschulden fast aller Industrieländer übersteigt die Nachfrage nach Staatsanleihen bei Weitem das Angebot. Der Repo-Handel wird in der Regel über Zwischenhändler, auch Shadow-Dealer genannt, abgewickelt.⁰⁷ Ohne sie würde das Schattenbankensystem nicht funktionieren, sie schaffen überhaupt erst den Handel, weswegen sie auch Market-Maker genannt werden.

DAS FINANZSYSTEM IM KRISENMODUS

Das Schattenbankensystem beruht also auf einer privaten Absicherungsstruktur, in deren Zentrum Repos stehen. Die Sicherheit der Repos ist, wie dargestellt, abhängig von den dem Handel zugrunde liegenden Wertpapieren und deren Marktbewertung. Das gesamte System basiert auf

01 Vgl. Financial Stability Board (FSB), Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2020, 16. 12. 2020, www.fsb.org/wp-content/uploads/P161220.pdf; FSB, Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2021, 16. 12. 2021, www.fsb.org/wp-content/uploads/P161221.pdf.

02 Vgl. FSB, Global Shadow Banking Monitoring Report 2016, 10. 5. 2017, www.fsb.org/wp-content/uploads/global-shadow-banking-monitoring-report-2016.pdf; FSB, Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2018, 4. 2. 2019, www.fsb.org/2019/02/global-monitoring-report-on-non-bank-financial-intermediation-2018.

03 Vgl. Perry Mehrling, *The New Lombard Street: How the Fed Became the Dealer of Last Resort*, Princeton 2011.

04 Vgl. Daniela Gabor/Jakob Vestergaard, *Towards a Theory of Shadow Money*, 14. 4. 2016, www.ineteconomics.org/perspectives/blog/towards-a-theory-of-shadow-money; Joscha Wullweber, *The Politics of Shadow Money: Security Structures, Money Creation and Unconventional Central Banking*, in: *New Political Economy* 1/2021, S. 69–85.

05 Vgl. Bank of England, *The Bank of England's Sterling Monetary Framework*, 2015, www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/freedom-of-information/2016/sterling%20monetary%20framework%20june%202015.pdf.

06 Pascal Golec/Enrico Perotti, *Safe Assets: A Review*, ECB Working Paper 2035, März 2017, eigene Übersetzung.

07 Vgl. Tobias Adrian et al., *On the Scale of Financial Intermediaries*, Federal Reserve Bank of New York Staff Report 743/2016.

der Annahme, dass zwar einzelne als Sicherheiten fungierende Wertpapiere an Wert verlieren können, nicht aber ein Großteil der Wertpapiere zur selben Zeit. Es zeigt sich allerdings, dass dieser Glaube an die Selbststabilisierungsfähigkeit deregulierter Finanzmärkte fehlgeleitet ist: „Wenn Nicht-Banken in bankähnliche Aktivitäten einsteigen, Fristen/Liquidität verändern und wie Banken eine Hebelwirkung erzeugen, können sie zu einer Quelle systemischer Risiken werden, sowohl direkt als auch durch ihre Verflechtung mit dem Bankensystem.“⁰⁸ In einer Krise funktioniert diese private Sicherheitsstruktur nicht. Sowohl während der globalen Finanzkrise, während der Repo-Krise Ende 2019⁰⁹ als auch zu Beginn der Corona-Krise im März 2020 nahm der Marktwert nicht nur einzelner, sondern eines großen Teils der Wertpapiere rapide ab.

Bei diesen Krisen kam es stets zu einer ähnlichen Dynamik: Aufgrund geringerer oder abnehmender Profiterwartungen werden größere Mengen an Wertpapieren verkauft, woraufhin der Preis für diese Wertpapiere fällt. Es werden nun höhere Sicherheitsabschläge für Repo-Transaktionen veranschlagt und erhöhte Haircuts gefordert. Finanzakteure, die viele Kredite relativ zum Eigenkapital aufgenommen haben, um ihre Investitionen finanzieren zu können, kommen nun in Zahlungsschwierigkeiten, da sie Geldmittel und Sicherheiten nachliefern müssen, die sie nicht besitzen. Sie sind nun gezwungen, weitere Wertpapiere zu verkaufen und können relativ zu den als Sicherheiten fungierenden Wertpapieren weniger Repo-Transaktionen durchführen. Zugleich vergeben andere Finanzakteure zögerlicher Kredite und versuchen, ihre liquiden Reserven zu halten. Der vermehrte Verkauf von Wertpapieren führt wiederum zu deren Wertminderung, was erhöhte Margin Calls, also das Nachfordern von Wertpapiersicherheiten, Haircuts und infolgedessen Liquiditätsengpässe nach sich zieht. Eine Liquiditätsabwärtsspirale tritt ein.¹⁰ Für Finanzmarktakteure

wird es zunehmend problematisch, Transaktionen durchzuführen. Wenn die Liquidität von Wertpapieren, die zur Absicherung der Repos dienen, fällt, verteuern sich diese. Dadurch nimmt die Finanzliquidität insgesamt ab. Es werden weniger Repo-Transaktionen durchgeführt, und Finanzakteure, die die über Repos erhaltenen Geldmittel zurückzahlen müssen, sind gezwungen, Wertpapiere auch weit unter Preis zu verkaufen, um überhaupt noch an Geldmittel zu kommen – die Liquiditätsabwärtsspirale verstärkt sich und ist durch marktinterne Kräfte kaum mehr zu stoppen.

Der Repo-Markt kann also in Krisenzeiten, aber auch schon bei kleinen Markturbulenzen, zu Liquiditätsabwärtsspiralen führen. Da die den Repos zugrunde liegenden Wertpapiersicherheiten permanent dem Marktpreis angepasst werden, tritt dieser Abwärtstrend sehr schnell ein. Während einer Liquiditätskrise werden Geldmittel und letztendlich Zentralbankgeld benötigt, um bestehende Verbindlichkeiten zu bedienen. Wenn Finanzakteure diese nicht in ausreichendem Maße besitzen, sind sie gezwungen, ihre Vermögenswerte zu fast jedem Preis zu veräußern.¹¹ Der Bedarf an Liquidität war beispielsweise Mitte März 2020 so hoch, dass selbst die sichersten Wertpapiere – US-Staatsanleihen – massiv verkauft wurden, sodass auch deren Kurse sanken.¹² In einem solchen Moment stellen die Market-Maker die Preisnotierungen und damit die marktmachende Funktion ein. Es entsteht ein Vakuum. Genau das geschah im September 2008 und im März 2020, woraufhin sich die Krise auf das gesamte Schattenbankensystem, auf fast alle Segmente der Kapitalmärkte und schließlich auf einen Großteil des Finanzsystems ausweitete.¹³ Die Zentralbanken waren die einzigen Institutionen, die diese Lücke füllen konnten. Als Händlerinnen der letzten Instanz übernahmen sie die marktmachende Funktion der Zwischenhändler im Schattenbankensystem (*Abbildung 1*).

08 FSB 2017 (Anm. 2), S. 5, eigene Übersetzung.

09 Vgl. Wullweber (Anm. 4).

10 Vgl. Tobias Adrian et al., Market Liquidity After the Financial Crisis, Federal Reserve Bank of New York Staff Report 796/2017, www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr796.pdf?la=en; Bank for International Settlement (BIS), Repo Market Functioning, Committee on the Global Financial System, CGFS Papers 59, April 2017, www.bis.org/publ/cgfs59.pdf.

11 Vgl. Mehrling (Anm. 3), S. 96 ff.

12 Vgl. BIS, A Monetary Lifeline: Central Banks' Crisis Response, 30. 6. 2020, www.bis.org/publ/arpdf/ar2020e2.htm; FSB, COVID-19 Pandemic: Financial Stability Implications and Policy Measures Taken, 15. 4. 2020, www.fsb.org/wp-content/uploads/P150420.pdf.

13 Vgl. Joscha Wullweber, The COVID-19 Financial Crisis, Global Financial Instabilities and Transformations in the Financial System, Berlin 2020.

Abbildung 1: Die Zentralbank als Händlerin der letzten Instanz



Quelle: Joscha Wüllweber, Zentralbankkapitalismus. Transformationen des globalen Finanzsystems in Krisenzeiten, Berlin 2021, S. 212.

ZENTRALBANKKAPITALISMUS

Als Lehman Brothers am Montag, den 15. September 2008 Insolvenz anmeldete, wurde das Finanzsystem in seinen Grundfesten erschüttert. Es kam zur schwersten Finanzkrise seit der Weltwirtschaftskrise von 1929 und zur bis dahin schärfsten globalen Rezession seit dem Zweiten Weltkrieg. Lehman war einer der wichtigsten Shadow-Dealer gewesen, seine Insolvenz führte zu einer rasanten Liquiditätsabwärtsspirale. Die US-Notenbank (Federal Reserve, kurz Fed) reagierte zunächst mit ihrem klassischen Instrumentarium: Sie senkte die Leitzinsen und stellte den Banken umfangreiche Kreditlinien zur Verfügung. Sie agierte als Kreditgeberin der letzten Instanz. Die Fed musste allerdings feststellen, dass diese Notfallmaßnahmen keine stabilisierende Wirkung erzielten. Der Grund: Die Maßnahmen erreichten nur das Bankensystem, nicht das Schattenbankensystem. Das war auch nicht erstaunlich, war doch das Schattenbankensystem ganz nach der marktradikalen Idee der freien, unregulierten und nicht staatlich abgesicherten Märkte konstruiert worden. Das Problem war allerdings, dass das gesamte Finanzsystem inzwischen ohne das Schattenbankensystem nicht mehr funktionieren konnte.

In diesem Moment, Mitte September 2008, musste die Fed notgedrungen und gewissermaßen über Nacht ihre Notfallinstrumente revolutionieren, um den Zusammenbruch des Gesamtsystems zu verhindern. Erstmals in ihrer Geschichte wurde sie selbst als Händlerin und Marktmacherin der letzten Instanz aktiv – im Schattenbankensystem!¹⁴ Sie fungierte als Gegenpart sowohl für Kreditnehmer als auch für Kreditgeber zunächst auf dem Geld- und später auch auf dem Kapitalmarkt. Das bedeutete, dass die Fed sowohl auf der Angebots-

wie auf der Nachfrageseite im Repo-Markt aktiv wurde, indem sie die Menge an Repo-Transaktionen dramatisch erhöhte. Finanzakteure, die sichere Wertpapiere benötigten, erhielten von der Fed US-Staatsanleihen, während Finanzakteure mit Bedarf an Liquidität von der Fed Geldmittel erhielten (*Abbildung 1*). Auf diese Weise wurde eine Sicherheitsstruktur für das Schattenbankensystem geschaffen, die notwendig war, um das Gesamtsystem zu stabilisieren.¹⁵ Zugleich flutete die Fed, und bald auch alle anderen führenden Notenbanken, das Finanzsystem massiv mit Liquidität (*Abbildung 2*).

Der Lehman-Moment September 2008 war die Geburtsstunde des Zentralbankkapitalismus: eine neue Ära, die sich dadurch auszeichnet, dass Zentralbanken – notgedrungen – zu mächtigen Akteuren und den Hauptprotagonistinnen geworden sind, den Kapitalismus zu stabilisieren. Trotz der massiven Stützungsmaßnahmen kommt das globale Finanzsystem allerdings weiterhin nicht aus dem Krisenmodus heraus. Zentralbanken sind daher gezwungen, vormals undenkbbare und radikale Geldpolitik zur neuen Normalität werden zu lassen. Die zusätzlichen Geldmittel im September 2008 waren dabei nur der Anfang: Die Bilanzen der Fed sind von knapp 1 Billion US-Dollar Mitte 2008 auf etwa 9 Billionen US-Dollar Anfang 2022 angestiegen – um das Neunfache (*Abbildung 2*). In ähnlichen Dimensionen haben die EZB, die Bank of England und die Bank of Japan Geldmittel zur Verfügung gestellt.

Diese zusätzlichen Geldmittel stellen an sich kein Problem dar – weder kommt es deswegen gezwungenermaßen zu einer Inflation noch bricht deswegen die Wirtschaft ein. Das Problem ist vielmehr, dass dieses Geld im Finanzsystem verbleibt und nicht in der produktiven Wirtschaft an-

¹⁴ Vgl. Mehrling (Anm. 3), S. 122ff.

¹⁵ Vgl. Joscha Wüllweber, *Embedded Finance: The Shadow Banking System, Sovereign Power, and a New State-Market Hybridity*, in: *Journal of Cultural Economy*, 5/2020, S. 592–609.

Abbildung 2: Bilanzen der US-Notenbank zwischen 2008 und 2022, in Billionen US-Dollar



Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis, Total Assets (Less Eliminations from Consolidation): Wednesday Level, laufend aktualisiert, <https://fred.stlouisfed.org/series/WALCL>.

kommt. So kommt es zu einer gigantischen Vermögenspreis-inflation, vor allem bei Aktien, Anleihen und Immobilien.¹⁶ Insgesamt nimmt auch aus diesem Grund die Schere zwischen Arm und Reich immer weiter zu. In den USA besitzt das reichste Prozent der Bevölkerung 32 Prozent des gesamten Vermögens, die reichsten 10 Prozent fast 70 Prozent. Die Hälfte der US-Bevölkerung besitzt fast gar kein Vermögen (Abbildung 3). Ähnliche Zahlen finden sich auch in Deutschland und anderen westlichen Industriestaaten.

Zentralbanken sind die einzigen Institutionen, die kein Liquiditätsproblem (in ihrer eigenen Währung) haben, da sie Zentralbankgeld schöpfen können, wodurch ihnen in Krisenzeiten ein vielfältiges Instrumentarium zur Stabilisierung des Systems zur Verfügung steht. Zugleich sind Zentralbanken aber auch seit Anfang des 21. Jahrhunderts mit Krisen bis dato unbekanntem Ursprungs und Ausmaßes konfrontiert. In Anbetracht des Ausmaßes der Krisen krepelten die Zentralbanken ihr Instrumentarium um und läuteten eine neue Ära der Zentralbankpolitik ein.¹⁷

16 Vgl. Naomi Rovnick et al., US Stocks Close at Record High After Inflation Falls Short of Worst Fears, 10. 12. 2021, www.ft.com/content/2afd5e99-8d1b-4cfd-b83b-e700782acd1d; Adam Samson/Colby Smith, Wall Street Stocks Close Week at Record Highs, 16. 4. 2021. www.ft.com/content/863f1a6c-c612-467d-ad35-ea9bf0bdea76.

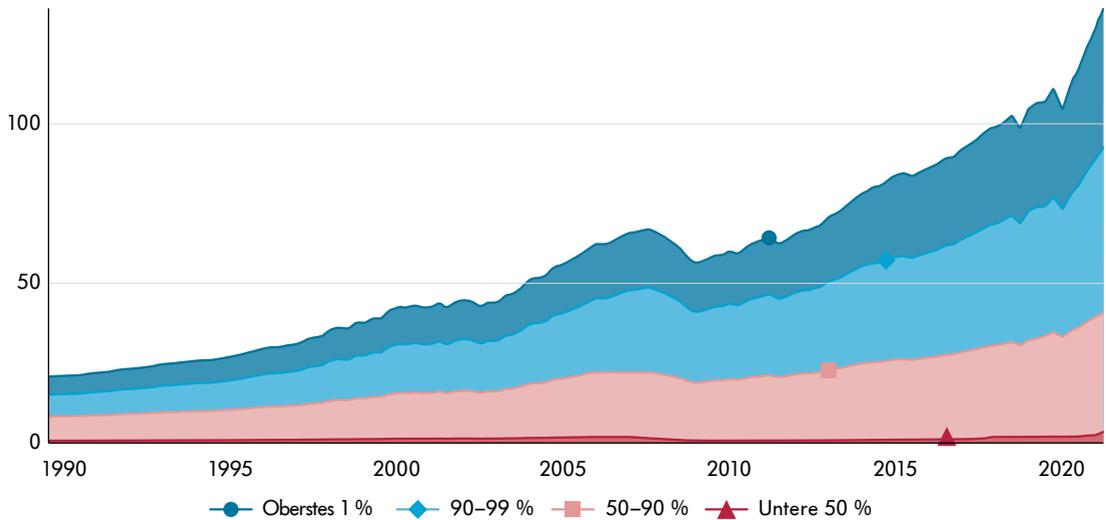
17 Vgl. Ben Bernanke, Monetary Policy in a New Era, 12.–13. 10. 2017, <https://piie.com/system/files/documents/bernanke20171012paper.pdf>.

Die Zentralbanken wurden nun erstmals selbst zu Finanzhändlern und marktmachenden Akteuren im Schattenbankensystem. Zugleich schufen die Fed und die Bank of England für Akteure des Schattenbankensystems die Möglichkeit, direkt auf Zentralbankgeld zugreifen zu können. Dieses Privileg war vorher allein den Banken vorbehalten gewesen.¹⁸

Mit der Corona-Krise überschritten die Zentralbanken sogar die rote Linie, die seit den 1980er Jahren eine strikte Trennung von Finanz- und Geldpolitik vorschrieb. Denn die vorherrschende Ideologie der vergangenen drei Jahrzehnte erlaubte es den Zentralbanken nicht, Staatsausgaben zu finanzieren, also den Regierungen Staatsanleihen direkt abzukaufen. Angesichts der historischen Bemühungen, die globale Pandemie einzudämmen, ohne ganze Industriezweige zu zerstören, war dieser Ansatz allerdings nicht mehr haltbar. Die Befürchtungen vor einem Zugriff der Regierung auf die Zentralbankbilanzen wurde überlagert durch die viel größere und unmittelbare Bedrohung eines Zusammenbruchs des Welthandels und einer nachfolgenden Verschlechterung aller wirtschaftlichen Aktivitäten und Lebensverhältnisse. Die Bank of England besaß Mitte 2020 50 Prozent aller britischen Staatsanleihen, die EZB 70 Prozent aller von den Mitgliedstaaten des Euroraums ausgegebenen

18 Vgl. Mehrling (Anm. 3); Wullweber (Anm. 4).

Abbildung 3: Vermögen verschiedener Vermögensgruppen in den USA 1990–2021, in Billionen US-Dollar



Quelle: Federal Reserve, Distribution of Household Wealth in the U.S. since 1989, www.federalreserve.gov/releases/z1/dataviz/dfa/distribute/chart/index.html.

Staatsanleihen. In Japan lag der Anteil bei über 75 Prozent.¹⁹

Das heutige globale Finanzsystem und der heutige Kapitalismus westlicher Industriestaaten können ohne die permanenten, hochgradig unkonventionellen und umfangreichen Interventionen der Notenbanken nicht mehr funktionieren. Stellten diese ihre Maßnahmen ein, würden das Bankensystem, das globale Finanzsystem und Wirtschaftssysteme weltweit kollabieren. Es ist eine scheinbar paradoxe Entwicklung zu konstatieren, in der das Schattenbankensystem, das sich weitgehend außerhalb des regulierten Finanzsystems befindet, eine immer bedeutendere Rolle für die Bereitstellung von Liquidität bekommt und Zentralbanken eine zunehmend wichtige und offensive Aufgabe in der Absicherung dieser Liquiditätsgenerierung übernehmen. Das Paradox löst sich allerdings auf, wenn Staat und Finanzsystem nicht getrennt voneinander gedacht werden.

IT'S POLITICS, STUPID!

Agieren Zentralbanken vor der globalen Finanzkrise eher im Stillen, so sind heutzutage die Fra-

gen, ob die Leitzinsen angehoben, die quantitative Lockerung weitergeführt oder geldpolitische Maßnahmen zum Klimaschutz durchgeführt werden sollen, ein Politikum. Die zunehmende Bedeutung von Zentralbanken ist weder Zufall noch zuvörderst finanzmarktinternen Entwicklungen geschuldet oder gar von den Zentralbanken selbst intendiert. Vielmehr handelt es sich vor allem um das Resultat politisch-ökonomischer Entscheidungen.

Seit den 1990er Jahren unterstützten Regulierungsbehörden und Zentralbanken den Aufbau des Schattenbankensystems, da es versprach, unabhängig von staatlichen Absicherungen global für ausreichend Liquidität zu sorgen. Für Regierungen ist das Schattenbankensystem vor allem deswegen interessant, weil bevorzugt Staatsanleihen verwendet werden, um die Repos abzusichern. Da die Regierungen ihren Zentralbanken seit den 1980er Jahren untersagt hatten, ihre Staatsanleihen direkt aufzukaufen, sind sie darauf angewiesen, dass es eine entsprechende Nachfrage auf den Finanzmärkten gibt. Je höher die Nachfrage, umso geringer die Zinsen. Je stärker das Schattenbankensystem wuchs, umso größer wurde die Nachfrage. Die Staaten nahmen in Kauf, dass so ein äußerst fragiles Finanzsystem entstand. In Europa sollte ein einheitlicher Repo-Markt die Vertiefung der Eurozone verstärken und die Eurozone insgesamt stabilisieren. Die Fed wiederum konnte über das Schat-

¹⁹ Vgl. Daniela Gabor, Why You Shouldn't Fall for the Panic About Britain's Public Debt, 29. 10. 2020, www.theguardian.com/commentisfree/2020/oct/29/panic-britain-public-debt-government-borrowing-pandemic.

tenbankensystem ihre Geldpolitik unabhängiger von der Haushaltspolitik der US-Regierung planen. Zugleich befördert die immer ungleichere Vermögensverteilung und damit der Bedarf an Anlagemöglichkeiten für große Vermögen von der Nachfrageseite her das Wachstum des Schattenbankensystems, da dieses profitable Anlageoptionen bietet.²⁰ Ein inhärentes Paradox dieser marktliberalen Politik besteht jedoch darin, dass marktliberale *Fiskalpolitik* auf der Schuldenbremse, also der Reduktion von Staatsausgaben und damit Staatsanleihen, basiert, während die marktliberale *Finanzpolitik* die Stärkung des „freien“ Schattenbankensystems umfasst, das jedoch ohne die permanente Produktion neuer Staatsanleihen, also Staatsschulden, nicht funktionieren kann.

Die unkonventionelle Geldpolitik wird zunehmend kritisiert, selbst innerhalb der Zentralbanken. Bei dieser Kritik wird allerdings häufig übersehen, dass der Spielraum der Zentralbanken begrenzt ist. Denn solange Regierungen nicht investieren und die Wirtschaft instabil bleibt, sind Zentralbanken gezwungen, Stabilisierungsarbeit zu leisten, um den Zusammenbruch des Gesamtsystems zu verhindern. Und auch wenn sich immer deutlicher gezeigt hat, dass die quantitative Lockerung nicht wie gewünscht zu mehr Investitionen in der Produktivwirtschaft führt, sondern stattdessen die Wertpapierpreise in immer weitere Höhen treibt, sind die Zentralbanken in der Finanzmarktlogik gefangen. Während der derzeitigen Pandemie zeigt sich wieder einmal die Entkopplung der Finanzmärkte von Entwicklungen in der Produktivwirtschaft. Während die Wirtschaft nach dem fast globalen Lockdown im März und April 2020 am Boden lag – die schwerste globale Rezession seit der Weltwirtschaftskrise in den 1930er Jahren –, begannen die Kurse auf den Aktienmärkten im April 2020 wieder rasant anzusteigen und befinden sich auf einem Rekordniveau. Selbst wenn es durch die Interventionen der Zentralbanken gelang, die Finanzmärkte zu stabilisieren, ist diese Stabilität höchst prekär. Die Alternative, dem Finanzsystem keine Geldmittel bereitzustellen, führt so lange in eine Sackgasse, wie von echter, also nicht nur stabilisierender, sondern die Wirtschaft ankurbelnder

Fiskalpolitik einerseits und effektiven gesetzlichen Regulierungen der Finanzmärkte andererseits abgesehen wird.

Das ist ein weiteres Kennzeichen des heutigen Zentralbankkapitalismus: Regierungen neigen dazu, ihre (politische) Verantwortung bei der Gestaltung der Wirtschaft zu ignorieren oder zu leugnen. Nach der globalen Finanzkrise hatten die meisten Regierungen davon abgesehen, Wirtschaft und Gesellschaft durch effektive fiskalpolitische Maßnahmen – Konjunktur- und Strukturpolitik – zu stärken und finanzstarke Investitionsprogramme aufzulegen. Stattdessen hatten sie die Situation noch verschärft, indem breit angelegte Sparmaßnahmen – Austeritätspolitik – die Erholung der Wirtschaft extrem erschwerten. Immer mehr Zentralbanken fordern daher ein stärkeres fiskalpolitisches Engagement der Regierungen. Fast notgedrungen führt die zurückhaltende Fiskalpolitik der Regierungen (die „Schwarze Null“) zu einem permanenten technokratischen Exzeptionalismus.²¹ Dieser könnte sich noch weiter verstärken, wenn die Regierungen nach weitgehender Überwindung der Corona-Krise sofort zurück zur Schuldenbremse, also zur Reduzierung der Staatsausgaben gehen sollten. Innerhalb der EU wird kaum ein Staat in der Lage sein, die Maastricht-Kriterien einzuhalten. Eine wiedererstarrende Sparpolitik hätte dramatische Folgen für Wirtschaft, Gesellschaft und auch den europäischen Zusammenhalt. Selbst Institutionen wie die OECD oder der Internationale Währungsfonds (IWF) fordern inzwischen die Regierungen auf, zu einer aktiven, investierenden und den Weg in Richtung Nachhaltigkeit aufzeigenden Fiskal- und Wirtschaftspolitik überzugehen.²²

Das derzeitige starke Eingreifen der Zentralbanken in das Finanzsystem und selbst die Unterstützungsmaßnahmen der Regierungen während der Corona-Pandemie sind also kein Zurück zum starken Staat oder ein neuer Keynesianismus. Trotz der Schwere der Krisen ist es zu keinen weitreichenden wirtschafts- und finanzpolitischen Kursänderungen gekommen. Es ist eine Regierungsweise, die sich innerhalb der weiterhin

²⁰ Vgl. Zoltan Pozsar, Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the U.S. Banking System, Internationaler Währungsfonds Working Paper 11/190.

²¹ Vgl. Jacqueline Best, Technocratic Exceptionalism: Monetary Policy and the Fear of Democracy, in: International Political Sociology 4/2018, S. 328–345.

²² Vgl. IWF, World Economic Outlook, Washington, D.C. Januar 2020.

vorherrschenden marktliberalen Wirtschaftsordnung vollzieht. Weder die Funktionsweise des Finanzsystems im Allgemeinen noch die des Schattenbankensystems im Speziellen werden infrage gestellt. Genau das müsste aber passieren, um die Krisenhaftigkeit des Systems zu überwinden. *Erstens* müsste das Schattenbankensystem wieder deutlich eingeschränkt werden. *Zweitens* – weiterhin aktuell – sollte eine Art Tobin Tax eingeführt und der Finanzhandel dadurch entschleunigt werden. *Drittens* muss es unbedingt zu einer deutlich aktiveren Fiskalpolitik mit echten und großangelegten Investitionsprogrammen kommen (Green New Deal). Das bedeutet auch, die marktliberale rote Linie der Staatsfinanzierung durch Zentralbanken zu hinterfragen. Auch ist es unumgänglich, die äußerst ungleiche Vermögensverteilung sowohl innerhalb der Länder als auch global gesehen zu reduzieren und eine gerechtere Vermögensverteilung anzustreben. Schließlich müssen Fiskal- und Finanzpolitik wieder deutlich stärker komplementär organisiert werden. Auch die Marktneutralität der Zentralbanken muss hinterfragt werden.

Es kann derzeit nur erahnt werden, welche Herausforderungen diese Entwicklungen für Politik, Gesellschaft, Wirtschaft und Wissenschaft beinhalten. Die Krisen seit Beginn des 21. Jahrhunderts haben mit aller Wucht die Notwendigkeit verdeutlicht, die Borniertheit politisch-ökonomischer Sichtweisen und wissenschaftsdisziplinärer Grenzen zu überwinden. Es ist letztlich auch eine demokratische Frage: geistige Monokultur versus intellektuelle Diversität. Nur eine auch neuartige politisch-ökonomische Wege ermöglichende Politik ist eine demokratische Entscheidungen bestärkende Politik.

JOSCHA WULLWEBER

ist Heisenberg-Professor für Politics, Transformation and Sustainability an der Universität Witten/Herdecke.

joscha.wullweber@uni-wh.de

Panel Impulse Dialogräume

KOLLO

Die Kunst der Demokratie

11. Kulturpolitischer Bundeskongress, Berlin

Aquino Tagungszentrum, digitale Teilnahme an einzelnen Formaten möglich

Kulturpolitik als Demokratiep politik

← 9.–10.6.22

www.kunstderdemokratie.de

Veranstalter: KULTURPOLITISCHE GESELLSCHAFT E.V.

bbp Bundeszentrale für politische Bildung

In Kooperation mit: Deutscher Städtetag

Co-Partner durch: Die Bundeszentrale für politische Bildung

INFLATION UND INFLATIONSANGST

Mechthild Schrooten

Sie ist wieder da – die Inflationsangst. Im Zuge der Pandemie haben die Verbraucherpreise kräftig angezogen. Europaweit und auch in anderen wichtigen Volkswirtschaften wie den USA ist die Inflation in der zweiten Jahreshälfte 2021 deutlich gestiegen. Jetzt wird sie durch weitere Unsicherungen angetrieben. Krieg zerstört, eine Geldwirtschaft ist aber auf stabile Rahmenbedingungen angewiesen. Instabilität bedeutet oftmals Angst, auch Inflationsangst.⁰¹

WAS WIRD GEMESSEN?

Die Inflation wird in Deutschland vom Statistischen Bundesamt berechnet. Es geht dabei um die Verbraucherpreisentwicklung. Zu deren Messung wird ein Warenkorb konstruiert, in den 650 verschiedene Waren eingehen. Die einzelnen Güter werden gewichtet, sodass ihre jeweilige Preisentwicklung immer nur zu einem kleinen Teil in die Berechnung des Gesamtindex eingeht. Die Werte der so berechneten Indizes können dann über die Zeit verglichen werden, so kann die Situation 2021 leicht der Situation im Jahre 2020 gegenübergestellt werden.

Steigt der Verbraucherpreisindex über einen längeren Zeitraum um mehr als 2 Prozent, wird dies Inflation genannt. Im Januar 2022 lag die Inflationsrate in Deutschland bei 4,9 Prozent.⁰² Stark gestiegen sind vor allem die Energiepreise; sie haben um 20,5 Prozent gegenüber dem Vorjahr zugelegt. Da jedoch die Preise für andere Güter längst nicht mit dieser Dynamik gestiegen sind, fiel die allgemeine Veränderungsrate des Verbraucherpreisindex weit moderater aus. Leicht gesunken sind beispielsweise die Preise für Bekleidung und Schuhe.⁰³ Bei Computer-Software gab es sogar einen Rückgang um knapp 6 Prozent. Angesichts der angespannten Märkte für Rohstoffe und der wachsenden Unsicherheit ist aber nicht mit einer kurzfristigen Entspannung bei der Inflationsdynamik zu rechnen.

Die Inflation in der gesamten Eurozone betrug im Januar 2022 5,1 Prozent⁰⁴ – Deutschland

liegt also im Durchschnitt. Besonders stark fiel die Inflation in Litauen (12,2 Prozent) und Estland (11,7 Prozent) aus. Beachtliche Werte wurden auch in Belgien (8,5 Prozent), in der Slowakei (8,5 Prozent) und in den Niederlanden (7,6 Prozent) erreicht.

INFLATION UND GELDWERTSTABILITÄT

Geld ist systemisch relevant. Über das Geld sind wir alle verbunden. Das Wirtschaftsleben funktioniert auf der Grundlage von Geldtransaktionen. Wir kommunizieren unsere ökonomischen Entscheidungen auf der Grundlage der geldwirtschaftlichen Infrastruktur.⁰⁵ Vermögenswerte werden in Geldeinheiten gemessen. Umso wichtiger scheint es, dass das Geld selbst einen stabilen Wert hat.

Die Inflationsrate wird als Maßstab für die Geldwertstabilität betrachtet. In der Wirtschaftswissenschaft wird eine zweiprozentige Steigerung der Verbraucherpreise gewissermaßen als Puffer verstanden, den die Wirtschaft zum „Atmen“ braucht. Erst das dauerhafte Überschreiten dieser „magischen“ Zwei-Prozent-Marke wird als Problem betrachtet.

Bei alledem werden in der Inflationsdiskussion nur die Verbraucherpreise betrachtet. Die jahrelange Steigerung etwa der Immobilienpreise, des Goldpreises, von Aktienkursen und anderer Vermögenswerte wird nicht als Inflation betrachtet. Erst, wenn sich die Preisdynamik etwa für Immobilien auf dem Wohnungsmarkt in Form von Mietpreissteigerungen spiegelt, wird daraus Inflation im eigentlichen Sinne. Folglich können Preissteigerungen für Vermögen als Frühwarnindikator für eine zukünftige dynamische Verbraucherpreisentwicklung verstanden werden.

Aus Sicht der Verbraucher:innen bedeutet Inflation, dass mit gegebenem Einkommen weniger konsumiert werden kann. Das ist einem Kaufkraftverlust gleichzusetzen. Daher wird vielfach zwischen nominalen und realen Werten unterschieden. Ein vereinfachendes Beispiel zeigt: Bei

Abbildung 1: Veränderung der Verbraucherpreise in Deutschland zum Vorjahresmonat, in Prozent



Quelle: Statistisches Bundesamt

einem Nominallohn von 1000 Euro und einer jährlichen Inflation von 5 Prozent wären nach einem Jahr 1050 Euro notwendig, um die Kaufkraft – und damit das Realeinkommen – konstant zu halten.

HYPERINFLATION?

In den 1920er Jahren kam es zu einer Hyperinflation, die gerade in Deutschland ein Trauma im kollektiven Gedächtnis hinterließ. Später trat das Phänomen der Hyperinflation auch im Zuge der Transformation vormals sozialistischer Volkswirtschaften auf, so etwa in den Ländern der zerfallenden Sowjetunion. Auch sogenannte *emerging economies*, beispielsweise in Schwellenländern, können teilweise auf Episoden der Hyperinflation zurückblicken.

01 Dieser Beitrag wurde im Februar 2022 geschrieben. Er kann daher die Effekte, die vom Krieg in der Ukraine ausgehen, bestenfalls anreißen.

02 Das bedeutet: Der Preis des Warenkorb lag in Deutschland im Januar 2022 um 4,9 Prozent über dem Vergleichswert von Januar 2021.

03 Vgl. Statistisches Bundesamt, Konjunkturindikatoren, Verbraucherpreisindex für Deutschland, 14. 2. 2022, www.destatis.de/DE/Themen/Wirtschaft/Konjunkturindikatoren/Basisdaten/vpi001j.html.

04 Vgl. Eurostat, Euroindikatoren, Schnellschätzung – Januar 2022, 17/2022. Zur Methodik der europäischen Inflationsmessung siehe auch den Beitrag von Ulrike Neyer in dieser Ausgabe (Anm. d. Red.).

05 Vgl. Mechthild Schrooten, *Geldwirtschaft und Krise*, in: Club of Vienna (Hrsg.), *Wieviel Geld verträgt die Welt? Analysen und Alternativen*, Wien–Berlin 2016, S. 44–76.

Mit einer Hyperinflation geht in der Regel eine vollständige Destabilisierung der Gesamtwirtschaft einher. In der Wirtschaftswissenschaft wird eine Hyperinflation als Teuerung von 50 Prozent pro Monat definiert.⁰⁶ Der Tausch von Gütern ersetzt zunehmend die Geldwirtschaft, und langfristige Geschäfte sind nicht mehr möglich. Geldvermögen werden in kürzester Frist radikal entwertet. Geld verliert seine Funktion. Das ist in der aktuellen Situation nicht in Sicht. Trotz aller Verunsicherungen der Märkte ist es grob fahrlässig, dieses Wort mit der aktuellen Situation in Verbindung zu bringen und Ängste zu schüren.

STANDARDTHEORIEN VERSAGEN

Auch wenn die Inflation in einzelnen Monaten höher ausfiel, sind die durchschnittlichen auf das Jahr 2021 berechneten Werte nicht beunruhigend. Die in der Eurozone gemessene Inflation betrug 2,6 Prozent, die in der EU 2,9 Prozent. In des fällt auf, dass sich das Jahr 2021 in zwei Phasen teilen lässt. In den ersten Monaten des Jahres

06 Philipp Cagan hatte in seinem fundamentalen, monetaristisch fundierten Paper Faktoren hinter der sich selbst beschleunigenden Dynamik von hyperinflationären Prozessen herausgearbeitet. Dahinter steht vor allem der Vorgang, dass nominaler und realer Wert einer Währung in kürzester Zeit auseinanderfallen. Die Zahlungsmittelfunktion und die Wertaufbewahrungsfunktion des Geldes werden so aufgehoben. Damit kommt die Geldwirtschaft an ihr Ende, die Tauschwirtschaft gewinnt an Bedeutung. Vgl. Phillip Cagan, *The Monetary Dynamics of Hyperinflation*, in: Milton Friedman (Hrsg.), *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago 1956, S. 25–117.

2021 verlief die Preisentwicklung moderat. In der zweiten Jahreshälfte jedoch setzte ein beschleunigter Preisauftrieb ein, der 2022 weiter anhält.

Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank ist seit Jahren expansiv ausgerichtet.⁰⁷ Die EZB stützt die gesamtwirtschaftliche Entwicklung seit Langem durch niedrige Zinsen und umfassende Anleihe- und Wertpapierkäufe. Auch die Negativzinsen für hohe Einlagen von Geschäftsbanken schaffen Anreize zur Kreditvergabe. Die Weitergabe dieser Negativzinsen an die Sparer:innen erhöht in diesem Gefüge die Nachfrage nach Gütern. In der Pandemie hat die EZB ein zusätzliches Notfallprogramm (Pandemic Emergency Purchase Program; PEPP) aufgelegt, das den Anleihekauf noch einmal erleichtert.

In der monetaristischen Theorie wird die Geldmengenausweitung im Kern als ursächlich für die aktuelle Preisentwicklung verstanden. Doch eine solche Argumentation greift zu kurz. Denn die lockere Geldpolitik gibt es schon länger; sie hat über einen langen Zeitraum keineswegs inflationstreibend gewirkt. Auch die Ausweitung des EZB-Anleihekaufs kann kaum als zentrale Ursache gesehen werden. Sie geht zwar mit einem immensen Aufbau von Geldvermögen der privaten Haushalte einher. Doch ist vielfach keine Nachfrage nach Gütern entstanden, sondern es wurde gespart.

Die aktuelle Situation ist durch starke Verunsicherung geprägt; Verunsicherung ist eine Inflationstreiberin. Krieg bringt Leid und ist zerstörerisch – ökonomisch ist Krieg destruktiver Unsinn. Mit dem Krieg in Europa werden Knappheiten geschaffen, die die Lage weiter verschärfen. Zudem werden nicht nur Lieferketten in Frage gestellt, sondern auch die Rahmenbedingungen einer Geldwirtschaft einem Stresstest unterzogen. Eine funktionierende Geldwirtschaft ist auf Frieden angewiesen.

All das liegt freilich nicht in der Hand der EZB. Bei einer Analyse der Inflationfaktoren helfen die auf Liquiditätsnachfrage und Geldangebot gerichteten traditionellen geldpolitischen Modelle kaum weiter.

KERNINFLATION

Wo die Standardtheorie hingegen richtig liegt: Das Inflationsgeschehen wird vor allem durch

Erwartungen geprägt. Aktuell scheinen diese Inflationserwartungen weltweit groß zu sein; folglich werden sich auf den Märkten leicht Preissteigerungen durchsetzen lassen. Gerade die Preise für Energie, Rohstoffe und Nahrungsmittel schwanken erfahrungsgemäß. Diese teilweise erhebliche Volatilität soll definitionsgemäß nicht in der Zielinflationsrate der Zentralbank berücksichtigt werden. Daher wird auf das Konzept der sogenannten Kerninflationsrate zurückgegriffen, um zwischen kurzfristigen und langfristigen Preiseffekten zu unterscheiden. Folglich ist die Kerninflation der zentrale Indikator für die Geldwertstabilität. Die Europäische Zentralbank orientiert sich bei ihrem grundsätzlichen Anspruch, den Geldwert zu sichern, genau an diesem Indikator. Die Kerninflation lag im Euro-Raum im Januar 2022 bei 2,3 Prozent, in Deutschland bei 2,9 Prozent, jeweils gegenüber dem Vorjahreswert. Die jeweiligen Werte der Verbraucherpreisentwicklung fielen deutlich höher aus. Zum Vergleich: Die Kerninflation in den USA lag zum gleichen Zeitpunkt bei 6 Prozent – das ist eine ganz andere Dimension. Die Betrachtung der Kerninflationsrate in der Eurozone dagegen zeigt, dass die EZB gar nicht so weit von ihrem geldpolitischen Zwei-Prozent-Ziel entfernt ist.

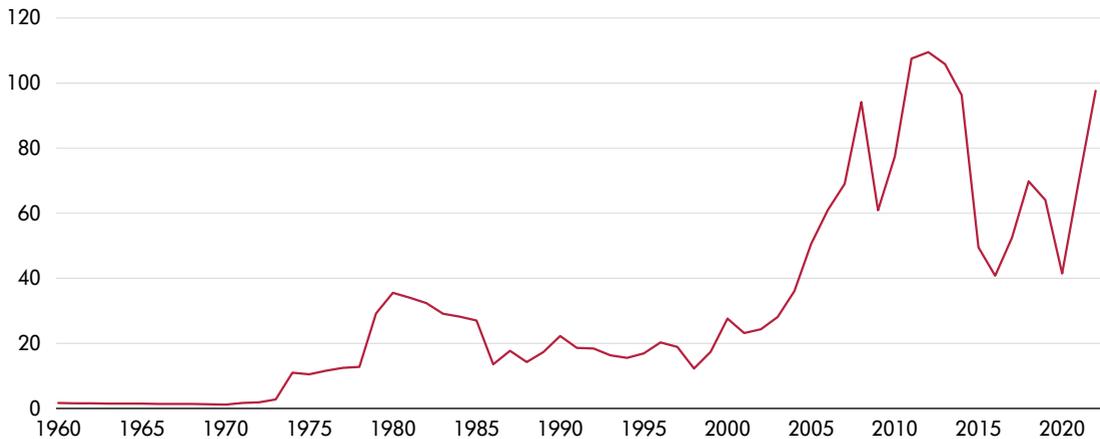
Dennoch ist im März 2022 das Sonderaufkaufprogramm PEPP ausgelaufen. Auch eine leichte Zinswende wird diskutiert. Die Zeiten des sehr billigen Geldes sind offenbar erst einmal vorbei. Aber wird damit das Problem im Kern gelöst? Wird diese Inflation angesichts von mehreren Sonderfaktoren mit Geldpolitik zu bekämpfen sein?

Lieferengpässe

Mit der Globalisierung steigt die Abhängigkeit und Vulnerabilität von Volkswirtschaften, was im Zuge der Pandemie deutlich geworden ist. Der teilweise Zusammenbruch von internationalen Lieferketten ließ Engpässe auf vielen Gebrauchsgütermärkten und bei ihren Vorprodukten entstehen. Internationale Lieferengpässe konnten nicht einfach durch eine Produktionsverlagerung in EU-Länder kompensiert werden. Vielmehr war gerade in den kurzen Phasen der gesamtwirtschaftlichen Erholung 2021 eine hohe private Nachfrage zu spüren, der kurzfristig kein entsprechendes Angebot gegenüberstand. Preissteigerungen und Preisanpassungen sind in solchen Fällen

⁰⁷ Siehe hierzu auch die Beiträge von Ulrike Neyer und Joscha Wullweber in dieser Ausgabe (Anm. d. Red.).

Abbildung 2: Preisentwicklung ausgewählter OPEC-Rohöle 1960 bis 2022, in US-Dollar je Barrel



Quelle: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/810/umfrage/rohoelpreisentwicklung-opec-seit-1960/>

die übliche Marktreaktion. Bei weiteren Erschütterungen der weltwirtschaftlichen Lieferkettensituation ist daher davon auszugehen, dass diese Art der Preissteigerungen zukünftig an Bedeutung gewinnt, während sie beim Gegenteil, nämlich der Normalisierung der Lieferketten, an Bedeutung verlieren würde.

Energiepreise

Verschärfend kam in der zweiten Jahreshälfte 2021 hinzu, dass weltweit die Energiepreise kräftig gestiegen sind. Dieser Preisauftrieb setzt sich offenbar auch 2022 weiter fort. Dabei schlugen sowohl die steigenden Strom- und Gaspreise als auch die dynamischen Kraftstoffpreise zu Buche. Bei der Berechnung des Verbraucherpreisindex erreichen die Energiepreise ein Gewicht von mehr als 10 Prozent. Bei der Berechnung der Kerninflation werden dagegen die Preisbewegungen auf dem Energiemarkt vernachlässigt.

In der Rückblende zeigt sich, dass mit der Pandemie und dem weltweiten gesamtwirtschaftlichen Einbruch der Ölpreis einbrach. Wenn also jetzt die Ölpreise anziehen, so ist das zunächst eine verständliche Gegenbewegung, die auch auf die gesamtwirtschaftliche Erholung zurückgeht. Ein Barrel Öl kostete im Februar 2022 über 90 US-Dollar (gegenüber knapp 60 Dollar im Vorjahresmonat). In der langfristigen Betrachtung zeigt sich, dass der aktuelle Preis noch deutlich unter den Spitzenwerten einzelner Monate des Jahres 2007 liegt. Dennoch ist der Preisauftrieb klar zu erkennen. Angesichts des russischen Ein-

marschs in die Ukraine dürfte auf den Energiemärkten jede weitere Verunsicherung eher zu einem Preisschub führen.

Der Preisauftrieb auf dem Energiemarkt ist aber auch durch die vermachteten Angebotsstrukturen geprägt. Die fossilen Energieträger werden von wenigen Anbietern bereitgestellt. Das Ausweichen auf erneuerbare Energien ist kurzfristig nicht möglich. Der schon aus klimapolitischen Gründen notwendige Strukturwandel des Energiesektors wurde über einen langen Zeitraum fahrlässig vernachlässigt. Wenn jetzt die Anbieter fossiler Energieträger, die eine große Marktmacht auf den entsprechenden Märkten innehaben, Preissetzungsspielräume nutzen, so ist dies ein leicht zu durchschauendes Spiel. Möglicherweise ist dies ein letztes Aufflackern der fossilen Industrie, die bei einer weltweiten Energiewende vor den Herausforderungen einer großen Desinvestitionswelle steht.

Die hohen Preise für fossile Energien lassen die relativen Preise für erneuerbare Energien sinken; in einem solchen Gefüge werden Investitionen in erneuerbare Energien attraktiver. Es ist dringend geboten, hier offensiv vorzugehen.

Greenflation

Neuerdings gibt es auch eine Diskussion um die Effekte einer sogenannten *green inflation* – kurz Greenflation. Der Begriff der Greenflation ist nicht nur umstritten, sondern erscheint auch eher als eine populistische Wortwahl. Im Kern wird darunter eine Preiserhöhung verstanden, die beispielsweise auf die Bepreisung von CO₂ zurück-

geführt werden kann. In der Vergangenheit waren für Umweltbelastungen kaum Kosten bei deren Verursachern angefallen. Das ändert sich gerade deutlich, wenn es um CO₂ geht. Mittels unterschiedlicher Mechanismen wird hier neuerdings eine nennenswerte Korrektur der fehlgeleiteten Marktpreise durchgesetzt. Gewissermaßen wird die Umweltzerstörung durch den neuen Preismechanismus (CO₂-Steuer und Emissionshandel) zumindest teilweise berücksichtigt.⁰⁸

Die Klimaziele der Europäischen Union geben der CO₂-Bepreisung einen neuen Rahmen. Anders ausgedrückt: Wenn die Klimaziele der Europäischen Union auch nur annähernd erreicht werden sollen, dann ist eine solche Bepreisung unumgänglich. Und weiter noch, die CO₂-Preise müssen sogar zukünftig noch deutlich steigen, damit Impulse für einen Umstieg auf erneuerbare Energien, der in vielen Fällen erhebliche Investitionen voraussetzt, entsprechend verstärkt werden. Dies muss auch dann gelten, wenn der Marktpreis für fossile Energien sinkt.

Daher gibt es auch gute Argumente für einen Preispfad bei fossilen Energien zur Schärfung des Instrumentenkastens.⁰⁹ Wenn Umweltschäden jetzt in den Preisbildungsmechanismus einbezogen werden sollen, dann ist das zwar ein Strukturbruch bei der bisherigen Preisfindung, aber keineswegs eine klassische Inflation. Vielmehr ist es ein dringend notwendiger Anpassungsprozess, der zumindest in einer Übergangsphase deutlich höhere Kosten wahrscheinlich werden lässt. Hier wird also der Preisdruck vorläufig nicht abnehmen.

Nahrungsmittel

Nicht nur die Preise für Energie steigen, sondern auch die für Nahrungsmittel: Sie legten um 4,9 Prozent gegenüber dem Vorjahr zu (ohne alkoholische Getränke). Die Preisentwicklung dieser Produkte verlief also parallel zur allgemeinen Teuerungsrate.

Im europäischen Vergleich waren die Nahrungsmittelpreise in Deutschland über Jahre hinweg besonders niedrig. Wenn sie nun kräftig anziehen, dann hat dies einerseits mit einer hohen

Nachfrage zu tun. Andererseits gibt es angebotsseitig Restriktionen, die etwa auf schlechte Ernten, Lieferkettenprobleme oder die Kriegseignisse zurückgehen. Vergessen scheint, dass über Jahre die geringen Nahrungsmittelpreise in Deutschland als ein gesamtgesellschaftlicher Makel diskutiert wurden. Im Zuge der aktuellen Entwicklung haben jetzt Akteur:innen entlang der Lieferkette die Chance, ein *mark-up pricing*, also einen Preisaufschlag zu realisieren – auch um ihre Profite zu erhöhen.

Inflation und Profit

In der Pandemie ist die Produktion teilweise eingebrochen; die Gesamtwirtschaft erholt sich nur langsam. Viele Unternehmen melden trotzdem hohe Profite. Wie geht das zusammen? Hier dürfte der Preismechanismus eine wichtige Stellenschraube sein. Denn höhere Preise führen zu höheren Umsätzen – aktuell lassen sich die höheren Preise gegenüber den Verbraucher:innen relativ gut mit gestiegenen Kosten begründen. Ob die Kosten tatsächlich in dem Maße gestiegen sind, wie es die Preise aktuell anzeigen, ist indes schwierig nachzuprüfen.

Während die so zu verstehende Profit-Preis-Spirale kaum analysiert wird, geht es in der öffentlichen Diskussion bereits wieder um die sogenannte Lohn-Preis-Spirale. Denn Löhne sind aus der Perspektive von Unternehmen erst einmal Kosten, und Kosten werden gern an die Verbraucher:innen abgewälzt. Doch bei der aktuellen Inflation ist klar erkennbar, dass die Lohnsteigerungen hinter den Tarifabschlüssen herhinken. Damit sinkt die Kaufkraft vieler Menschen. Ein Inflationsdruck durch über der Inflationsrate liegende Tarifabschlüsse lässt sich in Deutschland derzeit nicht beobachten. Damit fällt die Idee einer Lohn-Preis-Spirale als Argument in der Diskussion um die Inflationsursachen weitgehend aus. Vielmehr zeichnet sich ab, dass die Preisentwicklung der Lohnentwicklung davonläuft.

Erholung nach der Krise

In der Krise sind die Einkommen durch die zahlreichen staatlichen Stützungsmaßnahmen längst nicht so stark wie die Produktion eingebrochen. Vielmehr war die Nachfrage nach vielen Produkten schon bedingt durch die jeweiligen Maßnahmen zur Pandemiebekämpfung stärker rückläufig als die Einkommen. Dies spiegelt sich in Deutsch-

⁰⁸ Vgl. Rudolf Hickel, Grün und sozial: Mit der Greenflation zur Transformation; in: Blätter für deutsche und internationale Politik 2/2022, S. 21–24.

⁰⁹ Vgl. Stephan Schulmeister, CO₂-Emissionen müssen stetig teurer werden – durch einen Preispfad für fossile Energie, in: Wirtschaftsdienst 10/2020, S. 812–814.

land in einer deutlich gestiegenen Sparquote. Die Vermögen haben kräftig zugelegt. Wenn in der Folgezeit diese Ersparnisse in Nachfrage gewandelt werden, kann leicht ein Preisdruck entstehen.

Nicht zuletzt angesichts des beobachtbaren Aufwärtstrends bei den Erzeugerpreisen ist tatsächlich davon auszugehen, dass die Teuerungstendenz in der nahen Zukunft, wenn die gesamtwirtschaftliche Erholung auch in Deutschland an Fahrt gewinnt, zunächst aufrechterhalten bleibt. Steigende Preise sind in Aufschwung und Boom einer Marktwirtschaft jedoch normal und kein Grund zur Besorgnis.

WER GEWINNT, WER VERLIERT?

In der Debatte wird oft vergessen: Inflation erzeugt Gewinner:innen und Verlierer:innen. Es gewinnen beispielsweise all diejenigen, die zu einem relativ günstigen Zins einen Kredit aufgenommen hatten. Mit der Inflation verringern sich die nominalen Schulden nicht. Die realen Schulden jedoch werden kräftig reduziert. Aber nicht nur die geschuldete Gesamtsumme fällt unter diesen Inflationseffekt. Auch die Zinszahlungen sind betroffen. In Deutschland werden beispielsweise viele Kreditverträge zu festen nominalen Zinsen vereinbart. Vereinfachend kann gesagt werden: Der Nominalzins abzüglich der Inflationsrate entspricht dem Realzins. Je höher die Inflation, desto geringer ist daher die reale Zinsbelastung. Die gilt auch für diejenigen, die günstige Wohnungsbaukredite aufgenommen haben. Schulden lohnen sich in Zeiten der Inflation.

Große Schuldner sind weltweit vor allem die öffentlichen Haushalte, aber auch Unternehmen. Diese werden also bei der Rückzahlung von Krediten, aber auch bei den Zinszahlungen teilweise kräftig real entlastet. Gleichzeitig werden all diejenigen real belastet, die sich in einer Gläubigerposition befinden. Inflation bedeutet demnach eine Umverteilung von Gläubiger:innen zu Schuldner:innen – wohlgerne gerechnet in realen Einheiten. Dieses Spiel zwischen Schuldner:innen und Gläubiger:innen ist typisch für eine Kreditwirtschaft. Es lässt die relativ schwache Position der Gläubiger:innen in diesem System erkennen.

Inflation bedeutet aber auch Umverteilung; die Kaufkraft der Verbraucher:innen sinkt tendenziell. In einer inflationären Situation zählen

all diejenigen zu den Verlierer:innen, die Geldbestände halten. Verlierer:innen werden auch leicht diejenigen, die auf Zahlungen angewiesen sind, die nicht automatisch an die Inflationsentwicklung angepasst werden, also etwa Hartz-IV-Empfänger:innen.

Typisch ist, dass gerade die privaten Haushalte von den mit der Inflation verbundenen Kostensteigerungen besonders hart betroffen sind. Allerdings trifft die Inflation die einzelnen privaten Haushalte mit unterschiedlicher Wucht. Das liegt zum einen an Unterschieden in den grundlegenden Konsumentscheidungen und -gewohnheiten. Zum anderen spielt auch die Einkommenssituation eine große Rolle. Beide – Konsumgewohnheiten und Einkommenssituation – sind nicht unabhängig voneinander.

In der längeren Frist sind es nach Berechnungen des Instituts der deutschen Wirtschaft (IW) gerade die ärmeren Haushalte, deren Lebenshaltungskosten seit 1995 besonders stark gestiegen sind. Die Lebenshaltungskosten der einkommensstärksten Haushalte dagegen haben sich mit einer deutlich geringeren Dynamik entwickelt.¹⁰ Die ärmeren Haushalte zählen zu den deutlichsten Verlierer:innen der langfristigen Preisentwicklung; Inflation verschärft Armut.

Bezogen auf die kurzfristige Inflationsentwicklung im Dezember 2021 hat das Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK) unterschiedliche haushaltsspezifische Teuerungsraten ausgerechnet. Dabei wurde die Preisentwicklung für den jeweils haushaltstypischen Warenkorb nachgezeichnet. Der Warenkorb etwa für einen Single-Haushalt unterscheidet sich von dem eines Familienhaushalts. Zentrales Ergebnis: Kein Haushaltstyp konnte der Teuerung entkommen; in allen Gruppen liegt das Ergebnis über der Zwei-Prozent-Marke.

Besonders betroffen von der Teuerung im Dezember 2021 waren dabei Familien mit mittlerem Einkommen. Die energiepreisgetriebene Inflation ist ein Mittelstandsproblem und führt hier zu einem unerwarteten Wohlstandsverlust. Das IMK kommt zu dem Resultat, dass Single-Haushalte mit einem geringen Einkommen unterdurchschnittlich von der Teuerung betroffen waren.

¹⁰ Vgl. Markus Demary/Cornelius Kruse/Jonas Zdrzalek, Welche Inflationsunterschiede bestehen in der Bevölkerung? Eine Auswertung auf der Basis der Einkommens- und Verbraucherstichprobe, IW-Report 46/2021.

Dies ist ein bemerkenswertes Ergebnis und geht auf die unterstellten spezifischen Konsumgewohnheiten zurück. Kurzum: Wo kein Geld ist, kann auch nichts Teureres konsumiert werden. Dieser Konsumverzicht kann nicht einer freiwilligen Konsumententscheidung gleichgesetzt werden, sondern geht offenbar auf die harte Budgetrestriktion zurück, der sich diese Gruppe ausgesetzt sieht.¹¹ Insgesamt gilt: Die Kaufkraft sinkt und verschärft die Armuts- und Verteilungsproblematik in Deutschland.

WAS TUN?

Die aktuelle Inflationsentwicklung in Deutschland und in der Eurozone hat nur wenig mit der geldpolitischen Grundstimmung zu tun.¹² Eine Zinswende würde kaum helfen, die Inflationserwartungen zu brechen. Erfahrungen mit steigenden Preisen führen zu weiteren Inflationserwartungen. Zu beachten ist dabei auch, dass gerade in Bezug auf CO₂-Emissionen eine Preissteigerung gesellschaftlich gewünscht ist. Jahrelang konnten Emissionen verursacht werden, ohne dass sich nennenswerte Preiseffekte ergaben. Dass es nun zu einer Bepreisung kommt, ist dringend notwendig. Dieser Teil der Teuerung ist also gesellschaftlicher Wunsch – und keine klassische Inflation. Eine Zinserhöhung der Zentralbank würde die notwendigen Investitionen in erneuerbare Energien verteuern. Das wäre kontraproduktiv.

Klar ist aber auch, dass die Inflation für viele Menschen Armut bedeutet. Ohnehin ist die Vermögensungleichheit in Deutschland stark ausgeprägt. Vor diesem Hintergrund ist der Staat gefragt, gerade die Haushalte zu entlasten, die durch Energiepreise weiter prekarisiert werden.

In einzelnen Mitgliedsstaaten der Europäischen Union werden unterschiedliche staatliche Entlastungsmaßnahmen diskutiert. Dazu gehören nicht nur zusätzliche oder höhere Transferzahlungen, sondern auch Preisobergrenzen und die Senkung der Mehrwertsteuersätze.¹³ Denkbar wäre auch die staatliche Bereitstellung einer Grundversorgung mit ausgewählten Gütern. Derartige Überlegungen werden gerade von marktliberalen Ökonom:innen schnell verworfen. Doch hat die jahrelange neoliberale Wirtschaftspolitik, die massiv auf Privatisierung und Deregulierung setzt, auch in Deutschland einen guten Nährboden für die Marktmacht privater Unternehmen bereitet. Die aktuelle Preisentwicklung ist aus Sicht der Unternehmen auch eine Profitsicherung. Von einer Wettbewerbswirtschaft sind wir gerade im Energiesektor weit entfernt.

Der Staat ist als Regulierer gefragt. Aber er ist auch gefragt, weil er ein großer Profiteur der Inflation ist. Während Staat und Unternehmen als große Schuldner eine Gewinnerposition im Inflationenkampf einnehmen, sind diejenigen unter den privaten Haushalten besonders getroffen, deren reales Einkommen und Vermögen inflationsbedingt kräftig sinkt. Dieser Druck auf die Realeinkommen ist bis in die Mittelschicht zu spüren. Es muss alles dafür getan werden, dass Inflation nicht mit einer Verschärfung der Armut einhergeht.

11 Vgl. Silke Tober, IMK Inflationsmonitor; Haushaltsspezifische Teuerungsraten, IMK Policy Brief 114/2022.

12 Vgl. Mechthild Schrooten, Inflation – kein Fall für die EZB, 8. 2. 2022, www.fr.de/wirtschaft/-91289143.html.

13 Die Situation in der Eurozone und in Deutschland unterscheidet sich durchaus von der in den USA. In einem vielbeachteten Artikel kommt Isabella Weber zu dem Ergebnis, dass weitreichende staatliche Eingriffe wie etwa Preiskontrollen in den USA gerechtfertigt sein können. Vgl. Isabella Weber, Could Strategic Price Controls Help Fight Inflation?, 29. 12. 2021, www.theguardian.com/business/commentisfree/2021/dec/29/inflation-price-controls-time-we-use-it. Die Wirkung derartiger staatlicher Eingriffe in den Gaspreis erläutert sie gemeinsam mit Sebastian Dullien. Vgl. Systemrelevant Podcast: Wie sinnvoll ist ein Gaspreisdeckel?, 15. 2. 2022, www.boeckler.de/de/podcasts-22421-gaspreise-ist-ein-gaspreisdeckel-sinnvoll-39116.htm.

MECHTHILD SCHROOTEN

ist Professorin für Volkswirtschaftslehre mit den Schwerpunkten Geld und Internationale Integration an der Hochschule Bremen.

mechthild.schrooten@hs-bremen.de

EINE KURZE GESCHICHTE DER EUROPÄISCHEN WÄHRUNGSUNION

Stefan Schäfer

„Europa wird über die Währung geschaffen, oder es wird nicht geschaffen.“⁰¹ Der Franzose Jacques Rueff hat diesen Satz 1950 geschrieben. Seine häufig zitierte Aussage ist ein guter Ausgangspunkt für eine Auseinandersetzung mit der Europäischen Währungsunion und ihrer Historie. In der Tat ist die Geschichte (West-)Europas seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs von Beginn an auch eine Geschichte der währungspolitischen Zusammenarbeit. Ob Europa aber wirklich über die (gemeinsame) Währung geschaffen wird oder nicht vielleicht das gemeinsame Geld ganz am Ende des Einigungsprozesses hätte stehen müssen, war lange umstritten und ist es bis heute. Das Gleiche gilt für die grundlegende Ausrichtung der Wirtschaftspolitik, mit kurzfristiger Konjunkturstimulierung auf der einen und langfristig angelegter Wachstumsorientierung auf der anderen Seite. Die Währungsunion sowie die sie konstituierenden Regelwerke und Institutionen stellen einen Kompromiss zwischen den konkurrierenden Sichtweisen dar.

VON DER ZAHLUNGSUNION ZUM DELORS-REPORT

Das Wirtschaftsleben und der internationale Handel mit Waren und Dienstleistungen in Zentraleuropa waren 1945 weitgehend zum Erliegen gekommen. Ende der 1940er Jahre wuchsen die Volkswirtschaften jedoch wieder – und mit ihnen das Bestreben in Agrarsektor und Industrie, Vorprodukte zu importieren und Endprodukte zu exportieren. Außenhandel kann jedoch nur effizient stattfinden, wenn die Bezahlung der grenzüberschreitenden Güterströme zu niedrigen Kosten möglich ist. Dazu müssen die Banken in den beteiligten Ländern zusammenarbeiten und die jeweiligen Währungen ohne größere Einschränkungen gegeneinander eingetauscht werden können, also ein Mindestmaß

an Konvertibilität aufweisen. So entstand 1950 die Europäische Zahlungsunion. Sie bildete das finanztechnische Rückgrat der ökonomischen Verflechtung in Westeuropa, blieb aber für längere Zeit der einzige Schritt in Richtung eines europäischen Finanz- und Währungsraums.⁰² Dennoch waren auch ohne nennenswerte weitere Fortschritte im monetären Bereich erhebliche Integrationserfolge möglich: die Europäische Gemeinschaft für Kohle und Stahl (EGKS, 1952), die mit den „Römischen Verträgen“ konstituierte Europäische Wirtschaftsgemeinschaft (EWG, 1957), die Zollunion (1968) sowie die Norderweiterung der Europäischen Gemeinschaften (EG) um Großbritannien, Irland und Dänemark (1973).⁰³

Es wäre jedoch voreilig, daraus den Schluss zu ziehen, das Zusammenwachsen der westeuropäischen Länder in dieser Zeit sei ohne Rücksicht auf währungspolitische Fragen möglich gewesen. Denn zum einen waren alle Industrienationen Teil des internationalen Bretton-Woods-Systems, sodass zwischen ihren Währungen feste Wechselkurse galten. Die politische und ökonomische Integration Westeuropas basierte damals also auf gut planbaren Austauschbeziehungen zwischen den Währungen. Zum anderen kam die monetäre Integration der EWG dann eben doch auf die Tagesordnung, als das Bretton-Woods-System Ende der 1960er Jahre schwächelte und wenig später zusammenbrach. Ab diesem Zeitpunkt verlor die europäische Politik das Ziel der Währungsintegration nie mehr aus den Augen. Der erste große Schritt auf dem Weg dorthin war 1970 der „Werner-Plan“, benannt nach dem damaligen luxemburgischen Premierminister Pierre Werner. Er sah eine gemeinsame Währung für das Jahr 1980 vor. Dazu kam es nicht. Stattdessen sollte der Europäische Wechselkursverbund die innereuropäischen Währungsrelationen fixieren oder wenigstens stabilisieren, was mehr schlecht als recht gelang.

Daraufhin etablierten der französische Staatspräsident Valéry Giscard d'Estaing und der deutsche Bundeskanzler Helmut Schmidt 1979 das Europäische Währungssystem (EWS). Das EWS hatte erhebliche Schwächen, funktionierte aber anscheinend doch so gut, dass eine EG-Arbeitsgruppe unter Leitung von Kommissionspräsident Jacques Delors im Frühjahr 1989 vorschlug, in drei Stufen eine gemeinsame Währung einzuführen („Delors-Report“).

MAASTRICHTER VERTRAG UND STABILITÄTS- UND WACHSTUMSPAKT

Dieser Plan zwang die Regierungen der mittlerweile zwölf EG-Mitgliedsstaaten, währungspolitisch Farbe zu bekennen. Dabei trat eine Konfliktlinie offen zutage, die die innereuropäische Diskussion über die monetäre Zusammenarbeit von Beginn an gekennzeichnet hatte: Während die sogenannten Monetaristen der Grundsteintheorie anhängen und die Währungsunion als entscheidenden Schritt auf dem Weg zu einer politischen Union ansahen, waren die „Ökonomen“ von der Krönungstheorie überzeugt: Ihr zufolge sollte das gemeinsame Geld am Ende des europäischen Einigungsprozesses stehen. Dabei vertraten Politik und Notenbank in Deutschland traditionell die ökonomistische Position, wohingegen in Frankreich Monetaristen das Feld beherrschten.

Mit der Kontroverse zwischen Monetaristen und Ökonomen eng verbunden waren unterschiedliche Haltungen zur Geld- und Fiskalpolitik. Insbesondere in Deutschland dominierte die Ansicht, nur finanzpolitische Solidität gepaart mit einer stabilitätsorientierten Geldpolitik, die von einer unabhängigen Zentralbank ausgeführt wird, garantierten langfristig eine gedeihliche Entwicklung der Wirtschaft. Demgegenüber standen die Regierungen in Frankreich und Süd-

europa traditionell Staatsdefiziten und einer lockeren Geldpolitik (ihrer nicht unabhängigen Notenbanken) offen gegenüber.⁰⁴

Mit dem Maastrichter Vertrag setzte sich die deutsche Position durch. Vereinbart wurde die Errichtung einer unabhängigen, allein dem Ziel der Preisniveaustabilität verpflichteten Europäischen Zentralbank, der die Finanzierung von Staatsdefiziten verboten war. Als Zugeständnis an die deutsche (und ökonomistische) Seite können auch die Konvergenzkriterien verstanden werden. Ihr Sinn war es, sicherzustellen, dass nur Länder der Währungsunion würden beitreten können, die im Hinblick auf die Solidität der Staatsfinanzen sowie das Preis- und Zinsniveau gewisse Mindestanforderungen erfüllten. Gemeinsames Geld sollten also nur diejenigen bekommen, bei denen der (ökonomische) Einigungsprozess – die Konvergenz – schon ein Stück vorangeschritten war. Schließlich einigte man sich auch auf die sogenannte No-Bailout-Klausel: Geriet ein Mitgliedsland in finanzielle Schwierigkeiten, dann sollten weder die Gemeinschaft als Ganzes noch andere Mitgliedsländer für es einstehen.

Auch wenn die Bundesregierung am Ende der Konferenz in Maastricht Ende 1991 alles andere als mit leeren Händen dastand, war die Kritik in Deutschland heftig. Eine Mehrheit der Bevölkerung stand der Aufgabe der D-Mark skeptisch gegenüber, es gab eine Verfassungsklage (die zum „Maastricht-Urteil“ des Bundesverfassungsgerichts führte) und ein federführend von der Ökonomin Renate Ohr verfasstes „Professorenmanifest“, das 1992 für Aufmerksamkeit sorgte. Es endete mit der Prophezeiung: „Die überhastete Einführung einer Europäischen Währungsunion wird Westeuropa starken ökonomischen Spannungen aussetzen, die in absehbarer Zeit zu einer politischen Zerreißprobe führen können und damit das Integrationsziel gefährden.“⁰⁵

01 Jacques Rueff, *L'Europe se fera par la monnaie ou ne se fera pas*, in: *Synthèses – Revue Mensuelle Internationale*, Fevrier 1950, S. 267–271, hier S. 267.

02 Vgl. Werner Polster, *Europäische Währungsintegration. Von der Zahlunion zur Währungsunion*, Marburg 2002, S. 95 ff.

03 Für einen Überblick vgl. Otmar Issing, *Entwicklungsgeschichte der Wirtschafts- und Währungsunion*, in: Ulrich Hufeld/Christoph Ohler (Hrsg.), *Europäische Wirtschafts- und Währungsunion*, Enzyklopädie Europarecht, Bd. 9, Baden-Baden 2022, S. 47–70.

04 Vgl. Hans-E. Loeff, *Stabilitätskultur und Zentralbankunabhängigkeit. Notwendigkeiten für die neue Währung*, in: Hans-Hermann Francke (Hrsg.), *Europäische Währungsunion – von der Konzeption zur Gestaltung*, Berlin 1998, S. 317–339; sowie als Gegenposition Pierre Bourdieu, *Warnung vor dem Modell Tietmeyer*, 1. 11. 1996, www.zeit.de/1996/45/Warnung_vor_dem_Modell_Tietmeyer.

05 Renate Ohr/Wolf Schäfer, *Die EG-Währungsunion führt zur Zerreißprobe*, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 11. 6. 1992, S. 11.

Als der Zug in Richtung gemeinsame Währung trotz aller Bedenken Fahrt aufnahm, intensivierte sich in und zwischen Deutschland und Frankreich die Diskussion darüber, wie die Wahrungunion nach deren Beginn ausgestaltet sein sollte. Deutschland drang auf strenge Regeln für die Fiskalpolitik der Euroländer und auf spürbare Sanktionen bei Fehlverhalten. All dies sollte in einem „Stabilitätspakt“ festgehalten werden. Frankreich wandte sich gegen zu strenge Vorgaben, um den Regierungen der Mitgliedstaaten konjunkturpolitische Spielräume zu erhalten. Man einigte sich auf einen Kompromiss. Die Defizit- und Schuldenstandsregeln wurden vertraglich verankert, aber es gab Ausnahmen und vergleichsweise hohe Hürden für die Sanktionen gegen „Defizitsunder“. Der Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) war geboren. Er ist institutioneller Ausdruck der Tatsache, dass die Fiskalpolitik in nationaler Zuständigkeit verbleiben sollte – und dass weiter keine Einigkeit über die Grundlinien der Wirtschafts- und Finanzpolitik der Mitgliedstaaten herrschte.

HONEYMOON: VOM START 1999 BIS ZUR KRISE 2008

Formal errichteten Maastrichter Vertrag und Stabilitäts- und Wachstumspakt ein strenges Regelwerk für die Aufnahme in die Wahrungunion. Ihre erste Bewährungsprobe in der Realität mussten die Maastrichter Vorgaben bestehen, als es darum ging festzulegen, wer von Beginn an – also ab dem 1. Januar 1999 – dabei sein sollte. Von den seinerzeit 15 EU-Staaten zeigten zwölf Interesse an der Teilnahme. Nur Dänemark, Großbritannien und Schweden blieben freiwillig außen vor. Die Wahrungunion startete schließlich mit einem großen Kreis von Mitgliedsländern – nämlich elf der zwölf Interessenten; Griechenland wurde zunächst nicht aufgenommen.⁰⁶

Dafür mussten die Staats- und Regierungschefs die Konvergenzkriterien auf ihrem Madrider Gipfel im Mai 1998 weit auslegen, denn viele Euroaspiranten erfüllten das Defizit- und/oder

das Schuldenstandskriterium⁰⁷ – wenn überhaupt – nur mit großer Mühe. Mit Blick auf den Gegensatz zwischen monetaristischer und ökonomistischer Herangehensweise bedeutet das: Die formalen Vorgaben waren ökonomistisch motiviert; sie forderten ein (wenigstens ökonomisches) Zusammenwachsen vor der Einführung der gemeinsamen Währung. Die praktische Umsetzung erfolgte jedoch nach monetaristischen Erwägungen. Man ließ viele Länder mitmachen in der Hoffnung beziehungsweise Erwartung, der Rest werde sich später schon fügen – ein Befund, der durch die Aufnahme Griechenlands am 1. Januar 2001 bestätigt wird.

In den ersten Jahren des Euro kam dann einiges anders, als seine Kritiker (nicht zuletzt in Deutschland) es erwartet hatten. Der Start der Wahrungunion 1999 und die Ausgabe des Euro-Bargeldes 2002 erfolgten reibungslos. Die Inflationsrate blieb niedrig und die EZB erwarb sich schnell den Ruf einer Notenbank, die in der Lage ist, das neue „staatenlose Geld“, das in zunächst elf und dann zwölf „geldlosen Staaten“ Verwendung fand, zu managen. Das historisch einmalige Experiment schien geglückt.

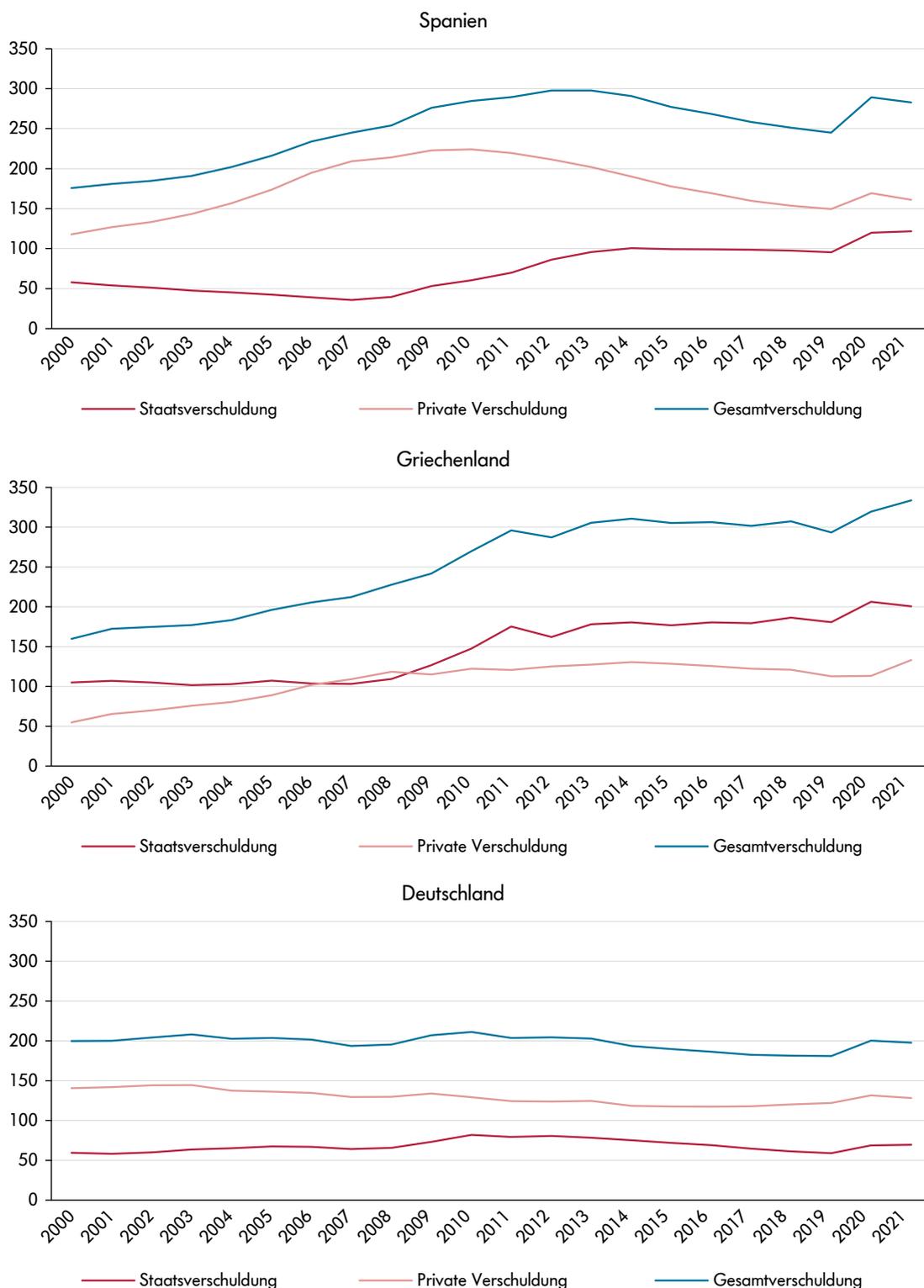
Doch schon damals deuteten sich Schwierigkeiten an, mit denen die Eurozone bis heute zu kämpfen hat. Die wirtschaftliche Entwicklung der Wahrungunion verlief Anfang des Jahrtausends asymmetrisch: Während Irland sowie die südeuropäischen Mitgliedsländer Portugal, Spanien und Griechenland einen kreditgetriebenen Aufschwung erlebten, hatte Deutschland noch Jahre nach dem Platzen der New-Economy-Blase mit historisch hohen Arbeitslosenzahlen zu kämpfen. Das blieb nicht ohne Folgen für den Staatshaushalt, und im Jahr 2003 war dann ausgerechnet Deutschland (zusammen mit Frankreich) das erste Land, das den Stabilitäts- und Wachstumspakt brach – wofür es allerdings keine Sanktionen auferlegt bekam.

Der Asymmetrie zwischen kreditgetriebenem Aufschwung in den später sogenannten Peripheriestaaten auf der einen sowie vergleichsweise schleppender Entwicklung in Deutschland,

⁰⁶ Vgl. Bundesregierung, Sondertagung des Rates der Europäischen Union vom 1. bis 3. Mai 1998 in Brüssel (Teil eins von fünf) – Entscheidung zum Teilnehmerkreis an der Wirtschafts- und Wahrungunion, 11. 5. 1998, Bulletin 30–98, https://archiv.bundesregierung.de/Content/DE/Bulletin/1990-1999/1998/30-98_.html.

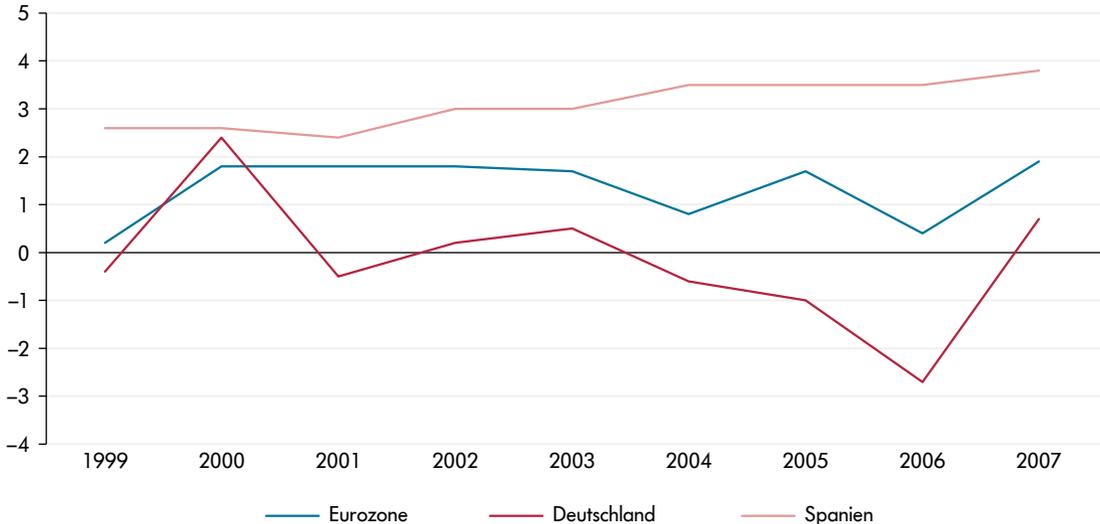
⁰⁷ Die „Maastricht-Kriterien“ legen in Bezug auf die Fiskalpolitik fest, dass die jährliche staatliche Neuverschuldung höchstens 3 % des BIP und die staatliche Gesamtverschuldung höchstens 60 % des BIP betragen dürfen. Vgl. Bundesministerium der Finanzen (BMF), Fiskalregeln, www.bundesfinanzministerium.de/Web/DE/Themen/Oeffentliche_Finanzen/Stabilitaetspolitik/Fiskalregeln/fiskalregeln.html.

Abbildung 1: Staatliche, private und Gesamtverschuldung in Spanien, Griechenland und Deutschland, in Prozent des BIP



Quelle: EZB, Statistical Data Warehouse, <https://sdw.ecb.europa.eu>

Abbildung 2: Veränderung der Lohnstückkosten gegenüber Vorjahr, in Prozent



Quelle: Eurostat, Nominal Unit Labour Cost Based on Hours Worked, <https://ec.europa.eu/eurostat>

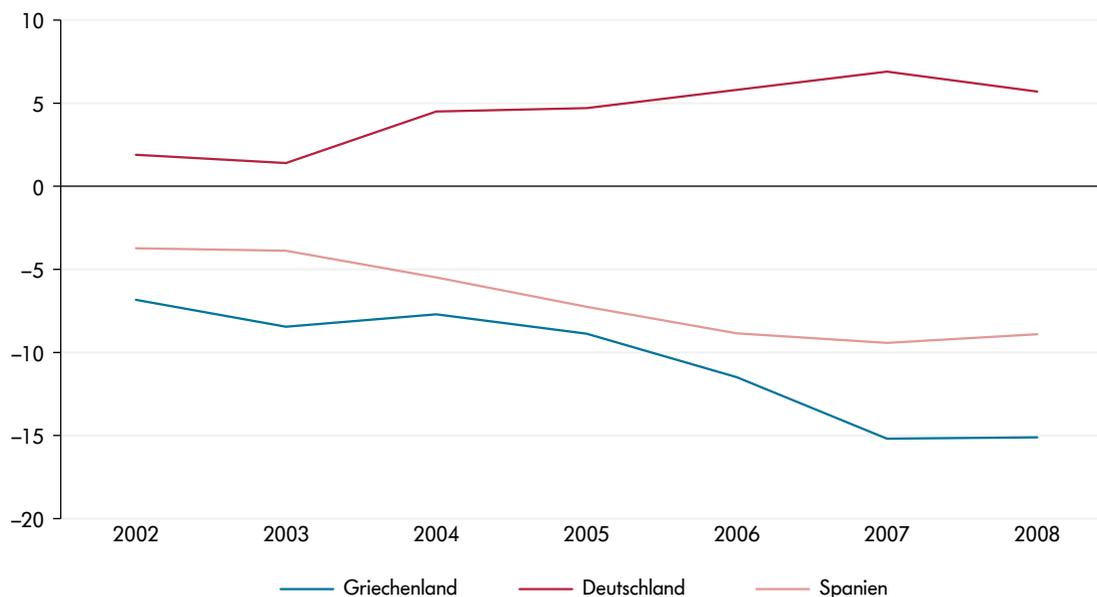
Frankreich und anderen „Kernländern“ auf der anderen Seite standen zwei weitere Phänomene gegenüber, die die Währungsunion verwundbar machten, als 2007/2008 die internationale Finanzkrise begann: Im Zuge ihres Booms hatten die Peripherieländer erstens erheblich an Wettbewerbsfähigkeit eingebüßt, weil die Reallohnsteigerungen in den Jahren nach Einführung des Euro über den Produktivitätszuwachsen lagen. Die Lohnstückkosten waren zu schnell gestiegen. Und zweitens waren im Zuge dieser Entwicklung hohe Leistungsbilanzdefizite entstanden, die zu erheblicher Verschuldung im Ausland – nicht zuletzt bei deutschen und französischen Banken – geführt hatten. Die betreffenden Länder hatten also mehr Güter importiert als exportiert und die Differenz zwischen Exporterlösen und Ausgaben für Importe von ausländischen Gläubigern geliehen bekommen. Die zahlreichen professionellen Beobachter des währungspolitischen Geschehens in der Eurozone – Volkswirte in Hochschulen und Forschungsinstituten, Analysten in Banken und Ratingagenturen, Wirtschaftsjournalisten sowie Mitarbeiter von Ministerien, Notenbanken und Aufsichtsbehörden – hatten daran keinen Anstoß genommen. Zwar gab es vereinzelt Hinweise auf mögliche Fehlentwicklungen, doch im Großen und Ganzen übersah die Ökonomenzunft die dunklen Wolken am Horizont – oder wusste sie nicht zu deuten.

Hier kann Spanien als Anschauungsbeispiel dienen. Mit einer Staatsverschuldung von weniger als 40 Prozent des BIP in den Jahren 2006 bis 2008 war das Land geradezu ein fiskalpolitischer Musterknabe. Gleichzeitig hatte sich jedoch die private Verschuldung zwischen 1999 und 2008 auf rund 220 Prozent des BIP verdoppelt (Abbildung 1). Die Kredite hatten einen Immobilienboom genährt, der zwar hohe BIP-Wachstumsraten nach sich zog, aber auch mit steigenden Preisen und Löhnen einherging. Das schwächte die Wettbewerbsfähigkeit, denn die Lohnstückkosten stiegen stärker als im Rest der Eurozone (Abbildung 2). Das Leistungsbilanzdefizit wuchs und damit auch die Verschuldung im Ausland (Abbildung 3). Das andere Beispiel ist Griechenland. Im Unterschied zu Spanien gingen hier die Probleme von der hohen Staatsverschuldung aus. Das tiefergehende strukturelle Problem waren aber wiederum die mangelnde Wettbewerbsfähigkeit und die Verschuldung im Ausland.

2008: DAS ZEITALTER DER KRISEN BEGINNT

Im Zuge der Finanzkrise warfen die Kapitalmarktakteure einen genaueren Blick auf die Kreditbeziehungen auch innerhalb der Eurozone. Dabei traten die mangelnde Wettbewerbsfähigkeit der südeuropäischen Volkswirtschaften, die kreditfinanzierten Immobilienblasen in Spanien

Abbildung 3: Leistungsbilanzsaldo, in Prozent des BIP



Quelle: Eurostat, Balance of Payments by Country, <https://ec.europa.eu/eurostat>

und Irland, die hohe Staatsverschuldung in Griechenland und weitere Probleme zutage. An den Finanzmärkten änderte sich die zuvor sorglose Einstellung gegenüber Staaten und Banken in der Eurozone. Die Risikoprämien auf Anleihen der als problematisch eingestuften Schuldner stiegen. Als die gerade gewählte griechische Regierung Ende 2009 mitteilte, das Budgetdefizit Griechenlands sei weit höher als zuvor angegeben, verlangten die Investoren so hohe Zinsen für griechische Staatsanleihen, dass das Land in Finanzierungsschwierigkeiten geriet. Die europäische Staatsschuldenkrise hatte begonnen.

Im Mai 2010 einigten sich die Staats- und Regierungschefs der Euroländer auf Hilfen für Griechenland, die später als „erstes Griechenland-Paket“ bezeichnet werden sollten. In der Folge erhielten auch Irland, Portugal, Spanien und Zypern als „Programmländer“ Hilfszahlungen, mussten aber – wie auch Griechenland – Bedingungen erfüllen (Konditionalität). Dazu zählten zumeist Konsolidierungsanstrengungen in der Fiskalpolitik, Einsparungen im Sozialsystem, Verwaltungsreformen sowie strukturelle Veränderungen auf den Arbeits- und Gütermärkten. In die „Rettungspakete“ mit eigenen finanziellen Mitteln war von Anfang an der Internationale Währungsfonds (IWF) eingebunden. Ob die Empfänger der Zahlungen die auferlegten Bedingungen

erfüllten, überprüfte eine aus Vertretern von EU-Kommission, EZB und IWF bestehende „Troika“. Die Troika wurde insbesondere in Griechenland zum Feindbild aller, die die Konditionalität der Hilfszahlungen als unverhältnismäßige und unzulässige Einmischung von Außen ansahen.

Umfangreichen Reformen sollten sich nicht nur die „Programmländer“, sondern alle Mitglieder der Eurozone unterwerfen. Das forderten zahlreiche Vereinbarungen auf europäischer Ebene, die eine insbesondere von deutscher Seite gewünschte Schärfung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes zum Ausgangspunkt hatten. Hauptziele waren die Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen, die Förderung des Wachstums durch Strukturreformen und die Reduzierung makroökonomischer Ungleichgewichte (im Sinne der Verringerung übermäßiger Leistungsbilanzüberschüsse und -defizite).⁰⁸ Als es in den Folgejahren darum ging, die neuen Vorgaben auf nationaler Ebene umzusetzen, und diese Umsetzung „von Brüssel“ zu überwachen sowie gegebenenfalls

⁰⁸ Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Institutionelle Änderungen im Euro-Raum und der Europäischen Union, Auszug aus dem Jahrgutachten 2012/2013 (Textziffern 196 bis 250), www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/download/ziffer/z196_z250j12.pdf.

zu sanktionieren war, entspann sich eine lebhafte Diskussion entlang der seit Jahrzehnten bekannten Konfliktlinien: nachhaltige versus „flexible“ Finanzpolitik, Wachstumsförderung versus Konjunkturstimulierung sowie Langfrist- versus Kurzfristorientierung. Dabei stand nicht zuletzt Deutschland in der Kritik: Durch sein Beharren auf strikten europäischen Regeln sowie eine zu restriktive eigene Fiskalpolitik nehme das Land dem Rest der Eurozone die Möglichkeit, die Krisenjahre hinter sich zu lassen und aus den Problemen herauszuwachsen.⁰⁹

DIE EZB IM DAUERKRISENMODUS

Dass sich sowohl diese politische Debatte als auch die tatsächliche Lage nach dem Höhepunkt der Griechenlandkrise 2015 scheinbar beruhigt haben, ist weniger der fiskal- und strukturpolitischen Disziplin der Eurostaaten als vielmehr der außerordentlichen Geldpolitik der EZB zu verdanken.¹⁰ Sie kann in drei Phasen unterteilt werden.

In der ersten Phase, ab 2008, erfüllte die EZB zunächst die üblichen Aufgaben, die einer Notenbank in Krisenzeiten zufallen: Sie senkte die Zinsen, um die Konjunkturschwäche abzumildern, und stellte dem Bankensystem in erheblichem Maße Liquidität zur Verfügung. Außerdem gab es erste – im Rückblick eher zaghafte – Anleihekäufe.

Die zweite Phase beginnt mit der „Whatever it takes“-Pressekonferenz am 26. Juli 2012. EZB-Präsident Mario Draghi hatte angesichts anhaltender Unruhe an den Finanzmärkten, die die Finanzierung der italienischen Staatsschulden verteuerte, angekündigt, man werde alles tun, um den Euro zu erhalten. Im Anschluss konstruierte die Europäische Zentralbank ein Regelwerk, das ihr erlaubte, bei außergewöhnlichen Notlagen unter bestimmten Bedingungen die Staatsanleihen einzelner Mitgliedstaaten in unbegrenzter Menge aufzukaufen – und damit eine weitere Kreditaufnahme der betroffenen Länder zu ermöglichen (Outright Monetary Transactions, OMT).

Das OMT-Programm kam zwar nie zur Anwendung, seine schiere Existenz führte aber eine vorgeründige Beruhigung der Situation herbei.

Als 2014 im Zuge sinkender Energiepreise die Inflationsrate zurückging und zeitweise negative Werte erreichte, diagnostizierte die EZB eine Deflationsgefahr und begann zu deren Abwendung mit umfangreichen Käufen von Wertpapieren, insbesondere Staatsanleihen. Die dritte Phase der ultralockeren Geldpolitik hatte begonnen. Je länger sie andauerte, desto stärker gerieten die Frankfurter Währungshüter in die Kritik. Diese Kritik hatte zwei Stoßrichtungen. Zum einen wurde bezweifelt, dass die Deflationsgefahr so groß war wie von der EZB behauptet. Hier ging es also um die Notwendigkeit der (Staats-)Anleihekäufe. Zum anderen nahm mit den Jahren die Zahl der Mahner in Wissenschaft, Politik und Medien zu, die zwar die Käufe grundsätzlich befürworteten beziehungsweise zumindest anfangs befürwortet hatten, nun aber immer drängender auf die ihrer Meinung nach erheblichen Risiken und Nebenwirkungen hinwiesen. Dabei handelte es sich insbesondere um die finanzielle und die fiskalische Dominanz. Darunter versteht man die Abhängigkeit der Notenbank von Entwicklungen, die sie mit einer zu lockeren Geldpolitik selbst befördert hat.¹¹

Im Falle der finanziellen Dominanz bedeutet dies: Das Niedrigzinsumfeld nötigt Kapitalmarktakteure und Finanzinstitutionen zu Geschäftsmodellen und Investitionen, die stark risikobehaftet sind und sich nur bei niedrigen Zinsen rentieren. Wenn die Zinsen wieder steigen, drohen erhebliche Verwerfungen, die von den Finanzmärkten auf die Realwirtschaft ausstrahlen können. Droht Inflation, steht die Zentralbank nun vor einer schwierigen Entscheidung: Zieht sie die geldpolitischen Zügel an, löst sie Verwerfungen an den Finanzmärkten und gegebenenfalls auch in der Realwirtschaft aus; lässt sie die Zügel locker, riskiert sie eine zunehmende Inflationsdynamik.

Ganz ähnlich ist es bei der fiskalischen Dominanz. Niedrige Zinsen machen die Finanzierung der Staatsschuld günstiger und stimulieren den privaten Konsum sowie die Unternehmens-

⁰⁹ Vgl. Henrik Müller/Giuseppe Porcaro/Gerret von Nordheim, *Tales From a Crisis: Diverging Narratives of the Euro Area*, Bruegel Policy Contribution, Nr. 3, 2018.

¹⁰ Siehe auch die Beiträge von Ulrike Neyer und Joscha Wullweber in dieser Ausgabe (*Anm. d. Red.*).

¹¹ Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, *Jahresgutachten 2017/2018*, Textziffern 381 ff., Wiesbaden 2017.

investitionen. Das mindert den Druck auf die Regierungen der Euroländer, ihre Haushalte zu sanieren und mittels Strukturreformen (Liberalisierung der Arbeits- und Gütermärkte, Effizienzsteigerung im Staatssektor und dergleichen mehr) für günstige Wachstumsbedingungen zu sorgen. Bei zunehmender Inflation steht die Zentralbank wiederum einem Dilemma gegenüber: Die Sicherung der Preisniveaustabilität durch eine restriktive Geldpolitik belastet die Staatsfinanzen und die wirtschaftliche Entwicklung in den Mitgliedsländern. Bleiben jedoch die Zinsen niedrig und die Liquidität reichlich, könnte die Inflation außer Kontrolle geraten.

Als Covid-19 zum alles beherrschenden Thema wurde, hatte die EZB gerade begonnen, auf diese Gefahren zu reagieren und ihre ultra-expansive Geldpolitik ein klein wenig einzuschränken; sie stand aber noch immer auf dem geldpolitischen Gaspedal. Die Abhängigkeit der Finanzmarktteilnehmer von billigem Geld war weiter gestiegen, und gleichzeitig waren viele Euro-Staaten in Sachen fiskalischer Konsolidierung nur wenig vorangekommen. Um die Auswirkungen der Pandemie auf die Kapitalmärkte und die Realwirtschaft zu verringern, initiierte die EZB dann im März 2020 das Pandemic Emergency Purchase Programm (PEPP) und intensivierte ihre Anleihekäufe erheblich. Die Notwendigkeit von PEPP war unumstritten. Doch je länger es in Kraft blieb, desto mehr vergrößerte es die drohende finanzielle und fiskalische Dominanz der EZB-Geldpolitik. Angesichts neuer Höchstwerte bei den Schuldenständen vieler Euroländer erscheint eine Normalisierung der Geldpolitik heute, zwei Jahre nach Beginn der Corona-Krise, schwieriger denn je.

UNVOLLLENDETE UNION

Die europäische Realität des Jahres 2022 zeigt: Der Einigungsprozess im Allgemeinen und die Währungsintegration im Besonderen weisen Licht und Schatten auf. Zwar waren in den vergangenen Jahren Rückschläge wie der Brexit und die schweren Krisen der Eurozone zu verkraften; gleichzeitig aber haben EU und Währungsuni-

on die Corona-Krise als größte Herausforderung seit dem Zweiten Weltkrieg zufriedenstellend gemeistert.

Während und infolge der Pandemie hat die ökonomische Konvergenz zwischen den Euroländern eher ab- als zugenommen. Darauf haben die Regierungen mit dem NextGenEU-Plan reagiert. Er enthält zur Unterstützung besonders hart getroffener Mitglieder erstmals Elemente einer Europäisierung der Fiskalpolitik. Dazu zählt insbesondere die Refinanzierung über gemeinschaftlich begebene Anleihen. Die anhaltenden Schwierigkeiten der Währungsunion lassen sich aber nicht mit Verweis auf die Streitfrage „europäische versus nationale Finanzpolitik“ lösen. Was nach wie vor fehlt, ist ein Konsens über die grundlegende Ausrichtung der Wirtschafts- und Finanzpolitik. Hier stehen sich weiter die beiden oben beschriebenen Modelle gegenüber: langfristige Stabilitäts- und Wachstumsorientierung versus kurzfristige Konjunkturstimulierung. Auch ein europäischer Finanzminister mit einem nennenswerten Budget wäre auf einen solchen Konsens angewiesen, wollte er eine zielführende Politik betreiben.

Diese offenen Fragen tragen ihren Teil zur Erklärung der Tatsache bei, dass die Währungsunion auch geografisch nach wie vor unvollendet ist. Erst 19 der 27 EU-Staaten haben den Euro eingeführt. Bulgarien und Kroatien möchten dies bald nachholen, Rumänien ist nicht abgeneigt. Schweden und Dänemark waren von Anfang an skeptisch und aus dem Reigen der 2003 im Rahmen der Osterweiterung beigetretenen Ländern zeigen auch Polen, Tschechien und Ungarn wenig Begeisterung für die gemeinsame Währung.¹² Würden die Zweifler ihre Meinung ändern und beitreten, müssten die schwierigen Diskussionen in einer 27er-Währungsunion auch unter Einschluss von Regierungen wie beispielsweise derjenigen Victor Orbans geführt werden. Das macht das Erreichen des erforderlichen Konsenses nicht wahrscheinlicher.

STEFAN SCHÄFER

ist Professor für Volkswirtschaftslehre an der Hochschule Rhein-Main in Wiesbaden.
stefan.schaefer@hs-rm.de

¹² Vgl. Serafina Funk/Pawel Tokarski, Die Nicht-Euro-Staaten in der EU nach dem Brexit, Stiftung Wissenschaft und Politik, SWP-Aktuell 68/2018, www.swp-berlin.org/publications/products/aktuell/2018A68_tks_funk.pdf.

ESSAY

MONETÄRE KRIEGSFÜHRUNG

Aaron Sahr

Bei der Verwendung der Labels „Krieg“ oder „kriegerisch“ ist Vorsicht geboten, sollen sie für etwas anderes verwendet werden als zur Bezeichnung von Waffenfeuer. Andererseits ist es auch keine Effekthascherei, wenn mit Blick auf die Sanktionen gegen Russland und Belarus in der Presse von „financial warfare“ oder „monetärer Kriegsführung“ gesprochen wird. Dass Geld zu Kriegsmaterial wird, ist keineswegs ungewöhnlich. „Geld ist meine wichtigste Munition“, soll der wegen der nach ihm benannten Affäre 2012 zurückgetretene US-Vier-Sterne-General David Petraeus gesagt haben, der führend an Invasion wie Besetzung des Irak beteiligt war.⁰¹ Wie von der kanadischen Soziologin Emily Gilbert zu lernen ist, wird Geld gewissermaßen amtlich in militärischen Strategiehandbüchern als Munition klassifiziert. Wer ein Land besetzt, tut gut daran, sich die Kollaboration der lokalen Bevölkerung durch Investitionen und Bestechungen zu sichern, feindlichen Kombattanten monetäre Ausstiegsoptionen anzubieten und die Zahlungsströme des Gegners zu unterbinden. Auch abseits der *boots on the ground* kommt in wohl jedem bewaffneten Konflikt Geld zum Einsatz, entweder in Gestalt von Unterstützungszahlungen verbündeter Länder oder bei Maßnahmen, kraft derer Länder den Handel mit einer oder mehreren Konfliktpartei(en) einschränken – von der schlichten Tatsache, dass Kriegsgerät gekauft und die Armee versorgt werden muss, einmal abgesehen. In solchen Fällen fungiert Geld, wenn man so will, als Kapital, das heißt als Vermögen, über das in strategischer wie taktischer Absicht verfügt, nämlich bereitgestellt oder entzogen wird. Hingegen greift monetäre Kriegsführung die Währung eines Landes direkt an, mehr noch, den „Stoff“, aus dem das Geld besteht.

GELD ALS WAFFE

Schon kurz nach dem Beginn des völkerrechtswidrigen russischen Einmarschs in die souve-

räne Republik Ukraine am Donnerstag, den 24. Februar 2022, kursierte in der medialen Öffentlichkeit ein zuvor nur in Fachkreisen geläufiges Akronym: SWIFT. Russische Banken, so die Forderung von Politikerinnen, Wissenschaftlerinnen und Journalisten, die bereits frühzeitig die anlaufenden Sanktionen und Waffenlieferungen des Westens begleitete, sollten von dem Buchhaltungssystem der Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication ausgeschlossen werden. SWIFT bezeichnet eine Art elektronisches Nachrichtensystem für Banken, mit dessen Hilfe Überweisungen kommuniziert werden. Dieses Nachrichtensystem hat annähernd weltweit eine Monopolstellung inne. Es ist in seiner viel genutzten Funktion derart bedeutsam, dass die Abtrennung russischer Banken von SWIFT als finanzielles Äquivalent zur „nuklearen Option“ charakterisiert wurde (der französische Finanzminister Bruno Le Maire soll die Exklusion dieser Banken von SWIFT als „finanzielle Atomwaffe“ bezeichnet haben) – was kurze Zeit später insofern einen faden Beigeschmack bekam, als Putin am 27. Februar die wirkliche nukleare Option ins Spiel brachte, indem er seine Abschreckungsstreitkräfte in erhöhte Alarmbereitschaft versetzte. Nach anfänglichem Widerstand einiger europäischer Staaten, darunter Deutschland und Italien, konnte sich die Europäische Union am selben Tag schließlich dazu durchringen, die Abkopplung einiger großer russischer (und belarussischer) Banken zu verabschieden. Selbst die Schweiz beschnitt ihre Handlungsspielräume als bedeutende globale Steueroase zumindest partiell, indem sie tags darauf mitzog. Die Abkopplung von SWIFT erschwerte zumal im Zusammenspiel mit weiteren Wirtschaftssanktionen den internationalen Zahlungsverkehr empfindlich. Hinzu kommt eine Kränkung in symbolischer Hinsicht, das heißt in der Sphäre dessen, was als die Psychologie der Weltpolitik anzusprechen wäre: Abkopplungen widerfuhren bis dato nur Ländern, die nicht als satisfaktionsfähige Spieler

im Konzert der Großmächte anerkannt waren – etwa dem Iran (zuerst 2012, dann noch einmal 2018/2019).

Ein solcher Schritt blockiert internationale Überweisungen allerdings nicht völlig, sondern erschwert sie nur, wie der Frankfurter Politikwissenschaftler Andreas Nölke betont hat.⁰² SWIFT ist, wie gesagt, lediglich ein eigenartiges Kommunikationsmedium, ein „spezialisierte[r] Nachrichtenübermittlungsdienst für den Zahlungsverkehr“, wie es in der Sanktionsverordnung des Europäischen Rates heißt.⁰³

Außerdem mochte sich der Westen durchaus keine vollständige Abkopplung zutrauen, denn der Zahlungsverkehr, der mit dem Einkauf russischer Energie verbunden ist, bleibt von den Sanktionen gegen ausgewählte russische Banken ausgenommen. Diese Ausnahmeregelung ist entscheidend, nimmt die postsowjetische russische Volkswirtschaft doch vorrangig mit dem Export von Rohstoffen wie Erdgas, Rohöl oder Mineralien ihr Geld ein – und damit auch der Kreml inklusive des an ihn angeschlossenen Netzwerks aus Oligarchen. Trotz der Sanktionen bleibt Putins Rentierstaat folglich in einem nicht unbedeutenden Ausmaß verschont, weshalb in den Tagen seit Kriegsbeginn so viel Gas wie lange nicht mehr nach Europa fließen kann. Die Einnahmen aus diesen Exportgeschäften belaufen sich auf mehrere Hundert Millionen Euro täglich.

Während die Abkopplung von SWIFT in etwa einer Sperrung des Onlinebanking-Zugangs gleichkommt, die sich leicht umgehen lässt, nahm der öffentliche Diskurs wenige Tage nach Beginn des russischen Überfalls eine zweite monetäre Waffe in den Blick: Die russischen Devisenreserven sollten eingefroren werden, eine Initiative, mit der sich die „finanzielle Nuklearwaffe“ SWIFT auf den Status eines konventionellen Marschflugkörpers zurückgestuft fand. Dieser Vorstoß zielt nun in der Tat auf Finanzmittel im Wortsinne, also nicht auf bloße Daten. Zuvor wurde schon zu bedenken gegeben, Han-

delsbeschränkungen („klassische“ ökonomische Sanktionen) und eine etwaige SWIFT-Abkopplung würden Russland allenfalls bedingt treffen, weil es über einen so immensen Schatz an Devisenreserven verfüge. Derartige Reserven böten Russland die Chance, die nationale Währung, den Rubel, vor einem sanktionsbedingten Preisverfall zu schützen. Es ließen sich mithilfe dieser Finanzmittel Rubel in der Absicht aufkaufen, einen drohenden Kursverfall der eigenen Währung abzufedern. Außerdem könne die russische Zentralbank diesen Schatz für die Abwicklung internationaler Zahlungsverpflichtungen verwenden, selbst wenn wichtige private Banken vom globalen Kommunikationssystem abgekoppelt wären. Jetzt hingegen trat eine Koalition von Staaten an, die sich mit der angegriffenen Ukraine solidarisch erklärte, die russische Zentralbank – das Herz des Rubel – zu attackieren und sie aus der Weltwirtschaft herauszusprengen.

Aufgrund der Ankündigung dieser und weiterer ökonomischer Maßnahmen brach der Außenwert des Rubel – also sein Preis in anderen Währungen – (zunächst) dramatisch ein. Offenbar kam es zu einem Ansturm auf Bargeld, auch die Börsenwerte russischer Unternehmen brachen ein, der Aktienhandel wurde im In- wie Ausland größtenteils ausgesetzt. Um einen gleichzeitigen Absturz des Inlandswertes – also einen Anstieg der Preise in Russland – zu verhindern, erhöhte die russische Zentralbank am Montag, den 28. Februar 2022, ihren Leitzins von 9,5 auf 20 Prozent. Aufgrund dieser Maßnahme würden sich die Kreditkosten drastisch erhöhen, was, so die Hoffnung, die Inflation bremsen und die Attraktivität von in Rubel notierten Anlagen (durch die höheren Zinsen) für etwaige Anleger steigern werde. International agierende russische Firmen wurden außerdem verpflichtet, 80 Prozent ihres Fremdwährungskapitals gegen Rubel zu tauschen, damit die dadurch erzwungene Nachfrage den Kursverfall der eigenen Währung abbremsen. Zusätzlich sollten Kapitalverkehrskontrollen dafür sorgen, die Ausfuhr von Finanzmitteln zu erschweren. Man stellte, kurz gesagt, auf ein waschechtes Verteidigungsmanöver um, das sich ganz unterschiedlicher Instrumente bediente.

Es besteht kein Zweifel daran, dass die Sanktionen die russische Wirtschaft hart treffen, sie auch fortan schwächen werden. Mit der Sberbank ist bereits eine der größten russischen Banken (zumindest deren internationale Tochterunter-

01 Vgl. Emily Gilbert, Money as a 'Weapons System' and the Entrepreneurial Way of War, in: *Critical Military Studies* 3/2015, S. 202–219.

02 Vgl. Andreas Nölke, Glaube nicht dem SWIFT-Hype, 28. 2. 2022, www.makroskop.eu/08-2022/glaube-nicht-dem-swift-hype.

03 Die Verordnung (EU) 2022/345 des Rates vom 1. März 2022 ist im Amtsblatt der Europäischen Union L 63/1 vom 2. März 2022 veröffentlicht.

nehmen) praktisch zahlungsunfähig. Und allein die abrupte Einstellung des Börsenhandels vermochte den freien Fall russischer Börsenwerte zu stoppen. Gleichzeitig waren sowohl die USA wie auch Europa peinlich genau darauf bedacht, weitere Energiekäufe aus Russland zu ermöglichen. Also konnte auch eine Woche nach Kriegsbeginn das Gas ungebremst durch die umkämpfte Ukraine in deutsche Heizungsrohre fließen. Handels- und damit Zahlungsbeziehungen bestehen auch weiterhin, mithin werden Euroguthaben weiterhin in russische Hände transferiert, die dann vor Ort in Rubel getauscht werden können (aufgrund der währungspolitischen Vorgaben zum Schutz des Rubel sogar in die nationale Währung konvertiert werden müssen). Aller anfänglichen Zaghaftigkeit zum Trotz ist klar, dass insbesondere die Militarisierung der Zentralbankreserven, ihr Einsatz als Machtmittel im geopolitischen Ringen, ein disruptives Potenzial freisetzt, das über die beabsichtigte Schwächung eines Aggressors in einem illegitimen Angriffskrieg durchaus hinausgeht. Wir haben es mit einem Zerstörungspotenzial zu tun, das nicht nur in ökonomischer, sondern vor allem in geldpolitischer Hinsicht von Belang ist.

GELD, ANSPRÜCHE, VERTRAUEN

Von den russischen Devisenreserven im Gesamtwert von etwa 630 Milliarden US-Dollar sollen seit Anfang März etwa die Hälfte tatsächlich blockiert sein. Knapp ein Viertel des Gesamtwertes der Reserven soll durch Gold gedeckt sein, das sich – anders als bei den meisten anderen Staaten – (vermutlich) auch physisch in Russland befindet. Der Umstand ist insofern ungewöhnlich, als dass das Gold der Zentralbanken zu großen Teilen in den USA und im Vereinigten Königreich liegt. Beim An- und Verkauf wird das Edelmetall in aller Regel nicht bewegt, sondern nur neu deklariert. Seine Goldreserven hat die russische Regierung also unter Kontrolle, doch lässt sich mit einem solchen Schatz auf die Schnelle wenig anfangen. Der globale Goldmarkt ist schlichtweg zu klein und zu behäbig, um große Mengen des Edelmetalls auf einen Schlag zu verkaufen. Die Vorstellung, Gold sei eine „solide Wertgrundlage“, gehört ins Archiv sentimentaler Reminiszenzen.

Den Rest der nicht durch Gold gedeckten Devisenreserven kontrolliert zur Verwunderung vie-

ler weder die russische Zentralbank noch die Regierung Putins. Die verständliche Verwunderung fußt auf der vagen Vorstellung von Geld als einem Schatz, einem Vermögenshaufen, der in den (zumindest virtuellen) Kammern der Zentralbanken liegt, weshalb ihn eine Zentralbank, findet sich ein williger Käufer, im Krisen- und Konfliktfall auch zu Markte tragen kann. Tatsächlich sprechen wir bei Geldreserven (wie auch mit Blick auf private Bankkonten) jedoch von Verträgen, die – was bei allen Vertragsvereinbarungen gilt – immer nur so gut sind wie die Bereitschaft eines Gegenübers, im Fall der Fälle den eingegangenen Vertrag zu erfüllen. Auch Devisenreserven sind in Wahrheit also Verbindlichkeiten (Schulden) von Finanzinstituten und Regierungen.

Den Großteil ihres Vermögens hält die russische Zentralbank also genau so, wie wir alle unser Geld halten, nämlich als Ansprüche. Es sind generell Ansprüche gegen Banken, in diesem Fall ausländische Zentralbanken oder Ansprüche gegen Staaten, das heißt Staatsanleihen. Wir reden mithin von kodifizierten Zahlungsverprechen. Weil es sich um solche kodifizierten Zahlungsverprechen handelt, „liegen“ diese Devisenreserven keineswegs in Russland und stehen auch nicht unter russischer Kontrolle. Kein Versprechen oder Vertrag „liegt“ irgendwo, vielmehr haben wir es stets mit einer Beziehung zwischen mindestens zwei Akteuren zu tun, die sich durch ihre Vereinbarung wechselseitig zu bestimmten Handlungen verpflichten. Auch das Geld auf unserem privaten Bankkonto stellt einen vertraglichen Anspruch gegen diese Bank dar, einen Anspruch darauf, dass sie etwas ganz Bestimmtes tut, nämlich Überweisungen für uns vornimmt oder Bargeld auszahlt. Wenn wir über Geld reden, reden wir über Ansprüche auf Handlungen – und die kann man, so banal es klingen mag, selbstverständlich verweigern. Weigerte sich die Bank, uns Geld auszuzahlen oder eine Überweisung in unserem Auftrag vorzunehmen, würde sie das Geld auf unserem Konto – zumindest für eine Schrecksekunde – auf den Status einer bloßen Ziffernfolge zurückstutzen. Und exakt dazu kommt es bei der monetären Kriegsführung: Die russischen Devisenreserven sind vornehmlich Ansprüche gegen ausländische Bankensysteme, zum Beispiel das europäische. Wenn man die jetzt „einfriert“, wie es metaphorisch heißt, wird im Prinzip mitgeteilt, dass wir ab jetzt nicht mehr willens und bereit sind, russische Ansprüche an uns anzuer-



Eine Teilnehmerin einer Kundgebung gegen den russischen Einmarsch in die Ukraine hält in Magdeburg ein Plakat mit der Aufschrift „Russland von SWIFT ausschließen schützen den ukrainischen Himmel“.

Quelle: PA/dpa | Matthias Bein

kennen. Dieser Akt verwandelt die internationalen russischen Geldreserven in bloße Zahlen auf Papier.

Ansprüche abzuwehren oder zurückzuweisen, scheint eine Trivialität zu sein. Es ist eine Praxis, die zu unserem Alltag gehört, sobald er konfliktuell wird. Doch ist dieser Schritt, betrifft er die Devisenreserven einer Zentralbank, gewaltig, wird für einen Augenblick bedacht, dass all unser Geld am Ende aus nichts anderem besteht als aus auf Papier notierten Zahlen, die Ansprüche festlegen, die andere, nämlich diejenigen, gegenüber denen sie bestehen, als Ansprüche ihrer Halterinnen und Halter akzeptieren. Wenn meine Bank pleite geht oder mein Konto sperrt, bin ich darauf angewiesen, dass jemand anderes – beispielsweise der Staat – meinen Anspruch als legitim anerkennt und übernimmt. Ohne eine solche Anerkennung und Würdigung der Zahlungsverprechen verfüge ich nur über belanglose Ziffern, verschriftlichte Erinnerungsstücke an verflossenes Handlungsvermögen. Die grundlegendste Infrastruktur unserer Wirtschaft – das Geld – setzt sich aus einem Geflecht von Ansprüchen zusam-

men, die wechselseitig anerkannt werden. Mehr verbirgt sich hinter Geld erstmal nicht. Und da es sich um eine Anspruchsinfrastruktur handelt, bedarf ihre Stabilität vorrangig des Vertrauens, freilich keines Vertrauens (wie man gemeinhin meint) in den „Wert“ des Geldes als Tauschmittel, sondern eines Vertrauens in die Akzeptanz der Ansprüche, aus denen das Geld letztendlich besteht.

Aus diesen Gründen gehört die Respektierung derartiger Ansprüche nicht zur normalen und gängigen Verhandlungsmasse der Meinungsverschiedenheiten, die politisch auf nationaler oder internationaler Ebene auszuhandeln sind. Und folglich gehört sie auch nicht zum Standardrepertoire von Sanktionen, mit denen Staaten belegt werden. Schließlich folgt auf Konflikte zwischen Staaten in der Regel eine zivilisierende (Re-)Normalisierung ihrer Beziehungen, womit dann nicht zuletzt auch der zwischenstaatliche Handel wieder in Gang kommt, für den die Funktionstüchtigkeit des Zahlungsverkehrs unabdingbar ist. Und dabei handelt es sich nicht bloß um eine Klärung technischer Fragen, son-

dern um eine genuin soziale Angelegenheit; denn unsere Zahlungsmittel sind nur so brauchbar und nutzbringend wie die Garantie, dass Erwartungen an andere, unsere wechselseitigen Ansprüche zu respektieren, verlässlich erfüllt werden. Wirtschaft fußt, anders ausgedrückt, auf der operativen Fiktion, dass Ansprüche – zumindest die wichtigen, grundlegenden, beispielsweise diejenigen einer Zentralbank – nicht verhandelbar sind.

DER STOFF DES GELDES

Deshalb bemüht sich der Artikel 19 der UN Convention on Sovereign Immunities alles andere als zufällig darum, in der Sphäre internationalen Rechts zu verhindern, dass monetäre Ansprüche souveräner Staaten im Inkassofall verpfändet werden können.⁰⁴ Ein solcher Fall würde nicht nur einen Konflikt zwischen zwei Parteien „lösen“, bei dem eine der beteiligten Anspruchsparteien in Zahlungsrückstand geraten ist. Er würde, um es mit der gebotenen Deutlichkeit zu sagen, den Stoff infrage stellen, aus dem das globale Geldgeflecht gemacht ist, das heißt den Respekt vor Ansprüchen, unter denen diejenigen gegen politische Institutionen (Zentralbanken und Staaten) die wichtigsten, weil tragenden Fundamente sind. Damit soll nicht gegen die Sanktionen Einspruch eingelegt werden. Doch ist nötig, einen potenziellen Bruch herauszustellen und dessen Ausmaß zu reflektieren: Wer seine Nachbarn überfällt, muss fortan damit rechnen, monetären Respekt einzubüßen. Daraus könnte angesichts der aktuellen Präzedenz unter Umständen folgen, dass etwaige Ansprüche von Kriegstreibern selbst dann zurückgewiesen werden, wenn sie Mitglieder der G-20-Staaten sind. Also verwandelten sich die Ansprüche eines Aggressors in den Bilanzen der eigenen Zentralbanken im Nu zu bloßen Ziffern.

Diese Militarisierung der Zentralbankbilanzen verlangt eine abwägende Vergegenwärtigung möglicher Langzeitfolgen. Es drängt sich die Frage auf, ob wir die auf Respekt vor Ansprüchen – und nichts anderem! – fußende monetäre Infrastruktur des globalen Kapitalismus nach diesem Krieg je wieder so nutzen können wie vor dem historischen Ereignis ihrer Disruption. Wird sich das Vertrauen in internationale Ansprüche nicht derart fundamental geschwächt

finden, dass sich Zentralbanken und ihre Regierungen zukünftig nicht mehr (weitgehend) vorbehaltlos auf den „Vermögenscharakter“ ihrer Ansprüche verlassen dürfen? Sollte sich die Wahrnehmung verfestigen, dass Einlagen bei der EZB oder der US-amerikanischen Fed sogar für mächtige Staaten nicht mehr als bedingungslos respektierte Ansprüche gelten, sondern disponible Vereinbarungen innerhalb einer neuen *moral economy* sind, die bei politischem Fehlverhalten via Sanktionsbeschluss zurückgewiesen werden können, dürfte es weniger attraktiv werden, derartige Einlagen als Vermögen zu halten. Ein solches gegenwärtig an Plausibilität gewinnendes Szenario könnte zu einer stärkeren Diversifizierung monetärer Infrastrukturen führen. Sie zeichnet sich angesichts der angelaufenen Etablierung von SWIFT-Alternativen und einer zunehmenden Regionalisierung der Weltwirtschaft schon als Trend ab. Zahlungsbeziehungen würden sich dann womöglich in geopolitisch immer schärfer definierten, regionalen Machtblöcken verdichten (etwa indem Nato-Staaten vor allem Ansprüche gegen andere Nato-Staaten zum Nennwert halten). Die intermediären Finanzbeziehungen zwischen solchen Blöcken würden in der Folge punktueller, flüchtiger und natürlich riskanter, weil ihre prospektive Nutzung als Waffe in monetären Kriegshandlungen antizipierbar wäre (was, nebenbei bemerkt, die Schlagkraft einer solchen Waffe perspektivisch vermindert). Faktisch befeuern die durch den Krieg in der Ukraine provozierten Ereignisse jetzt schon die Debatte um digitale Zentralbankwährungen (CBDCs). Sie könnten den internationalen Zahlungsverkehr von solchen Informationsintermediären wie SWIFT unabhängig machen, was gewisse Stimmen als eine wirkmächtige Option begrüßen, welche die Dollar-Dominanz in der Weltwirtschaft herausfordert. Tatsächlich hat eine Mehrheit der Zentralbanken weltweit bereits vor Ausbruch des Krieges entsprechende Pilotprojekte geplant, die im Lichte der jüngsten Geschehnisse sicherlich noch an Relevanz gewinnen.

Auch innen- und wirtschaftspolitische Konsequenzen sind denkbar, nicht zuletzt eine signifikante Verschiebung des Framings monetärer Fragen zugunsten geldpolitischer Ansätze, wie sie die polit-ökonomische Wissenschaft schon länger diskutiert. Aufgrund der Militarisierung von Zentralbankbilanzen, die Devisenreserven aufs

⁰⁴ Vgl. Matthias Goldmann, *Hot War and Cold Freezes*, 4.3.2022, <https://verfassungsblog.de/hot-war-and-cold-freezes>.

Korn nimmt, hat sich ein Umstand offenbart, der gerade die deutsche Seele schockiert, obwohl er für viele Staaten dieser Erde zur Erfahrungswelt ihres Alltags gehört: Unverwandt wurde sichtbar, dass die Abhängigkeit von fremden Zahlungsmitteln zu einem ernstzunehmenden Sicherheitsrisiko werden kann.⁰⁵

POLITISIERUNG EINER INFRASTRUKTUR

Im Kern beruht monetäre Kriegsführung auf einer radikalen Politisierung des Geldes. Der Vorgang ist auch deshalb schwer zu durchschauen, weil wir gewohnt sind, Geldpolitik für eine eher technische Verwaltung monetärer Vermögen zu halten, obwohl sie faktisch an der Gestaltung individueller und kollektiver Ansprüche arbeitet.⁰⁶ Kreditwürdigkeit, Zahlungsfähigkeit, Inflation – all diese Begriffe bezeichnen Phänomene, in denen gesellschaftliche Konflikte virulent sind und politisch ausgehandelt werden. Von daher ist die Ansicht, es ginge lediglich um „neutrale“ technische Steuerungseffekte, irreführend. Diese Sorte von Steuerung gibt es in Wahrheit nirgendwo. Wenn Geld derart universelle und ubiquitäre Gelingensbedingungen aufweist – also entweder richtig funktioniert oder gar nicht – dann muss die Herstellung und Überwachung dieser Bedingungen doch technischer Natur sein, eine bloße Verwaltungsdienstleistung, die in den Händen eines mit Ingenieurwissen geschulten Personals liegt. Aufbauend auf diese simple und intuitive Vorstellung verengt der hegemoniale Diskurs das Operationsgebiet der Geldpolitik auf die technische Verwaltung des Geldpreises, für die eine einzige Behörde zuständig ist, die Zentralbank. Damit jede Bäckerin unirritiert darauf vertrauen kann, den Gegenwert des verkauften Brotlaibs zurückzuerhalten, sollte diese Institution mit ihrer technizistisch gefassten Aufgabe aus den parteipolitischen Querelen des demokratischen Alltagslebens möglichst herausgehalten werden, die Zentralbank also unabhängig sein.

05 Zu den zu erwartenden Lektionen für den deutschen „Exportweltmeister“ siehe Aaron Sahr, Monetäre Kriegsführung, 7.3.2022, www.soziopolis.de/monetaere-kriegsfuehrung.html.

06 Vgl. Aaron Sahr, Die monetäre Maschine. Eine Kritik der finanziellen Vernunft, München 2022.

07 Vgl. Roy Kreitner, The Jurisprudence of Global Money, in: *Theoretical Inquiries in Law* 1/2010, S. 177–208.

Unabhängige Zentralbanken wurden folglich zum Eckpfeiler einer „Politik der Depolitisierung“, die eine institutionelle Trennung von Geld und (Tages-)Politik betrieben hat und stets bemüht war, diese Separierung zu verteidigen.⁰⁷ Doch verdeutlichen die Sanktionen gegen Russland einer breiten Öffentlichkeit, dass das Geld, diese höchst komplexe Architektur hierarchisierter Ansprüche, stets (auch) ein Politikum war, ein durchaus umstrittener „Stoff“, der Außen- wie Innenpolitiken animierte. Gerade Devisenreserven ausländischer Mächte sind, wie im Augenblick zu lernen ist, keine neutralen Messbestände für verkaufte Waren, sondern Ansprüche gegenüber ganzen Nationen, die sich zurückweisen lassen, sobald jemand in unserer Nachbarschaft ein souveränes Staatsgebilde attackiert und dessen Zivilbevölkerung ermordet. Genauso könnten politische Gemeinschaften allerdings in zukünftigen Situationen vorgehen, sollten andere unsere Ansprüche an sie nicht mehr bedienen können (man denke nur an die Schuldenlast des Globalen Südens). Also wäre dem öffentlichen Diskurs eine höhere Sensibilität zu wünschen, wenn Geld in unserem Namen als Druckmittel eingesetzt wird, etwa in der noch nicht lange zurückliegenden Situation, als im Zuge der Eurokrise südeuropäische EU-Mitglieder wie Griechenland auf die Spur der Troika gezwungen wurden. Warum sollten wir fürderhin nicht rundheraus ablehnen, uns Fragen der Finanzierbarkeit weiterhin als simple Sachverhalte vermeintlich überpolitischen Charakters präsentieren zu lassen? Jetzt, wo wir wissen können, dass es um ein System von Ansprüchen geht, die jederzeit erzeugt, eingefordert oder auch vergeben werden können, das heißt um eine Verhandlungssache, die den Namen „Geldpolitik“ trägt.

Dieser Beitrag ist die gekürzte Fassung eines Artikels, der am 7. März 2022 auf Soziopolis.de erschienen ist, www.soziopolis.de/monetaere-kriegsfuehrung.html.

AARON SAHR

ist Gastprofessor an der Leuphana Universität Lüneburg und leitet die Forschungsgruppe Monetäre Souveränität am Hamburger Institut für Sozialforschung.

aaron.sahr@his-online.de

MODERN MONETARY THEORY

Rückkehr des gesamtwirtschaftlichen Denkens

Michael Paetz

Die Modern Monetary Theory (MMT) ist eine gesamtwirtschaftliche Theorie, die die Funktionsweise des Geldsystems in den Mittelpunkt ihrer Analyse stellt und postkeynesianische Wurzeln hat.⁰¹ Sie ist durch ihre Kernthese, dass ein Staat in seiner eigenen Währung keine Insolvenz fürchten muss, in den vergangenen Jahren zunehmend populär geworden. Da bei staatlichen Ausgaben stets neues Geld entsteht, benötigt eine Regierung als Schöpferin der Währung weder Geld aus Steuern noch aus dem Verkauf staatlicher Schuldverschreibungen. Die MMT stellt somit den derzeit elementarsten Gegenentwurf zur Austeritätspolitik dar, die bereits nach 2010 zu einem verlorenen Jahrzehnt im Euroraum geführt hat und auch nach der Pandemie einer wirtschaftlichen Erholung im Wege stehen wird. Zudem lenkt die MMT den Fokus weg von der Finanzierungsfrage der sozial-ökologischen Transformation und diskutiert stattdessen, ob genügend Kapazitäten für deren Umsetzung zur Verfügung stehen. Dies eröffnet neue politische Denkansätze, die es wert sind, diskutiert zu werden.

DAS WÄHRUNGSMONOPOL

Die MMT ist wie eine Linse zu verstehen, mit der sich die Zusammenhänge des modernen Geldsystems schärfer erkennen lassen. Sie sieht die Fähigkeit, mit Geld Steuern zu zahlen, als die konstitutive Grundlage, die einen Gegenstand zu Geld macht und ihm Wert verleiht. Die Grundsätze der Theorie lassen sich am besten anhand eines vereinfachenden Beispiels erklären. Betrachten wir hierzu die hypothetische Gründung eines neuen Staates, dessen Einwohner:innen ein gemeinsames Interesse daran haben, dass die Regierung für ein funktionierendes Gemeinwesen sorgt. Hierfür werden Güter (Waren und Dienstleistungen) benötigt, um ein Bildungs- und Gesundheitssystem, ein Straßennetz, ein Rechtssystem und so weiter zu gewährleisten. Die Regierung bezahlt Arbeiter:innen, die diese Güter herstellen, mit einer

selbst geschaffenen Währung. Damit dieses Geld von allen angenommen wird, erhebt der Staat zudem eine Steuer, die nur in dieser Währung gezahlt werden kann. Da jeder:r Steuern zahlen muss, besteht ein reges Interesse daran, das staatliche Geld zu erlangen. Es wird daher auch zwischen den Einwohner:innen gegen Leistungen getauscht, wodurch auch die Personen das staatliche Geld erhalten, die ihre Güter nicht direkt an die Regierung verkaufen. Die staatliche Währung setzt sich im Privatsektor als Zahlungsmittel durch.

Um Ausgaben zu tätigen, teilt die Regierung also ihre eigenen Gutscheine aus, die sie zur Tilgung von Steuerschulden (und Gebühren) akzeptiert. Aus Sicht des Privatsektors (private Haushalte und Unternehmen) handelt es sich um Steuergutschriften, die als Zahlungsmittel verwendet werden und Teil des privaten Geldvermögens sind. Da Steuern nur gezahlt werden können, nachdem die staatlichen Gutscheine in Umlauf gebracht wurden, können staatliche Ausgaben nicht durch Steuern finanziert werden. Die Regierung kann sich vom Privatsektor auch kein Geld leihen, indem sie Schuldverschreibungen (Staatsanleihen) verkauft, solange niemand vorher das staatliche Geld erhalten hat. In unserem Beispielstaat muss die Regierung zunächst Geld ausgeben, damit im Anschluss die Einwohner:innen mit ihren Einnahmen Steuerschulden tilgen oder Staatsanleihen kaufen können.

Steuern dienen folglich nicht der Finanzierung des Staates, sondern dazu, der staatlichen Währung Akzeptanz zu verleihen (*taxes drive money*). Dadurch erhält die Regierung die Möglichkeit, alles kaufen zu können, was in der eigenen Währung angeboten wird und kann so für ein funktionierendes Gemeinwesen sorgen. Übersteigen die Ausgaben der Regierung ihre Steuereinnahmen, gelangen mehr Steuergutschriften in den Privatsektor. Die „Staatsverschuldung“ entspricht der Summe aller sich im Umlauf befindlichen Steuergutschriften, die vom Privatsektor

als Geldvermögen gehalten werden. Historisch lassen sich viele Beispiele finden, die der obigen Darstellung staatlichen Geldes ähneln. So verwendete die britische Regierung im 18. Jahrhundert Kerbhölzer, um Soldaten zu bezahlen. Die Regierungshölzer wurden vom Staat nicht durch Edelmetalle gedeckt, dienten ausschließlich zur Zahlung von Steuern und wurden auch im Privatsektor als Zahlungsmittel genutzt.

GRUNDLAGEN EINES MODERNEN GELDSYSTEMS

Das heutige Geldsystem ist offensichtlich sehr viel komplexer. Für einen monetär souveränen Staat sind die Grundprinzipien aber die gleichen. Monetäre Souveränität besteht, wenn die folgenden Bedingungen erfüllt sind:

Die Regierung besitzt *erstens* das Währungsmonopol, das heißt sie bestimmt, welche Mittel sie zur Tilgung von Steuerschulden (und anderen Zahlungen an den Staat) akzeptiert, und ist die einzige Institution, die diese Mittel herstellen darf. *Zweitens* garantiert die Regierung keinen festen Umtauschkurs der eigenen Währung in ein Edelmetall oder eine andere Währung. Die Regierung verschuldet sich *drittens* nicht in Fremdwährung.

Unter diesen Voraussetzungen kann eine Regierung jederzeit zusätzliche Währungseinheiten (Steuergutschriften) erschaffen, ohne befürchten zu müssen, dass sie diese gegen ein Edelmetall oder eine andere Währung tauschen muss, die sie selber nicht herstellen kann. Zudem muss sie sich keine Fremdwährung leihen, um Auslandsschulden zu begleichen. Der Grad der monetären Souveränität fällt für verschiedene Länder sehr unterschiedlich aus. Die USA besitzen derzeit den höchsten Grad der monetären Souveränität, da ihre Währung sogar international akzeptiert wird. Regierungen, die sich in ausländischer Währung verschulden, weil sie dringend Güter aus dem Ausland beziehen müssen, haben eine geringere monetäre Souveränität. Aber auch diese Länder können mit dem Blick durch die MMT-Linse lernen, welche Möglichkeiten ihr Geldsystem bietet.⁰²

⁰¹ Vgl. Dirk Ehnts, *Modern Monetary Theory: Eine Einführung*, Heidelberg 2022.

⁰² MMT-Ökonom:innen analysieren selbstverständlich auch Länder mit einer eingeschränkten Währungssouveränität. Siehe etwa L. Randall Wray, *The Employer of Last Resort Programme: Could it Work for Developing Countries?*, International Labour Organization, *Economic and Labour Market Paper* 5/2007.

Das Währungsmonopol haben Regierungen heute in der Regel auf ihre Zentralbank übertragen, die als einzige Institution Bargeld herausgeben darf. Geschäftsbanken können zudem Guthaben auf Konten der Zentralbank besitzen, die man als Reserven bezeichnet. Bargeld und Reserven sind die modernen Steuergutschriften, also die ausschließlich von der Zentralbank geschaffene staatliche Währung. Bei der Kreditvergabe schaffen Banken zwar ihr eigenes Geld (Sichtguthaben auf privaten Bankkonten), sind aber verpflichtet, dieses bei Bedarf jederzeit gegen Bargeld zu tauschen. Zudem werden jegliche Zahlungen an die Regierung vom Bankensektor ausschließlich mit Reserven getätigt. Banken dienen als Vermittler zwischen Privatsektor und Regierung, indem sie die Guthaben ihrer Kunden Eins-zu-Eins gegen die staatliche Währung tauschen. Deswegen wird das private Geld der Banken als Zahlungsmittel akzeptiert. Auch im modernen Geldsystem sichert die Auferlegung von Steuern die Akzeptanz der einheimischen Währung, obgleich die Zahlungsmittelversorgung von Privatbanken und nicht von der Regierung organisiert wird.

Staatsausgaben werden auch in der realen Welt durch Schaffung zusätzlicher Währung getätigt. Dies geschieht mithilfe der eigenen Zentralbank, die hierfür die Reserveguthaben der Geschäftsbanken erhöht. Im Gegenzug schreiben die Geschäftsbanken den Zahlungsempfänger:innen der staatlichen Ausgaben die entsprechende Summe auf ihrem Bankkonto gut. Wenn die Regierung am Ende des Monats eine Mitarbeiterin des Bundestages bezahlt, erhält ihre Geschäftsbank zusätzliche Reserveguthaben bei der Bundesbank und die Mitarbeiterin Guthaben auf ihrem Bankkonto. Die Ausgabe erhöht also sowohl die staatliche Geldmenge (Währung in Form von Reserven) wie auch die private (die Sichtguthaben der Mitarbeiterin). Vereinfacht gesagt: Der Staat gibt immer Geld aus, das es vorher nicht gab.

STEUERN UND STAATSANLEIHEN

Steuern und Staatsanleihen können auch in der Wirklichkeit Staatsausgaben nicht finanzieren, weil der Privatsektor die staatliche Währung nicht selber herstellen kann. Es besteht aber die Möglichkeit, einen Kredit bei einer Zentralbank aufzunehmen, um Reserven zu erhalten. Leihet sich eine Geschäftsbank Reserven, um beispielsweise eine deutsche Bundesanleihe zu kaufen, muss sie

hierzu Sicherheiten bei der Zentralbank hinterlegen. Die beliebtesten Sicherheiten im Kreditverkehr zwischen Geschäftsbanken und Zentralbank sind wiederum Staatsanleihen. Banken leihen sich also von der einheimischen Zentralbank staatliches Geld, um eine staatliche Schuldverschreibung zu kaufen, die von ihnen wiederum als Sicherheit für den Zentralbankkredit verwendet werden kann. Dieser monetäre Kreisverkehr ändert nichts daran, dass ein Staat die einheimische Währung zunächst in Umlauf bringen muss, bevor er Steuern einziehen oder Anleihen verkaufen kann. Das geschieht entweder über seine Ausgaben oder über Kredite seiner Zentralbank.

Warum aber verkauft eine Regierung dann überhaupt Staatsanleihen? Staatliche Schuldverschreibungen dienten historisch dazu, einen positiven Zinssatz zu etablieren. Banken benötigen Zentralbankguthaben, um den täglichen Überweisungsverkehr untereinander zu verrechnen. Wenn eine Bank am Ende des Geschäftstages mehr Überweisungen getätigt als empfangen hat, muss sie den anderen Banken die Differenz in Form von Reserven zahlen. Banken leihen sich hierzu gegenseitig Reserven auf dem sogenannten Interbankenmarkt. Der Zins auf diesem Markt beeinflusst den privaten Kreditzins der Banken. Wenn die Reserveguthaben des Bankensektors steigen, sind die Banken bereit, diese zu einem geringeren Zins zu verleihen. Da bei jeder Staatsausgabe die Reserveguthaben des Bankensektors steigen, führen Staatsausgaben dazu, dass der Zins im Interbankenmarkt fällt, sofern die zusätzlichen Reserven nicht durch den Verkauf von Staatsanleihen wieder eingezogen werden. Der Verkauf staatlicher Schuldverschreibungen war also ein geldpolitisches Instrument, um die Zinsen zu steuern.⁰³ Heutzutage werden die Reserveguthaben der Geschäftsbanken von der Zentralbank verzinst. Da keine Geschäftsbank ihre Reserven zu einem geringeren Zins an andere Banken verleihen wird, werden Staatsanleihen daher nicht mehr benötigt, um einen Minimumzins zu etablieren.

Steuern sichern zuallererst die Akzeptanz der staatlichen Währung, erfüllen aber auch weitere wichtige Aufgaben. Sie können eine gesellschaftlich unerwünschte Einkommens- und Vermögensverteilung korrigieren, indem hohe Einkommen und Vermögen überproportional besteuert

werden. Wer sich hierfür stark macht, sollte seine Steuererhöhungswünsche aber nicht mit Finanzierungsmotiven begründen. Hierdurch erhalten die Vermögenden nämlich eine Machtposition, die ihnen nicht gebührt. Wer staatliche Ausgaben mit der Besteuerung von Vermögenden verknüpft, wird immer wieder hören müssen, dass der Staat mit dem Geld seiner Steuerzahler:innen sorgsamer umgehen müsse. Der Staat ist jedoch nicht darauf angewiesen, die eigenen Steuergutschriften von seinen Bürger:innen einzusammeln, da er diese über seine Zentralbank unbegrenzt selber herstellen kann.

Einkommensabhängige Steuern sind zudem ein automatischer Stabilisator, der den Konjunkturverlauf glättet. Weil in konjunkturell schlechten Jahren aufgrund der geringeren Verdienste weniger Steuern gezahlt werden, werden die Einkommen nach Steuerabzug in einer Krise nicht so stark belastet und der private Konsum geglättet. Dies erkennt man daran, dass in allen Jahren, in denen die deutsche Regierung keine Rekordsteuereinnahmen verzeichnet, die Privatwirtschaft schwächelt, wie etwa in den Jahren der Corona-Pandemie oder der Finanzkrise. Wenn in einem Aufschwung die Einkommen hingegen schneller steigen, steigen auch die Steuerzahlungen und der Konsum wird gedämpft, was einer Überhitzung mit möglicherweise steigenden Inflationsraten vorbeugt. Nicht zuletzt haben Steuern auch eine Lenkungsfunction. Durch Steuern lassen sich umweltschädliche Produkte verteuern, um diese unattraktiver zu machen und den Konsum umweltfreundlicher Produkte anzuregen.

POLITISCH AUFERLEGTE RESTRIKTIONEN

Obleich ein monetär souveräner Staat finanziell grundsätzlich nicht beschränkt ist, können politische Regeln existieren, die seinen Spielraum bewusst eingrenzen. In Deutschland ist so eine politisch gewollte Restriktion die Schuldenbremse, auf der Euro-Ebene sind es die Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspaktes. Die meisten Zentralbanken dürfen staatliche Ausgaben zudem nur dann durchführen, wenn die Regierung zuvor über Steuern oder den Verkauf von Schuldverschreibungen ein Guthaben auf ihrem Zentralbankkonto angehäuft hat. Darüber hinaus ist es den meisten Zentralbanken untersagt, ihrer eigenen Regierung Schuldverschreibungen direkt ab-

⁰³ Vgl. Stephanie Bell, *The Role of the State and the Hierarchy of Money*, in: *Cambridge Journal of Economics* 2/2001, S. 149–163.

zukaufen. Die Staaten wurden hierdurch von den Bewertungen des Finanzmarktes abhängig gemacht, obwohl dies überhaupt nicht nötig wäre.

Solche Regeln wurden eingeführt, weil orthodoxe Ökonom:innen demokratisch gewählten Politiker:innen misstrauen. Sie befürchten, dass eine finanziell unbeschränkte Regierung insbesondere vor Wahlen der Versuchung unterliegt, durch zusätzliche Ausgaben im öffentlichen Sektor die Arbeitslosigkeit zu senken. Es könne dann passieren, dass eine sich selbst verstärkende Spirale aus steigenden Löhnen und Preisen zu immer höheren Inflationsraten führe. Die Zentralbank müsse dann die Zinsen erhöhen, um private Kredite zu verteuern. Dies wiederum würde die private Investitionsgüternachfrage senken und die Arbeitslosigkeit wieder erhöhen. Die gestiegene Arbeitslosigkeit sollte die Arbeitnehmer disziplinieren und so die Lohn-Preis-Spirale stoppen. Diese Logik folgt aus der Theorie der natürlichen Arbeitslosenquote, die seit den 1980er Jahren die wissenschaftliche Grundlage für die Ausgestaltung von Geld- und Fiskalpolitik darstellt. Staatliche Haushaltsdefizite würden demnach langfristig immer private Investitionen verdrängen (*crowding out*). Die gesamtwirtschaftliche Steuerung der privaten Nachfrage sollte daher von einem politisch unabhängigen Expertengremium in der Zentralbank übernommen werden. Nur in absoluten Notfällen, in denen private Investitionen auch bei sinkenden Zinsen nicht ansteigen, sollte eine Regierung mit Haushaltsdefiziten die private Nachfrage ergänzen, um eine Rezession schneller zu beenden.

Diese seit den 1990ern auch als Inflationssteuerung bekannte Strategie ist nicht nur aus Sicht der MMT gescheitert. Ob die Geldpolitik jemals in der Lage war, über den Leitzins die Investitionen ausreichend präzise zu steuern, kann bezweifelt werden, da für die Investitionsentscheidungen der Unternehmen die erwarteten Umsätze deutlich wichtiger sind als die Kreditzinsen. Bestenfalls nach den Ölpreisschocks der 1970er Jahre haben die enorm hohen Zinssätze gegebenenfalls die Investitionen zusätzlich hemmen können. Der Einfluss der Arbeitslosigkeit auf die Inflationsrate ist zudem sehr schwach und instabil, wie selbst Mainstream-Ökonom:innen seit einigen Jahren zugeben.⁰⁴ Auch dieser

Zusammenhang lässt sich empirisch allenfalls für die 1970er Jahre nachweisen.

Aus Sicht der MMT ist die Geldpolitik daher ein stumpfes Schwert. Die Zentralbanken sind darauf angewiesen, dass der Privatsektor aufgrund geringerer Zinsen seine Investitionsausgaben erhöht. Staatliche Haushaltsdefizite erhöhen hingegen die Nachfrage direkt und regen aufgrund steigender Umsatzerwartungen auch private Investitionen an (*crowding in*). Sie können so dazu beitragen, die Arbeitslosigkeit zu senken und die zukünftigen Kapazitätsgrenzen zu erweitern. Daher sollte die Regierung die gesamtwirtschaftliche Stabilisierung übernehmen und von ihrer Zentralbank unterstützt werden. Dass dies auch dazu führen kann, dass zu hohe Ausgaben die Inflationsrate nach oben treiben, wird von der MMT nicht bestritten. Der staatliche Haushalt muss aber von einem demokratisch legitimierten Parlament entschieden werden, das sich im Gegensatz zum Zentralbankrat regelmäßig vor seinen Wähler:innen verantworten muss. Diese werden eine Regierung auch an der Höhe der Inflationsrate bewerten. Die Regierenden wissen und berücksichtigen das, weil sie wiedergewählt werden wollen.

Zudem ist eine vollständige Zentralbankunabhängigkeit lediglich ein theoretisches Konzept, das tatsächliche Abhängigkeiten verschleiert. Eine Regierung kann die Regeln einer Zentralbank jederzeit ändern – mit guten wie schlechten Motiven. Die Zentralbank weiß das und wird daher im Normalfall die eigene Regierung nicht hängen lassen, um zumindest ihre formale Unabhängigkeit zu bewahren. Aus diesem Grund haben nahezu alle Zentralbanken nach Ausbruch der Pandemie ihre Regierungen (direkt oder indirekt) unterstützt. So hat die Bank of England der britischen Regierung eine unbegrenzte Kreditmöglichkeit eingeräumt. Und auch die EZB hat mit ihren Anleihekaufprogrammen dafür gesorgt, dass kein Euro-Mitgliedsland eine Insolvenz fürchten muss. Zentralbanker:innen haben eingesehen, dass die derzeitige Krise nur mit höheren Staatsausgaben erfolgreich bekämpft werden kann.

FUNKTIONALE STATT SOLIDE STAATSFINANZEN

Aus MMT-Sicht sollte eine Regierung, die keinen finanziellen Grenzen unterliegt, eine Vollbeschäft-

⁰⁴ Vgl. Olivier Blanchard, Should We Reject the Natural Rate Hypothesis?, in: Journal of Economic Perspectives 1/2018, S. 97–120.

tigungsstrategie verfolgen. Der US-Ökonom Abba Lerner schlug bereits in den 1940er Jahren vor, die staatliche Finanzpolitik ausschließlich danach zu bewerten, welche Ergebnisse sie erzielt, und nicht anhand der überkommenen Vorstellungen konservativer Haushaltspolitiker:innen. Er bezeichnete dies als „funktionale Finanzpolitik“.⁰⁵ Wenn der Privatsektor nicht genügend Nachfrage erzeugt, weil er lieber sein Nettogeldvermögen (Ersparnis) erhöhen möchte statt Ausgaben zu tätigen, kann nur der Staat als Schuldner der letzten Instanz den privaten Sparwunsch erfüllen. Denn die Gutschriften der Regierung sind ja Teil des privaten Geldvermögens. Zudem kann die Zentralbank jede Rechnung der Regierung in der einheimischen Währung begleichen.

Die Restriktionen eines monetär souveränen Staates sind nicht finanzieller, sondern realer Natur. Solange genügend Arbeitskräfte, Maschinen und Know-how vorhanden sind, um ein Vorhaben umzusetzen, sollte es nicht an der Finanzierbarkeit scheitern. Sollten die Ressourcen einer Volkswirtschaft hingegen voll ausgelastet sein, kann eine Regierung keine zusätzlichen Leistungen mehr erwerben und steht unweigerlich in Konkurrenz mit dem Privatsektor um die dann knappen Güter. Der Staat müsste höhere Löhne und Preise bieten als der Privatsektor und würde so die Inflationsrate nach oben treiben.

Sehr wahrscheinlich werden aber auf dem Weg zur Vollbeschäftigung die Preise bereits beginnen, schneller zu steigen, weil einige Branchen ihre Kapazitätsgrenzen erreichen und dann bereit sind, höhere Löhne als ihre Konkurrenten zu zahlen und/oder ihre Gewinne zu erhöhen. Handelt es sich hierbei um ein temporäres Phänomen, weil die Kapazität durch Investitionen ausgeweitet wird und das erhöhte Angebot die Preise dann wieder zu Fall bringt, kann man eine zeitweise höhere Inflationsrate tolerieren. Die Angebotsausweitung lockert schließlich die zukünftigen Kapazitätsgrenzen und ist daher zu begrüßen. Sollten die höheren Preissteigerungsraten sich jedoch zu einer Lohn-Preis-Spirale entwickeln,

muss die Regierung entweder ihre Ausgaben reduzieren, etwa indem geplante Investitionen verschoben werden, oder die Steuern erhöhen, um die für den privaten Konsum zur Verfügung stehenden Einkommen zu verringern.

RELEVANZ FÜR DEUTSCHLAND UND DIE EUROZONE

Wenn ein Staat seine Ausgaben mit den eigenen Gutschriften bestreitet und die Zinsen auf diese durch seine Zentralbank selbst bestimmen kann, sollte er seine Finanzpolitik an sozialpolitischen und ökologischen Kriterien ausrichten (und dabei natürlich auch die Inflationsrate berücksichtigen).⁰⁶ Ein Staat, der nichts gegen eine Krise unternimmt, wird ohnehin keinen ausgeglichenen Haushalt realisieren können, weil ihm die Einnahmen wegbrechen. Dies ließ sich leidvoll in der Euro-Krise erkennen, in der die Austeritätspolitik den Anstieg der Staatsschuldenquoten nicht stoppen konnte. Und auch die Sparpolitik des deutschen Finanzministers Hans Eichel (SPD) nach dem Platzen der New-Economy-Blase Anfang der 2000er Jahre hat lediglich dazu geführt, dass Deutschland die „rote Laterne“ Europas trug, ohne eine Haushaltskonsolidierung zu erreichen.

Nationale Schuldenbremsen und europäische Vorgaben zu staatlichen Haushaltsdefiziten und Schuldenquoten sind wirtschaftlich schädlich und haben eine Erholung des Euroraums nach der Finanzkrise bis heute verhindert. Der Stabilitäts- und Wachstumspakt sollte daher dringend an die Herausforderungen des 21. Jahrhunderts angepasst werden. Langfristig sollte der Euroraum zu einer Fiskalunion ausgebaut werden, in der die EZB mit einem europäischen Finanzministerium kooperiert. Kurzfristig müssen den nationalen Regierungen größere Spielräume gewährt werden. Zudem muss die EZB die Zahlungsfähigkeit der Mitgliedsländer dauerhaft sicherstellen.⁰⁷ Sollte nach der Pandemie hingegen die Austeritätspolitik zurückkehren, droht ein weiteres verlorenes Jahrzehnt. Dies würde die Populist:innen stärken und die Zukunft der Eurozone gefährden.

MICHAEL PAETZ

ist promovierter Volkswirt und Dozent im Fachbereich Volkswirtschaftslehre der Universität Hamburg.
michael.paetz@uni-hamburg.de

05 Vgl. Abba P. Lerner, *Functional Finance and the Federal Debt*, in: *Social Research* 1/1943, S. 38–51.

06 Vgl. Scott Fullwiler, *When the Interest Rate on the National Debt Is a Policy Variable (and „Printing Money“ Does Not Apply)*, in: *Public Budgeting & Finance* 3/2020, S. 72–94.

07 Vgl. Dirk Ehnts/Michael Paetz, *COVID-19 and Its Economic Consequences for the Euro Area*, in: *Eurasian Economic Review* 2/2021, S. 227–249.

KRYPTOWÄHRUNGEN UND IHRE BEDEUTUNG IM FINANZSYSTEM

Moritz Hütten

Innovativ zu sein und innovativ zu agieren, ist heute ein Imperativ in allen Wirtschaftsbereichen, insbesondere auch im Finanzsystem. Prozesse sollen kostengünstiger, effizienter, aber auch flexibler, Produkte dynamischer, zugänglicher und individueller werden. Dazu sollen neue Zieldimensionen erreicht werden, die lange vernachlässigt wurden, wie die ökologische und soziale Nachhaltigkeit.

Große Hoffnungen für die Neugestaltung des Finanzsystems ruhen heute auf den unterstellten Potenzialen der Digitalisierung und spekulativer Digitaltechnologien. Fortschritte in der Entwicklung von Informations- und Kommunikationstechnologien haben schon in den vergangenen Jahrzehnten das Finanzsystem entscheidend geprägt. Die Entstehung des modernen Finanzsystems wäre ohne sie undenkbar. Die Aktivitäten des Finanzsystems werden heute von sehr unterschiedlichen Technologien geprägt: Das Repertoire reicht von mondänen Technologien wie der E-Mail bis zum Hightech-Wettrüsten des Hochfrequenzhandels; von jahrzehntealten Mainframes bis zu modernen Userinterfaces im Onlinebanking.

Eine spekulative Digitaltechnologie, die sich im vergangenen Jahrzehnt entwickelt hat und ursprünglich Banken und andere Finanzintermediäre überflüssig machen sollte, sind Kryptowährungen. Sie kamen 2008 mit der ersten Anwendung Bitcoin auf. Seitdem wurden Tausende weitere Versionen in Umlauf gebracht. Es handelt sich um alternative digitale Gelder, die nicht von Banken oder Zentralbanken verwaltet werden, sondern von einem Netzwerk global verteilter Computer. Sie verdanken ihren Namen der Nutzung von kryptografischen Technologien. Kryptografie ist die Wissenschaft vom Ver- und Entschlüsseln von Informationen. Im Falle von Kryptowährungen werden kryptografische Technologien eingesetzt, um die Schöpfung, Knappheit und Versendung von digitalen Geldern zuverlässig abzusichern.

Im Kern bauen Kryptowährungen auf dem Misstrauen gegenüber Banken, Zentralbanken und vor allem gegenüber dem Staat auf. Der oder die Erfinder der ersten Kryptowährung Bitcoin waren der Ansicht, dass die einzige Möglichkeit, zu verhindern, dass jemand die Kontrolle über das Geldsystem missbraucht, ist, niemandem die Kontrolle zu überlassen. Anstatt die Kontrolle über die digitale Buchführung einer zentralen Instanz wie einer Bank zu überlassen, ist sie bei Kryptowährungen wettbewerblich organisiert. Global verteilte Computer (vermehrt auch große Rechenzentren) konkurrieren darum, durch die Lösung eines kryptografischen Puzzles die nächste „Seite“ der gemeinsamen Buchführung schreiben zu dürfen. Anstatt von Seiten spricht man bei Kryptowährungen von „Blöcken“ von Transaktionen, die durch die Lösung des kryptografischen Puzzles so miteinander verkettet sind, dass sie sich rückwirkend kaum manipulieren lassen. Als Anreiz für die Erbringung der Rechenleistung erhält derjenige, der das rechenintensive Puzzle zuerst löst, eine Belohnung in der Währung des jeweiligen Netzwerks, die heute auf Onlinebörsen leicht gegen Tausende von Dollar oder Euro eingetauscht werden kann. Zwar ist der Wert von Kryptowährungen nicht durch Staaten garantiert, der rege Onlinehandel hat jedoch trotzdem (oft stark schwankende) Wechselkurse in bestehende Währungen etabliert.

Entgegen ihrem ursprünglichen Ziel erfreuen sich Kryptowährungen bei Finanzinstituten wachsender Beliebtheit. Selbst Zentralbanken, deren Macht Bitcoin ursprünglich in Frage gestellt hat, setzen sich heute mit ähnlichen Anwendungen in Form digitaler Zentralbankwährungen (CBDCs) auseinander.⁰¹ Abseits der Rolle als Technikinnovation haben Kryptowährungen auch immer wieder mit Spekulationswellen und enormen Kurssprüngen auf sich aufmerksam gemacht, weshalb einige Beobachter*innen eher den Vergleich zu den großen Finanzmarktmanien

Abbildung: Kursverlauf Bitcoin in Euro



Quelle: Bitcoin in Euro, 8. 4. 2022, www.google.com/finance/quote/BTC-EUR?hl=de&window=MAX.

der Vergangenheit ziehen. Wie sind Kryptowährungen entlang dieser widersprüchlichen Wahrnehmung einzuordnen?

Um diese Frage zu beantworten, ist es sinnvoll, einen Schritt zurückzutreten und eine wichtige Unterscheidung einzuführen. In einem Blogpost hat der Software-Engineer Stephen Diehl zur Euphorie um Kryptowährungen bemerkt, dass diese eher von der Finanzbranche ausgeht, während viele Software-Spezialist*innen eher frustriert und enttäuscht sind.⁰² Er beschreibt die zugrundeliegende Technologie als kaum funktional. Gleichzeitig wechseln heutzutage Milliardenbeträge in Kryptowährungen den/die Besitzer*in. Es gilt also, zwischen zwei Ebenen zu trennen und Kryptowährungen einmal als Technikinnovation und einmal als Finanzinnovation zu diskutieren. Auch wenn beide Begriffe ähnlich erscheinen, sind sie doch verschieden. Warum halten einerseits manche Menschen Kryptowährungen als Technik für innovativ – und manche nicht? Was macht andererseits Kryptowährungen als Finanzprodukt attraktiv – und welche Implikationen ergeben sich aus der Antwort auf diese Frage?

01 Siehe hierzu auch Jonas Groß et al., Digitale Zentralbankwährungen: Chancen, Risiken und Blockchain-Technologie, in: Wirtschaftsdienst 7/2020, S. 545–549.

02 Vgl. Stephen Diehl, The Token Disconnect, o.D., www.stephendiehl.com/blog/disconnect.html.

KRYPTOWÄHRUNGEN ALS TECHNIKINNOVATION

Im technischen Kern geht es um ein Koordinationsproblem in einer verteilten Netzwerkstruktur. Obwohl es heute viele verschiedene Kryptowährungen gibt, lässt sich deren Grundprinzip am besten anhand des Bitcoin erklären. Bitcoin wurde 2008 in einem Whitepaper von einem Autor oder einer Gruppe unter dem Pseudonym Satoshi Nakamoto vorgestellt. Der erste Satz formuliert das ambitionierte Ziel für Bitcoin: „A purely peer-to-peer version of electronic cash would allow online payments to be sent directly from one party to another without going through a financial institution.“⁰³

Bitcoin soll also ermöglichen, dass sich zwei Personen eine Form elektronischen Geldes direkt schicken können, ohne eine Finanzinstitution zwischenschalten. Wer heute eine Überweisung tätigt, tut dies nicht direkt, sondern erteilt einer Bank den Auftrag, einen Betrag von einem Konto auf ein anderes zu buchen. Die Rechte von Kund*innen sind zwar vertraglich geregelt, technisch handelt es sich aber um ein hierarchisches Verhältnis, bei dem die Kontrolle bei der Finanzinstitution verbleibt. Der direkte Peer-to-Peer-

03 Satoshi Nakamoto, Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System, o.D., <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>, S. 1.

Ansatz soll die Finanzinstitution aus dem Prozess ausgliedern, was man als „Disintermediation“ bezeichnet. „Peer-to-Peer“ meint dabei ein Netzwerk von Computer-Verbindungen, bei denen die beteiligten Rechner einander mehr oder minder gleichgestellt sind.

Double-Spending

Jedes digitale Geldsystem muss mit zwei widersprüchlichen Medien umgehen. Das Geldmedium, etwa eine Silbermünze, ist knapp, das Digitale dagegen kann beliebig oft verlustfrei kopiert werden. Im Buchungssystem der Banken wird das Problem hierarchisch gelöst, weil Regeln asymmetrisch durchgesetzt werden können. Wie soll ein Netzwerk aus gleichberechtigten Computern jedoch verhindern, dass Geldbeträge mehrfach ausgegeben werden?

Die Lösung dieses „Double-Spending“-Problems ist der eigentliche technisch-innovative Beitrag von Bitcoin. Nakamoto beschreibt diese Lösung als „timestamp[ing] transactions by hashing them into an ongoing chain of hash-based proof-of-work“.⁰⁴ Das bedeutet, dass Computer einen rechenintensiven Arbeitsnachweis erbringen, durch den sie dem Netzwerk bestätigen, zu welchem Zeitpunkt eine Transaktion aufgegeben wurde. Wenn die Reihenfolge der Transaktionen bekannt ist, lässt sich leicht überprüfen, ob der zu sendende Betrag noch vorhanden ist.

Der Arbeitsnachweis, im Englischen „Proof-of-Work“ (PoW) genannt, beschreibt das Verfahren, dass Bitcoin zuverlässig und sicher macht, weil es eine Einigung über die zeitliche Reihenfolge von Transaktion trotz verteiltem Netzwerk erzielt, ist jedoch auch für den astronomischen Energieverbrauch von Bitcoin verantwortlich. PoW ist zugleich ein Konsensmechanismus, weil es dem gesamten Netzwerk erlaubt, eine Einigung über den aktuellen Stand der gemeinsamen Buchführung zu erzielen.

Beim PoW kommen zwei Eigenschaften zusammen: erstens lässt er sich kaum fälschen, weil das gesuchte Muster nur durch intensive Rechenarbeit gefunden werden kann; zweitens können andere Netzwerkteilnehmer*innen weit weniger aufwendig prüfen, ob die Lösung stimmt. Im Ergebnis sorgt das Verfahren dafür, dass der/die Erbringer*in der richtigen Lösung einmalig zum Schreiben der nächsten Seite der gemeinsamen

Buchführung berechtigt wird, weil er sich durch den nachweislichen Energieverbrauch als jemand ausweist, der in den Erhalt des Netzwerks „investiert“ ist.

In der Nomenklatur von Bitcoin wird der Vorgang als „Mining“ bezeichnet, also eine Art Rohstoffabbau. Das liegt daran, dass das Finden der Lösung mit einem fixen Betrag frisch geprägter Bitcoins vergütet wird; zugleich weckt die frenetische Suche nach der passenden Lösung Assoziationen mit der Suche nach Gold und Edelmetallen. Durch diesen Aufbau ist es möglich, dass das Netzwerk von sich einander fremden Teilnehmer*innen betrieben wird, weil sich die Beteiligten für jeden Schreibvorgang erneut als hinreichend investiert in den Erhalt des Netzwerks ausweisen müssen.⁰⁵

Blöcke, Ketten, Vertrauen

Der letzte wichtige Aspekt taucht im eingangs wiedergegebenen Satz als „hash-based proof-of-work“ auf. Damit wird der erbrachte Arbeitsnachweis noch einmal präzisiert. Der Arbeitsnachweis erbringt nicht nur die Lösung für eine aufwendige Rechenaufgabe, sondern erbringt diese Lösung in Form eines „Hashs“, einer Art spezifische Prüfsumme, durch die sich nachvollziehen lässt, welche Transaktionen in einem Block enthalten sind.

Im Ergebnis führt das dazu, dass die Veränderung eines beliebigen vorangegangenen Blocks dazu führt, dass die neue Prüfsumme nicht mehr zu den folgenden Prüfsummen passt und der Manipulationsversuch auffliegt. Die Verbindung aus PoW-Verfahren und Hashing macht es *praktisch* unmöglich, die Transaktionshistorie von Bitcoin rückwirkend zu verändern.⁰⁶

Der technische Aufbau wird in der medialen Darstellung oft als vertrauenslos und unveränderlich beschrieben. Der Soziologe Niklas Luhmann sagt über das Vertrauen: „Wer Vertrauen erweist, nimmt Zukunft vorweg. Er handelt so, als ob er der Zukunft sicher wäre.“⁰⁷ Vertrauen findet dort

04 Ebd.

05 Die Rolle der sogenannten Miner konterkariert den Gleichheitsanspruch des Peer-to-Peer-Netzwerks, weil es hier doch eine gewisse funktionale Differenzierung zwischen verschiedenen Beteiligten gibt.

06 Hypothetisch besteht diese Möglichkeit, und für viele der kleineren Kryptowährungen ist die Gefahr real. Für Bitcoin wäre es aktuell aber vermutlich selbst mit den entsprechenden Geldern kaum möglich, auch nur die benötigte Hardware zu beschaffen.

07 Niklas Luhmann, *Vertrauen*, Konstanz–München 2014, S. 9.

statt, wo sich das Gegenüber auch anders verhalten könnte. Die Vertrauenslosigkeit von Bitcoin beschreibt den Aufbau, bei dem die Einhaltung des Regelwerks des Netzwerks und die Teilnahme daran ein und dasselbe ist. Das Regelwerk des Netzwerks ist so eng gefasst, dass es praktisch unmöglich ist, sich abweichend zu verhalten, ohne vom Netzwerk ausgeschlossen zu werden. Die eigentliche technische Innovation von Kryptowährungen ist dieser Koordinationsmechanismus für ein verteiltes Netzwerk aus unbekanntem Akteuren. Aus dem Open-Source-Charakter des Bitcoin resultiert zudem die Möglichkeit, aus dessen Programmcode eigene Alternativversionen und -währungen zu entwickeln. Im Ergebnis hat das zur Entstehung tausender Kryptowährungen geführt.

KRYPTOWÄHRUNGEN ALS FINANZINNOVATION

Bitcoin und viele alternative Kryptowährungen bauen auf zwei altbekannten Strömungen der Geldtheorie auf: dem Metallismus einerseits und den Ideen privaten Geldwettbewerbs andererseits.

Der Metallismus geht davon aus, dass der Wert des Geldes historisch zumeist den verarbeiteten Materialien entspringt, wie Gold oder Silber.⁰⁸ Schon die Nomenklatur von Bitcoin macht den Einfluss des Metallismus deutlich. „Coin“, zu Deutsch Münze, ist der Archetyp „harten“ Geldes und eng verwoben mit der ursprünglichen Idee wertiger Metalle. Auch das „Mining“, das nicht nur der Aufrechterhaltung der gemeinsamen Buchführung, sondern der Schöpfung neuer Bitcoins dient, schlägt den Bogen zum Abbau wertvoller Edelmetalle. Durch die einprogrammierte Mengenbegrenzung auf 21 Millionen Bitcoin wird zudem eine künstliche Knappheit analog zu knappen Edelmetallen erzeugt. Passend dazu wurde auch schon sehr früh der Begriff des „digitalen Metallismus“ geprägt.⁰⁹

Dieser digitale Metallismus wird durch einen zweiten Ansatz ergänzt, den wir am ehesten in den Arbeiten des Ökonomen und Philosophen

08 Die Gegenposition ist der Chartalismus, der besagt, dass Geld vom Staat geschaffen wird und der Geldwert der Fähigkeit des Staates entspringt, Steuern in seiner eigenen Währung verlangen zu können. Siehe dazu den Beitrag von Michael Paetz in dieser Ausgabe (Anm. d. Red.).

09 Vgl. Bill Maurer et al., „When Perhaps the Real Problem is Money Itself“: The Practical Materiality of Bitcoin, in: *Social Semiotics* 2/2013, S. 261–277.

Friedrich A. von Hayek wiederfinden. In seinem 1976 erschienenen Buch „The Denationalisation of Money“ entwickelt er die Vision eines Geldsystems, in dem Geld nicht von staatlichen Stellen ausgegeben wird, sondern von privaten Geldanbietern, die im ständigen Wettbewerb stehen.¹⁰ Dieser geldtheoretische Ansatz passt sehr gut zur Open-Source-Mentalität, die immer die Option aufzeigt, dass jemand, dem die Stoßrichtung eines Projekts nicht gefällt, stattdessen seine eigene Version aufsetzen kann und soll.

Warum machen diese zwei altbekannten Ansätze Kryptowährungen aber vermehrt zum Darling der Finanzbranche? Der digitale Metallismus gibt Kryptowährungen ein Doppelleben als Tauschmedium einerseits und als Spekulationsobjekt andererseits. Als Tauschmedium halten sich die Vorteile von Kryptowährungen, zumindest im Vergleich zu den Bezahlendiensten, die ansonsten im Globalen Norden verfügbar sind, stark in Grenzen. Auch wenn Verfechter von Kryptowährungen gerne vermeintliche oder wirkliche Erfolgsgeschichten von Finanzinklusion und Akzeptanz erzählen, ist der Hauptbeitrag für das Finanzsystem heute die Schaffung von Volatilität. Kryptowährungen liefern dabei vor allem ein Narrativ, die mit dem digitalen Metallismus und der unterstellten Knappheitsdynamik eine formale Existenzberechtigung als investierbares Asset liefert, dessen Preise sich sehr stark von vermeintlich realen Faktoren wie der Nutzung als Tauschmittel entkoppelt haben. Kryptowährungen sind faktisch eher spekulative Anlageobjekte als Währungen.

Abseits der technischen und finanziellen Dimension gibt es noch drei Unterpunkte die hier gesondert aufgeführt werden, weil sie in aktuellen Debatten um Kryptowährungen präsent sind: der Stromverbrauch, Sicherheitsbelange und der Umgang mit Anleger*innen.

STROM UND SICHERHEIT

Bitcoin verbrauchte 2021 0,55 Prozent des globalen Energieaufkommens – etwa so viel wie Malaysia oder Schweden.¹¹ Um die Buchführung von Bitcoin zu stören, müsste man genug Strom

10 Vgl. Friedrich A. von Hayek, *The Denationalisation of Money*, London 1976.

11 Vgl. Nic Carter, *How Much Energy Does Bitcoin Actually Consume?*, 5.5.2021, <https://hbr.org/2021/05/how-much-energy-does-bitcoin-actually-consume>.

verbrauchen, um den Mehrheitsanteil der Rechenleistung des Netzwerks zu erbringen. Dass der Stromverbrauch einen Zweck erfüllt, bedeutet jedoch nicht, dass sich die Frage erübrigt, ob der Nutzen von Kryptowährungen den enormen Verbrauch rechtfertigt.

Verfechter*innen von Kryptowährungen argumentieren, der Verbrauch von Bitcoin sei viel niedriger als der des konventionellen Finanzsystems. Dieser Vergleich hinkt jedoch gleich doppelt: einerseits bedeutet das nur, dass es hier ein weiteres Problem gibt und wir uns mit dem Stromverbrauch des Finanzsystems auseinandersetzen sollten; andererseits ist der Vergleich irreführend, wenn er nicht berücksichtigt, wie viele Nutzer*innen das jeweilige System hat. Der Stromverbrauch von Bitcoin mag geringer sein als das des konventionellen Finanzsystems, bietet gleichzeitig aber einen weitaus geringeren Nutzen. Durch alternative Konsensverfahren oder Skalierungslösungen wäre zwar ein niedrigerer Stromverbrauch pro Transaktion denkbar. Diese Lösungen sind heute aber nur bedingt im Einsatz und weisen wiederum eigene Schwächen und Probleme auf, die es zumindest problematisch machen, hier von einer Weiterentwicklung zu sprechen. Insofern sollte die Energieproblematik nicht als Durchgangssproblem behandelt oder kleingeredet werden.

Die Implikationen von Kryptowährungen für Fragen der nationalen und internationalen Sicherheit haben jüngst besonders an Relevanz gewonnen. Im Fokus stehen dabei Themen wie Sanktionsvermeidung, Terrorismusfinanzierung, Geldwäsche, Drogenhandel und insbesondere Ransomwarezahlungen. Es finden sich zwar relevante Fälle, wenn beispielsweise Bestände von terroristischen Vereinigungen beschlagnahmt werden, der Anteil an der Terrorismusfinanzierung insgesamt scheint aber eher überschaubar zu sein.¹²

Im Kontext der Finanzierung sanktionierter Staaten scheint die Situation heute etwas ambivalenter. Nordkoreanische Hacker sollen 2021 über 400 Millionen US-Dollar durch Angriffe auf Investmentfirmen und zentralisierte Handelsbörsen erbeutet haben.¹³ Das Problem der

Geldwäsche ist schwierig einzuschätzen. Zwar besteht es als Problem, gleichzeitig hat eine Vielzahl von Fällen gezeigt, dass das Gros der Kryptowährungen weit weniger anonym ist, als es die öffentliche Darstellung vermuten lässt. Abgesehen von der eher spekulativen Vorstellung, dass Kryptowährungen die Möglichkeiten staatlicher Geldpolitik einschränken könnten, ist das größte Gegenwartsproblem aus der Sicherheitsperspektive die Ransomware. Hier finden sich mittlerweile zahllose Attacken auf Datenbestände und sogar kritische Infrastrukturen, für deren Wiederherstellung Lösegelder in Kryptowährungen gefordert werden.¹⁴ Diese Zahlungen waren zuvor deutlich schwieriger umzusetzen, weil Millionenüberweisungen im Bankensystem schwierig sind und auch die Übergabe eines physischen Geldkoffers Probleme aufwirft. Die Möglichkeit, sich global Kryptowährungen senden zu lassen, macht heute jedes digitale System zu einem attraktiven Angriffsziel mit dem Potenzial einer Millionenbeute.

Bis heute sind Handelsbörsen das mit Abstand erfolgreichste Geschäftsmodell im Universum der Kryptowährungen. In der Vergangenheit sind solche Börsen mit zahlreichen Problemen aufgefallen, beispielsweise durch die Manipulation des Handelsvolumens;¹⁵ zugleich reflektieren viele Anleger*innen nur bedingt, was sie eigentlich kaufen, und hoffen stattdessen auf weitere Kurssprünge, während einige Influencer*innen dubiose Projekte bewerben. Die Probleme sitzen dabei so tief, dass es nur bedingt sinnvoll ist, zwischen „guten“ und „schlechten“ Kryptowährungen zu unterscheiden. Kritiker*innen haben stattdessen betont, dass die gesamte Gewinnerwartung sich heute aus der Erwartung speist, dass weiter frisches Geld in den Markt fließen wird. Insgesamt ist der Vergleich zu Schneeballsystemen nicht weit hergeholt.¹⁶

¹² Eine Erklärung des US-Justizministeriums vom 13.8.2020 gibt hierzu einige Einblicke: www.justice.gov/opa/pr/global-disruption-three-terror-finance-cyber-enabled-campaigns.

¹³ Vgl. North Korea Hackers Stole \$400 m of Cryptocurrency in 2021, Report Says, 14. 1. 2022, www.bbc.com/news/business-59990477.

¹⁴ Vgl. Cheyenne Ligon, Ransomware Payments Are Getting Bigger as Hackers Shift Focus to Larger Targets: Chainalysis, 10. 2. 2022, www.coindesk.com/business/2022/02/10/ransomware-payments-are-getting-bigger-as-hackers-shift-focus-to-larger-targets-chainalysis.

¹⁵ Dies wurde beispielsweise in einem Bericht der U.S. Securities and Exchange Commission von 2019 dargestellt: www.sec.gov/comments/sr-nysearca-2019-01/srnysearca201901-5164833-183434.pdf.

¹⁶ Vgl. Claudia Otto, Die Pyramiden von Krypto, 7. 2. 2022, <https://rechtinnovativ.online/otto-die-pyramiden-von-krypto>.

POTENZIALE FÜRS FINANZSYSTEM?

Auf der technischen Ebene sind Kryptowährungen trotz aller Euphorie immer noch ein Nischenphänomen, das die Lösung eines Spezialproblems darstellt. Bitcoin und einige andere Kryptowährungen können heute zuverlässig eine beschränkte Anzahl von Transaktionen in einem verteilten Netzwerk abbilden. Damit steht aber die Frage im Raum, ob diese Speziallösung genug Mehrwert schafft, um die enormen Kosten, die sie verursacht, zu rechtfertigen. Hier lautet die Antwort heute eher nein. Die Annahmefähigkeit ist nach wie vor gering, die Probleme sind erheblich, und die negativen Folgen enorm, von Stromverbrauch bis Ransomware und dem Umgang mit Anleger*innen.

Die Euphorie um Kryptowährungen wird vor allem klar, wenn man die Technikdimension der Rolle als Finanzinnovation gegenüberstellt. Was dann deutlich wird ist, dass es nicht die Marktbewertungen sind, die der Technologie folgen. Stattdessen sehen wir, wie die Marktbewertungen explodiert sind und jetzt versucht wird, diese spekulativen Entwicklungen rückwirkend durch

ein vermeintliches Technikpotenzial zu rechtfertigen. Kryptowährungen werden heute vor allem von ihrer Existenz als Anlageobjekt im Kontext der Finanzinnovation getragen, daraus sollte aber nicht auf das Technikpotenzial geschlossen werden, dass, wie die Darstellung zeigt, sehr viel beschränkter ist.

Für die Frage nach dem gesellschaftlichen Nutzen von Kryptowährungen ist diese Entwicklung aber durchaus riskant. Durch die Kombination aus horrenden Marktbewertungen und schwacher, aber faszinierender Technik laufen wir Gefahr, unsere Energie darauf zu verschwenden, die Probleme zu suchen, die zu unseren vermeintlichen Lösungen passen. Anstatt sich die Richtung so vorgeben zu lassen, ist es heute wichtiger zu fragen, welche gesellschaftlichen Ziele wir mit unserem Finanzsystem erreichen wollen.

MORITZ HÜTTEN

ist Fellow am Zentrum für Nachhaltige Wirtschafts- und Unternehmenspolitik, Forschungskoordinator am Fachbereich Wirtschaft der Hochschule Darmstadt und promoviert an der Universität van Amsterdam.

moritz.huetten@h-da.de

Zum Weiterlesen.



2021
Bestell-Nr. 10661
4,50 Euro

Welche historischen Entwicklungslinien prägen das heutige Frankreich?
Wie funktioniert das politische System?
Wie steht es um das Wirtschaftsmodell?
Vor welchen Herausforderungen steht die französische Gesellschaft?
Und welche Rolle spielt Frankreich auf internationaler Ebene?

Der neue Länderbericht Frankreich bietet grundlegende Informationen zu all diesen Aspekten.



bpb.de/
shop

DER CFA-FRANC

Afrikas letzte Kolonialwahrung

Fanny Pigeaud · Ndongo Samba Sylla

„France Dégage!“ – „Frankreich, hau ab!“: Diese unmissverständliche Parole prangte 2018 in roten Lettern an mehreren Wänden in Dakar, der Hauptstadt Senegals. Die Organisation Front pour une Révolution anti imperialiste populaire et panafricaine (Front für eine panafrikanische antiimperialistische Revolution; FRAPP) gab diese Losung als Teil einer Kampagne aus, mit der sie den vollständigen Rückzug Frankreichs aus der Verwaltung des CFA-Franc forderte, der Währung, die von Senegal und 13 anderen Ländern in Afrika südlich der Sahara verwendet wird. Die Aktivisten sind nicht die ersten, die diese Forderung stellen: Seit Jahrzehnten sind politische Führungskräfte, Wirtschaftswissenschaftler und Bürger davon überzeugt, dass der aus der Kolonialzeit stammende CFA-Franc abgeschafft werden sollte.

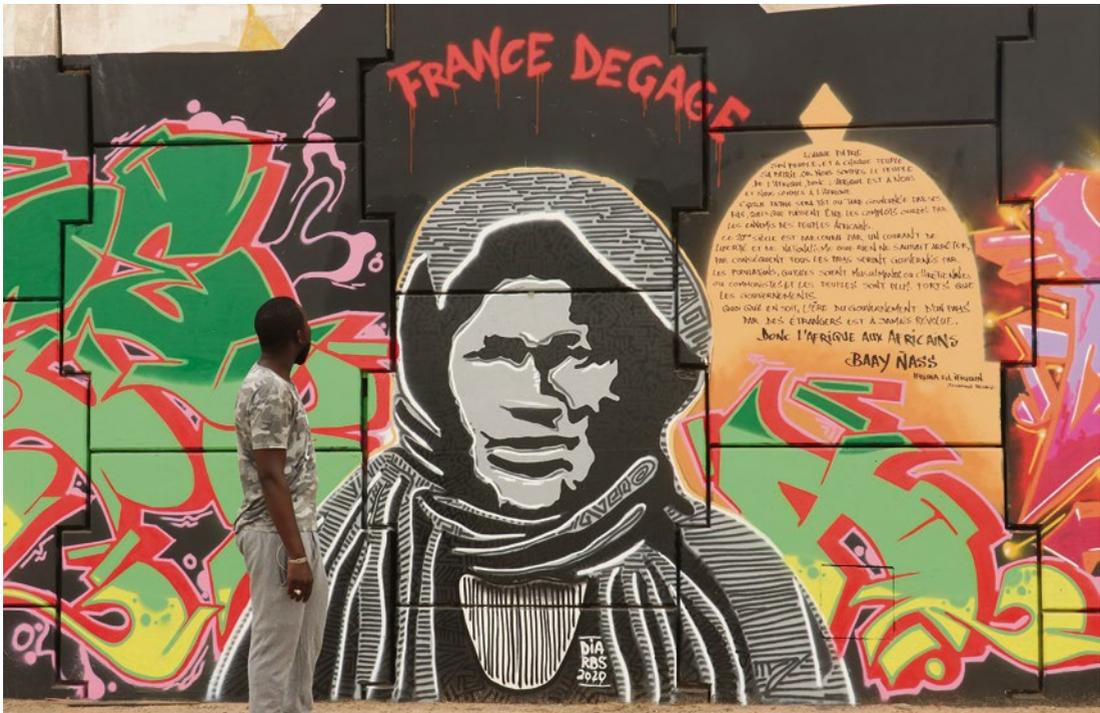
PRODUKT DER KOLONIALGESCHICHTE

Die Geschichte des CFA-Franc beginnt nach dem Zweiten Weltkrieg. Die französische Wirtschaft liegt in Trümmern. Nahrungsmittel sind knapp, die industriellen Kapazitäten des Landes weitgehend zerstört. Da die landeseigenen Goldreserven erschöpft sind, hat Frankreich Schwierigkeiten, seine Importe zu bezahlen und den Kurs seiner Währung, des Franc, der auch im größten Teil seines Kolonialreichs verwendet wird, aufrechtzuerhalten. Die französische ubergangsregierung sieht sich gezwungen, den Franc gegenüber dem US-Dollar und dem britischen Pfund abzuwerten. Sie entscheidet sich allerdings für verschiedene Abwertungsraten: eine für das Mutterland und eine für die Kolonien, in denen die Inflation geringer ist. Damit werden am 26. Dezember 1945 neue Währungseinheiten geschaffen, einschließlich derjenigen, die in den afrikanischen Kolonien südlich der Sahara in Umlauf gebracht werden sollen: Der

Franc des Colonies françaises d’Afrique (CFA-Franc) ist geboren.

Die provisorische französische Regierung meldet den CFA-Franc beim Internationalen Währungsfonds (IWF) mit einer außergewöhnlichen Parität an: 1 CFA-Franc entspricht 1,70 Französischen Franc, die Kolonialwahrung hat also einen höheren Auenwert als die französische. Während des Krieges war der Handel zwischen „Mutterland“ und Kolonien heruntergefahren worden. Mit einem zu hoch bewerteten CFA-Franc kann Frankreich – das zu dem Zeitpunkt nicht in der Lage ist, im internationalen Wettbewerb zu bestehen – nun die in der Zwischenzeit verlorenen Marktanteile zurückerobern, somit auch seine Rohstoffversorgung sichern und von seiner Monopolstellung auf den afrikanischen Absatzmärkten profitieren. Ein starker CFA-Franc macht die Produkte aus dem Mutterland günstiger. Gleichzeitig verringert er die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Produkte aus den Kolonien, die daher gezwungen sind, vermehrt ins Mutterland zu exportieren.

Nun hätte man denken können, dass sich 1960, als die meisten französischen Kolonien in Afrika südlich der Sahara ihre Unabhängigkeit erlangen, alles ändert. Doch als Gegenleistung für die Unabhängigkeit zwingt Frankreich die zu einem großen Teil von ihm selbst ausgebildeten Führungskräfte dieser Staaten, „Kooperationsabkommen“ zu unterzeichnen, die Frankreich ermöglichen, sein ehemaliges afrikanisches Reich weiterhin zu kontrollieren. Diese Abkommen decken verschiedene Bereiche ab – etwa Außenpolitik, Verteidigung, Handel, Bildung sowie Gewinnung von Rohstoffen und strategisch wichtigen Produkten. In Bezug auf die Währung verlangen sie die Beibehaltung des CFA-Franc. Frankreich ist damit während der sukzessiven Auflösung der ehemaligen kolonialen Währungsräume die einzige Macht, die ihr koloniales Wahrungsimperium, die Franc-Zone, beibehalten kann.



Graffito in Dakar, Senegal: „France Dégage“ – „Frankreich, hau ab!“

Quelle: picture alliance/AA | Alaattin Dogru

Vor diesem Hintergrund stoßen Staaten, die ihre Währungssouveränität wiedererlangen wollen, auf eine feindselige Haltung Frankreichs, so etwa Guinea. Zwei Jahre nach seiner Unabhängigkeit im Jahr 1958 führt es eine nationale Währung ein. Als Vergeltung für diesen Schritt, der andere Länder in seinem Einflussbereich auf die Idee einer monetären Emanzipation bringen könnte, organisiert Frankreich eine Operation zur Destabilisierung der guineischen Wirtschaft. Sein Geheimdienst stellt gefälschte Guinea-Franc-Noten her und bringt sie im Land in Umlauf. Als Mali 1962 seine eigene Währung einführt und die Franc-Zone verlässt, drängt Paris die anderen Länder der Franc-Zone zur Einführung von Handelshemmnissen. Mali gibt schließlich nach und wird 1967 wieder Mitglied der Franc-Zone.⁰¹ Sylvanus Olympio, der erste Präsident von Togo, wird 1963 von einer Gruppe togoischer Militärs, die eng mit Frankreich verbunden sind, ermordet, als er kurz davorsteht, eine nationale Währung einzu-

führen.⁰² Zwei Länder in Subsahara-Afrika verlassen 1973 die Franc-Zone: Mauretanien und Madagaskar.

DAS CFA-SYSTEM

Das Kürzel CFA steht heute für zwei verschiedene Währungen: den Franc de la Communauté financière africaine (Franc der afrikanischen Finanzgemeinschaft) und den Franc de la Coopération financière en Afrique centrale (Franc der finanziellen Zusammenarbeit in Zentralafrika). Der erste wird von der Westafrikanischen Zentralbank (BCEAO) für die acht Länder emittiert, aus denen die 1962 gegründete Westafrikanische Währungsunion (UMOA) besteht: Benin, Burkina Faso, Côte d’Ivoire, Mali, Niger, Senegal, Togo und Guinea-Bissau, eine ehemalige portugiesische Kolonie, die 1997 Mitglied wurde. Der zweite wird von der Zentralafrikanischen Zentralbank (BEAC) für die sechs Länder ausgegeben, aus

⁰¹ Vgl. Maurice Robert, „Ministre“ de l’Afrique. Entretiens avec André Renault, Paris 2004.

⁰² Vgl. Kate Skinner, Neo-Colonial and Pan-African Projects in Togo’s „Shadow Archives“, in: African Studies Review 2/2020, S. 375–398.

denen die Zentralafrikanische Wirtschafts- und Währungsunion (CEMAC) besteht: Kamerun, Gabun, Republik Kongo, Zentralafrikanische Republik, Tschad und Äquatorialguinea, eine ehemalige spanische Kolonie, die der Gruppe 1985 beigetreten ist (*Abbildung*). Die CFA-Banknoten werden von der Druckerei der Banque de France und die Münzen von der französischen Münzprägestalt Monnaie de Paris hergestellt.

Beide CFA-Francs funktionieren auf die gleiche, auf vier Grundsätzen beruhende Weise.⁰³ Der erste Grundsatz besteht im **festen Wechselkurs** des CFA-Franc gegenüber dem französischen Franc, der 1999 durch den Euro ersetzt wurde. Der zweite Grundsatz betrifft den **freien Geld- und Kapitaltransfer** zwischen den Ländern der beiden CFA-Blöcke sowie zwischen jedem einzelnen von ihnen und Frankreich. Der dritte Grundsatz ist die **Garantie der unbegrenzten Konvertierbarkeit** durch das französische Finanzministerium, also das Versprechen der französischen Staatskasse, der BCEAO und der BEAC die entsprechenden Euro-Beträge zu leihen, wenn die Höhe ihrer Devisenreserven es ihnen nicht erlaubt, ihre Zahlungsverpflichtungen gegenüber dem Ausland zu erfüllen. Als Gegenleistung für diese „Garantie“ haben beide Zentralbanken französische Vertreter in ihren Gremien, die die Währungs- und Wechselkurspolitik mit einem impliziten Vetorecht kontrollieren. Darüber hinaus müssen sie – gemäß dem vierten Grundsatz, der **Zentralisierung der Währungsreserven** – die Hälfte ihrer Währungsreserven auf einem „Operationskonto“, einem Sonderkonto des französischen Finanzministeriums, deponieren.

FRANKREICHS UNGEBROCHENE DOMINANZ

Mit der Einführung des Euro im Jahr 1999 musste Frankreich einen kleinen Teil seiner Souveränität über die CFA-Francs abtreten. Obwohl die Einführung der europäischen Einheitswährung eine Gelegenheit hätte sein können, die Franc-Zone abzuschaffen, war den französischen Behörden daran gelegen, sie unverändert beizubehalten. Nach einer Auseinandersetzung mit einigen ihrer europäischen Partner, darunter Deutschland, und

⁰³ Der Komoren-Franc funktioniert wie der CFA-Franc, hat jedoch eine andere Parität gegenüber dem Euro. Die Franc-Zone umfasst die Komoren und die vierzehn CFA-Länder.

Abbildung: Verbreitung des CFA-Franc



ohne Mitspracherecht der betroffenen afrikanischen Länder erreichte die französische Regierung schließlich, was sie wollte, allerdings mit einem kleinen Zugeständnis. Sie musste akzeptieren, dass den politischen und geldpolitischen Behörden der Eurozone ein Kontrollrecht über den CFA-Franc eingeräumt wurde. Am 23. November 1998 erließ der Rat der Europäischen Union eine Entscheidung, die Frankreich verpflichtet, den Wirtschafts- und Finanzausschuss vor jeder geplanten Änderung des Wechselkurses gegenüber dem Euro zu informieren und die Zustimmung seiner europäischen Partner einzuholen, wenn die Garantie der unbegrenzten Konvertierbarkeit verändert oder ein neues Mitglied in die Franc-Zone aufgenommen werden soll. Auf diese Weise wurde der CFA-Franc zu einer Art „CFA-Euro“ unter der doppelten Aufsicht Frankreichs und der Eurozone.

Angesichts der zunehmenden Kritik beschloss Frankreich 2019 zusammen mit Côte d’Ivoire, die Funktionsweise des Systems zu ändern, allerdings nur für den westafrikanischen CFA-Franc der UEMOA. Es beendete die Verpflichtung der BCEAO, die Hälfte ihrer Devisenreserven beim französischen Finanzministerium zu hinterlegen und zog seine Vertreter aus den Gremien der BCEAO zurück. Im Gegensatz zu den Behauptungen der meisten französischen Medien, die vorschnell vom „Ende des CFA-Franc“ sprachen, setzte die französische Regierung gleichzeitig Maßnahmen durch, die es ihr ermöglichen,

im Rahmen ihrer „Garantie“ auch weiterhin die Geld- und Wechselkurspolitik der BCEAO zu überwachen und zu kontrollieren und in Krisensituationen oder bei Bedarf französische Vertreter in ihre Gremien zurückzuholen.

Das gesamte CFA-System und die dominante Stellung Frankreichs darin beruhen auf der „Garantie der unbegrenzten Konvertierbarkeit“ des französischen Finanzministeriums. Im Gegensatz dazu, was die französischen Behörden glauben machen wollen, ist diese Garantie in Wirklichkeit jedoch nur nominell: Frankreich hat ein ganzes Arsenal von Regeln aufgestellt, die es ihm ermöglichen, die Garantie niemals einlösen zu müssen. Das CFA-System ist so konzipiert, dass die BCEAO und die BEAC gezwungen sind, einen hohen Deckungsgrad der Geldschöpfung (das Verhältnis zwischen den gesamten offiziellen Devisenreserven und den Verbindlichkeiten der Zentralbank) aufrechtzuerhalten. Und in den seltenen Fällen, in denen Frankreich diese angebliche Garantie hätte gewähren müssen, hat es sein Versprechen nicht gehalten. Dies zeigt sich in der Abwertung des CFA-Franc um 50 Prozent im Jahr 1994, die Frankreich zusammen mit dem IWF und ohne Zustimmung der meisten afrikanischen Regierungen beschloss.

GEWINNER UND VERLIERER

Frankreich hat deshalb so sehr darum gekämpft, dem CFA-System eine außergewöhnliche Langlebigkeit zu verleihen, weil es ihm weiterhin Vorteile bringt. Laut einer Umfrage des französischen Außenministeriums betrachten 96 Prozent der französischen Unternehmen, die in Afrika tätig sind, den CFA-Franc als Geschäftsvorteil.⁰⁴ In der Tat können sie ihr Kapital und ihre Einkünfte leicht transferieren, ohne Transferrisiko (keine Schwierigkeiten mit der Verfügbarkeit von Devisenreserven) und Wechselkursrisiko (keine Schwankungen des Euro-CFA-Franc-Wechselkurses). Außerdem haben sie in einer verschärften internationalen Wettbewerbssituation Zugang zu interessanten Absatzmärkten. Während derzeit etwa 2,8 Prozent der weltweiten Export-

te aus Frankreich stammen,⁰⁵ lieferte das Land im Zeitraum zwischen 2012 und 2020 zwischen 13 und 14 Prozent der Importe der UEMOA.⁰⁶ Trotz des Rückgangs ihrer Marktanteile zugunsten der „panafrikanischen“ Banken spielen die französischen Banken weiterhin eine privilegierte Rolle in der Franc-Zone. Ein im Oktober 2021 veröffentlichter Bericht der Nichtregierungsorganisation Oxfam und der Plattform Dette et Développement unterstreicht beispielsweise, dass sie seit 2009 „an fast allen internationalen Anleiheemissionen“ Senegals beteiligt sind und dabei hohe Renditen erzielen.⁰⁷

Trotz der wirtschaftlichen Stagnation Frankreichs profitiert es zwar weiterhin unverhältnismäßig vom für die Außenwelt relativ geschlossenen Markt der Franc-Zone. Doch ist es immer weniger in der Lage, die Vorteile zu monopolisieren, die das System als Extraktionsmechanismus bietet. Davon abgesehen bleibt der CFA-Franc ein politisches Kontrollinstrument, dessen finanzielle Kosten für Frankreich praktisch gegen Null gehen, denn seine „Garantie“ ist ja nur eine vermeintliche. Mehr noch, das CFA-System kann für Frankreich ein wirksames Repressionsinstrument sein, das ihm ermöglicht, den Kurs der Länder der Franc-Zone nach seinen Interessen zu lenken. Während der Krise nach den Wahlen in Côte d’Ivoire im Jahr 2011 nutzte Frankreich die BCEAO und die im Land tätigen französischen Banken, um Druck auf den scheidenden Präsidenten Laurent Gbagbo auszuüben und Alassane Ouattara, den Protegé des französischen Präsidenten Nicolas Sarkozy, besser zu unterstützen. Es gelang Frankreich, der ivoirischen Regierung den Zugang zu ihren Konten zu verwehren und die finanziellen Beziehungen des Landes mit dem Ausland zu unterbrechen.

Zu den Nutznießern des Status quo gehören auch die afrikanischen Regierenden. Die Langlebigkeit ihrer Macht hängt stark von guten Bezie-

04 Vgl. Hervé Gaymard, *Relancer la présence économique française en Afrique: l’urgence d’une ambition collective à long terme*, April 2019, www.economie.gouv.fr/remise-rapport-relancer-presence-economique-francaise-en-afrique-lurgence-dune-ambition-collective, S. 222.

05 Vgl. UNCTAD, *Share of Global Exports of Goods (%) 1978–2020*, 6. 4. 2022, www.unctad.org/topic/trade-analysis/chart-10-may-2021.

06 Vgl. BCEAO, *Rapport sur le commerce extérieur de l’UEMOA en 2020*, Dakar 2021, S. 36.

07 Vgl. Oxfam France, *Taux d’intérêts financiers, désintérêt humain. Le rôle des institutions financières privées dans l’endettement des pays en développement*, 2021, www.oxfamfrance.org/wp-content/uploads/2021/10/OXFAM-PFDD-Interets-financiers-desinteret-humains-V8-30p-111021.pdf, S. 22.

hungen zu Frankreich und auch davon ab, dass sie die Beibehaltung des CFA-Franc nicht in Frage stellen. Der Fall der CEMAC-Länder, mit Ausnahme der Zentralafrikanischen Republik, ist besonders aufschlussreich: Ihre Führungskräfte bleiben lebenslang an der Macht, und nach ihrem Tod ist die Nachfolge oft dynastisch. Weitere Nutznießer sind die Mittel- und Oberschicht. Sie profitieren von einem überbewerteten Wechselkurs, der es ihnen ermöglicht, einen Lebensstil aufrechtzuerhalten, der weitgehend auf dem Konsum von Importprodukten beruht, wie der französisch-ägyptische Ökonom Samir Amin betont: „Der CFA-Franc ist für 20 Prozent der Bevölkerung vorteilhaft.“⁰⁸

Die Befürworter des CFA-Franc neigen dazu, seine Berechtigung damit zu begründen, dass er „Währungsstabilität“, also einen dauerhaften festen Wechselkurs und Inflationsraten ermöglicht hat, die weit unter dem afrikanischen Durchschnitt liegen. Aber sie führen die Argumentation selten bis zum Ende fort: Hat die Mitgliedschaft in der Franc-Zone den wirtschaftlichen Fortschritt gefördert? Was ist die Gegenleistung für diese Währungsstabilität? Wer profitiert wirklich davon? Ein Blick auf die Fakten zeigt, dass die Länder, die den CFA-Franc verwenden, sozioökonomisch weltweit zu den Schlusslichtern zählen. Drei von ihnen, Niger, die Zentralafrikanische Republik und der Tschad, belegen die letzten Plätze im UN-Index für menschliche Entwicklung.⁰⁹ Neun der vierzehn CFA-Länder gehören zu den am wenigsten entwickelten Ländern (*Least Developed Countries*). Die anderen haben häufig starke wirtschaftliche Einbrüche erlitten. Dies ist der Fall bei Gabun, Kamerun und Côte d'Ivoire. Nach den Entwicklungsindikatoren der Weltbank¹⁰ hatte Côte d'Ivoire, die größte Volkswirtschaft der Franc-Zone, im Jahr 2019 ein reales Pro-Kopf-BIP, das 26,4 Prozent unter dem Höchststand von 1978 lag. Den gravierendsten wirtschaftlichen Rückschlag erlitt Niger: Sein reales Pro-Kopf-BIP lag 2019 um 41,7 Prozent

unter dem bislang höchsten Niveau, das 1965 erreicht wurde.

Diese Situation lässt sich damit begründen, dass der CFA-Franc für die Länder, die ihn verwenden, auch eine Reihe von Nachteilen bedeutet. Die feste Parität mit dem Euro begünstigt Importe auf Kosten der lokalen Produktion und der Exporte. Die Stärke des Euro gegenüber dem Dollar führt automatisch zu einem hohen Preis des CFA-Franc und damit zu einem Verlust der Wettbewerbsfähigkeit der Exporte aus der Franc-Zone, die normalerweise in Dollar fakturiert werden (zum Beispiel Öl, Kakao, Gold, Baumwolle, Uran). Derzeit ist der westafrikanische CFA-Franc um 20 Prozent und der zentralafrikanische um 30 Prozent überbewertet, so der ehemalige Weltbank-Ökonom Ali Zafar.¹¹

Eine der Begleiterscheinungen der chronischen Überbewertung der beiden CFA-Francs ist die Rationierung von produktiven Krediten. Trotz Leitzinsen, die unter dem afrikanischen Durchschnitt liegen, sind die Kosten für Bankkredite prohibitiv hoch und liegen im zweifeligen Bereich. Kleine und mittlere Unternehmen sowie Sektoren wie die Landwirtschaft haben daher häufig nur einen eingeschränkten Zugang zu Bankkrediten. Beispielsweise beliefen sich 2019 die mittel- und langfristigen Bankkredite für den senegalesischen Primärsektor (Landwirtschaft, Viehzucht und Fischerei) mit 23,2 Milliarden CFA-Franc auf 1,7 Prozent des Gesamtvolumens. Währenddessen gewährte die BCEAO ihren Mitarbeitern (3597 Angestellte) Kredite in Höhe von 52 Milliarden CFA-Franc.¹²

Die Überbewertung des CFA-Franc und die Rationierung produktiver Kredite führen zu einem chronischen Außenhandelsdefizit, insbesondere für die Nicht-Öl-Länder, was wiederum eine ständige Auslandsverschuldung nach sich zieht. Diese ist notwendig, um sowohl das Zahlungsbilanzdefizit zu finanzieren als auch die feste Parität aufrechtzuerhalten. In Krisenzeiten führt die Tatsache, dass keine Anpassungen über den Wechselkurs erfolgen können, zu schmerzhaften realen Anpassungen beziehungsweise Folgen: Rückgang der öffentlichen Ausgaben (insbeson-

08 Ndongo Samba Sylla, Interview mit Samir Amin, „Les Africains veulent répéter l'erreur commise par l'Europe en calquant leurs projets de monnaie unique sur l'euro“, CODESRIA Bulletin 5/2021, S. 44.

09 Vgl. Human Development Report 2020, <https://hdr.undp.org/en/2020-report>.

10 Vgl. Weltbank, GDP per Capita (Constant 2015 US\$) – Cote d'Ivoire, Niger, <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.KD?locations=CI-NE>.

11 Vgl. Ali Zafar, *The CFA Zone: Economic Development and the Post-Covid Recovery*, Cham 2021, S. 179.

12 Vgl. BCEAO, *Etats financiers de la BCEAO*, 31. 12. 2020, www.bceao.int/fr/publications/etats-financiers-de-la-bceao-a-titre-de-lexercice-2020, S. 57.

dere für Investitionen), Steuererhöhungen, Konkurs von Unternehmen, steigende Arbeitslosigkeit und Unterbeschäftigung.

Das CFA-System ist umso verheerender, als es dank der Transferfreiheit einen großen Abfluss von legalen und illegalen Finanzströmen ermöglicht. Für Côte d’Ivoire wurde der Kapitalabfluss im Zeitraum von 1970 bis 2008, einschließlich der Zinsen, die das Land hätte erhalten können, auf 66,2 Milliarden US-Dollar geschätzt, ein Betrag, der sechsmal höher ist als die damaligen Auslandsschulden.¹³

MÖGLICHE AUSWEGE

Es gibt derzeit vier Möglichkeiten, den Status quo hinter sich zu lassen. Die *erste*, die man als symbolischen Reformismus bezeichnen könnte, zielt darauf ab, die Franc-Zone beizubehalten und gleichzeitig ihre „störenden“ Symbole zu entfernen. Dies war der Geist der für 2019 angekündigten Reform, die zur Schließung des Operationskontos der BCEAO und zur Abberufung der französischen Vertreter führte. Die *zweite* Perspektive ist die des adaptiven Reformismus. Dabei geht es darum, die Franc-Zone weiterzuentwickeln, indem sie auf andere afrikanische Länder ausgeweitet wird und/oder der CFA-Franc an einen Währungskorb gebunden wird (der beispielsweise den Dollar, den Euro oder sogar den Renmimbi umfassen kann), um der sich ändernden Geografie des Handels- und Finanzaustauschs der Länder der Franc-Zone Rechnung zu tragen.

Die *dritte* Perspektive besteht darin, den CFA-Franc durch eine regionale Einheitswährung zu ersetzen. Die Westafrikanische Wirtschaftsgemeinschaft (ECOWAS), der 15 Länder, darunter die UEMOA-Länder, angehören, arbeitet seit 1983 daran, eine regionale Einheitswährung zu schaffen. Die Einführung wurde bereits

mehrmals verschoben und ist nun für etwa 2027 geplant. Doch selbst wenn das Projekt eines Tropen-Euro wünschenswert wäre, ist seine Umsetzbarkeit fraglich. Auf der einen Seite haben viele Staaten Schwierigkeiten, die Beitrittskriterien zu erfüllen (nominale Konvergenz). Andererseits ziehen es die Regierungen der UEMOA-Länder, insbesondere aus Côte d’Ivoire und Senegal, derzeit vor, unter französischer Währungsaufsicht zu bleiben, anstatt ein Experiment der Währungsintegration mit dem nigerianischen Riesen am Steuer zu wagen.

Schließlich gibt es noch eine *vierte* Perspektive: den CFA-Franc durch nationale Währungen zu ersetzen.¹⁴ Diese früher wenig populäre Option scheint angesichts der diplomatischen Krise, die seit Anfang 2022 zwischen Mali, Frankreich und der ECOWAS herrscht, immer attraktiver zu werden. Um die malischen Übergangsbehörden für die Verschiebung des Wahltermins zu bestrafen, haben die ECOWAS und die UEMOA unter dem Einfluss Frankreichs finanzielle Sanktionen verhängt, die an die Sanktionen gegen Côte d’Ivoire im Jahr 2011 erinnern: Sie haben die malische Regierung von ihrer Zentralbank und ihrem heimischen Finanzsystem abgeschnitten.¹⁵ Die Mitgliedschaft in einer neokolonialen Währungsunion wie der UEMOA ist eine Hypothek auf die politische Souveränität eines jeden Mitgliedsstaates. Dies ist eine der Lektionen, die uns die Sanktionen gegen Mali lehren.

In jedem Fall bleibt eine Tatsache bestehen: Die europäisch-afrikanische Partnerschaft wird erst dann beginnen, ihre Versprechungen zu erfüllen, wenn sie von neokolonialen Mechanismen wie dem CFA-Franc befreit ist.

Übersetzung aus dem Französischen: Sandra Uhlig, Bonn.

FANNY PIGEAUD

ist Journalistin mit dem Schwerpunkt französisch-afrikanische Beziehungen. Von ihr und Ndongo Samba Sylla erschien zuletzt das Buch *Africa’s Last Colonial Currency. The CFA Franc Story*, London 2021.

fanny.pigeaud@gmail.com

NDONGO SAMBA SYLLA

ist Entwicklungsökonom und Senior Program Manager im Westafrika-Büro der Rosa-Luxemburg-Stiftung. ndongo.sylla@rosalux.org

¹³ Vgl. Léonce Ndikumana/James K. Boyce, *Africa’s Odious Debts: How Foreign Loans and Capital Flight Bled a Continent*, London 2011.

¹⁴ Zu einer Zusammenarbeit zwischen den „solidarischen nationalen Währungen“ siehe Ndongo Samba Sylla, *Moving Forward to African Monetary Integration: Lessons from the CFA Franc*, in: *Africa Development* 2/2020, S. 39–58.

¹⁵ Vgl. Fanny Pigeaud/Ndongo Samba Sylla, *Mali: un embargo financier illégal avec une empreinte néocoloniale*, 17. 1. 2021, <https://blogs.mediapart.fr/fanny-pigeaud/blog/170122/mali-un-embargo-financier-illegal-avec-une-empreinte-neocoloniale>.

Herausgegeben von der
Bundeszentrale für politische Bildung
Adenauerallee 86, 53113 Bonn

Redaktionsschluss dieser Ausgabe: 22. April 2022

REDAKTION

Anne-Sophie Friedel
Julia Günther
Sascha Kneip
Johannes Piepenbrink
Anne Seibring (verantwortlich für diese Ausgabe)
Robin Siebert (Volontär)
apuz@bpb.de
www.bpb.de/apuz
www.bpb.de/apuz-podcast
twitter.com/APuZ_bpb

Newsletter abonnieren: www.bpb.de/apuz-aktuell
Einzelausgaben bestellen: www.bpb.de/shop/apuz

GRAFISCHES KONZEPT

Charlotte Cassel/Meiré und Meiré, Köln

SATZ

le-tex publishing services GmbH, Leipzig

DRUCK

Frankfurter Societäts-Druckerei GmbH & Co. KG,
Mörfelden-Walldorf

ABONNEMENT

Aus Politik und Zeitgeschichte wird mit der Wochenzeitung
Das **Parlament** ausgeliefert.
Jahresabonnement 25,80 Euro; ermäßigt 13,80 Euro.
Im Ausland zzgl. Versandkosten.
Fazit Communication GmbH
c/o Cover Service GmbH & Co. KG
fazit-com@cover-services.de

Die Veröffentlichungen in „Aus Politik und Zeitgeschichte“ sind keine Meinungsäußerungen der Bundeszentrale für politische Bildung (bpb). Für die inhaltlichen Aussagen tragen die Autorinnen und Autoren die Verantwortung. Beachten Sie bitte auch das weitere Print-, Online- und Veranstaltungsangebot der bpb, das weiterführende, ergänzende und kontroverse Standpunkte zum Thema bereithält.

ISSN 0479-611 X



Die Texte dieser Ausgabe stehen unter einer Creative Commons Lizenz vom Typ Namensnennung-Nicht Kommerziell-Keine Bearbeitung 4.0 International.



APuZ

Nächste Ausgabe
20/2022, 16. Mai 2022

RENTE



APuZ

AUS POLITIK UND ZEITGESCHICHTE

www.bpb.de/apuz