

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

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*).

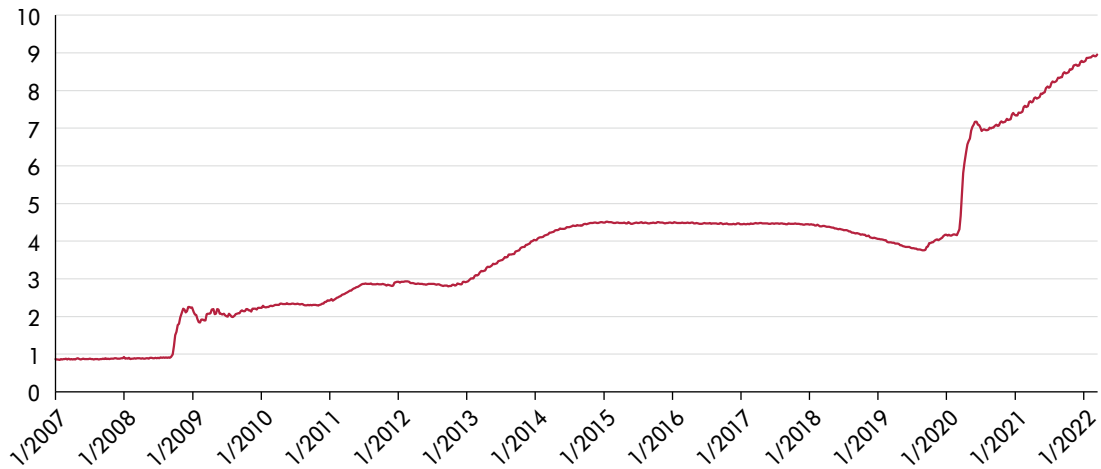
Der Lehman-Moment September 2008 war die Geburtsstunde des Zentralbankkapitalismus: eine neue Ära, die sich dadurch auszeichnet, dass Zentralbanken – notgedrungen – zu mächtigen Akteuren und den Hauptprotagonistinnen geworden sind, den Kapitalismus zu stabilisieren. Trotz der massiven Stützungsmaßnahmen 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.

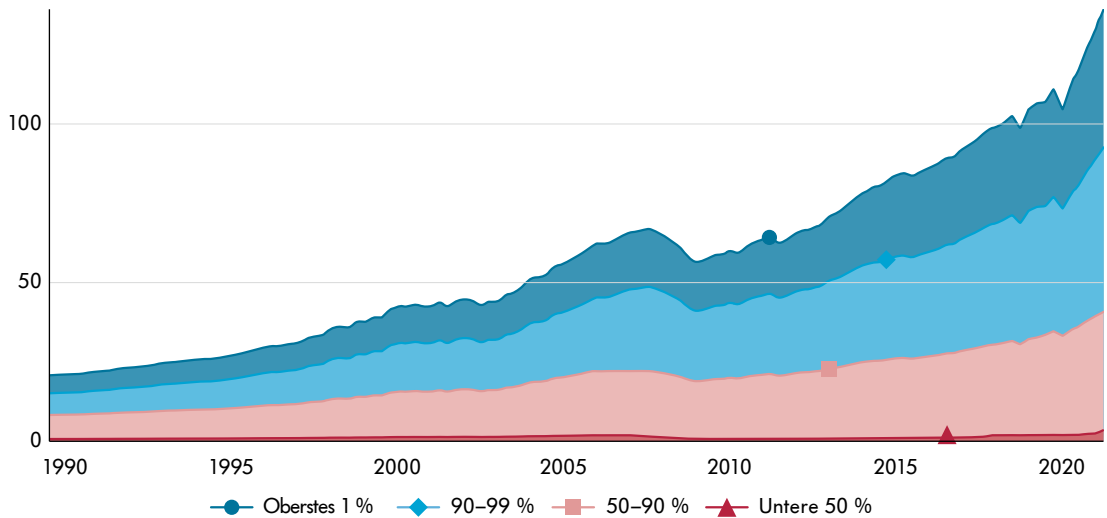
17 Vgl. Ben Bernanke, Monetary Policy in a New Era, 12.–13. 10. 2017, <https://piie.com/system/files/documents/bernanke20171012paper.pdf>.

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!

Agierten 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
Demokratiepolitik

← **9.–10.6.22**

www.kunstderdemokratie.de

Veranstalter: **KULTURPOLITISCHE GESELLSCHAFT E.V.**

bbp Bundeszentrale für politische Bildung

In Kooperation mit: **Deutscher Städtetag**

Co-Partner: **CityForum Berlin**
Das Netzwerk der Bundesländer
für Kultur und Medien

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