



**Dario Stefano Dell'Aquila/
Stephan Kaufmann/Jannis Milios**

BLACKBOX EZB

**MACHT UND OHNMACHT
DER EUROPÄISCHEN ZENTRALBANK**

INHALT

Einleitung	2
Teil 1: Die Schöpferin des Euro – was tut die EZB?	3
1.1 Was die Zentralbank steuern will	3
Geld schöpfen und drucken	4
1.2 Die Geldversorgung per Kredit	4
1.3 Die Ziele der Zentralbank: Liquiditätsversorgung und Inflation	6
1.4 Die Leitzinsen	8
1.5 Die EZB in der Krise	8
Teil 2: Die EZB als Retterin des Euro	12
2.1 Die Kritik aus Deutschland und der Widerspruch der Eurozone	13
Der Streit vor dem Bundesverfassungsgericht	14
2.3 Die Besonderheit der EZB	16
2.4 Die EZB macht Politik: Der Fall Italien	18
Fazit: Was die Zentralbank im Allgemeinen und die EZB im Besonderen ist	20
Glossar	21
Zum Weiterlesen	22
Autoren	23

EINLEITUNG

Zentralbanken ähneln modernen Kirchen. Sie hausen in imposanten Gebäuden. Sie umgibt eine Aura von Autorität – von Macht, Geheimnis und Bedeutung. Eine Zentralbank gilt als «Hüterin der Stabilität» oder «des Geldes», sie «versorgt die Gesellschaft mit Liquidität». Ihr Auftrag scheint fraglos gut und nützlich. Denn alle wünschen stabiles Geld, alle fürchten das Monster Inflation.

In wirtschaftlich ruhigen Zeiten nimmt das breite Publikum die Zentralbank kaum wahr. Sie agiert im Hintergrund. Mit der Finanz- und Eurokrise rückten die Zentralbanken der Industrieländer ins Rampenlicht. So stand die Europäische Zentralbank (EZB) im Mittelpunkt der Krisenstrategien, sie saß immer mit am Tisch der Politik, als die stille Macht. Und sie hat – so heißt es – die Krise an den Finanzmärkten quasi im Alleingang beendet.

Mit ihren Anti-Krisen-Maßnahmen ist die EZB aber auch ins Zentrum der Kritik gerückt. Ökonomen warnen, sie ruiniere den Euro und die Eurozone. Ihre Politik wurde vor dem Bundesverfassungsgericht angeklagt. Und auch von

links wird sie unter Beschuss genommen: «Die Troika-Politik¹ in der Logik des Kapitalismus hat mit ihren – auch gerade über die EZB aufgezwungenen – Strukturanpassungs-Programmen katastrophale Auswirkungen im Alltag von Millionen Menschen.»²

Wie passt das alles zusammen? Im ersten Teil dieser Publikation wird (in vereinfachter Form) erklärt, was Zentralbanken in normalen Zeiten tun und wie sie den Geldwert «hüten». Im zweiten Teil soll die Besonderheit der EZB und ihrer Politik in der Krise beleuchtet werden. Zunächst geht es also um die EZB als Europäische *Zentralbank*, dann um die EZB als *Europäische Zentralbank*. Im Ergebnis sollte klar werden, dass eine Zentralbank nie unparteiisch ist und dass man an der EZB viel mehr kritisieren kann als die Tatsache, dass sie Teil der Troika ist.³

1 Die sogenannte Troika besteht aus EU-Kommission, Internationalem Währungsfonds und EZB. Sie überwacht in den Euro-Programmländern Griechenland, Irland und Portugal die Einhaltung der Spar- und Reformprogramme, die die Regierungen im Gegenzug für Unterstützungskredite auflegten. **2** Blockupy-Aufruf zu den Mai-Aktionstagen und zur EZB-Blockade, Januar 2014. **3** Grundlage für den folgenden Text ist ein Vortrag für die Rosa-Luxemburg-Stiftung. Er findet sich unter www.rosalux.de/news/40051/-98707ec29b.html.

TEIL 1: DIE SCHÖPFERIN DES EURO – WAS TUT DIE EZB?

Gesetzliche Aufgabe einer Zentralbank ist die Sicherung der Geldwertstabilität. Im Falle der EZB bedeutet dies, dass die Inflationsrate einen Wert von «nahe bei, aber unter 2 Prozent» haben soll. Bevor man sich anschaut, wie sie dieses Ziel erreichen will, ein kurzer Blick auf die Fragen: Mit welchen Problemen hat die Zentralbank zu tun, in welchem Umfeld agiert sie? Dazu ein paar Anmerkungen.

1.1 Was die Zentralbank steuern will

Auf dem Markt agieren vor allem privatwirtschaftliche Unternehmen. Ihr Ziel ist es, einen Gewinn zu erzielen – also einen Überschuss in Geldform. In simpelster Form: Ein Unternehmen investiert 1.000 Euro in Maschinen, Anlagen, Arbeitskräfte, produziert, verkauft und erlöst so 1.100 Euro. Dann geht das Ganze von Neuem los. Hierbei konkurrieren die Unternehmen miteinander. Mittel in der Konkurrenz sind Preise und Qualität der angebotenen Waren: Wer ein besseres Preis-Leistungs-Verhältnis anbietet, der sticht die anderen aus.

Um ihre Wettbewerbsposition zu verbessern oder zu halten, sind Unternehmen daher stets bemüht, ihre Produktivität zu erhöhen. Das tun alle und zwingen sich damit gegenseitig die stete Verbesserung und Verbilligung der produzierten Waren auf. Und nicht nur das: Sie zwingen sich gegenseitig auch zum permanenten Wachstum. Denn wer wächst, hat mehr Mittel, um in der neuen Konkurrenzrunde gegen die anderen zu siegen.

Unternehmen brauchen also Geld, um neu zu investieren und ihre Produktivität zu erhöhen. Dabei warten sie nicht darauf, dass sie Geld über den Verkauf ihrer Waren einnehmen, es

anhäufen und dann – wenn es genug ist – die Investition tätigen. Der Rücklauf des Geldes dauert zu lang. Daher holen sie sich das Geld anders: Sie nehmen Kredit, borgen sich also fremdes Geld.¹

Der Kredit kommt von den Geschäftsbanken. Bei ihnen sammelt sich das Geld der Gesellschaft, dort hat jeder sein Konto. Wenn die Geschäftsbank Kredit gibt, dann verleiht sie allerdings nicht einfach Bargeld, das sie zuvor eingesammelt hat. Der Bankensektor kann ein Mehrfaches des Geldes, das er hat, als Kredit verleihen.

Theoretisch kann die Geschäftsbank unendlich viele Kredite vergeben. Das geht so lange gut, wie keine Zweifel an der Zahlungsfähigkeit der Bank selbst aufkommen. Entstehen

Hinter der Zentralbank steht der Staat mit seiner Macht und seinem Geldmonopol. Daher ist die Zentralbank letztlich unbegrenzt zahlungsfähig.

solche Zweifel, kann es zum Bank-Run kommen: Die Kunden gehen zur Bank und wollen ihr Geld zurück. Dann ist die Bank pleite, und die Einlagen der Kunden bei der Bank sind nichts mehr wert. Verschwunden. Das kann zu einer Kettenreaktion führen (wie in der Lehman-Brothers-Pleite 2008), zur Pleite anderer Banken, zu Massenpleiten und zu einer allgemeinen Zahlungsunfähigkeit.

Daher schaltet sich der Staat ins Bankengeschäft ein. Er reguliert die Kreditvergabe der Banken und versucht sie zu beschränken:

- erstens durch *Regeln*, die die maximal erlaubte Kreditvergabe der Banken an bestimmte Summen binden – an das Eigenkapital der Bank oder an ihre Einlagen (= das Geld, das bei ihr auf den Konten der Kunden liegt);

– zweitens, indem er eine *Zentralbank* einrichtet. Diese Zentralbank kann echtes Geld («Zentralbankliquidität») schöpfen, etwa indem sie Euros druckt. Hinter der Zentralbank steht der Staat mit seiner Macht und seinem Geldmonopol. Daher ist die Zentralbank letztlich unbegrenzt zahlungsfähig (solange Euros akzeptiert werden). Wer Geld drucken kann, kann nicht pleitegehen.² Auf Basis der Liquidität der Zentralbank können die Geschäftsbanken dann Kredite vergeben.

1.2 Die Geldversorgung per Kredit

Die Zentralbank versorgt die Geschäftsbanken mit Liquidität. Was heißt das? Dahinter steht die bekannte Tatsache: Zentralbanken können Geld «drucken». Eine Zentralbank ist die einzige Institution im Kapitalismus, die Geld nicht verdienen oder die sich nicht an verdientem Geld bedienen muss (wie der Staat über Steuern). Sie kann Geld aus dem Nichts «schöpfen». Die zentrale Frage dabei ist: Wie geht das? Fliegen Zentralbanker übers Land und werfen frisch

Geld schöpfen und drucken

Wenn die Zentralbank den Geschäftsbanken Geld leiht, dann schöpft sie es aus dem Nichts. Konkret überweist sie den geschöpften Betrag an «Zentralbankliquidität» auf das Konto, das die Geschäftsbank bei der Zentralbank unterhält. Auf Wunsch muss sie den Betrag an die Geschäftsbank auszahlen, das heißt, die Geschäftsbank kann von der Zentralbank verlangen, diesen Betrag in gedruckten Banknoten zu liefern. Erst dann druckt die Zentralbank wirklich.

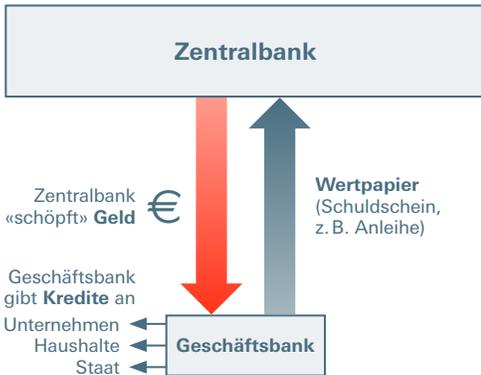
Auch Geschäftsbanken können Zahlungsfähigkeit schöpfen, wenn sie Kredite vergeben. Dabei räumen sie den Kunden einen Kredit ein und gehen ihm gegenüber ein Zahlungsverprechen ein.³ Das ist jedoch nicht das Gleiche, wie wenn die Zentralbank Zahlungsfähigkeit schöpft. Sowohl Zentral- wie Geschäftsbanken vergeben Kredite, schaffen damit

Forderungen gegen sich und schaffen so Zahlungsfähigkeit. Die «Geldschöpfungen» der Geschäftsbank allerdings sind nur so gut, wie die Finanzlage der Bank es zulässt. Braucht sie Geld, muss sie es sich leihen oder es verdienen. Geht beides nicht, ist die Geschäftsbank pleite und ihre Schöpfungen sind nichts wert. Die Zentralbank hingegen geht nie pleite. Denn sie muss weder Geld verdienen, noch muss sie es sich leihen. Sie kann Euros «produzieren». Hinter den Schöpfungen der Geschäftsbank steht ein privatkapitalistisches Unternehmen mit seinem Erfolg. Hinter den Schöpfungen der Zentralbank dagegen ihr Geldmonopol. Daher kann man sagen: Die Geschäftsbank schöpft bloß Kreditgeld, die Zentralbank dagegen echtes Geld – und damit das Medium, auf dem die Kredite der Geschäftsbanken basieren.

Die Zentralbank versorgt also die Geschäftsbanken mit echtem Geld. Darüber, so ihr Ziel, steuert sie, wie viel Kredite die Geschäftsbanken vergeben können. Und darüber will sie steuern, wie viel Zahlungsfähigkeit in einer Gesellschaft existiert.

gedruckte Banknoten ab? Natürlich nicht. «Geldversorgung» geht heute anders: Die EZB verteilt nicht Euros, sondern verleiht sie. Jeder Euro, der das Licht der Welt erblickt, kommt als Kredit auf die Welt. Das funktioniert, vereinfacht dargestellt, so (siehe Grafik 1):

Grafik 1: Wie Geld auf die Welt kommt (I)



Eine Geschäftsbank (z. B. die Commerzbank) überlässt der EZB ein Wertpapier (z. B. eine Schuldverschreibung oder eine Anleihe) über 1.000 Euro, üblicherweise für einen bestimmten Zeitraum (z. B. einen Monat). Im Gegenzug für das Wertpapier leiht die EZB der Geschäftsbank 1.000 Euro. Diese Euros sind neues Geld, echte «Zentralbankliquidität», frisch geschaffen von der EZB. Auf Basis dieser neuen Euros kann die Commerzbank nun Kredite vergeben – an private Haushalte, an Unternehmen oder an den Staat.⁴

Dies ist das Wunder der Geldschöpfung durch die Zentralbank. Und an dem ist einiges bemerkenswert:

- Die EZB akzeptiert im Gegenzug für ihre neuen Euros ein **Wertpapier** (siehe Glossar), zum Beispiel eine Anleihe. Schauen wir uns das genauer an – was ist dieses Papier? Es ist ein Schuldschein, also ein *Zahlungsversprechen*, die verbrieftete Zusage des Schuldschein-Ausgebers (Regierung, Unternehmen, Bank), zu einem *künftigen* Zeitpunkt die geliehene Summe zurückzuzah-

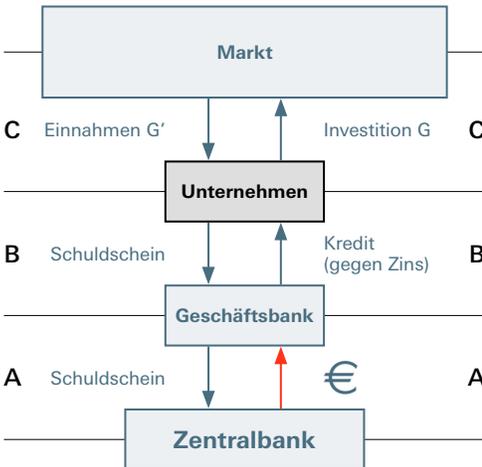
len, inklusive Zinsen. Ob diese Rückzahlung geleistet wird, ist unsicher.

- Für die *Geschäftsbank* ist dieses Zahlungsverprechen ein Stück Finanzkapital. Denn sie behandelt das *Zahlungsversprechen* wie eine bereits *erfolgte Zahlung*. Was heißt das? Ein Beispiel: Die Bank hält einen Schuldschein über 1.000 Euro mit einem jährlichen Zins von 10 Prozent, fällig in einem Jahr. Zwar ist der Schuldschein nur das Anrecht darauf, *in einem Jahr* 1.100 Euro (1.000 Euro + 100 Euro Zins) zu erhalten. Die Bank verbucht aber diesen Schuldschein *heute schon* als ihr Kapital, als ihr Vermögen – obwohl die Rückzahlung noch unsicher ist. Damit nimmt die Bank den Erfolg ihres Verleihgeschäfts (sie gibt 1.000 Euro und erhält 1.100 Euro zurück) vorweg. Kurz: Sie spekuliert.⁵

- Dieses Spekulationsgeschäft der Geschäftsbank beglaubigt die *Zentralbank*: Sie akzeptiert das Wertpapier und gibt dafür echte Zahlungsmittel heraus. Sie ersetzt damit das *Zahlungsversprechen* durch echtes Geld; und nimmt den Erfolg der Bankspekulation (der Kredit wird tatsächlich zurückgezahlt) vorweg.

Gehen wir einen Schritt zurück. Woher hat die Commerzbank überhaupt den Schuldschein? Weil sie einen Kredit vergeben hat, zum Beispiel an das Unternehmen Daimler (siehe Grafik 2, B). Daimler gibt der Commerzbank den Schuldschein, das Zahlungs- und Zinsversprechen. Mit dem geliehenen Geld kauft sich Daimler dann Arbeitskräfte und Maschinen, produziert Autos und verkauft diese (siehe Grafik 2, C). Geht das Geschäft auf, so macht Daimler Gewinn und kann damit den Kredit und die Zinsen an die Geschäftsbank zurückzahlen. Auch das Kalkül der Geschäftsbank wäre aufgegangen.

Grafik 2:
Wie Geld auf die Welt kommt (II)



Aus der Perspektive der Zentralbank würde das gelungene Geschäft bedeuten: Die von ihr gedruckten neuen Euros (siehe Grafik 2, A) sind durch die gewachsene Geschäftstätigkeit von Daimler (siehe Grafik 2, C) quasi «gedeckt». Die Erwartung der Zentralbank ist eingetroffen: Der gewachsene Geldmenge steht eine gewachsene Wirtschaftstätigkeit gegenüber.

Daraus ergeben sich mehrere bedeutsame Schlüsse, die zeigen, worum sich die EZB «sorgt», wenn sie die Gesellschaft mit Liquidität «versorgt»:

- Jedem Euro, der auf die Welt kommt, liegt ein Kredit zugrunde. Und zwar doppelt: Er kommt auf die Welt erstens *als Kredit* (die Zentralbank leiht der Geschäftsbank 1.000 Euro) und zweitens *auf Basis eines Kredits* (die Geschäftsbank hat 1.000 Euro verliehen, erhält dafür einen Schuldschein, den sie bei der Zentralbank als Sicherheit hinterlegt). Warum ist das wichtig? Weil Kredit immer die Rückzahlung und diese Rückzahlung eine gelungene Kapitalverwertung unterstellt (das geliehene Geld muss inklusive Zins zurückgezahlt werden).

- Ob der Schuldschein bedient wird, ob Daimler zahlen kann, ist zu Beginn der Operation unsicher. Die von der Zentralbank geschaffenen Euros sind aber schon da. Das heißt, nicht nur die Geschäftsbank, auch die Zentralbank spekuliert mit ihrer «Geldversorgung» darauf, dass das Geschäft von Daimler aufgeht. Jeder von der Zentralbank geschöpfte neue Euro repräsentiert eine *Vorwegnahme* gelungener Geldvermehrung.

- Wenn die EZB Euros «druckt», dann finanziert sie (zusammen mit den Geschäftsbanken) ein Wachstum vor, das erst noch geschaffen werden muss. Jeder neu geschaffene Euro repräsentiert damit nicht nur eine Vorwegnahme, sondern einen *Anspruch* auf gelungene Geldvermehrung, mit Marx gesagt: dass aus G ein G' wird. Letztlich hängt die Stabilität der Währung davon ab, dass die per Kredit vorfinanzierten Geschäfte auch aufgehen (dass z. B. Daimler einen ausreichend hohen Gewinn macht).

Dem Geld der EZB ist also schon ein Wachstumszwang eingeschrieben, denn wenn die Zentralbank die Gesellschaft mit Geld «versorgt», produziert sie lauter Forderungen an die Gesellschaft – Forderungen auf Kapitalverwertung. Und damit sich das vergrößerte Kapital verwertet, braucht es Wachstum.⁶

1.3 Die Ziele der Zentralbank: Liquiditätsversorgung und Inflation

Mit ihrer Liquiditätsversorgung versucht die Zentralbank, die Kreditvergabe der Geschäftsbanken zu regulieren und damit zu beschränken. Gleichzeitig sichert sie dadurch das Bankensystem gegen Krisen ab, denn hinter den Geschäftsbanken steht stets die mächtige Zentralbank. So schafft sie Vertrauen in die Banken – und setzt deren Fähigkeit zur Kreditvergabe erst richtig frei. Sie können so viel Kredit schöpfen, wie die Zentralbank sie lässt (ob sie das auch tun, das ist eine andere Frage).

Das Ziel der Liquiditätsversorgung der Zentralbank kann man so beschreiben: Für kapitalistisch rentable Geschäfte soll immer Geld da sein. Dafür kann sie theoretisch unbegrenzt Geld «schöpfen». Aber nur für rentable Geschäfte. Das wenigstens ist ihr Ideal. Erreicht werden soll dies dadurch, dass jeder neue Euro nur als Kredit, also mit einem Zinsanspruch auf die Welt kommt. Die Bundesbank formuliert es so: «Im Zwang zur Zinszahlung liegt ein finanzieller Anreiz, Kredit nur dann aufzunehmen, wenn dies wirtschaftlich gerechtfertigt erscheint. Für ein Unternehmen bedeutet dies, dass es mit dem Kredit produktiv umgehen muss, damit es einen Ertrag erzielt, aus dem mindestens der Zinsaufwand gedeckt wird.»⁷ Den Erfolg ihrer Politik misst die Zentralbank vor allem an einer Zahl: der Inflationsrate. Denn die EZB verfolgt das vorrangige Ziel, die «Preisstabilität zu gewährleisten (Artikel 127, Absatz 1 des Europäischen Vertrags).

«Preisstabilität» sieht die EZB gewährleistet bei einer Inflationsrate von knapp unter 2 Prozent. Höher soll sie nicht steigen.⁸ Zunächst: Was ist Inflation? Inflation bedeutet einen Anstieg des allgemeinen Preisniveaus. Flächendeckend erhöhen Unternehmen die Preise. Daher wird die Inflationsrate auch als Teuerungsrate bezeichnet. Der Sachverhalt der «Teuerung» am Geld ausgedrückt heißt: Das Geld entwertet sich, es kauft weniger. Für zwei Euro kann man beispielsweise nicht mehr zwölf Eier kaufen, sondern nur noch zehn.

Als Ursache für eine steigende oder hohe Inflationsrate wird häufig genannt, dass «zu viel» Geld in der Gesellschaft ist. Das ermöglicht es den Unternehmen, ihre Preise zu erhöhen. Aufgrund der großen zahlungsfähigen Nachfrage könnten sie ihre Waren teurer verkaufen. Das Geld sei ja da. Dass die Inflation von der Geldmenge abhängt, ist der Grundgedanke der sogenannten Quantitätstheorie,

die auch das Alltagsbewusstsein der Menschen bestimmt. Die Logik lautet: viel Geld, viel Inflation. Diese Theorie ist jedoch falsch. Die entscheidende Frage ist: Wann ist Geld «zu viel»? «Zu viel» gemessen woran? Dazu hier nur ein paar grundsätzliche, schematische Antworten. Bedenkt man die in Kapitel 1.1 und 1.2 beschriebenen Mechanismen, so lässt sich festhalten: Wenn die Zentralbank neues Geld schöpft, ermöglicht sie damit den Geschäftsbanken, mehr Kredite zu vergeben. Tun die Geschäftsbanken das auch,⁹ so erhöht sich die Zahlungsfähigkeit in der Gesellschaft. Mehr «Geld» (in Form von Kredit) ist verfügbar, es kann mehr konsumiert oder investiert werden.

Nun kommt es *tendenziell* darauf an, ob diese vermehrte Zahlungsfähigkeit auch vermehrte

Die Logik lautet: viel Geld, viel Inflation. Diese Theorie ist jedoch falsch.

kapitalistische Geschäftstätigkeit finanziert. Also am genannten Beispiel: Wenn Daimler einen Kredit nimmt, investiert, produziert und verkauft, so kann es den Kredit bedienen, und die Geldschöpfung der Zentralbank ist durch vermehrte Geschäftstätigkeit gedeckt. Mehr Geld steht mehr Verwertung gegenüber. Es besteht keine Inflationsgefahr.

Scheitert Daimler jedoch mit seinen Expansionsplänen, so finanziert der Kredit nicht zusätzliche Verwertung. Die Wirtschaftstätigkeit ist dann nicht gewachsen, nur die Menge an Zahlungsfähigkeit ist gestiegen. Dann besteht die Gefahr steigender Inflation bzw. der Geldentwertung.

Wie entsteht also «zu viel» Geld? Zentralbank und Geschäftsbanken «produzieren» zusätzliche Zahlungsfähigkeit. Eine anhaltend hohe oder steigende Inflation ist ein Zeichen dafür, dass wachsende Teile dieser zusätzlichen Zahlungsfähigkeit nicht in zusätzliche Produktion fließen, sondern bloß allgemein steigen-

de Preise möglich machen. Ob die zusätzliche Zahlungsfähigkeit zusätzliche Produktion finanziert, ist im Moment der Geldschöpfung und der Kreditvergabe jedoch nicht klar, sondern zeigt sich erst im Nachhinein, wenn der Kredit schon vergeben und das Geld geschöpft ist.

Man sieht: «Zu viel» Geld ist keine Frage der «richtigen» Menge an geschöpfter Zahlungsfähigkeit, sondern eine Frage der «Leistungsfähigkeit» des Kredits, das heißt, ob mit ihm wachsende Geschäftstätigkeit finanziert wird oder nicht. Das wiederum hängt ab vom Gang der kapitalistischen Akkumulation. Die Zentralbank allerdings stellt sich auf den Standpunkt, sie müsse nur die «richtige» Menge an Geld schöpfen (bzw. die Geschäftsbanken schöpfen lassen), dann könne sie die Inflationsrate steuern.

1.4 Die Leitzinsen

Zentrales Instrument der Geldpolitik der Zentralbank sind die sogenannten **Leitzinsen** (siehe Glossar). Dies sind vor allem jene Zinsen, die die Zentralbank den Geschäftsbanken dafür berechnet, dass sie ihnen Geld leiht im Gegenzug für Wertpapiere (siehe Grafik 1). Idealerweise funktioniert die Steuerung von Kreditvergabe und Inflationsrate über Leitzinsen wie folgt: Ist die Inflationsrate zu hoch, *erhöht* die Zentralbank die Leitzinsen. Höhere Leitzinsen machen es für Geschäftsbanken teurer, sich Zentralbankliquidität zu leihen (siehe Grafik 2, A). Diese Verteuerung geben sie an die Kunden weiter, indem sie ihrerseits die Zinsen für Kredite an Staat, Unternehmen und private Haushalte (siehe Grafik 2, B) erhöhen. Daraufhin nehmen diese weniger oder keine Kredite auf. Damit geht die gesellschaftliche Zahlungsfähigkeit zurück oder wächst weniger. Folge: Es wird weniger konsumiert und investiert (siehe Grafik 2, C). Und damit sinkt die Inflationsrate, und die Konjunktur lässt nach.

Und umgekehrt: Ist die Inflationsrate nicht zu hoch und die Konjunktur zu schwach, so kann

die Zentralbank die Leitzinsen *senken*. In diesem Fall kommen die Geschäftsbanken billiger an Zentralbankgeld (siehe Grafik 2, A). Diesen Kostenvorteil geben sie (nicht freiwillig, sondern aufgrund der Konkurrenz) an ihre Kreditnehmer weiter und senken ihre Zinsen für Kredite (siehe Grafik 2, B). Daraufhin nehmen Staat, Unternehmen und private Haushalte mehr Kredite auf, die Zahlungsfähigkeit der Gesellschaft wächst. Folge: Es wird mehr konsumiert und investiert, die Wirtschaftstätigkeit nimmt zu, die Konjunktur läuft (siehe Grafik 2, C).

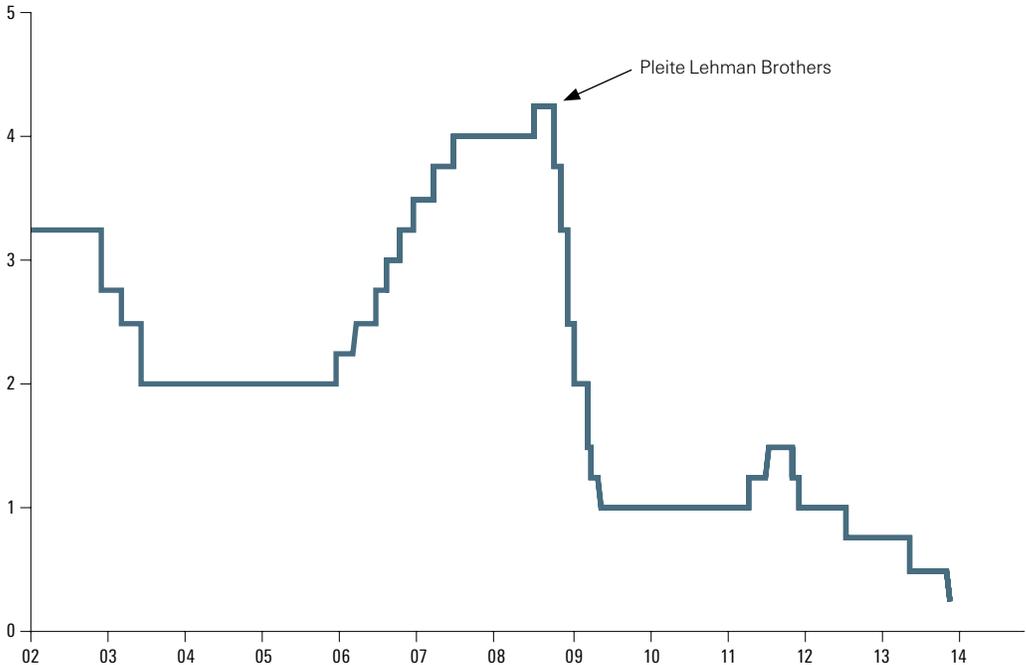
So weit das *Ideal* der Kredit- und Inflationssteuerung durch den Leitzins. Es bleibt ein Ideal, weil die Zentralbank mit vielen Problemen konfrontiert ist und weil der Wirtschaftsprozess komplizierter ist als in dem hier skizzierten Schema. Auch die EZB gibt zu: «Die genauen Auswirkungen der geldpolitischen Maßnahmen» auf die gesamte Volkswirtschaft und das Preisniveau «lassen sich nur schwer vorhersagen». ¹⁰ Allgemein gesprochen steht eine Zentralbank vor zwei Problemen: Zum einen kann sie zwar Geld schöpfen und so versuchen, die Kreditvergabe anzuheizen. Ob diese Kredite aber zu vermehrter Wirtschaftstätigkeit führen oder bloß die Menge an Zentralbankliquidität aufblähen, steht nicht in ihrer Macht. Zum anderen kann die Zentralbank zwar die Leitzinsen erhöhen (oder senken). Ob dadurch aber die Geschäftsbanken wirklich weniger (oder mehr) Kredite vergeben, hat sie nicht in der Hand. Das ist von vielen Faktoren abhängig. Wie machtlos zum Beispiel die EZB dabei ist, hat sich in der Krise gezeigt.

1.5 Die EZB in der Krise

In der Eurokrise war die Konjunktur in den meisten Eurostaaten schwach, gleichzeitig war die Inflationsrate niedrig. Die EZB griff daher zu einigen drastischen Maßnahmen. So senkte sie den Leitzins auf fast 0 Prozent, um Kredit billiger zu machen und so mehr Zah-

Grafik 3: Der Leitzins

Zins für Hauptrefinanzierungsgeschäfte (1 Woche) in Prozent



lungsfähigkeit zu schaffen (siehe Grafik 3). Und sie tat noch mehr, um die «Geldschleusen zu öffnen»:

- Die EZB beschloss die sogenannte Vollzuteilung, das heißt, sie lieh den Geschäftsbanken jede Summe, die sie haben wollten (normalerweise leiht die Zentralbank in ihren regelmäßigen Refinanzierungsgeschäften nur bestimmte, vorher festgelegte Summen).
- Die EZB senkte die Ansprüche an die Sicherheiten für ihre Refinanzierungsgeschäfte, sprich: Sie akzeptierte von den Geschäftsbanken auch riskantere Wertpapiere von minderer Qualität und gab dafür Euros

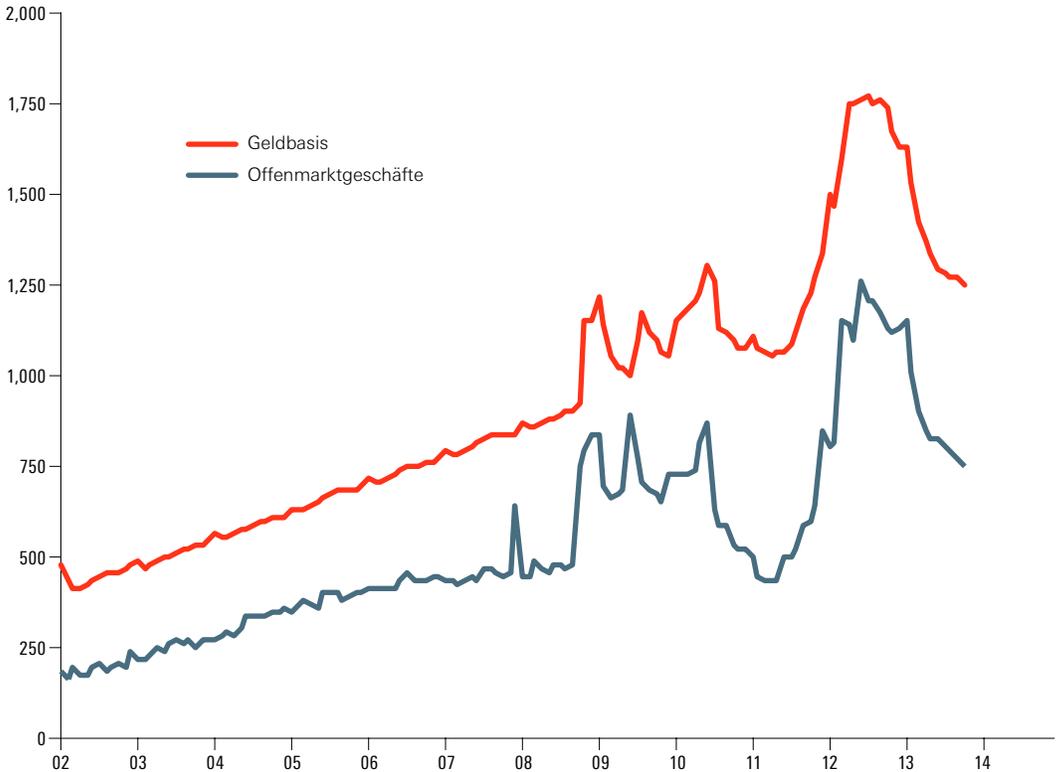
heraus. Dadurch konnten die Banken sich mehr Geld bei der EZB besorgen.

- Die EZB gab den Banken der Eurozone zudem zwei Megakredite (sogenannte LTRO) über insgesamt brutto eine Billion Euro für knapp 1 Prozent Zins mit einer für eine Zentralbank recht langen Verleihdauer von drei Jahren.
- Und schließlich kaufte die EZB den Banken auch Anleihen ab, das heißt, sie lieh den Banken nicht das Geld, sondern sie gab es ihnen dauerhaft.

Mit all diesen Maßnahmen pumpte die EZB viel Geld in den Bankensektor. Das zeigte sich an der sogenannten Geldbasis.

Grafik 4: EZB «pumpt Geld in die Märkte»

Angaben in Milliarden Euro



Einerseits war die Politik der EZB erfolgreich, da sie durch den Geldstrom die Banken liquide hielt und Bankenpleiten verhinderte. Auf der anderen Seite sorgte die EZB-Politik nicht dafür, dass die Konjunktur anzog. Obwohl die Geschäftsbanken potenziell mehr Kredit hätten geben können, weiteten sie ihre Kreditvergabe nicht aus. Stattdessen horteten sie zunächst die Mittel von der EZB und gaben später große Teile davon wieder an die EZB zurück (sichtbar am Schrumpfen der Geldbasis ab Mitte 2012, siehe Grafik 4).

Warum gaben die Banken nicht mehr Kredite? Das ist kein Rätsel.

Die Konjunktur in der Eurozone lief schlecht, die Wirtschaftsleistung schrumpfte, die Arbeitslosigkeit stieg. Dadurch gab es auf der einen Seite Unternehmen, deren Geschäft zwar noch lief, die aber keine Kredite brauchten, um ihre Geschäftstätigkeit auszuweiten. Im Gegenteil, sie hatten zu viel Geld und wussten nichts damit anzufangen. Auf der anderen Seite gab es Unternehmen, deren Geschäft schlecht lief – diesen Unternehmen jedoch wollten die Banken kein Geld leihen. Die privaten Haushalte und die Staaten wiederum hatten durch die Krise bereits stark gestiegene Schulden und wollten daher entwe-

der kein neues Geld oder waren nicht mehr kreditwürdig.

Von daher nützten die Zinssenkungen der EZB wenig. Denn der billigste Kredit bringt nichts, wenn es keine Kapitalverwertung gibt. Das zeigt die Ohnmacht einer Zentralbank: Sie kann zwar die Kosten für Kredite senken. Doch bleibt jeder neue Euro ein Anspruch auf Kapitalverwertung und soll auch nur dieser Verwertung dienen. Bleibt diese aus, wird kein Kredit genommen, so niedrig der Zins auch ist.

Das wissen auch Zentralbanker. Und daher beließen sie es nicht bei der Zinspolitik, sondern formulierten Ansprüche an die ganze Gesellschaft. Die EZB forderte eine Verbesserung der Bedingungen für das Wirtschaftswachstum und meinte damit: für die Kapitalverwertung. Investitionen müssten wieder rentabler werden, das ginge nur, wenn Kosten für die Unternehmen, insbesondere die Lohnstückkosten, gesenkt würden. Die Eurozone brauche «Wettbewerbsfähigkeit als Leitmotiv», verlangte der Berater von EZB-Chef Mario Draghi.¹¹ Die Staaten müssten «schlanker» werden, wettbewerbsfähiger, und unproduktive Ausgaben einsparen, zum Beispiel die Sozialausgaben. Daher verkündete Draghi: «Das europäische Sozialmodell ist Vergangenheit.»¹²

Kurzum: Die ganze Gesellschaft soll rentabler werden und so dafür sorgen, dass die «Geldversorgung» der Zentralbank das gewünschte Ergebnis hat¹³ – hohe Investitionsrenditen, Kapitalverwertung, Wachstum. Mit ihren Forderungen nach «flexibleren Arbeitsmärkten» will die EZB erreichen, dass sich das Lohnniveau «anpasst» und die Unternehmen so das Wachstum schaffen, das die EZB durch ihre Geldversorgung vorfinanziert. Zugespitzt formuliert: Die Zentralbank schafft über das

Geld drucken die Bedingung des Wachstums und macht die Lohnabhängigen dafür haftbar, dass das auch funktioniert.

Aber nicht nur die Gesetze der kapitalistischen Ökonomie begrenzen die Macht der EZB, auch die Politik. Hier kommen wir zu der Be-

Die Zentralbank schafft über das Geld drucken die Bedingung des Wachstums und macht die Lohnabhängigen dafür haftbar.

sonderheit der EZB, die sie von anderen Zentralbanken unterscheidet. Grund für diese Besonderheit ist das spezielle Gebilde, in dem die EZB für Geldpolitik zuständig ist: die Eurozone. Dieses Gebilde ist von einem grundsätzlichen Widerspruch gekennzeichnet. Exemplarisch zeigte sich dieser Widerspruch am Streit um die «Rettung» des Euro durch die EZB.

1 Zu den Gründen, aus denen Unternehmen auf Kredit angewiesen sind, vgl. Von wegen Casino. Populäre Irrtümer über Banken, Börse und Kredit, hrsg. von der Rosa-Luxemburg-Stiftung, luxemburg argumente Nr. 5, 2., akt. Aufl., Berlin 2013, S. 6f. und Heinrich, Michael: Kritik der politischen Ökonomie. Eine Einführung, Stuttgart 2004, S. 165ff. **2** Genauer erklärt in: Troost, Axel/Hersel, Philipp: Was passiert, wenn die EZB Verluste macht?, unter: www2.alternative-wirtschaftspolitik.de/uploads/m3413.pdf. **3** Wie das funktioniert, dazu vgl. Von wegen Casino, S. 40f. und Heinrich: Kritik, S. 158ff. **4** Die Bank kann ein Mehrfaches dieser Zentralbank-Euros verleihen und so ein Vielfaches der 1.000 Euro an Zahlungsfähigkeit schaffen und so Zahlungsfähigkeit schöpfen. Vgl. Von wegen Casino, S. 40f. **5** «Spekulation» bedeutet hier nur: Die Bank setzt darauf, dass die Zahlung in Zukunft erfolgen wird. **6** Das bedeutet jedoch nicht, dass der Zwang zum Wachstum im Kapitalismus durch den Zins entsteht, den Geschäftsbanken und Zentralbanken verlangen. Dieser Zwang hat seinen Ursprung in der Konkurrenz der Unternehmen; vgl. Von wegen Casino, S. 13. **7** Deutsche Bundesbank: Schülerbuch Geld und Geldpolitik, Frankfurt a. M. 2012, S. 78. **8** Im Folgenden soll es darum gehen, wie die Zentralbank eine zu hohe Inflation verhindern will. Der Fall einer zu niedrigen Inflationsrate – oder einer Deflation – wird hier beiseite gelassen. **9** Ob sie das tun, hängt von vielen Dingen ab – der kapitalistischen Konjunktur, dem Weltmarkt etc. **10** Vgl. www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/monopol/html/mp_007.de.html. **11** Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 12.8.2013. **12** Wall Street Journal v. 24.2.2012. **13** Um Missverständnissen vorzubeugen, sei hier noch einmal betont: Nicht die Zentralbank zwingt die Unternehmen zur Kapitalverwertung. Vielmehr gehört das Verwertungsprinzip zum Kapitalismus. Innerhalb dieser Verwertungslogik verschärft die Form der Geldversorgung dann den Zwang zur Kapitalverwertung.

TEIL 2: DIE EZB ALS RETTERIN DES EURO

Die EZB hat den Euro 2012 gerettet, heißt es, sie hat die Vertrauenskrise an den Finanzmärkten beendet. Was ist damit gemeint? Ein Blick zurück. Die Krise der Eurozone bestand darin, dass im Jahr 2010 Finanzanleger das «Vertrauen» in einige Länder der Währungsunion verloren. «Vertrauen verloren» bedeutet hier: Finanzanleger misstrauten der Kreditwürdigkeit zunächst von Griechenland, dann von Irland und Portugal. Sie glaubten zunehmend weniger – und irgendwann gar nicht mehr –, dass diese Länder ihre Kredite auch würden zurückzahlen können. Die Finanzanleger zweifelten also daran, dass Anleihen dieser Staaten eine rentable, sichere Geldanlage sind. Von den Regierungen dieser Staaten wurden immer höhere Zinsen für Kredite verlangt, bis ihnen die Pleite drohte.¹

Griechenland, Irland und Portugal wurden schließlich durch Kredite der anderen Eurostaaten zahlungsfähig gehalten. Ein permanenter Fonds («Euro-Rettungsschirm») wurde eingerichtet, der Geld an Euroländer in Zahlungsnot verleihen konnte. Dadurch beruhigte sich die Lage an den Finanzmärkten zunächst wieder, bis 2012 große Verluste in Spaniens Bankensystem offenbar wurden.

Dadurch flammte die Eurokrise wieder auf und griff auf den Staat über. Finanzanleger verlangten höhere Risikoprämien für Kredite an die spanische Regierung, die für frisches Geld immer mehr Zinsen bezahlen musste –

was sie in den Augen der Finanzanleger noch weniger kreditwürdig machte und die Zinsen noch weiter steigen ließ. Ein sich selbst verstärkender Zirkel. Zusätzlich verschärft wurde die Lage durch die staatlichen Sparprogramme, die die Rezession in Südeuropa vertieften und die Zweifel der Finanzanleger nährten.

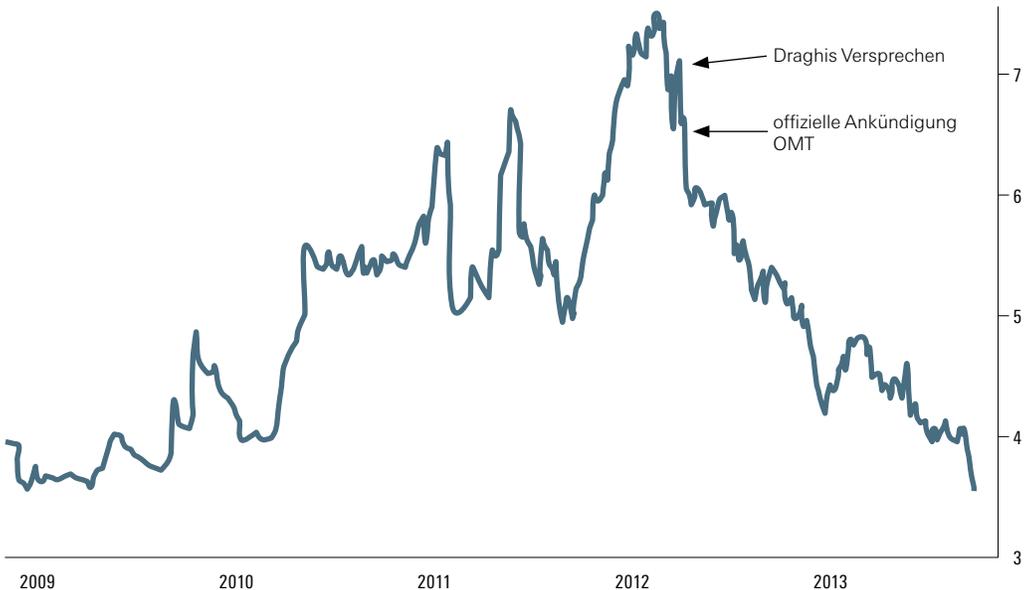
Zwar gab es mittlerweile den Euro-Rettungsschirm ESM, von dem sich Madrid zur Not Geld hätte leihen können. In diesem Falle allerdings wären die Mittel des ESM weitgehend ausgeschöpft gewesen – ein weiteres Land wie Italien mit knapp 2.000 Milliarden Euro Staatsschulden hätte der Fonds nicht mehr stützen können. Daraufhin weitete sich das Misstrauen «der Märkte» auch auf Italien aus, die Zinsen für italienische Staatskredite stiegen. Es drohte die Pleite des Landes, das Auseinanderbrechen der Eurozone und damit die massenhafte Entwertung des Finanzkapitals, das in Euro-Staatsanleihen angelegt war.

Dann griff die EZB ein. Am 26. Juli 2012 sprach ihr Chef Mario Draghi auf einer Investoren-Konferenz in London die magischen Worte: «Wir werden alles tun, um den Euro als stabile Währung zu erhalten – und glauben Sie mir, es wird genug sein.» Folge: Die Zinsen sanken, die Eurokrise war in dieser Hinsicht beendet (siehe Grafik 5), ohne dass die EZB tatsächlich weitere Staatsanleihen hätte kaufen müssen.

Die Beruhigung an den Finanzmärkten war kein Wunder, denn Draghi hatte den Anlegern ein großes Versprechen gegeben: Im Notfall kauft die EZB Staatsanleihen von in die Krise geratenen Eurostaaten.

Grafik 5: EZB beendet Spekulation

Zins auf zehnjährige spanische Staatsanleihen in Prozent



Die Beruhigung an den Finanzmärkten war kein Wunder, denn Draghi hatte den Anlegern ein großes Versprechen gegeben: Im Notfall kauft die EZB Staatsanleihen von in die Krise geratenen Eurostaaten. Nun konnte jeder Anleger risikolos den Regierungen in Rom und Madrid Geld leihen und dafür eine Anleihe erwerben.

Anfang September 2012 präsentierte die EZB dann offiziell ihr Anleihekaufprogramm OMT. Mit diesem Programm ersetzte die EZB das verlorene Vertrauen in die Kreditwürdigkeit der Regierungen. Ihre Kaufgarantie war absolut glaubwürdig, denn die EZB kann nach eigenem Ermessen Geld produzieren, ist also immer zahlungsfähig.²

2.1 Die Kritik aus Deutschland und der Widerspruch der Eurozone

Kaum hatte sich die Krise beruhigt, wurde Kritik laut, vor allem in Deutschland. Stellvertretend für viele sei hier CSU-Generalsekretär Alexander Dobrindt genannt. Der Vorschlag der EZB sei «höchst gefährlich», sagte er der *Bild am Sonntag*. Draghi missbrauche die EZB «als Schaufelrad», «um Geld vom stabilen Norden Europas in den defizitären Süden zu schaffen». Damit mache Draghi die EZB zur «Inflationsbank».³

Der Streit vor dem Bundesverfassungsgericht

Die Kritik aus Deutschland an dem Anleihekaufprogramm OMT mündete in eine Klage vor dem Bundesverfassungsgericht. Zu den Klägern gehörte unter anderen der CSU-Politiker Peter Gauweiler. Auch die Deutsche Bundesbank trat als «Zeuge» gegen die EZB auf. Im Kern argumentierte die Bundesbank so: Durch ihre Kaufgarantie habe die EZB die Zinsen für die Krisenstaaten gesenkt und ihnen damit Ausgaben erspart. Dies sei eine Form der **monetären Staatsfinanzierung** (siehe Glossar), die der EZB verboten sei.

Das Gegenargument der EZB lautete: Ihr gehe es gar nicht darum, einzelnen Staaten Zinsausgaben zu ersparen und sie dadurch zu finanzieren. Vielmehr gehe es ihr um die Wirksamkeit ihrer eigenen Geldpolitik (siehe Kapitel 1.2 und 1.3). Um die Krise zu bekämpfen, habe die EZB die Leitzinsen für die Eurozone gesenkt. Dennoch sei das Zinsniveau gerade in Südeuropa nicht gesunken. Warum nicht? Weil an den Märkten eine irrationale Angst vor dem Auseinanderbrechen der Eurozone geherrscht habe, die die Zinsen in die Höhe trieb. Mit ihrer Garantie habe die EZB diese Angst beschwichtigt. Damit könnten die «Märkte» wieder richtig funk-

nieren und die Leitzinssenkungen der EZB wieder wirken.

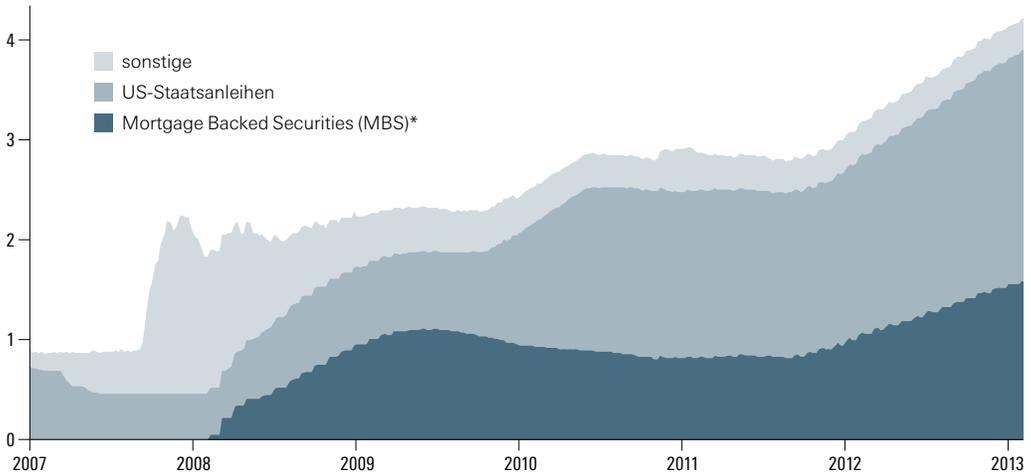
Dagegen erhoben die EZB-Kritiker wiederum einen Einwand. Es sei zwar richtig, dass die Zinsen in Südeuropa sehr hoch waren, doch seien diese hohen Zinsen lediglich die Reaktion der Anleger auf die unsolide Haushaltspolitik der Krisenstaaten gewesen. Und das sei gut so. Denn über hohe Zinsen übten die Märkte Druck auf die Länder aus, zu sparen und wettbewerbsfähig zu werden. Anleihekäufe «im großen Umfang bewirken eine Unterstützung der Finanzierung staatlicher Haushalte», so die Bundesbank, und unterliefen damit die «disziplinierende Wirkung» der Finanzmärkte.⁴ Das Bundesverfassungsgericht sollte eine Frage entscheiden, die niemals beantwortet werden kann: War 2012 der Zinsanstieg in Südeuropa wegen der unsoliden Finanzpolitik gerechtfertigt und damit rational (Position der Bundesbank)? Oder war er einer ungerechtfertigten Panik vor dem Auseinanderbrechen der Eurozone geschuldet und daher irrational (Position der EZB)? Im Februar 2013 leitete das Bundesverfassungsgericht den Fall an den Europäischen Gerichtshof zur Entscheidung weiter.⁵

Die Kritik aus Deutschland wie auch die Klage vor dem Bundesverfassungsgericht gegen das Anleihekaufprogramm zeigen den grundlegenden Widerspruch der Eurozone auf – und die Folgen für die EZB. Um sich diesen Widerspruch klarzumachen, hilft ein Blick auf die Anti-Krisen-Strategien anderer Notenbanken wie der US-Fed oder der Bank of Japan. Im Gegensatz zur EZB kauften sie in der Krise große Mengen von Anleihen ihrer jeweiligen

Staaten auf und wurden so zu den größten Gläubigern ihrer Regierungen.⁶ So erwarb die Fed noch Mitte 2014 jeden Monat US-Staatsanleihen in Höhe von 35 Milliarden Dollar (siehe Grafik 6). Ihr Ziel dabei: Nachfrage nach US-Staatsanleihen schaffen, um dadurch die Zinsen zu drücken. Dies macht Kredite für alle billiger – für Amerikas Unternehmen, Banken, private Haushalte und den Staat. Die Anleihekäufe nutzen allen.

Grafik 6: Bilanz der US-Notenbank

Vermögen in Billionen Dollar



* MBS sind Wertpapiere, die mit Hypothekenforderungen unterlegt sind.

Die EZB dagegen befindet sich in einer Zwickmühle. Sie wollte über ihr Anleihekaufprogramm OMT die südeuropäischen Staaten unterstützen. Denn dort waren die Zinsen sehr hoch – in Deutschland dagegen waren sie sehr niedrig. Folglich hätte die EZB vor allem Anleihen von Italien und Spanien erworben, um für diese Länder das Zinsniveau zu senken. Das aber galt aus Sicht der deutschen Kritiker als eine ungerechtfertigte Bevorzugung einzelner Eurostaaten. Sprich: Vom OMT hätten nicht alle Eurostaaten profitiert, sondern nur die südeuropäischen.

Diese Beschwerde zeigt den grundlegenden Widerspruch der Eurozone: Unter dem Dach einer gemeinsamen Währung sind *konkurrierende* Nationalstaaten vereinigt. Mit seiner Kritik, die EZB «schaufte Geld vom stabilen Norden Europas in den defizitären Süden» beklagte sich CSU-Generalsekretär Dobrindt als Vertreter eines Gläubigerlandes wie Deutschland darüber, dass mit deutschem Geld und deutschem Kredit die Schuldnerlän-

der gestützt würden. Während in den USA die Zentralbank mit ihren Anleihekäufen das gesamtstaatliche Interesse an niedrigen Zinsen verfolgt, herrscht in der Eurozone Streit darum, wer die Kosten der Krise tragen muss. Die deutschen EZB-Kritiker vertreten dabei die Position, dass die Gewinner (Euro-Kernstaaten) nicht die Verlierer (Europeripherie) finanzieren sollten.

Diese Haltung jedoch unterminiert die Währungsunion. Denn die kapitalistische Konkurrenz produziert immer Gewinner und Verlierer, also Gläubiger und Schuldner. Daher braucht es einen Ausgleichsmechanismus, der die Verlierer dauerhaft zahlungsfähig hält.⁷ Da finanzielle Transfers zwischen Eurostaaten kaum vorhanden sind, muss diese Funktion die EZB übernehmen. Indem sie die Zahlungsfähigkeit der Schuldnerationen garantiert, verhindert sie deren Pleite und letztlich das Auseinanderbrechen der Eurozone. Sie vertritt damit das Gesamtinteresse am Zusammenhalt einer Währungsunion, in der die

einen Länder profitieren und die anderen verlieren. Ein Zusammenbruch würde auch die Wirtschaft der Gewinnerstaaten schädigen. Die EZB schützt damit den deutschen Erfolg vor dem partikularen Interesse Deutschlands, nicht für die Krise der anderen Länder zahlen zu müssen.

Davon ließ sich schließlich auch die deutsche Bundesregierung überzeugen. Sie stimmte dem Anleihekaufprogramm zu – aber unter Bedingungen:

1. Hilfe durch die EZB kann ein Euroland nur erhalten, wenn es den verschärften Stabilitätspakt und den noch schärferen *Fiskalpakt* unterschreibt, sich also zu dauerhaften Sparprogrammen und Reformen verpflichtet, um seine «Wettbewerbsfähigkeit» zu erhöhen.
2. Als Voraussetzung für die Unterstützung durch die EZB muss ein Land eine Vereinbarung mit dem *Euro-Rettungsfonds ESM* unterschreiben. Im Gegenzug für Kredite vom ESM verpflichtet sich das Land zu weiteren Sparmaßnahmen.

EZB-Hilfe gibt es nur, wenn ein Land zuvor und gleichzeitig große Teile seiner Bevölkerung ärmer macht, Sozialleistungen streicht und sein Lohnniveau drückt. Und wenn Deutschland zustimmt.

3. Um vom ESM unterstützt zu werden, muss ein Land nicht nur in einer ernsten Krise sein, sondern seine Krise muss die Stabilität des *Euroraums* als *Ganzes* gefährden. Die Unterstützung durch ESM und EZB schützt also vor allem die Gläubiger-/Gewinnernationen vor den Folgen einer Krise der Schuldnerstaaten.

4. Dass eine Vereinbarung mit dem ESM eine Vorbedingung für die Unterstützung durch die EZB ist, sichert der *deutschen Regierung* faktisch ein Vetorecht. Denn ob ein Land ein ESM-Programm und damit Zugang zu EZB-Hilfen erhält, darüber entscheidet der Bundestag mit.

Kurz: EZB-Hilfe gibt es nur, wenn ein Land zuvor und gleichzeitig große Teile seiner Bevölkerung ärmer macht, Sozialleistungen streicht und sein Lohnniveau drückt. Und wenn Deutschland zustimmt. So erhält der Widerspruch der Eurozone – ökonomische Konkurrenten teilen sich eine Währung, stehen aber nicht füreinander ein – eine Verlaufsform: Die Verliererstaaten werden unterstützt, müssen sich dafür aber dem Diktat der Gewinnerstaaten beugen. Hilfe durch die EZB bleibt damit prekär und ein politisch umkämpftes Feld.

2.2 Die Besonderheit der EZB

Mit ihren Krediten an den Bankensektor wie auch mit dem Anleihekaufprogramm nahm die EZB eine Funktion wahr, die implizit zu allen Zentralbanken gehört: die des «lender of last resort», also des «Kreditgebers in letzter Instanz». Was verbirgt sich dahinter?

Kapitalismus ist krisenhaft – Unternehmen können pleitegehen, Märkte wegbrechen, die Konjunktur kann sich verschlechtern. Im

Vorgriff auf künftiges Wachstum haben Banken jedoch Kredite vergeben. Bleibt dieses Wachstum aus, können Kredite platzen. Wenn Kredite platzen, schädigt das die Gläubiger – sie

müssen Kredite abschreiben, erleiden Verluste. Dies kann im Bankensektor zu Kettenreaktionen führen, an deren Ende das gesamte Finanzsystem zusammenzubrechen droht. Um dies zu verhindern, springt der Staat mit seiner Zentralbank ein. Sie gibt Kredit, wenn niemand mehr Kredit gibt. Oder anders gesagt: Wenn aus ökonomischen Gründen keine Kredite mehr vergeben werden, gibt die Zentralbank «politischen» Kredit. Damit sichert sie das System vor dem Zusammenbruch ab: Alle Marktteilnehmer können sich darauf verlassen, dass im Notfall die Zentralbank als Kreditgeber aushilft und so Massenplei-

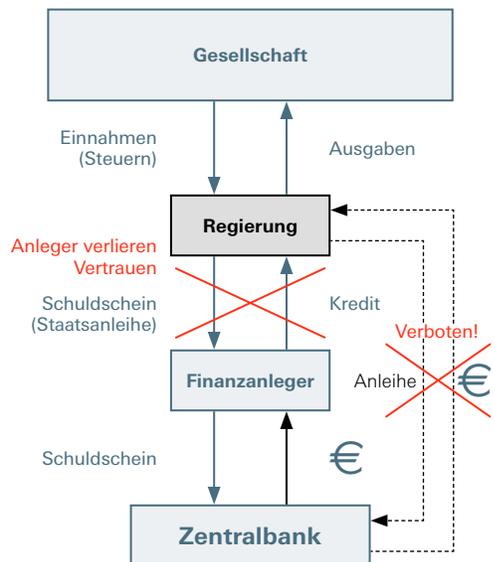
ten verhindert. Dazu hat die Zentralbank die Macht, weil sie nicht profitorientiert arbeitet und weil sie Geld autonom «schöpfen» kann.⁸ Als «letzter Kreditgeber» fungiert die Zentralbank gegenüber den Banken, implizit aber auch gegenüber der Regierung, indem sie beispielsweise Anleihen des Staates kauft, wenn er von den Finanzanlegern kein Geld mehr bekommt.⁹ «Es ist unvorstellbar, dass eine Zentralbank ihr Land in die Pleite stößt, indem sie sich weigert, Staatsanleihen zu kaufen.»¹⁰ Wenn eine Zentralbank der Regierung im Krisenfall Geld leiht und dafür Geld schöpft, so bedeutet das: Der Staat nutzt die Tatsache, dass das Geld (Euro, Dollar etc.) sein Geld ist, dass es unter seiner Kontrolle steht, dass er es «produzieren» kann. Das Geld untersteht seiner Hoheit. Diese Hoheit kann er auch nutzen, indem er die Zentralbank Anleihen kaufen lässt, um die Zinsen zu senken, die der Staat auf seine Schulden zahlen muss.

Diese Form der «monetären Staatsfinanzierung» ist der EZB jedoch verboten bzw. sie kann dieses Mittel nur sehr eingeschränkt nutzen. Laut ihren Statuten darf sie den Regierungen im Prinzip nicht aushelfen. Grund hierfür ist die Verfasstheit der Eurozone. Hinter der EZB steht kein einzelner Staat, sondern eine Ansammlung konkurrierender Staaten, die ihren wirtschaftlichen Erfolg getrennt voneinander berechnen. Jeder Staat hat sein eigenes Bruttoinlandsprodukt, seinen eigenen Haushalt, Finanztransfers zwischen den Staaten gibt es kaum, jeder wirtschaftet auf eigene Rechnung.¹¹ Insbesondere die deutsche Regierung bestand daher bei der Gründung der EZB darauf, dass die EZB nicht einzelnen Ländern aushelfen darf, stattdessen sollte die EZB immer nur die Geldwertstabilität im *gesamten* Euroraum sichern.¹² Um dies zu garantieren, wurde der EZB ein entsprechendes Mandat erteilt und ihr ein hohes Maß an Autonomie gegenüber den Regierungen zugestanden.

Folge: Die EZB darf den Eurostaaten nur in sehr begrenztem Umfang helfen¹³ und ihre

Funktion als «letzter Kreditgeber» nur bedingt ausüben. Für die Krisenstaaten bedeutet das: In der Krise erhalten sie keine Kredite mehr von den Finanzanlegern, gleichzeitig können sie kein Geld autonom «schöpfen» (siehe Grafik 7). Kurz: Die Europäische Zentralbank ist ihrem Einfluss entzogen, sie ist nicht «ihre» Zentralbank, und der Euro ist nicht «ihr» Geld. Ganz anders in den USA, wo die Zentralbank die Menge Geld schöpft, die sie für das Funktionieren des Gesamtsystems für nötig hält.¹⁴

Grafik 7: Vom Kredit abgeschnitten



Daher wird auch davon gesprochen, dass der Euro zwar das Geld der Eurostaaten ist, wenn sie sich aber verschulden, dann ist das, als würden sie sich in einer Fremdwährung verschulden. Der Euro ist zwar ihre Währung, aber eine Währung, über die sie nicht autonom verfügen können. Sich in Fremdwährung verschulden zu müssen, das ist eigentlich das Schicksal von Staaten mit sogenannten Schwachwährungen, wie zum Beispiel Argentinien, das sich in den 1990er Jahren in US-Dollar verschuldete. Als Argentinien sei-

nen Schuldendienst nicht mehr leisten konnte, war das Land zahlungsunfähig, denn Dollars konnte die argentinische Zentralbank nicht drucken, das darf nur die US Fed.

In der Krise können Regierungen von Eurostaaten daher nicht auf die EZB zurückgreifen.

Ob die EZB ihnen helfen kann und hilft, hängt ab von der Entscheidung der EZB und den Grenzen ihres

Mandats. Damit bleibt Staaten in der Krise nur ein Weg, ihre Zahlungsfähigkeit wieder herzustellen: harte Sparprogramme, die wiederum die Krise verschärfen. So sorgt die besondere Stellung der EZB dafür, dass die Kosten der Krise vor allem von den Krisenstaaten selbst getragen werden. Und dass die Eurozone ein prekäres Gebilde bleibt.

2.3 Die EZB macht Politik: Der Fall Italien

Auch auf Italien hatte die Ankündigung des Anleihekaufprogramms OMT eine durchschlagende Wirkung: Die Zinsen fielen. Der Renditeabstand zwischen zehnjährigen Staatsanleihen Italiens und Deutschlands schrumpfte von 5,12 Prozentpunkten Anfang Juli 2012 auf 1,94 Prozentpunkte im Februar 2014.¹⁵ Und das, ohne dass die EZB nach ihrer Ankündigung eine einzige italienische Staatsanleihe kaufen musste. Muss Italien der EZB dankbar sein? Um das beurteilen zu können, blicken wir auf die Vorgeschichte, die ein Jahr zuvor begonnen hatte. Im August 2011 erhielt die italienische Regierung unter Silvio Berlusconi einen Brief, unterschrieben vom scheidenden EZB-Chef Jean-Claude Trichet und seinem Nachfolger Mario Draghi. Der Inhalt des Briefes blieb zunächst geheim. Dennoch gelangten seine Hauptpunkte durch die Presse an die Öffentlichkeit.¹⁶

Die Zentralbanker führten in dem Brief die Bedingungen an, unter denen die EZB die italie-

nische Regierung unterstützen würde. So forderten sie eine Senkung der Staatsausgaben und eine Flexibilisierung des Arbeitsmarktes. Rom müsse diese Maßnahmen umsetzen, so die EZB, um Vertrauen zu gewinnen und alle Beteiligten davon zu überzeugen, dass Itali-

So sorgt die besondere Stellung der EZB dafür, dass die Kosten der Krise vor allem von den Krisenstaaten selbst getragen werden.

ens Staatsfinanzen fundamental gesund seien und die Regierung kreditwürdig sei. Im Gegenzug würde die EZB Italien dabei helfen, einen Zahlungsausfall zu vermeiden.

Nur kurze Zeit später, im November 2011, erhielt Staatspräsident Giorgio Napolitano das Rücktrittsgesuch von Berlusconi, der politisch nicht in der Lage war, die Forderungen der EZB zu erfüllen. Als neuen Premier ernannte Napolitano anschließend Mario Monti – einen Ökonom und ehemaligen EU-Kommissar (1995–2004), höchst angesehen bei der EZB. Am 16. November trat Monti offiziell sein Amt als Chef einer «technokratischen» – also nicht gewählten – Regierung an und übernahm gleichzeitig die Posten des Wirtschafts- und Finanzministers.

Bereits am 4. Dezember 2011 legte die Monti-Regierung – den Vorgaben der EZB folgend – ein Sparpaket vor. Es bestand unter anderem aus Steuererhöhungen, einer Rentenreform, einer Überprüfung der Staatsausgaben, Sozialkürzungen und Lohnsenkungen im öffentlichen Sektor. 20 Tage später wurde das Paket vom Parlament gebilligt. Kurz danach wurde zudem auf Vorschlag der Regierung Artikel 81 der italienischen Verfassung so abgeändert, dass Haushaltsdefizite künftig dauerhaft stark begrenzt sein müssen.

Kann man im Nachhinein sagen, dass die EZB den italienischen Regierungskurs würdigte? Die Antwort lautet: SMP, «Securities Markets Programme», das ist der Vorläufer des

OMT-Programms. Im Rahmen des SMP kaufte die EZB – in begrenztem Maße – Anleihen von Staaten wie auch von privaten Schuldnern in der Eurozone auf, um deren Kurse zu stützen. In den Jahren 2011 und 2012 erwarb die EZB so italienische Anleihen mit einem Nominalwert von 102 Milliarden Euro.¹⁷ Das war rund die Hälfte aller Papiere, die die EZB im Rahmen des SMP kaufte. Am Ende besaß die Zentralbank 6 Prozent aller italienischen Staatsanleihen. Ein kostspieliges Investment für die EZB, aber auch ein profitables, denn die EZB ist kein Wohltätigkeitsverein: Im Jahr 2012 erzielte sie Netto-Zinseinnahmen von mehr als 2,3 Milliarden Euro (2011: 2,0 Milliarden Euro). Allein die im Rahmen des SMP erworbenen Anleihen brachten der EZB 1,1 Milliarden Euro (2011: 1,0).¹⁸

Monti regierte Italien bis zum 28. April 2013. Doch seine Sparpolitik wurde von der neuen Regierung unter Enrico Letta (28. April 2013 bis 14. Februar 2014) fortgeführt. Eine öffentliche Debatte hat es nie gegeben – weder über die Austeritätsmaßnahmen noch über die Folgsamkeit, mit der die Regierung den Forderungen der EZB nachkam. Die Wirtschafts- und Finanzpolitik war in Italien sehr unpopulär, wurde aber von fast allen Parteien im Parlament mitgetragen. Der Widerstand der Gewerkschaften blieb schwach und formell. Der ganze Vorgang wurde nie im Detail diskutiert, weder in den Medien noch in der akademischen Welt. Es kam zu keinen großen Protesten, Demonstrationen oder Streiks wie in Griechenland. Anzumerken bleibt noch, dass die Austeritätspolitik dem italienischen Wirtschaftswachstum sehr geschadet hat.

Fazit: Wie Griechenland so wurde auch Italien zu einer Sparpolitik gezwungen. Der Unterschied ist, dass die Intervention in Italien rasch

und geräuscharm vonstatten ging. Es hat nie irgendeine Art von transparenten Verhandlungen zwischen Italien und der EZB gegeben, es gab keinen politischen Streit – und keine Wahl. Das Anleihekaufprogramm SMP diente als raffiniertes Mittel der politischen Einflussnahme – eleganter als im Falle Griechenlands, aber mit demselben Inhalt: Friss oder stirb.

1 Zu den Gründen, aus denen Staaten auf Kredite angewiesen sind, vgl. Kaufmann, Stephan/Stützle, Ingo: Ist die ganze Welt bald pleite? Staatsverschuldung: Was sie ist und wie sie funktioniert, hrsg. von der Rosa-Luxemburg-Stiftung, Luxemburg argumente Nr. 1, 5., akt. Aufl., Berlin 2013. **2** Um die Finanzmärkte zu beruhigen, hatte die EZB bereits im Jahr 2010 ein «kleines» Anleihekaufprogramm aufgelegt, das SMP. Mit ihm erwarb sie Anleihen von Griechenland, Portugal, Irland, Spanien und Italien im Wert von mehr als 200 Milliarden Euro. Allerdings führte das SMP nicht zu einer Beruhigung an den Finanzmärkten, weil die EZB von vornherein klarstellte, dass dieses Anleihekaufprogramm zeitlich und mengenmäßig begrenzt sei. Das SMP stellte also keine unbegrenzte Garantie der EZB dar – und blieb damit wirkungslos. **3** Bild am Sonntag v. 26.8.2012. **4** Zit. nach: Wirtschaftswoche v. 11.6.2013. **5** Zur Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts und der Kritik an der Entscheidung vgl. Literaturverzeichnis. **6** Vgl. www.berliner-zeitung.de/wirtschaft/kredit-wenn-staaten-sich-selbst-anpumpen,10808230,27533556.html. **7** Diese Funktion übernimmt in globalem Maßstab der Internationale Währungsfonds. **8** Auch das hat Grenzen. Die Zentralbank kann zwar Geld drucken, Banken und Unternehmen unterstützen, um deren Zusammenbruch zu verhindern. Doch kann sie dies natürlich nicht grenzenlos tun. Wächst der «politische» Kredit ohne eine ökonomische Verbesserung der Lage, so unterminiert dies das Vertrauen in das Mittel der Zentralbank: ihre Währung. **9** Für die Wirkung der Anleihekäufe spielt es keine Rolle, ob die Zentralbank die Anleihen der Regierung direkt abkauft oder bereits ausgegebene Anleihen an den Finanzmärkten kauft. **10** Vgl. Natixis Flash Economics v. 4.8.2011, unter: <http://cib.natixis.com/flushdoc.aspx?id=59465>. **11** So ist zum Beispiel der Erfolg von französischen Unternehmen oder der französischen Wirtschaft in der Konkurrenz nicht deckungsgleich mit dem Erfolg von deutschen Unternehmen oder der deutschen Wirtschaft. **12** Vgl. hierzu Sablowski, Thomas/Schneider, Etienne: Verarmung made in Frankfurt, hrsg. von der Rosa-Luxemburg-Stiftung, Standpunkte 6/2013, S. 2 f. **13** «Ob ein Sicherheitsnetz [der EZB] existiert oder nicht, ist eine politische Frage. Und die wird vor allem in Berlin entschieden» (Holger Schmieding, Berenberg Bank, in: Eurozone deflation scare v. 12.3.2014). **14** Auch die US-Zentralbank kauft Staatsanleihen nicht direkt der Regierung ab. Allerdings kauft sie diese Anleihen in großem Umfang den Finanzanlegern ab, was letztlich den gleichen Effekt hat. **15** Vgl. www.mtsmarkets.com. **16** Vgl. www.corriere.it/economia/11_settembre_29/trichet_draghi_inglese_304a5f1e-ea59-11e0-a06-4da866778017.shtml. **17** Vgl. http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2013/html/pr130221_1.en.html. **18** Vgl. www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2013/html/pr130221.en.html. Die Überschüsse der EZB werden an die anderen Eurostaaten verteilt. Den größten Anteil erhält die Deutsche Bundesbank, also der deutsche Finanzminister.

FAZIT: WAS DIE ZENTRALBANK IM ALLGEMEINEN UND DIE EZB IM BESONDEREN IST

Die Zentralbank dient als Scharnier zwischen dem Staat und der Finanzwirtschaft: Der Staat garantiert die prinzipielle Geltung des nationalen Geldes (in Deutschland zum Beispiel in § 14 Bundesbankgesetz). Die Geschäftsbanken nutzen dieses Geld. Sie geben auf Euro lautende Kredite, akzeptieren dafür Zahlungsverprechen und spekulieren auf die Erwirtschaftung von Zinsgewinnen. Die Zentralbank wiederum akzeptiert diese Zahlungsverprechen als Sicherheit, schöpft Euros und ermöglicht den Geschäftsbanken damit eine Ausweitung ihrer Kreditvergabe.

Ziel dieser Kreditvergabe – und damit der geschöpften Euros – ist die zunehmende Kapitalverwertung. Jeder geschöpfte Euro ist eine *Vorwegnahme* gelungener Verwertung und ein *Anspruch* auf gelungene Verwertung. Daher drängt die EZB die Regierungen, ihre Wirtschaften so zu reformieren, dass hohe Investitionsrenditen möglich sind. Anders gesagt: Die EZB agiert als ideeller Gesamtkapitalist/Gesamtbanker/Gesamtanleger der Eurozone. Die Zentralbank ist also nicht neutral. Ihre Geldversorgung entspricht den Erfordernissen der Kapitalverwertung.

Eine «linke» Zentralbankpolitik gibt es daher so wenig wie ein «linkes» Geld.¹ Doch gibt es sehr wohl ganz unterschiedliche Zentralbank-Politiken. Fordert die Zentralbank zum Beispiel einen schnellen oder einen langsamen Schuldenabbau? Geht sie gegen hohe Zinsen an den Finanzmärkten vor, um Druck von den Schuldern zu nehmen? Oder sieht

sie in diesen hohen Zinsen einen Hebel, um Druck auf die Staaten aufzubauen, ihre Schulden zu reduzieren? Hier gibt es für die Zentralbanker gewisse Spielräume, die auch politisch genutzt werden können – wenn die entsprechenden Kräfteverhältnisse vorhanden sind.

Innerhalb der Eurozone ist die EZB die einzige machtvolle Institution, die tatsächlich auf die Stabilität und das Wachstum in der Währungsunion als *Gesamtheit* achtet. Denn die einzelnen Eurostaaten haben jeweils nur ihr eigenes Interesse im Blick. Zwar wollen auch sie eine stabile Eurozone. Aber nur als Voraussetzung für den je *nationalen* Erfolg. Und den verfolgen sie in Konkurrenz zueinander.

Von daher ist es kein Wunder, dass in der Krise die Position der EZB und beispielsweise die Position der deutschen Regierung in Konflikt geraten – so wie im Falle des Anleihekaufprogramms OMT. Während die Bundesregierung zunächst kein Geld für die Krisenstaaten bereitstellen wollte, bestand die EZB auf Hilfe im Gesamtinteresse der Währungsunion. Dieser Widerspruch findet seine Verlaufsform: Die Krisenstaaten erhalten Kredite und die Aussicht auf Unterstützung durch die EZB. Sie müssen aber im Gegenzug sparen, das Lohnniveau senken, «wettbewerbsfähiger» werden – also große Teile ihrer Bevölkerung ärmer machen. Dass diese Verarmung nötig ist, um den Euro stabil zu machen – darin sind sich Bundesregierung und EZB wiederum einig.

¹ Vgl. Sablowski/Schneider: Verarmung, S. 6.

GLOSSAR

EZB/ESZB: Die Geldpolitik in der Eurozone wird vom Europäischen System der Zentralbanken (ESZB) gesteuert. Die Europäische Zentralbank (EZB) in Frankfurt setzt die Leitzinsen und regelt die Kreditversorgung. Die nationalen Zentralbanken der einzelnen Länder fungieren dabei zumeist als Ausführungsorgane der EZB. Sie leihen den nationalen Geschäftsbanken zu den von der EZB festgesetzten Konditionen Geld. Der Einfachheit halber wird das Euro-Zentralbankensystem in dieser Broschüre mit der EZB gleichgesetzt.

Leitzins: Der Leitzins ist der Zins, zu dem sich Geschäftsbanken bei der Zentralbank Geld für einen bestimmten Zeitraum leihen können. Im Gegenzug hinterlegen die Geschäftsbanken Sicherheiten – Wertpapiere – bei der Zentralbank. Hierbei handelt es sich um ein sogenanntes Refinanzierungsgeschäft.

Staatsfinanzierung, monetäre: Darunter versteht man die Finanzierung von Staatsausgaben durch die Zentralbank: Die Zentralbank schöpft Geld, leiht es der Regierung und erhält

dafür eine Staatsanleihe. Ein solcher direkter Erwerb von Staatsanleihen von einer Regierung ist der EZB jedoch verboten. Regierungen müssen sich an den Finanzmärkten Geld leihen. Prinzipiell erlaubt ist es der EZB aber, Staatsanleihen an den Finanzmärkten zu kaufen.

Wertpapier: Unter Wertpapier versteht man eine verbrieft Forderung, einen Zahlungsanspruch. Das kann eine Aktie sein, die einen Anspruch auf Gewinnbeteiligung (Dividende) darstellt, oder ein Schuldschein, der einen vergebenen Kredit repräsentiert und damit einen Anspruch auf Rückzahlung der geliehenen Summe plus Zinsen. Wertpapiere sind also Finanzkapital – eine Geldsumme, die Ertrag (Dividende, Zinsen) abwirft. Ihr «Wert» (d. h. der sich täglich verändernde Börsenkurs des Papiers) hängt maßgeblich von den in Zukunft erwarteten Erträgen ab – und damit von der (erwarteten) Zahlungskraft der Institution, die das Wertpapier ausgegeben hat. Da Wertpapiere auf erwarteten, künftigen Zahlungsströmen basieren, sind ihre «Werte» spekulativ.

ZUM WEITERLESEN

Heinrich, Michael: Kritik der politischen Ökonomie. Eine Einführung, Stuttgart 2004.

Von wegen Casino. Populäre Irrtümer über Banken, Börse und Kredit, hrsg. von der Rosa-Luxemburg-Stiftung, luxemburg argumente Nr. 5, 2., akt. Aufl., Berlin 2013
www.rosalux.de/fileadmin/rls_uploads/pdfs/Argumente/lux_argu_Von_wegen_Casino.pdf

Allgemeines zur Zentralbankpolitik

Deutsche Bundesbank: Schülerbuch Geld und Geldpolitik, Frankfurt a. M. 2012
www.bundesbank.de/Navigation/DE/Service/Schule_und_Bildung/Geld_und_Geldpolitik/geld_und_geldpolitik.html

Die EZB erklärt sich, ihre Ziele und Instrumente

Aufgaben der EZB: www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/html/index.de.html

Kritik der EZB-Krisenpolitik

Sablowski, Thomas/Schneider, Etienne: Verarmung made in Frankfurt, hrsg. von der Rosa-Luxemburg-Stiftung, Standpunkte 6/2013.
www.rosalux.de/fileadmin/rls_uploads/pdfs/Standpunkte/Standpunkte_06-2013_Web.pdf

Die Kritik von Blockupy

Umbrella Uprising – Die Blockupy-Zeitung, www.blockupy.org/zeitung

Candeias, Mario: Linke Strategien in der Eurokrise, hrsg. von der Rosa-Luxemburg-Stiftung, Reihe Analysen, Berlin 2013
www.rosalux.de/fileadmin/rls_uploads/pdfs/Analysen/Analyse_Linke_Strategien_in_der_Eurokrise.pdf

Zu Staat, Schulden und Finanzmärkte Kaufmann, Stephan/Stützle, Ingo: Ist die ganze Welt bald pleite? Staatsverschuldung: Was sie ist und wie sie funktioniert, hrsg. von der Rosa-Luxemburg-Stiftung, luxemburg argumente Nr. 1, 5., akt. Aufl., Berlin 2013
www.rosalux.de/fileadmin/rls_uploads/pdfs/Argumente/lux_argu_Ist_die_ganze_Welt.pdf

Der Streit um das Anleihekaufprogramm

Haltung der Bundesbank Erklärung von Dr. Jens Weidmann, Präsident der Deutschen Bundesbank, www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Kurzmeldungen/Stellungnahmen/2013_06_11_esm_ezb.html

Aufruf deutscher Ökonomen gegen das Anleihekaufprogramm

Offener Brief, www.faz.net/aktuell/wirtschaft/eurokrise/neuer-appell-deutsche-oekonomen-werfen-der-ezb-staatsfinanzierung-vor-12569316.html

Ökonomen verteidigen die EZB Geldpolitik und die Eurozone,

<https://berlinoeconomicus.diw.de/geldpolitik/>

Kritik des Urteils des Bundesverfassungsgerichts

André Kühnlenz: Die Verfassungsrichter blamieren sich bis auf die Knochen und damit alle Deutschen – Streit ums OMT-Programm, www.weitwinkelsubjektiv.com/2014/02/12/verfassungsrichter-blamieren-uns/

Dr. Holger Schmieding: Der Irrtum der Richter, www.institutional-money.com/fileadmin/user_upload/Bilder_Grafiken_News/PDF_News/Berenberg_2014_02_12_Verfassungsgericht.pdf

Grundsätzliches zum Sinn und Widerspruch der Eurozone und ihrer Krise

Videos der Seminarreihe «Euro-Vision in der Krise»

www.rosalux.de/news/38928/eurovision-in-der-krise.html

Videos der Seminarreihe «Die Krise hat Europa gestärkt» (inkl. Vortrag über die EZB)

www.rosalux.de/news/40051/-98707ec29b.html

AUTOREN

Dario Stefano Dell'Aquila ist Ökonom, arbeitet als freier Journalist und lebt in Neapel.

Stephan Kaufmann ist Wirtschaftsjournalist, unter anderem für die *Berliner Zeitung*.

Jannis Milios ist Professor für Politische Ökonomie an der Technischen Universität Athen.

Impressum

MATERIALIEN wird herausgegeben
von der Rosa-Luxemburg-Stiftung
V. i. S. d. P.: Martin Beck
Franz-Mehring-Platz 1, 10243 Berlin, www.rosalux.de
Foto: Daniel Petzold/flickr (CC BY-NC-ND 2.0)
Layout/Herstellung: MediaService GmbH
Druck und Kommunikation
Lektorat: TEXT-ARBEIT, Berlin
Gedruckt auf: Circleoffset Premium White, 100% Recycling
Berlin, Dezember 2013

**Zentralbanken können
«Geld drucken» und sollen
die «Inflation bekämpfen».
Aber wie tun sie das?
Wer profitiert wie von ihrer
Politik? Und wie viel Macht
haben sie tatsächlich?
Was steht hinter dem Streit
um die Europäischen Zentral-
bank (EZB)? Und warum darf
die EZB Banken retten,
aber nicht Staaten?**