

## Zentralbanken: Überschätzte Steuerungsfähigkeit?

### I. Geldpolitische Problemstellung

Das griechische Schuldendesaster und die Flutung der Finanzmärkte mit billigem Geld der Europäischen Zentralbank (EZB)<sup>1</sup> haben das Interesse an Fragen zur Geldpolitik belebt. Die Notwendigkeit, deren theoretisches Fundament „abzuklopfen“, ergibt sich aber auch daraus, dass die fragwürdigen Denkschemata des geldtheoretischen Mainstreams außerhalb desselben hingenommen werden. Linke Kritik der Geldpolitik erschöpft sich oft darin, der EZB vorzuwerfen, sie habe das Falsche gemacht, obgleich sie – wenn sie nur gewollt hätte – das Richtige hätte tun können. Wer das poröse theoretische Fundament kennt, auf dem die Geldpolitik steht<sup>2</sup>, staunt, dass Ökonomen unterschiedlichster Provenienz deren Grundaussagen zu akzeptieren scheinen. Doch der Glaube an die Allmacht der Zentralbank lässt sich erschüttern. Erleichtert wird dies dadurch, dass die Theorien der Geldpolitik keinen „homogenen Guss“ bilden, sondern widersprechende Thesen enthalten. Zwei Fragen stehen im Mittelpunkt: Kann die EZB Zwischenziele wie Geldmenge und Zinsniveau bestimmen und, dies vorausgesetzt, damit Endziele im güterwirtschaftlichen Sektor – Preisstabilität, Wirtschaftswachstum, Beschäftigung – erreichen?

Neoliberale bzw. neomonetaristische Ökonomen, die den Lehren Milton Friedmans anhängen, sagen, die Zentralbank könne (und müsse) die Geldmenge steuern. Der Zins dagegen sei Ergebnis des Marktes. Keynesianische Ökonomen behaupten das Gegenteil: Die EZB kontrolliere den Zins, nicht die Geldmenge. Manchmal wird der Zentralbank die Fähigkeit zugestanden, Geldmengen- und Zinsziele zu erreichen. Zwar könne sie beide Größen nicht

---

<sup>1</sup> Man muss in Rechnung stellen, dass die EZB als supranationale Zentralbank gegenüber den nationalen Zentralbanken und Nationalstaaten neben der geldpolitischen Funktion auch weitere Einflussmöglichkeiten hat, die bis hin zur Strangulierung nationaler Geschäftsbanken gehen kann. Im Folgenden geht es nur um die geldpolitische Funktion der EZB.

<sup>2</sup> Die Transmissionskonzepte der Geldtheorie wollen den Weg der Impulse aus dem monetären in den güterwirtschaftlichen Bereich nachzeichnen. Sie beruhen auf dem Grundgedanken, dass Maßnahmen der Zentralbank ein Angebot-Nachfrage-Gleichgewicht stören und so Anpassungen der Banken, Unternehmen und Haushalte anstoßen, die zu einem neuen Gleichgewicht führen. Das Gleichgewicht ist ein idealisierter, fiktiver Zustand und die Marktwirtschaft kein System, das sich von einem zum anderen hangeln würde. Zentripetale und zentrifugale Kräfte überlagern sich. Sie bewirken, dass das Gleichgewicht nur eine Tendenz ist. Maßnahmen der Zentralbank stoßen auf Ungleichgewichte. Die theoretische Ausgangsprämisse der Transmissionslehren ist schwach. Ein weiterer Mangel ist die ahistorische Betrachtung. Wie die Makroökonomik generell, nimmt auch die Geldlehre die monopolistischen und oligopolistischen Verwerfungen nicht zur Kenntnis. Sie tut so, als funktioniere die Wirtschaft wie das Ideal des freien Wettbewerbs (vgl. Müller 2015: Kapitel XVIII).

unabhängig voneinander gleichzeitig regeln, aber sich für das Zinsniveau oder für eine Geldmenge entscheiden (Wagner 2004: 202f.).

Diese Positionen sind fragwürdig. Der Zins ist der Preis für geliehenes Geld bzw. Geldkapital. Seine Höhe widerspiegelt das Verhältnis von Geldangebot und Geldnachfrage. Weshalb sollten dann entweder nur die Geldmenge oder nur der Zins politisch gesteuert werden können? Indirekt ist stets auch die jeweils andere Größe betroffen. Deshalb kann man nicht die eine als endogen bestimmt erklären (Monetaristen: Zins, Keynesianer: Geldmenge), die andere aber als exogen bezeichnen (Monetaristen: Geldmenge, Keynesianer: Zins). Wer die Endogenität der einen Größe zeigt und akzeptiert, dass die andere Größe von dieser abhängt, zugleich aber auf der Exogenität dieser anderen Größe beharrt, argumentiert inkonsistent. Richtig kann nur sein: Entweder sind Geldmenge und Zins beide endogen oder sie sind beide exogen bestimmt, wobei die eine jeweils direkt, die andere indirekt gesteuert würde. Die herrschende Geldtheorie enthält weitere Inkonsistenzen: Sie behauptet, Preise bildeten sich auf der Grundlage von Angebot und Nachfrage in „richtiger“ Höhe auf den Märkten. Zugleich soll das Preisniveau das Ergebnis von Interventionen der Zentralbank sein. Wie kann die Geldpolitik das Preisniveau, d.h. den Preisdurchschnitt, dieser vielen individuell und autonom sich bildenden Preise bestimmen? Beide Aussagen sind nicht kompatibel.

## **II. Endogenität oder Exogenität der Geldmenge und des Zinses?**

Die Frage, ob ökonomische Größen exogen bestimmt werden oder sich endogen als Wirkung nicht zentral regulierbarer Abläufe und massenhafter individueller Entscheidungen ergeben, berührt Grundfragen des Verhältnisses zwischen der güterwirtschaftlichen und der monetären Sphäre. Endogenität von Geldmenge und Zins bedeutet, dass die güterwirtschaftliche die monetäre Sphäre dominiert. Exogenität der beiden Größen beschwört die Dominanz der letzteren über die erste.

### **Geldmengen**

Die Auffassung, die EZB als Emittentin des Zentralbankgeldes könnte die Menge an Zentralbankgeld, die sogenannte Geldbasis, bestimmen, ist naheliegend – und falsch. So gelangt nationale Währung beispielsweise auch durch den Kauf von Devisen in den Umlauf. Wie viel nationales Geld gegen Devisen ausgeben werden muss, hängt von der Stärke des Devisenzustroms und nicht vom Willen der Zentralbank ab. Auch die Emission von Zentralbankgeld durch Kauf von Wertpapieren gelingt nur, wenn die Geschäftsbanken bereit sind, sich von ihren Papieren zu trennen. Die EZB beabsichtigt, von März 2015 bis September 2016 1,1 Billionen Euro in den Bankensektor zu drücken, indem sie diesem Staatsanleihen abnimmt (außer griechischen). In welchem Maße dies gelingt, bleibt abzuwarten. Ende Februar erklärten mehrere Banken, sie würden keine Papiere an die EZB verkaufen. Offenbar, weil sie nicht mit einem zusätzlichen Geldbedarf rechneten. Ist schon die Steuerbarkeit der Geldbasis fraglich, dann

die der Giralgeldmenge umso mehr. Die letzte bildet sich bei den Geschäftsbanken und wird von Faktoren bestimmt, die außerhalb des Einflusses der Zentralbank liegen: die Kreditnachfrage der Nichtbanken; die freie Geldreserve, über die Geschäftsbanken entscheiden; die Wünsche der Nichtbanken, einen Teil ihrer Bankeinlagen bar in Anspruch zu nehmen; die Marktzinsen, die über das Verhältnis von Angebot und Nachfrage auf den Finanzmärkten informieren.

Besonders eigenartig erscheint die Ankündigung der Geldmengenziele. Von 1975 bis 1998 gab die deutsche Bundesbank solche Ziele vor, suggerierte so, dass sie eine bestimmte Geldmenge anstrebe: Wirtschaftswachstum und Geldmenge sollten in einem bestimmten Verhältnis stehen. Bis 1987 bezog sich die Zahl auf die Zentralbankgeldmenge, danach auf die Geldmenge M3, die nicht so stark auf Entscheidungen der Privaten reagiert und von der man deshalb annahm, sie ließe sich mit größerer Sicherheit voraussagen. Das Ritual der Vorgabe von Zielen entlarvt die so genannte Geldmengenpolitik als reine Scharlatanerie. Die EZB setzt den Schwachsinn fort: Seit 2003 gibt sie das angestrebte Wachstum der Geldmenge öffentlich bekannt, vermeidet aber den mittlerweile diskreditierten Begriff des Geldmengenziels. Dieser hatte den Eindruck erweckt, als setze sich die Bank ein Ziel, das sie konsequent und mit angemessenen Mitteln - Zins-, Offenmarkt-, Mindestreservpolitik v.a. - zu erreichen versuche. Nichts dergleichen passiert. Die Entwicklung der Geldmenge wird bestimmt durch Wirtschaftswachstum, Preisanstieg und die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes. Anders ausgedrückt: Sie ist eine endogene Größe. Was in der Einheit von Geldmenge und Preisen originär und dominant ist, hat Marx in seinem Geldumlaufgesetz geklärt (vgl. MEW 23: 136-138). Er hatte die in der Banking-Currency-Kontroverse vertretene Meinung der Banking-Theoretiker Tooke und Fullarton übernommen, die er in geldtheoretischen Fragen schätzte. Die bürgerliche Ökonomie nennt den Zusammenhang heute, seine Herkunft verschleiern, Fishersche Verkehrsgleichung oder Quantitätsgleichung des Geldes ( $MV = QP$ ), scheidet dabei aber an der Kausalitätsbestimmung. Es ist erstaunlich, dass der Streit darüber noch nach 200 Jahren anhält, wo doch ein wenig gesunder Menschenverstand reicht, um die Beziehungen zwischen Geldmenge M, Umlaufgeschwindigkeit des Geldes V, dem Handels- oder Gütervolumen Q und dem Preisniveau zu verstehen: Geben Sie jemandem 1000 € in die Hand. Daraus folgt nicht, dass die Ware, die dieser kauft, 1000 € kosten muss. Sie kann teurer sein, wenn der Käufer eigene Mittel hinzugefügt, und kleiner, wenn dieser einen Teilbetrag zurückhält. Hat aber eine Ware einen Preis von 1000 €, ist ein Geldbetrag in dieser Höhe zwingend erforderlich, um die Ware zu erwerben. Die Preise sind ursprünglich. Erst steigen sie, egal ob aufwandsbedingt oder nicht, und dann werden die benötigten Geldmengen abgerufen. Die Vorstellung ist absurd, dass Preisänderungen auf den Gütermärkten aus Zinsentscheidungen und Geldmengenprognosen der Zentralbanken resultierten. Auf die drei Bestimmungsfaktoren (Produktionsmenge, Preisniveau, Umlaufgeschwindigkeit des Geldes) hat die angeblich steuernde Bank keinen Einfluss. Das Verhalten der Unternehmer und Konsumenten entscheidet über sie. Die monetaristische Geldpolitik besteht darin, die Veränderung der Bestimmungsfaktoren zu

schätzen und daraus auf das voraussichtliche Wachstum der Geldmenge zu schließen, meist in Form einer Bandbreite, eines „Zielkorridors“ von zwei bis drei Prozent. Die „Vorgabe“ der Ziele ist nichts anderes als ein heiteres Ratespiel. Kein Wunder, dass „Zielverfehlungen“ den Wahrscheinlichkeitsgesetzen zu Folge ebenso häufig waren wie „Treffer“ (vgl. Görgens u.a. 2014: 161). Warum aber das Vorgabetheater, wenn doch nichts getan werden kann, um die „Ziele“ zu erreichen? Die angekündigten Zahlen über das Wachstum der Geldmenge sollen die Wirtschaftsakteure über den zu erwartenden „monetären Rahmen“ aufklären. Verbunden war dies mit der Annahme, die Unternehmer und Verbraucher orientierten sich bei ihren Entscheidungen daran. Der Glaube ist geradezu naiv, Produzenten, Investoren und Konsumenten zögen bei ihren Entscheidungen geschätzte Geldmengen zu Rate. Schon Mitte der 1980er Jahre mehrten sich Zweifel an der Zweckmäßigkeit dieses geldpolitischen Hokuspokus. Er wiederholt sich bei der „direkten Inflationssteuerung“ (inflation targeting), auch „einstufige Strategie“ genannt – einstufig, weil auf Zwischenziele wie Geldmengen und Zins verzichtet wird. Statt Geldmengen werden hier gleich die Preise geschätzt. Die Preisschätzung wird veröffentlicht und mit dem Inflationsziel (z.B. 2 Prozent) verglichen. Liegt die voraussichtliche Inflation über dem willkürlichen Zielwert, habe die Geldpolitik einen restriktiven Kurs, liegt sie unter dem Zielwert, eine expansive Geldpolitik zu befolgen. Eine solche wird derzeit als Hauptaufgabe der EZB gesehen, da die Inflation der Verbraucherpreise angeblich nahe Null liegen soll. Dabei ist seit langem bekannt, dass wegen der hedonischen Preisbereinigung und anderen Gründen die offiziell ermittelte Inflationsrate zu niedrig ausfällt. Der Zweck der geschönten Zahlen: Je niedriger angeblich die Inflation, um so leichter ist es, angemessene Lohnforderungen als überzogen zu bezeichnen. Auch heute gilt nicht nur in den USA, worüber die „Süddeutsche Zeitung“ bereits vor Jahren berichtete: Die USA wiesen 2010 die Inflation offiziell mit vier Prozent aus. Der US-Ökonom John Williams rechnete nach und kam auf zwölf Prozent.<sup>3</sup>

## Zinsniveau

Keynesianer glauben, dass Zentralbanken über die Änderung ihrer Zinsen die Zinssätze am Geldmarkt (z. B. für Tagesgeld) und über diese auch die Kapitalmarktzinsen bestimmen könnten. Sind die Zinsen auf dem Geldmarkt – hier tauschen Banken untereinander kurzfristige Liquidität – niedrig, hängt die Wirkung einer Heraufsetzung der Zentralbankzinsen von der Ausgangskonstellation und der Mitwirkungsbereitschaft der Marktteilnehmer ab. Lagen die Zinssätze der Zentralbank bereits vor ihrer Erhöhung über denen des Geldmarktes, war die Refinanzierung der Geschäftsbanken dort also bisher schon unattraktiv, bliebe die Zinserhöhung ohne Wirkung. Dieses Argument scheint zu unterstellen, dass am Geldmarkt eine stabile Nachfrage vorliegt und die Angebotsüberschüsse dort daraus resultieren, dass die Banken ihren Finanzie-

---

<sup>3</sup> <http://www.sueddeutsche.de/geld/inflation-die-usa-schoenen-ihre-daten-1.217992>

rungsbedarf bei der Zentralbank decken. Sind aber die Angebotsüberschüsse und Niedrigzinsen vor allem eine Folge der Nachfrageschwäche am Geldmarkt, würde die Erhöhung der Kreditzinsen der Zentralbank ebenfalls nichts bewirken. Das gegenwärtig niedrige Zinsniveau ist v.a. güterwirtschaftlich-konjunkturell bedingt. Die EZB kann gar nicht anders als es zu sanktionieren. Auch im Falle eines Hochzinsniveaus am Geldmarkt hängt die Wirkung einer Zinssenkung der Zentralbank von der Ausgangskonstellation und der Mitwirkungsbereitschaft der Geschäftsbanken ab. Diese Maßnahme wird erfolglos bleiben (oder wenig bewirken), wenn die Zinssätze der Zentralbank trotz Minderung noch höher als die Geldmarktsätze bleiben. Unterbietet die Zentralbank die Geldmarktsätze, sind die erwünschten Verhaltensänderungen vorstellbar: Banken reduzieren die Aufnahme von Krediten am Geldmarkt und verlagern ihre Refinanzierung zur Zentralbank. Der so einsetzende Nachfragerückgang am Geldmarkt bewirkt dort eine Zinssenkung, wodurch das Geld- und Kreditangebot ausgeweitet werden könnte (vgl. Jarchow 1988: 116 ff.). Aber weshalb sollten Monopolbanken, so ist zu fragen, bei entsprechender Kreditnachfrage niedrige Refinanzierungszinsen an ihre Kunden weitergeben, wenn sie, unterlassen sie dies, ihre Gewinnspanne erhöhen? Und weshalb sollten Investoren und Verbraucher Kredite aufnehmen, nur weil die Zinsen gerade niedrig sind, wenn sie dafür keinen substanziellen Grund haben? Investitionen und Konsumgüterkäufe sind nicht primär ein Zinsproblem.

Insgesamt ist stark zu bezweifeln, dass die EZB erfolgreich gegen das Marktzinsniveau steuern, den Marktzinsen quasi die entgegengesetzte Entwicklungsrichtung vorschreiben könnte. Der empirische Befund zeigt zwar, dass es langfristig einen Gleichlauf zwischen den Zinsen der Zentralbank und denen am Geldmarkt gibt. In der Regel beginnen aber die Marktsätze zu steigen oder zu fallen, bevor die Zentralbankzinsen ihre Richtung ändern. Das spricht dafür, dass die Zentralbank auf das weitgehend unabhängig von ihr entstandene Marktzinsniveau reagiert, indem sie ihre Zinsen an dieses anpasst. Wer den empirischen Zusammenhang kennt und dennoch daran festhält, dass die Geldmarktzinsen durch die Zinspolitik der Zentralbank bestimmt würden, bedarf des Erwartungsarguments: Die Marktteilnehmer würden die erwarteten Zinsänderungen bei der von ihnen festgelegten Höhe der Zinsen vorwegnehmen – eine sehr hypothetische Aussage!

Das Zinsniveau ist ebenso wenig geldpolitisches Resultat wie es Geldbasis oder diverse Geldmengenaggregate sind. Zinsen und Geldmengen sind beide endogene Ergebnisse wirtschaftlicher Prozesse und beeinflussen sich gegenseitig. Die Zentralbanken reagieren mit ihrer Geldpolitik auf sie. Man muss anerkennen, dass sie dabei auf die Geld- und Kapitalmärkte zurückwirken, Bedingungen dort verstärken, schwächen bzw. modifizieren können. Aber sie können die Geschehnisse nicht autonom und zielgenau steuern. Erweisen sich aber bereits die Zwischenziele der Geldpolitik als unerreichbar oder zumindest als unsicher, dann rücken die über sie angepeilten güterwirtschaftlichen Endziele in weite Ferne. Schon jetzt wird klar: Geldpolitik ist eine Mär. Dicke, teure Lehrbücher über sie beschreiben akademisch anspruchsvoll nur des Kaisers neue Kleider.

### III. Transmission und Krisenszenario

Die Frage, wie monetäre Größen nichtmonetäre beeinflussen, ist aber selbst dann berechtigt, wenn die zentralbankpolitische Steuerung der Geldmenge und des Zinses ausgeschlossen werden muss. Woraus auch immer sich die Veränderungen in Geldmenge und Zins ergeben mögen, ein Einfluss auf güterwirtschaftliche Prozesse ist durchaus vorstellbar. Geldmenge und Zins sind Resultate dessen, worauf sie zurückwirken. Es geht um das Verständnis für Rückwirkungen des monetären auf güterwirtschaftliche Abläufe, bei denen Zentralbanken eine gewisse Rolle spielen können. Die ihnen im Rahmen der Transmissionsmodelle zugeordnete Impuls- und Initiatorfunktion wird der Realität jedoch nicht gerecht. Komplexitätsdefizite und ein einseitiges Prämissenraster behindern die Erkenntnis, wenn diese überhaupt gewollt ist. So gilt beinahe als Axiom, durch hohe Zinsen Preisstabilität wahren oder zurückgewinnen zu können. Richtig sind zwei Aspekte: Zinsen beeinflussen – bei ansonsten gleich bleibenden Bedingungen – die Geld- und Kreditnachfrage negativ; Geldmengen und Preise korrelieren positiv. Jedoch sind Zinsen auch Kosten und werden auf Preise übergewälzt. Auf Märkten, auf denen Monopole und Oligopole dank ihrer Macht den Preiswettbewerb ad absurdum geführt haben, ist dies Usus. Preise und Preissteigerungen fallen mittel- und langfristig umso höher aus, je höher die Zinsen sind. Niedrige Zinsen umgekehrt sind sicher beschäftigungsfreundlicher als hohe. Der Glaube aber, man müsse nur die Stellschraube Zins bedienen und die Geldschleusen öffnen, um den erwünschten Beschäftigungszustand herbeizuführen, ist lächerlich, auch wenn sie ein Nobelpreisträger äußert (Krugman 1998: 18, 25, 45, 130, 160). In der Regel wird der Einfluss des Zinses auf Produktion, Investition und Beschäftigung von anderen Faktoren überlagert. Die Frage ist dann, welchen Anteil Änderungen des Zinses an den Entscheidungen der Investoren und Konsumenten haben. Transmissionskonzepte verfolgen den Weg eines Geldmengen- oder Zinsimpulses bis in die Güterwirtschaft hinein. Sie stehen für „Einbahnstraßendenken“, favorisieren eine Kausalrichtung. Obwohl sie Rückkopplungseffekte nicht ausschließen, unterbewerten sie die wechselseitige Verknüpfung von Geld- und Gütersphären. Sie unterstellen, Zentralbanken könnten sich mit ihren offenmarkt- und refinanzierungspolitischen Instrumentarien im wirtschaftlichen Geschehen Dominanz verschaffen (Köhler 1983: 171) und die Wirtschaftsakteure zu einem preisstabilitäts- und wachstumsgerechten Verhalten zwingen. Dimensionen, Strukturen und Abläufe sprechen jedoch dafür, dass die güterwirtschaftliche Sphäre originär und dominant ist. Wir erleben gerade – und das wird sich in den nächsten Monaten fortsetzen –, dass die EZB den Geschäftsbanken Zentralbankgeld anbietet, diese aber nicht zwingen kann, es anzunehmen und zu einer erhöhten Kreditgewährung an ihre Kunden einzusetzen (Walter 2009: 636, Holtemöller 2008: 187). Was Banken tun, hängt davon ab, ob die Nichtbanken Kredite nachfragen und ob sie die Geschäftsbanken mit ihren Ertragsprognosen und Sicherheiten überzeugen. Kleine Unternehmen erhalten selbst oft für aussichtsreiche Investitionsvorhaben keine Kredite, wenn sie für kreditunwürdig gehalten werden und zu wenig Eigenkapital aufbringen. Ein Unternehmen ist kreditwürdig, wenn seine Leistungen nach-

gefragt werden, diese nachhaltig mit Gewinn verkauft werden und für den möglichen Ausfall genügend Haftungskapital verfügbar ist. Welche Effekte eine erleichterte Versorgung mit Zentralbankgeld bringt, ist letztlich güterwirtschaftlich bedingt. Fehlen Konsum- und Investitionsgüternachfrage, werden in den produzierenden Unternehmen und Haushalten auch keine Kredite benötigt. Zusätzliches Geld kann dann nicht in die güterwirtschaftlichen Kanäle eindringen. Es verbleibt auf den Konten der Geschäftsbanken, heizt aber mit hoher Wahrscheinlichkeit die Börsen an. Transaktionen auf den Finanzmärkten lassen Aktien- und andere Wertpapierkurse steigen. Umschichtungen auf den Devisenmärkten verändern die Währungskurse. Trotzdem: Die in den unterschiedlichen Transmissionsmodellen konstruierten Wirkungsketten können bei Akzeptanz der engen Modellprämissen – und nur dann – so oder so ähnlich ablaufen (vgl. Jarchow 1988: 253 ff.). Aber es ist nicht zwingend, dass sie es tun. Mehr noch: Endogenität von Geldmenge und Zins heißt, dass Veränderungen in der Geldsphäre letztlich durch Veränderungen in der güterwirtschaftlichen Sphäre bestimmt sind. Deshalb müssen die Transmissionsmechanismen vom Kopf auf die Füße gestellt werden: Die entscheidende Frage ist nicht, wie Geldmengen- und Zinsänderungen auf die Gütersphäre ausstrahlen, sondern welche Veränderungen dort sich wie auf monetäre Kategorien auswirken. Dieser „umgekehrten Transmission“ wird in der Fachliteratur und in der akademischen Ausbildung wenig Beachtung geschenkt. Dabei zeigt gerade die „reverse causation“, dass die Zentralbanken nicht nur ins Schlepptau der Nichtbanken und Geschäftsbanken geraten können, wie durchaus eingestanden wird (Köhler 1983: 167 ff.), sondern dass genau dort ihr angestammter Platz ist.

In einer konjunkturellen Krise funktioniert die Anpassung zwischen beiden Sphären etwa so:

*Erstens:* Zyklische Überproduktion an Gütern, Überakkumulation an Kapital, das relative Zurückbleiben der zahlungsfähigen Nachfrage bei hohem Zinsniveau – der zu Ende gegangene Aufschwung wurde v.a. durch Kredite finanziert – führen dazu, dass die Umsätze zurückgehen und die Produktion eingeschränkt wird. Die konjunkturelle Arbeitslosigkeit schwillt an.

*Zweitens:* Die schwächelnde Nachfrage nach Konsumgütern und Dienstleistungen bewirkt, dass auch die Nachfrage nach Investitionsgütern, Vorprodukten bzw. Vorleistungen abnimmt. Investitionen sinken.

*Drittens:* War der zu Ende gegangene Aufschwung mit einer spekulativen Blasenbildung an den Waren- und Wertpapierbörsen verbunden – wie bis 2008 –, sind die negativen Signale aus der produzierenden Sphäre ein Grund dafür, dass die Spekulanten aus Angst vor der eigenen Courage verstärkt verkaufen. Der Herdentrieb setzt ein. Blasen platzen. Der Verlust an Börsenwerten drückt die Stimmung und wirkt negativ auf Konsum- und Investitionsbereitschaft zurück.

*Viertens:* Überschüsse auf den Investitions- und Konsumgütermärkten bewirken, dass die Nachfrage nach Bankkrediten in der Güterwirtschaft sinkt. Der gesunkene Bedarf an fremden Finanzierungsmitteln resultiert aus dem Men-

genrückgang auf den Gütermärkten und daraus, dass die Abnahme der wirtschaftlichen Aktivität damit verbunden ist, dass die Preissteigerungen geringer werden und vereinzelt Preise auch sinken können. Die Preiseffekte sind eindeutig *Wirkung* nachlassender Wirtschaftsaktivität, welche die Folge ist von Überakkumulation und Überproduktion. Sie sind nicht, wie den Leuten das schwachsinnige Deflationsargument weismachen soll, die *Ursache* depressiver und ruinöser Wirtschaftszustände. Danach würden die Leute den Konsum in Erwartung immer weiter sinkender Preise einstellen bzw. verzögern und so die negative Deflationsspirale auslösen, die mit immer größer werdenden Produktionseinbrüchen verbunden wäre. Die kausale Verdrehung wirklicher Zusammenhänge kann nur einem verwirrten Verstand entspringen, hat aber eine ideologische Funktion: Man soll die Alternativlosigkeit steigender Preise akzeptieren, schlimmer noch, die Inflation, die hinterlistigste Art, das Volk zu berauben, gutheißen. In dieser Situation werden Kredite nicht nachgefragt. Mehr Geld für produktive Vorhaben wird nicht benötigt, weil es an sinnvollen produktiven Vorhaben mangelt. Fällt die Überproduktionskrise mit einer Kredit- bzw. Subprime-Krise wie im Jahre 2009 zusammen, können Kredite wegen ausbleibender Erlöse von den Schuldern nicht zurückgezahlt werden, ist jedoch die Nachfrage nach neuen Krediten hoch, um mit ihnen Altschulden zu tilgen. Milliardenbeträge, den angeschlagenen Banken vom Staat zugeschanzt, werden von Kapitaldienstverpflichtungen aufgesaugt. Das güterwirtschaftliche Problem lösen sie nicht. Produktive Geldkreisläufe kommen so nicht in Gang.

*Fünftens:* Auf die sich im Laufe der Altschuldentilgung abschwächende Nachfrage der Nichtbanken nach Krediten reagieren die Geschäftsbanken, indem sie die Sollzinsen senken. Sie wollen so den Nachfragerückgang bremsen, denn je niedriger die Nachfrage nach Krediten, umso geringer ist der Bankprofit. Solange aber die güterwirtschaftlichen Voraussetzungen für eine Wirtschaftsbelebung fehlen, werden niedrige Zinsen die Nachfrage nach Krediten nicht steigern können.

*Sechstens:* Der rückläufige Refinanzierungsbedarf der Geschäftsbanken, hervorgerufen durch das Nachlassen der Produktion und Investition, führt dazu, dass bei gegebenem Angebot am Geldkapitalmarkt die Kapitalmarktzinsen sinken.

*Siebtens:* Der Rückgang der Zinsen am Geldkapitalmarkt kann durch Arbitragevorgänge auf den Geldmarkt überschwappen. In dem Maße, wie die Kapitalmarktzinsen fallen, wird es lohnenswert, Überschüsse am Geldmarkt anzubieten, wodurch auch dort die Zinsen sinken werden.

*Achtens:* Der güterwirtschaftlich bedingte Rückgang der Marktzinsen in der Rezession bzw. Depression verbessert die Refinanzierungsbedingungen an den Geld- und Kapitalmärkten. Er veranlasst Geschäftsbanken, verstärkt das Kreditangebot dieser Märkte zu nutzen und Angebotsüberschüsse zur Zentralbank zu verlagern. Zentralbanken werden sich deshalb früher oder später dazu entschließen, auch ihre Zinsen zu senken und in besonders krassen Situationen – wie bereits geschehen – gar für Einlagen Strafzinsen erheben. Die Leitzins-

senkungen der Zentralbanken sind Reaktion auf Impulse, die von den Märkten kommen. Sie sind nun auch in Europa – wie in den USA und Japan schon seit längerem – faktisch bei 0 Prozent angekommen. Als Ergebnis von Anpassungen stehen sie am Ende einer Wirkungskette und bewirken zunächst wenig. Das ändert sich erst dann, wenn die Bedingungen für eine Belebung der Kreditanspruchnahme in der güterwirtschaftlichen Sphäre heranreifen.

*Neuntens:* Während des Abschwungs kommt es zu positiven, die Rezession abschwächenden Rückkopplungen. Die Verringerung der Zinssätze und damit der Renditen für Zinspapiere bei wieder steigenden Wertpapierkursen (abnehmende Kreditnachfrage = abnehmendes Wertpapierangebot) führt irgendwann dazu, dass die gesamtwirtschaftliche Güternachfrage aufhört, weiter zu sinken. So und im Zusammenhang mit anderen Faktoren schafft die Rezession die Voraussetzungen für ihr Ende. Voraussagen, wann dies ein wird, sind aufgrund der hohen Komplexität nicht möglich.

*Zehntens:* Die Rezession schwächt sich ab und geht schließlich zu Ende. Das in ihr anwachsende Anti-Rezessionspotential (Motteck 1982) an materiellen und finanziellen Ressourcen sowie ein relativ niedriges Preisniveau werden die Nachfrage nach Investitions- und Konsumgütern und zeitlich verzögert auch die Nachfrage auf den Geld- und Geldkapitalmärkten steigen lassen. Die Wirtschaft kommt in Gang. Der Aufschwung beginnt und bereitet von Anfang an schon wieder sein Ende vor. Nun verläuft praktisch alles mit umgekehrten Vorzeichen: Wachsende Produktion und Investitionen, begleitet von deutlichen Preissteigerungen, führen zu einem Anstieg der Marktzinsen und am Ende der Kette sind auch die Zentralbanken gezwungen, ihre Zinsen zu erhöhen (vgl. ausführlicher Müller 2015: 528 ff.).

Egal ob Krise oder Konjunktur – die Zentralbank muss sich dem Druck beugen, der von den Geld- und Kapitalmärkten auf sie zukommt. Sie muss sich dem Marktzinzniveau anpassen, das letztlich güterwirtschaftlich bedingt ist und sich im Spiel von Angebot und Nachfrage bildet. Belustigend ist, wenn Wirtschaftskolumnisten regelmäßig die Zentralbanken loben für die „kluge Entscheidung“, in der Rezession die Zinsen zu senken und im Aufschwung zu erhöhen. Es ist offensichtlich, dass sich diese Zinskorrektur bereits vorher spontan auf den Märkten vollzieht und die Zentralbank beim Übergang von einer restriktiven zu einer expansiven Zins- bzw. Geldpolitik und umgekehrt nur gezwungenermaßen sanktioniert, was auch ohne ihr Zutun geschieht. Zentralbanken sind keine „neutralen“, von außen souverän das Wirtschaftsgeschehen steuernde Institutionen. Sie sind Element eines komplexen Wechselmechanismus, dessen Gesetzen, Bedingungen und Abläufen sie sich nicht entziehen können. Wie Zins und Geldmenge, die Wirkung einer langen Kette von Ursachen und Ursache einer großen Kette von Wirkungen sind, so sind auch die Zentralbanken eingebunden in das komplexe Geflecht der ökonomischen Variablen.

Sollen Geldmenge oder Zins politisch gesteuert werden? Sollen Mindestreserve-, Refinanzierungs- oder Offenmarktpolitik vorrangig genutzt werden? Soll die Geldpolitik neben der Preisstabilität auch für Wachstums- und Beschäfti-

gungsziele eingesetzt werden? Das alles sind hypothetische Fragen. Beachtet man, dass Zentralbanken auf güterwirtschaftliche Veränderungen grundsätzlich nur reagieren können, erweist sich, dass deren wirtschaftspolitische Steuerungsfähigkeiten überschätzt und ihnen eine wirtschaftliche Souveränität zugestanden wird, die sie nicht besitzen.

## Literatur

- Görgens, E., Ruckriegel, K., Seitz, F. (2014), Europäische Geldpolitik, 6. Aufl., Konstanz und München.
- Holtemüller, O. (2008), Geldtheorie und Geldpolitik, Tübingen.
- Jarchow, H.-J. (1988), Theorie und Politik des Geldes II, Geldmarkt und geldpolitische Instrumente, Göttingen, 5. Aufl.
- Köhler, C. (1983), Geldwirtschaft. Dritter Band: Wirtschaftspolitische Ziele und wirtschaftspolitische Strategie, Berlin.
- Krugman, P. (1998), Schmalspurökonomie, Frankfurt/M.
- Marx, K. (1972), Das Kapital, Erster Band, in: MEW 23, Berlin.
- Motteck, H. (1982), Die Krisen und die Entwicklung des Kapitalismus, Berlin.
- Müller, K. (2015), Geld. Von den Anfängen bis heute, Freiburg (im Erscheinen).
- Wagner, H. (2004), Stabilitätspolitik, München, Wien.
- Walter, J. (2009), Geldkreislauf und Geldversorgung in unterschiedlichen monetären Systemen, in: WiSt, Wirtschaftswissenschaftliches Studium, Heft 12, S. 635-638.