

---

## 2.1 Die Eurokrise ist eine Banken- und Schuldenkrise, die zu einer Währungskrise stilisiert wurde

Von 2000 bis 2008/2009 schienen die Indikatoren den Euro-Optimisten recht zu geben. Der Aachener Karlspreis „für Verdienste um die europäische Einigung“ wurde 2002 an den Euro vergeben. Die damalige allgemeine Niedrigzins-Konvergenz wurde als Bestätigung der erhofften Finanz- und Wirtschaftsintegration im Euroraum gedeutet. Die erhoffte Angleichung erwies sich jedoch als Illusion, als Marktversagen bezüglich der Niedrigzins-Konvergenz auf Staatsanleihen der Euroländer ungeachtet ihrer tatsächlichen Wirtschafts- und Finanzstärke und ungeachtet ihrer öffentlichen und privaten Verschuldung.<sup>1</sup> Die Märkte glaubten den Euro-Befürwortern und wetteten darauf, dass die bisherigen Schwachwährungsländer sich den Starkwährungsländern angleichen würden. Dies trug zur Konvergenz der Anleihezinsen nach unten bei und führte zu einer öffentlichen, teils auch privaten Schuldenblase.

Die Schuldentour der Regierungen wurde durch eine entsprechende Kreditblase finanziert, getragen von primärem Bankenkredit und sekundären Kapitalmarktanlagen. Gleichzeitig trugen dieselben Banken und institutionellen Anleger in hohem Maß dazu bei, die Subprime Housing Bubble in den USA und die Immobilienblasen in Irland, Spanien und anderen Orten zu finanzieren.

Die amerikanische Subprime-Blase platzte zuerst, 2007–2008, gefolgt von den Immobilienkrisen in Irland und Spanien. Dadurch wurde die transatlantische Bankenkrise hervorgerufen. Danach erst setzte in den Jahren 2010–2012 die Eurokrise ein. Diese war zunächst nur eine Staatsschuldenkrise in einer Reihe

---

<sup>1</sup>Mayer (2013, S. 79–101).

von Euroländern, ausgelöst durch die zuvor einsetzende Bankenkrise.<sup>2</sup> Aufgrund der Subprime-Krise erlitten viele Banken große Verluste auf Immobilienkredite, Immobilien-besicherte Wertpapiere und Immobilien-bezogene Kreditausfallversicherungen. Da es unklar war, welche Banken davon wie weit betroffen waren, hörten alle Banken auf, einander Geld (Zentralbank-Reserven) zu leihen. Der Interbankenmarkt, unabdingbar für den bankensektoralen Ausgleich von Zahlungs-Überschüssen und -Defiziten, kam zum Erliegen. Mit der Nicht-Rettung von Lehman Brothers und dem Zusammenbruch des Kreditausfallversicherers AIG stand das Schreckgespenst eines Totalzusammenbruchs des amerikanischen und europäischen Banken- und Finanzsektors im Raum und damit der Sachzwang, bedrohte Banken durch sofortige Interventionen der Zentralbanken und Regierungen retten zu müssen.

Die Rekapitalisierung von Banken durch betreffende Regierungen führte zu einem neuerlichen Schub an Staatsverschuldung, prototypisch in Irland und Spanien. Der zusätzliche Staatsschuldenschub wiederum ließ bei den Banken und institutionellen Anlegern plötzliche Zweifel an der Bonität bestimmter Schuldnerstaaten aufkommen. Die Banken und Investoren, die sich von den Euro-Regierungen retten ließen, bedankten sich nun dafür, indem sie die Anleihen einer Reihe der schwächeren Eurostaaten umgehend hängen ließen. Quasi über Nacht kam es zu einer Neubewertung der Kreditwürdigkeit der betroffenen Regierungen. Die Kurse der Anleihen gingen steil bergab, die Anleihezinsen steil bergauf.

Dies führte zu einer zweiten Phase der Bankenkrise, nun infolge drohender und teils bereits eintretender Verluste auf Staatsschulden. Von den Regierungen, die von der plötzlichen Neubewertung ihrer Kreditwürdigkeit getroffen wurden, drohten Zahlungsausfälle. Faktisch war dies das teilweise Platzen der Staatsschuldenblase der zurückliegenden Jahrzehnte. Die Nord-Süd-Divergenz der Eurozone trat offen zutage, mit den am stärksten betroffenen Schuldnerstaaten im Süden, und den betroffenen Gläubigerbanken und nachfolgenden Gläubigerregierungen überwiegend im Norden.

Der Zusammenhalt der Gemeinschaftswährung war von dem Moment an bedroht, als „systemisch relevante“ Banker, zunächst vor allem aus Frankreich und Deutschland, übers Wochenende Angst einjagende Telefonanrufe tätigten. Sie wollten ihre gefährdeten Kreditforderungen, Staatsanleihen und sonstigen Aktiva durch Interventionen der Regierungen und der Zentralbanken gerettet

---

<sup>2</sup>Für eine umfassende Analyse der transatlantischen Finanzkrise siehe Peukert (2012), Wolf (2014), Turner (2015), Financial Crisis Inquiry Committee (2011).

haben. Ebenso lagen Bailouts im Interesse der besonders exponierten Schuldner-Regierungen, um eine faktische Staatsinsolvenz zu verhindern, und um eine interne nationale Anpassung der Niveaus von Löhnen, Preisen, Zinsen, Steuern und Staatsausgaben so weit wie möglich zu vermeiden. Der Öffentlichkeit wurde gesagt, der Euro stünde auf dem Spiel, und mit ihm gleich die EU. Ob es sich hierbei um eine Panikattacke oder Kaltschnäuzigkeit handelte, so oder so führte es zu denselben problematischen Folgen.

Die Banken- und Schuldenkrise in der EU hätte nicht zu einer Euro-Währungskrise stilisiert werden brauchen. In den USA werden einzelne Bundesstaaten durchaus einmal zahlungsunfähig, aber eine Dollarkrise hat es deswegen nie gegeben. Der Grund liegt darin, dass es in den USA, nach anfänglich ähnlich schwierigen Erfahrungen wie heute im Euroraum, seit den 1840er Jahren eine No-Bailout-Regel gibt, die seither auch eingehalten wird.

---

## **2.2 Krisenmanagement vonseiten der Regierungen – Der Euro-Sündenfall: Bruch der No-Bailout-Regel und Widerstand gegen interne Anpassung**

Ab 2008 ergriffen die Euro-Regierungen eine Reihe von Maßnahmen, darunter die folgenden:

- allgemeine Staatsgarantien für Verbindlichkeiten der Banken,
- Rekapitalisierung insolventer Banken,
- Bildung staatsfinanzierter Bankenrettungsfonds,
- Bildung staatlicher Bad Banks, auf die private Geschäfts- und Investmentbanken einen Teil ihrer toxischen Wertpapiere und faulen Kredite abladen konnten.

Mit diesen und ähnlichen Maßnahmen unterstrichen die Regierungen ihre Rolle als Garantiegeber letzter Instanz im heutigen Zentralbank-gestützten und staatlich gewährleisteten privaten Giralgeldregime der Banken.

Als ab 2010–2012 die Staatsschuldenkrise in den südlichen Euroländern einsetzte, kamen die nationalen Regierungen strauchelnden Banken und Anlegern erneut zu Hilfe, ebenso wie diesmal auch den vom Wertverfall bedrohten Staatsanleihen und den Regierungen, die diese Anleihen begeben hatten. Zu den zwischenstaatlichen Hilfen gehörten:

- bilaterale Notkredite,
- multilaterale länderspezifische Rettungspakete,

- seit 2010 gefolgt von den eigens geschaffenen Bailout-Einrichtungen der EU in Form des EFSF (European Financial Stability Facility) und des EFSM (European Financial Stability Mechanism), nachfolgend ersetzt durch den
- ESM (European Stability Mechanism) in 2012. Aufgrund eines speziellen Beschlusses unterstützen diese Institutionen finanziell nicht nur nationale Regierungen, sondern auch Banken in den betreffenden Ländern.

Die ESM-Rettungspakete beinhalten die Zusammenarbeit mit dem Internationalen Währungsfonds (IWF). Die nördlichen Gläubiger-Regierungen erhofften sich davon eine bessere Akzeptanz der Konditionalität der Rettungspakete – was sich als eine weitere Illusion erwies. Zu den Konditionen gehörten außer einem teilweisen Schuldenerlass (einem Drittel in Griechenland), Umschuldungen mit günstigeren Zinsen und Laufzeiten sowie neuen Rettungskrediten auch die üblichen Elemente einer Sparpolitik (Austerität). Das bedeutet reduzierte Staatsausgaben (für Gesundheit, Renten, Sozialtransfers, Subventionen, öffentliche Investitionen), Anhebung des unzureichenden Steueraufkommens und Verkauf öffentlicher Unternehmen und Infrastrukturen an private Investoren, praktisch meist aus dem Ausland. Als Kontrollorgan für die Umsetzung der Krisenprogramme wurde die „Troika“ installiert, bestehend aus Vertretern der EU-Kommission, der EZB und des IWF.

Die Rhetorik der „Rettung“ und „Hilfe“ verdeckt, dass es hierbei nur bedingt um die wirtschaftliche Gesundung eines betreffenden Landes geht, unbedingt aber darum, Mittel zu generieren, um die Zahlungsfähigkeit der Schuldner so weit aufrecht zu erhalten, dass die Forderungen der Gläubiger bedient werden können.

Im Zuge der Entfaltung der Banken- und Schuldenkrise legten die Regierungen und die Zentralbanken ein Verhalten an den Tag, das sich um die Gesetzeslage wenig kümmerte. Die Maastricht-Kriterien wurden bei Bedarf beiseitegeschoben, angefangen schon vor der Krise mit den Regierungen Chirac (Frankreich) und Schröder (Deutschland) in 2003. Ein anderes Beispiel ist der Art. 123 AEUV, auf den weiter unten noch eingegangen wird. Das schlagendste Beispiel jedoch ist die ungenierte Missachtung des No-Bailout-Artikels 125 AEUV. Sämtliche der oben angeführten Krisenmaßnahmen der Regierungen sind nichts anderes als Bailout, zwischenstaatliches Einstehen für einzelstaatliche Verbindlichkeiten, zunächst eher situativ, dann in institutionalisiertem Bruch des Art. 125 AEUV.<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup>Siehe auch Vaubel (2012).

## **2.3 Die Ergebnisse der Regierungs-Interventionen: Krisenverschleppung, Bailout statt interne Anpassung, neonationalistische Konfrontation**

Nach fast einem Jahrzehnt Finanzkrisen-Management der Euro-Regierungen muss man feststellen, dass die Banken- und Schuldenkrise nicht überwunden ist. Sie wurde zum größeren Teil aufgeschoben, aber nicht aufgehoben. Die im Verlauf der Entwicklungen aufgetretenen Zerwürfnisse zwischen Gläubiger- und Schuldnerländern stellen sich nun in der Tat als Eurokrise dar.<sup>4</sup>

Die entscheidende Ent-Ankerung war die Missachtung der No-Bailout-Regel. Damit kam aufseiten der zunächst privaten Gläubiger (Banken und andere institutionelle Anleger) die Weigerung zum Ausdruck, die betreffenden Kreditrisiken voll zu tragen, sowie aufseiten der Schuldnerstaaten die Weigerung, für ihre Schulden zu haften und ihre ökonomischen Verhältnisse intern anzupassen. Was die Banken- und Schuldenkrise zu einer Krise des Euro machte, war in der Tat die kombinierte Zurückweisung der Prinzipien des No-Bailout und der internen Anpassung.

Die damit geschaffene Situation ist in mehreren Punkten unhaltbar. Erstens wurde die Krise verschleppt statt gelöst. Zugegeben, man hatte schnell zwischen zwei großen Übeln zu entscheiden: Finanzkatastrophe sofort, oder von nun an fortgesetzte zwischenstaatliche Bailouts, exzessives Quantitative Easing, Niedrigst- und Negativzins und andere Mittel der finanziellen Repression.<sup>5</sup> Vor einer solchen Wahl zwischen einem Ende mit Schrecken oder einem Schrecken ohne Ende liegt Politikern letzteres wohl näher, umso mehr als ein Totalzusammenbruch des Banken- und Finanzwesens auch die politischen und sozialen Verhältnisse destabilisiert – was ein Schrecken ohne Ende auf Dauer freilich ebenso tut.

Infolgedessen, und zweitens, haben alle Regierungen die jeweilige nationale Bankenindustrie vor dem Kollaps bewahrt, in vielen Fällen jedoch ohne die betreffenden Banken nachhaltig zu sanieren. Das gilt auch für Deutschland, nicht nur für Italien und Griechenland.

Drittens haben die finanziell weniger gefährdeten Regierungen mit ihrer Bailout-Politik einen schweren strategischen Fehler begangen. Sie haben die Banken und institutionellen Investoren gleichsam aus der Gefechtslinie genommen

---

<sup>4</sup>Die Sackgasse der unhaltbaren Sachzwänge der Euro-Rettungspolitik, sowohl was die Regierungen als auch die EZB angeht, ist detailliert dargelegt in Sinn 2014.

<sup>5</sup>Zum Thema finanzielle Repression vgl. Diaz-Alejandro (1984); Reinhart und Sbrancia (2015); Smith (2014).

und sich selbst dorthin gestellt. Anstatt dass Gläubigerbanken und Schuldnerländer sich miteinander herumschlagen, findet die Konfrontation seither zwischen nördlichen Gläubiger-Regierungen und südlichen Schuldner-Regierungen statt. Unvermeidlicherweise wurden die Bailout-Programme mit Konditionen versehen, und eben dies hat zu heftigen und zunehmend neonationalistischen Feindseligkeiten der Schuldnerstaaten gegen die Gläubigerstaaten geführt. Damit rächt sich das Versäumnis, bei der Gründung der Währungsunion nicht klar und eindeutig das Prinzip der internen Anpassung verankert zu haben. Dieser Dreh- und Angelpunkt des Euro-Deals blieb unausgesprochen, falls er den Europolitikern überhaupt bewusst war.

---

## **2.4 Was man hätte wissen können: Es liegt am Geldsystem**

Geschah die Banken- und Staatsanleihen-Rettung aus bloßem Eigeninteresse der Gläubigerbanken, Großanleger und Schuldnerregierungen, oder gab es dafür noch weitergehende Gründe? Es gab sie, und zwar fundamentaler Art.

Im heutigen Geldsystem entsteht alles Geld zunächst als Bankenkreditgeld, als Gutschrift einer Bank auf dem Girokonto einer Nichtbank (eines Kunden). Dieses Giralgeld für bargeldlose Zahlungen ist seit vielen Jahrzehnten zum alles bestimmenden Zahlungsmittel geworden. Giralgeld entsteht als eine pro-aktive Schöpfung des Bankensektors, nicht der Zentralbanken, die das Giralgeld nur zum Bruchteil re-finanzieren. Von daher ist heute das Giralgeld der Bankkunden untrennbar gebunden an das Darlehens- und Investment-Geschäft der Banken sowie auch den bargeldlosen Zahlungsverkehr durch die Banken. Würde die Bankenindustrie in einer systemischen Krise einen Zusammenbruch erleiden, würden nicht nur viele Banken selbst untergehen, sondern mit ihnen würden auch ihre Verbindlichkeiten verschwinden, damit auch das Giralgeld der Nichtbanken, das heißt der Firmen, Haushalte und zum großen Teil auch öffentlichen Haushalte. Das Zahlungssystem käme zum Erliegen und damit die Wirtschaft überhaupt. Aus diesem Grund sind nicht nur die großen Banken, sondern faktisch alle Banken „systemisch relevant“. Ihre Zahlungsdienste und primären Finanzierungsleistungen sind unter den bestehenden Verhältnissen unersetzbar. Nicht einmal eine Umstellung auf Bargeldverkehr wäre möglich, da alleine schon der Versuch mangels Vorhandensein dieses Geldes zum Zusammenbruch der Banken führt. Im Giralgeldregime ist es einerlei, ob man sagt, es gehe um den Bestand des Geldes oder um die Existenz der Banken. Um in einer Krise das Geld der Leute, Firmen und des Staates zu retten, sind die Regierungen und Zentralbanken gezwungen,

die Banken zu retten. Das gibt den Banken die nötige Macht, ihre Interessen durchzusetzen.

Das Strukturprinzip dahinter ist die dysfunktionale Identität von Geld und Bankkredit. Dies ist seit 200 Jahren bekannt und heftig umstritten gewesen, zuerst in der politischen Kontroverse zwischen der British Currency School und Banking School in den 1830–1840er Jahren. Seit den Wachstumsjahren nach dem Zweiten Weltkrieg scheint man dies allerdings vergessen oder absichtlich beiseitegeschoben zu haben. Die Verquickung der Geldschöpfung und des Zahlungsverkehrs mit dem Darlehens- und Investmentgeschäft der Banken ist ein Konstruktionsfehler im heutigen Geld- und Bankensystem. Dieses besteht als privates Giralgeldregime, das von den Zentralbanken gleichsam bedingungslos re-finanziert und von den Regierungen als Garantiegebern letzter Instanz gewährleistet wird.

Im Ergebnis befördert das Giralgeldregime finanzielle und wirtschaftliche Instabilität in Form von Inflation, zurückliegend vor allem als Asset-Inflation sowie Kredit-, Wertpapier- und Immobilienblasen, resultierend in Banken-, Schulden- und Währungskrisen. In solchen Krisen tritt die Bestands-Unsicherheit des Giralgeldes zutage, da es sich nicht um staatliches Geld bzw. Zentralbankgeld handelt (Vollgeld), also nicht um tatsächlich vorhandene gesetzliche Zahlungsmittel, sondern nur um ein Versprechen der Banken, solches Vollgeld auf Verlangen der Kunden bereitzustellen. In dieser Hinsicht aber ist das Giralgeld der Banken zu 97,5 % leeres Geld. Zudem bewirkt überschießende Giralgeldschöpfung, die Kredit- und Schuldenblasen nährt, eine Verschiebung der Einkommensverteilung zugunsten der Finanzeinkommen und zulasten der Arbeitseinkommen.<sup>6</sup>

Zu den strukturellen Voraussetzungen für das Giralgeldregime der Banken und seine wiederkehrenden Probleme gehört eine spezifische Kombination von Markt- und Staatsversagen. Das Marktversagen beruht zunächst darauf, dass modernes Zeichengeld im Prinzip in beliebiger Höhe bereitgestellt werden kann, von den Münzen und Banknoten über das Zentralbank-Buchgeld (Reserven) und das Giralgeld der Banken bis zu den Geldmarktfonds-Anteilen, die heute an den Finanzmärkten verbreitet als Zahlungsmittel benutzt werden (als Giralgeld-Surrogat).

Unter dieser Voraussetzung besteht das Marktversagen darin, dass der Bankensektor und die Finanzmärkte aus sich heraus keine Grenzen der Geld-, Kredit- und Schuldenausdehnung finden. Denn es liegt im Geschäftsinteresse der Banken und institutionellen Anleger, Kredite und Schulden, und damit rentierliche Finanzvermögen, so weit als jeweils möglich auszudehnen. Die negative

---

<sup>6</sup>Vgl. Atkinson (2015, S. 18, 95–111 ff.).

und daher begrenzende Rückkopplung zwischen gegenläufigen Angebots- und Nachfragekurven wird überlagert von einer positiven und daher überschießenden Rückkopplungsdynamik – so lange, bis die Forderungen bzw. Verbindlichkeiten eines Tages nicht mehr ausreichend bedient werden und eine brachiale Selbstkorrektur der aufgeblähten Geldmengen und überdehnten Finanzen erfolgt.<sup>7</sup> Die Produktivität einer Wirtschaft lässt sich durch Finanzgeschäfte ohne Beitrag zur BIP-Finanzierung ein Stück weit ausbeuten, aber überwinden lässt sich die Schwerkraft des Wirtschaftsprodukts und der Einkommen durch monetäre und finanzielle Trickereien nicht.

Das Staatsversagen hat demgegenüber nicht nur in der zügellosen Schuldenpolitik bestanden, sondern mehr noch zeigt es sich in der ineffektiv gewordenen Geldpolitik der Zentralbanken. Indem die Zentralbanken die von den Banken geschaffenen Tatsachen heute stets reaktiv re-finanzieren, hat die Ausbreitung des Giralgeldregimes zunächst den Verlust einer Geldmengenpolitik der Zentralbanken mit sich gebracht. An deren Stelle getreten sind ersatzweise und wenig wirksame Versuche einer Geldpolitik durch Zentralbankzinsen. Dass dies heute ein sehr kurzer Hebel ist, erschließt sich schon daraus, dass der Euro-Bankensektor auf 100 EUR Giralgeld nur 2,5 EUR Zentralbankgeld benötigt, um sämtliche Zahlungen auszuführen, davon 1,4 EUR Bargeld, zehn Cent Zahlungsreserve (Überschussreserve für Zahlungen unter Banken) und 1 EUR überwiegend brach liegende Mindestreserve.<sup>8</sup>

Die unterstellten Transmissionsmechanismen, die Zentralbank-Impulse auf Banken, Finanzmärkte und die Wirtschaft übertragen sollen, sind im Ergebnis offenkundig schwach, wenn nicht überhaupt weitgehend imaginär.<sup>9</sup> Eine Transmission der Zentralbankzinsen, soweit sie stattfindet, erfolgt nicht über Marktmechanismen, sondern beruht auf Banken-bürokratischer Preisadministration. Zum Beispiel binden manche Banken ihre Zinsen auf Überziehungskredit oder Hypothekarkredit mechanisch an einen Interbankenzins zurückliegender Monate, im Euroraum etwa an den EONIA (Euro Overnight Index Average). Diese Zinsen für die Interbankenleihe von Reserven werden von den Zentralbankzinsen für Reserven sowie durch die Offenmarktpolitik der Zentralbanken in der Tat stark beeinflusst.

---

<sup>7</sup>Shiller (2015, S. 70–97); Minsky (1986, S. 206, 218, 294 ff.).

<sup>8</sup>Ergibt sich aus European Central Bank: *Monthly Bulletins*, Euro Area Statistics Tables 1.2, 2.1.2, 2.3.1+2. Zahlen bis 2008, da die Reservenhaltung der Banken seither entstellt ist durch die Zentralbankpolitik des Quantitative Easing.

<sup>9</sup>Siehe auch [www.vollgeld.de/geldpolitische-unschaerfen](http://www.vollgeld.de/geldpolitische-unschaerfen).



Darüber hinaus aber haben Zinsniveaus und Inflationsraten mit Zentralbankzinsen kaum etwas zu tun, eher schon etwas mit dem weltweit übergeschossenen Angebot an Giralgeld und dem damit zusammenhängenden Überhang der Finanzvermögen (Forderungen) und Schulden, der sogenannten „savings glut“. Dieser Überhang an Kapitalangebot bzw. Schulden hat sich seit den 1970–1980er Jahren aufgebaut und sich weiter verstärkt durch die nach 2000 verlangsamte Globalisierung, durch die Banken- und Staatsschuldenkrise seit 2007/2008 und nicht zuletzt auch durch die massiven QE-Zentralbankinterventionen.

Was eine Zentralbank heute geldpolitisch wirklich kann, beschränkt sich auf zweierlei. Zum einen kann sie eigene Währung in währungspolitischen Operationen in frei bemessener Höhe einsetzen. Zum anderen kann sie Handelswechsel, Staatsanleihen, andere Wertpapiere sowie inzwischen auch Kreditverbriefungen verschiedenster Art diskontieren, heißt monetisieren, was beides heißt, diese Schudltitel ankaufen oder als Pfand akzeptieren im Gegenzug für die Herausgabe neu geschöpften Zentralbankgeldes. Damit werden in erster Linie die Banken in geradezu beliebigem Umfang refinanziert, indirekt auch der Staat und die private Finanzwirtschaft. Im Krisenfall bedeutet dies nichts anderes, als Kredit- und Schuldenproblemen mit noch mehr Krediten und Schulden zu begegnen.<sup>10</sup>

---

## 2.5 Krisenmanagement vonseiten der EZB: Vom Versuchsweisen zur Verzweiflungstat

Von Beginn der Bankenkrise an sind die EZB und andere Zentralbanken ganz in ihrer Rolle als „Bank der Banken“ aufgegangen, als „Lender of last resort“ exklusiv für die Banken, und schließlich auch als Aufkäufer von Kreditforderungen und Wertpapieren aus dem Besitz der Banken und institutionellen Geldanleger. Die EZB unternahm alles, um den Euro bzw. die Banken zu retten – „*whatever it takes*“, nach der Formulierung von EZB-Präsident Draghi aus dem Jahr 2012. Zu den ersten Maßnahmen der EZB gehörte die Herabsetzung der Mindestreserveanforderung von 2 % auf 1 % der Bankeinlagen (Kundengiralgelder). Der Zinssatz für Hauptrefinanzierungen wurde auf null abgesenkt, für Innertages-Überziehungskredit (Spitzenrefinanzierung) auf 0,25 %. Die Bonitätsanforderungen für notenbankfähige Wertpapiere (Sicherheiten für Zentralbankkredit an Banken) wurden wiederholt herabgesetzt.

---

<sup>10</sup>Zur Analyse des Giralgeldregimes mit gesplittetem Geldkreislauf (Bargeld, Zentralbankreserven, Giralgeld) vgl. Huber (2016, S. 11–100, 2017, S. 57–100).

Durch das LTRO-Programm seit 2012, d. h. Long-Term Refinancing Operations mit dreijähriger Fälligkeit, gibt die EZB den Banken auch Kredit mit langfristigen Laufzeiten statt der üblichen Laufzeit von nur einer Woche.

Mit dem TLTRO-Programm seit 2014, d. h. Targeted Long-Term Refinancing Operations, bietet die EZB den Banken Laufzeiten bis zu vier Jahren an, unter der Bedingung, dass die Banken Kredite an die Realwirtschaft vergeben.

Im Rahmen der Wertpapierkaufprogramme seit 2015/2016 (Asset Purchase Programs) hat die EZB am offenen Markt monatlich Wertpapiere im Umfang von 80 Mrd. EUR gekauft, überwiegend Staatsanleihen der Euroländer, daneben auch Schuldverschreibungen anderer öffentlicher Körperschaften, private Vermögensbesicherte Wertpapiere und Pfandbriefe. Bis zum Frühjahr 2016 floss alleine dadurch Liquidität an Banken und andere Finanzakteure im Wert von nahezu einer Billion Euro.<sup>11</sup>

Zusätzlich zu den Kaufprogrammen der EZB kaufen auch die einzelnen nationalen Zentralbanken im Eurosystem Wertpapiere, zumeist nationale Staatsanleihen. Das betreffende Programm (ANFA, Agreement on Net Financial Assets) war erst geheim gehalten worden. Als Journalisten dahinterkamen, wurde mitgeteilt, ANFA sei „schwierig zu erklären“. Die Zentralbanken von Italien, Frankreich und Griechenland sind mit Abstand die größten Aufkäufer im Rahmen dieses Programms. Insgesamt belaufen sich die ANFA-Aufkäufe auf etwa 500–600 Mrd. EUR.<sup>12</sup> Das Eurosystem erlaubt nationalen Zentralbanken außerdem, Banken in ihrem Land ELA-Kredite auszustellen (Emergency Liquidity Assistance). Die ELA-Kredite belaufen sich, variierend, auf mehrere hundert Mrd. Euro.<sup>13</sup> Formal tätigt eine Euro-Nationalbank ANFA-Aufkäufe und ELA-Kredite auf eigene Rechnung, in Wirklichkeit letztlich auf Risiko des gesamten Eurosystems.

Das Zahlungssystem der EZB (TARGET2) lässt es zu, dass Zahlungsdefizite einer Euro-Nationalbank an andere Euro-Nationalbanken über den Tag hinaus stehen bleiben und sich mit der Zeit anhäufen. Faktisch bedeutet dies einen unbegrenzten längerfristigen Überziehungskredit, den Gläubiger-Nationalbanken

---

<sup>11</sup>European Central Bank, *Asset Purchase Programmes*, [www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/html/index.en.html), May 2016.

<sup>12</sup>European Central Bank, *What is ANFA?* [www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/anfa\\_qa.en.html](http://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/anfa_qa.en.html).

<sup>13</sup>Die Europäische Zentralbank weist ELA-Positionen nicht gesondert aus, sondern packt sie mit anderen Zentralbank-Kreditpositionen zusammen.

den Schuldner-Nationalbanken unfreiwillig einräumen. Die TARGET-Außenstände haben sich Anfang 2017 bei 1 Billion EUR bewegt, wovon 800 Mrd. EUR auf die Bundesbank entfallen.<sup>14</sup>

Über die genannten Kredit- und Kaufprogramme hinaus ist die EZB zinspolitisch dazu übergegangen, die Guthaben der Banken bei Euro-Nationalbanken mit einem negativen Zins zu belasten, 2014 zuerst  $-0.10\%$ , 2016 bereits  $-0.40\%$ . Damit soll Geld im Besitz der Banken (Reserven) mobilisiert werden. Wie die Zentralbanker sich das vorstellen, bleibt rätselhaft. „Ausgeben“ kann der Bankensektor die Reserven nicht, nicht im eigenen Währungsraum, da die Reserven ausschließlich unter Banken hin und her laufen. Wirklich „ausgeben“ könnte der Bankensektor Reserven nur, indem er sie an die Zentralbank zurückzahlt oder aber das Geld für Geschäfte außerhalb der Eurozone ausgibt.

Inzwischen wird laut über „Helikoptergeld“ nachgedacht. Dies bedeutet QE, bei dem das Geld direkt, an den Banken vorbei, an realwirtschaftliche Zwecke gebunden wird, zum Beispiel als Pro-Kopf-Dividende an alle Haushalte, oder als Direktfinanzierung von Staatsausgaben.<sup>15</sup> In der EWU würde dies freilich die Aufhebung oder Neufassung von Art. 123 (1) AEUV voraussetzen.

Die hier aufgelisteten Maßnahmen stellen eine Entwicklung dar hin zu immer unkonventionelleren Maßnahmen, man kann auch sagen: Verzweiflungstaten. Die EZB-Bilanz hat sich dabei bis Mai 2017 auf 4,2 Billionen EUR aufgebläht.<sup>16</sup>

---

## **2.6 Die Ergebnisse der EZB-Interventionen: Krisenverschleppung, finanzielle Repression und monetäre Staatsschuldenfinanzierung ohne realwirtschaftlichen Nutzen**

Für wen oder was sind die Geldfluten des Quantitative Easing der Zentralbanken gut? Trotz der massiven Interventionen der EZB hat bis heute nur ein Teil der Banken die Krise hinter sich gelassen. Nicht nur im Euro-Süden hängt ein

---

<sup>14</sup>Die Problematik der Target-Salden aufgedeckt zu haben, ist das Verdienst von Hans-Werner Sinn. Vgl. Ders. (2015, S. 4–6). Laufende Zahlen auf <http://de.statista.com/statistik/daten/studie/233148/umfrage/target2-salden-der-euro-laender>.

<sup>15</sup>Bernanke 2016. Siehe auch *A Guide to Public Money Creation*, publ. by Positive Money, London <http://positivemoney.org/publications/guide-public-money-creation>.

<sup>16</sup>Consolidated financial statement of the Eurosystem as of 19 May 2017, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/wfs/2017/html/ecb.fs170523.en.html>. 21 März 2017.

Damoklesschwert über etlichen „Zombiebanken“, denen erneut der Zusammenbruch droht, wenn die Finanzhilfen durch EZB und Regierungen beendet werden. Andere Banken haben hohe Strafzahlungen für inzwischen aufgedeckte Betrügereien aufzubringen. Um die erhöhten Eigenkapitalvorschriften nach Basel III zu erfüllen, schrumpfen viele Banken ihre Verbindlichkeiten. Anders gesagt, sie finanzieren weniger als für eine optimale Wirtschaftsentwicklung erforderlich wäre.

Niedrige und negative Zinsen bedeuten eine massive Entlastung der Regierungen und anderer überschuldeter Akteure. Zugleich aber werden sie zu einer Bedrohung für Ersparnisse und Eigenkapitalbildung, nicht zuletzt auch der Banken und anderer Finanzinstitute selbst, deren Existenz die EZB mit ihrer Desperado-Politik doch angeblich retten will. Die durchschnittliche Zinsmarge, die normalerweise 4–5 % betragen hat, war bereits 2014 auf 2 % geschrumpft, speziell als Differenz zwischen Sparzins und Hypothekenzins auf 1 %, und hat sich seither eher weiter verschlechtert als gebessert.<sup>17</sup> Auch Versicherern, Pensionsfonds, staatlichen Vermögensfonds u. a. entgehen benötigte Zinseinnahmen, und dies gilt ebenso für alle Sparer mit Bankeinlagen. Nach Berechnungen der DZ Bank belaufen sich die den Sparern in Deutschland entgangenen Zinseinnahmen für die Zeit von 2010 bis 2016 auf insgesamt 343 Mrd. EUR. Niedrigere Kreditzinsen für einige Haushalte machen das bei weitem nicht wett.<sup>18</sup>

Die Wertpapierkäufe der EZB, in Ergänzung der zwischenstaatlichen Bailouts durch EFSM und ESM, haben wirksam dazu beigetragen, den Marktwert von Staatsanleihen zu stützen und den Regierungen eine Schuldenumwälzung zu extrem niedrigen Zinsen, teils sogar Null- und Negativzinsen zu ermöglichen. Aber auch in dieser Hinsicht haben die Maßnahmen überwiegend zu einer Verschleppung, nicht zu einer Verringerung der Staatsschulden geführt, in etlichen Fällen auch zu einer erneuten erheblichen Ausweitung der Staatsschuld.

Sobald die Zinsen in Richtung normaler Niveaus ansteigen, kommen die meisten überschuldeten Euro-Regierungen wieder unter Druck. Dies kann eine Schulden-Nachfolgekrise heraufbeschwören, und in deren Gefolge wohl auch eine neuerliche Verschärfung der Eurokrise, von den damit verbundenen politischen Turbulenzen zu schweigen.

---

<sup>17</sup>Deutsche Bundesbank, Die Ertragslage der deutschen Kreditinstitute im Jahr 2014, *Monatsberichte*, September (2015, S. 43–65, 49).

<sup>18</sup>Stefan Bielmeier, Chefökonom der DZ Bank, im Interview mit der Frankfurter Allgemeinen, Nr. 20, 21 Mai 2017, S. 32.

Die Banken mit Liquidität zu Kosten nahe null zu versorgen, soll der Wirtschaft angeblich helfen, sich zu erholen. Aber von niedrigeren Zinsen zu erwarten, sie würden unmittelbar mehr Wirtschaftswachstum und Beschäftigung bewirken, ebenso wie von höheren Zinsen eine schwächere Konjunktur und Beschäftigungslage abzuleiten, ist ein Trugschluss, welcher der tatsächlichen Komplexität des Zusammenhangs von Zinsniveau, Konjunktur- und Finanzzyklen nicht gerecht wird.

Außerdem gibt es im heutigen Giralgeldregime keinen wirksamen Transmissionsmechanismus, um Reserven (Zentralbankgeld in der Interbanken-Zirkulation) in Bankenkreditgeld (Giralgeld in der Publikums-Zirkulation) zu überführen.<sup>19</sup> In der wirklichen Welt verläuft die Kausalität in umgekehrter Richtung, das heißt, die pro-aktive Giralgeldschöpfung bewirkt eine Bereitstellung von Zentralbankgeld zum Bruchteil. Das Zentralbankgeld ist eine kleine Untermenge des Giralgeldes. Würden Firmen, private und öffentliche Haushalte wirklich mehr Kredit für BIP-wirksame Ausgaben aufnehmen wollen, und würden die Banken dieser Nachfrage auch nachkommen wollen, so könnten sie das praktisch aus dem Stand und bräuchten dazu die durch das QE bereitgestellten großen Mengen an Zentralbankgeld nur zum geringsten Teil. Das ist übrigens auch der Grund, weshalb das oben erwähnte TLTRO Programm für Kredite an die Realwirtschaft nur wenig in Anspruch genommen wird. Das Versagen der Geldpolitik im Giralgeldregime wird offiziell natürlich nicht eingestanden, aber im Prinzip sagt die EZB nichts anderes, wenn sie Politikern und der Öffentlichkeit wiederholt mitteilt, dass sie die Pferde zwar zur Tränke führen, aber nicht zum Saufen zwingen kann. Das heißt, die EZB kann gleichsam unbegrenzt Banken refinanzieren und Schulden monetisieren, aber wenn Banken, Investoren, Firmen, Haushalte und Regierungen nicht BIP-wirksam investieren und sonst Geld ausgeben wollen, kann die EZB realwirtschaftliche Umsätze durch eine Expansion primären Bankenkredits und sekundären Kapitalmarktkredits auf Giralgeldbasis nicht erzwingen.

Der Hauptgrund, weshalb die meisten Euroländer stagnieren statt neue Wirtschaftsdynamik zu entfalten, besteht im Weiterbestehen der unaufgelösten Kredit- und Schuldenblase. Eine Kapital- und Schulden-Verringerung als notwendige Voraussetzung für eine nachhaltige Erholung wird durch die Krisenpolitik der EZB und der Regierungen ja absichtlich verhindert – weil der Schrecken ohne Ende einem Ende mit Schrecken vorgezogen wird.

---

<sup>19</sup>Siehe auch Schnabl (2014).

Solange zu viele Akteure damit beschäftigt sind, Schulden abzubauen, oder auch nur die Zinszahlungen aufrecht zu erhalten ohne in der Lage zu sein, die Schulden zu verringern, werden sie kaum neue Schulden zur Finanzierung von Kapital- und Konsumausgaben aufnehmen. Banken, Finanzen und die Wirtschaft werden sich so lange auf einem suboptimalen Niveau bewegen, solange der Überhang aus den vorangegangenen Kredit- und Schuldenblasen nicht auf ein tragfähigeres Maß zurückgeführt worden ist.

Man muss sich vergegenwärtigen, dass die Liquiditätsschwemme der Zentralbank nur den Banken, teils auch anderen Finanzinstituten zufließt, nicht aber den Bankkunden und der Wirtschaft. Soweit Kunden bei Banken Kredite tilgen, verschwindet dieses Bankenkreditgeld (Giralgeld), da es bilanziell gelöscht wird. Sofern die Banken mit den ihnen zufließenden Reserven, und die anderen Finanzinvestoren (Nichtbanken) mit dem ihnen zufließenden Giralgeld überhaupt etwas machen, stecken sie es vor allem in nicht-BIP-wirksame Anlagen, also in die Bildung von Finanzvermögen, was die Möglichkeit neuer Aktien- und Immobilienblasen mit sich bringt, davon abgesehen, dass es der weiteren Umwälzung der Staatsanleihenblase dient.

Bei alledem hat sich die EZB eines massiven Gesetzesmissbrauchs schuldig gemacht. Denn ihre zinsrepressive QE-Politik, die Banken und Staatsschulden stützt, stellt hinsichtlich der Staatsschulden nichts anderes dar als monetäre Staatsfinanzierung. Diese ist der EZB und den nationalen Zentralbanken des Eurosystems nach Art. 123 (1) AEUV verboten. Der Absatz (2) dieses Artikels erlaubt der EZB zwar Käufe von Staatsanleihen am offenen Markt, also nachdem die Anleihen zuerst von Banken und danach auch von Nichtbanken-Anlegern gekauft worden sind. Das war freilich als Instrument zur Feinstuerung der Geldpolitik gedacht, nicht als Instrument der massiven Monetisierung von Staatsschulden und damit der Umgehung von Art. 123 (1) AEUV. Wie weit dieser Artikel freilich überhaupt sachgerecht ist und ob daran geknüpfte gute Absichten sich auf anderem Weg nicht besser realisieren ließen, ist eine andere Frage.<sup>20</sup>

Wohin führt die EZB mit ihrer „unkonventionellen“ Politik sich selbst? Was, wenn zu viele der Anleihen und anderen Wertpapiere, welche die EZB kauft, bis Ende der Laufzeit nicht wieder vermögensneutral verkauft, oder bei Fälligkeit nicht zum Nennwert getilgt werden? Eine unter verschiedenen Richtungen des Postkeynesianismus beliebte Vorstellung – zum Beispiel der sog. Modern Money Theory – geht dahin, die Regierung eines souveränen Staates mit eigener Währung könne zur Tilgung ihrer Schulden in dieser Währung nicht zahlungsunfähig werden. Dass der Euroraum 19 nationale Regierungen, aber nur eine EZB

---

<sup>20</sup>Mensching (2014).

hat, wird dabei noch als Vorteil gesehen, indem die EZB sämtliche Staatsschulden monetisieren kann, und im Sinne dieser Doktrin auch soll. Nur, die Papiere welche die EZB erwirbt, sind Aktiva-Positionen in ihrer Bilanz. Erweisen sich zu viele dieser Forderungen als uneinbringlich, erleidet die EZB Bilanzerluste und weist in der Folge bald ein negatives Eigenkapital auf.

Eine Möglichkeit „kreativer“ Buchführung bestünde womöglich darin, fällige Staatsanleihen immer wieder bei noch längeren Laufzeiten zu prolongieren. Im Dritten Reich hat man das mit den berühmten Mefo-Wechseln zur Staatsfinanzierung so gemacht. Der Zinssatz wäre nicht so wichtig, da Zinszahlungen der Regierung an die Zentralbank durch den Zentralbankgewinn wieder an die Regierung zurückfließen.

Formal wäre eine Zentralbank in der Lage, Außenstände permanent zu prolongieren. Auch muss eine Zentralbank bei negativem Eigenkapital wohl nicht Insolvenz erklären, selbst über längere Zeit hinweg nicht. Aber würden politische Akteure und Finanzmärkte hierbei stillhalten? Kaum. Auditoren und Rechnungshöfe müssten Widerspruch einlegen. Betreffende Regierungen könnten sich am offenen Markt kaum mehr zu erschwinglichen Zinskosten finanzieren. Die monetäre Staatsfinanzierung würde permanent. Der Euro würde stark abwerten. Die EZB würde im Versuch, die Abwertung zu bremsen, die Devisenreserven des Eurosystems aufbrauchen. Die in Folge einer Euro-Abwertung importierte Inflation würde in Stagflation enden statt zu einer Belebung der Wirtschaft zu führen. Früher oder später bliebe der EZB nichts anderes übrig, als sich von ihren Eigentümern, den nationalen Zentralbanken bzw. deren Regierungen rekaptalisieren zu lassen – wenn diese dazu dann überhaupt noch in der Lage wären.

---

## **2.7 Krisenmanagement wofür? Die unaufgelöste Krise**

Acht Jahre Bailout-Politik der EZB und der Regierungen haben die Banken- und Schuldenkrise im Euroraum buchstäblich „prolongiert“, aber nicht überwunden. Die Probleme der Banken mit ausfallbedrohten Aktiva und die öffentliche Überschuldung wurden überwiegend nicht behoben, sondern verlagert auf Bailout-Einrichtungen wie den EFSM/ESM, den Bankenrettungsfonds Soffin, oder eben die EZB. Das Wirtschaftsprodukt der meisten Euroländer liegt immer noch unterhalb der Marke von 2007/2008 oder hat dieses Niveau erst zuletzt wieder erreicht. Die Regierungen sind dabei an fiskalische, aber auch politische Grenzen gestoßen. Die politische Mitte ist zunehmend unter Druck geraten, teils vonseiten der

radikaleren Linken, vor allem aber durch rechtspopulistische und neonationalistische Bewegungen. Das bisherige Versagen der EU-Staaten, die Asyl- und Einwanderungsfrage in stimmiger Weise zu beantworten, verstärkt die schwelende finanzielle und wirtschaftliche Unsicherheit.

So ruhen die Erlösungs-Erwartungen mehr denn je auf der EZB. Ungeachtet ihrer tatsächlich beschränkten ökonomischen Fähigkeiten, aber begünstigt durch ihr beliebig auslegbares Mandat, ist die EZB inzwischen zum Hauptträger der Fiskal- und Finanzmarktpolitik geworden – und sie wird die an sie gerichteten Erwartungen voraussichtlich enttäuschen. Die EZB kann „Geld drucken“, die Frage aber lautet, wie kann der Überhang an finanziellen Forderungen und Schulden auf ein tragfähigeres Niveau abgesenkt werden, ohne einen Finanzkollaps, den Zerfall des Euro und politisches Chaos hervorzurufen?

Gläubiger und Unterstützer einer Angebotspolitik beharren auf erzwungenem Sparen (Austerität) im Interesse der Erfüllung ihrer Forderungen an die Schuldner. Schuldner und Unterstützer einer Nachfragepolitik verdammen Austerität. Denn in den ersten Jahren eines Austeritätsregimes sind die Auswirkungen wirtschaftspolitisch gesehen kontraproduktiv weil Output und Einkommen schrumpfen. Wenn zum Beispiel die Staatsausgaben 50 % des BIP betragen und um 1 % reduziert werden, so wird das BIP um 0,5 % schrumpfen. Ob und wann private Kapital- und Konsumausgaben diese Minderung wettmachen, ist ungewiss. Andererseits muss man sehen, dass durch einen solchen Austeritätsprozess ein Stück der zuvor verweigerten internen Anpassung zwangsweise herbeigeführt wird, erfahrungsgemäß jedoch bei einer unausgewogenen Lastenverteilung. Die ärmeren Schichten werden am stärksten, und auch die Mittelschichten noch spürbar getroffen, während die Reichen ihren Status am besten zu schützen vermögen.

Das keynesianische Wundermittel in jeder ökonomischen Krise war bisher Deficit spending. Nach inzwischen über 80 Jahren, in denen Deficit spending zu einer Routinepraxis längst unabhängig von der Wirtschaftslage geworden ist, steckt dieser Ansatz in der Sackgasse finaler Überschuldung. Als Anschlusskonzept wird nun von verschiedener Seite Helikoptergeld vorgeschlagen (QE for the People). Gemeint ist damit die direkte Finanzierung von Staatsausgaben durch eigens dafür geschöpftes Zentralbankgeld.<sup>21</sup> Die Defizitpolitik bleibt dabei dieselbe, nur würde das Zentralbankgeld nicht länger die Staatsschuld erhöhen. Buchungsformal könnte es sich schon noch um Staatsschulden handeln, aber sie wären zinsfrei und ohne Fälligkeit.

---

<sup>21</sup>Turner (2015, S. 213–230); Jackson und Dyson (2013, S. 16 ff.); [www.vollgeld.de/mone-taere-staatsfinanzierung](http://www.vollgeld.de/mone-taere-staatsfinanzierung).



Des Weiteren dürfte es schwierig sein, die Gesetzhürde des Verbots der direkten Staatsfinanzierung nach Art. 123 (1) AEUV zu nehmen. Der Bruch des No-Bailout-Art. 125 AEUV und die missbräuchliche Überdehnung des Art. 123 (2) AEUV liegen im beiderseitigen Interesse der Finanzwirtschaft und der Regierungen. Dagegen würde die Aufhebung des Finanzierungsverbots nach Art. 123 (1) AEUV ein Tabu brechen, das von den meisten Experten hochgehalten wird, und das mit den Interessen der Banken als den privilegierten Primärgläubigern der Staaten kollidiert. Der Staat aber braucht die Banken, denn was die Regierungen sich selbst verboten haben – „Geld drucken“ – das machen die Banken für die Regierungen umso bedenkenloser.

Der Euro

Grundlagen, Krise, Aussichten

Huber, J.

2018, VIII, 47 S., Softcover

ISBN: 978-3-658-19318-8