

---

# Die verhinderten Möglichkeiten der Geldpolitik

Wolfgang Edelmüller

---

Die Europäische Zentralbank (EZB) wurde nach dem Vorbild der Deutschen Bundesbank (DB) konstituiert, sodass die Geldpolitik von Anbeginn monetaristischen Selbstbeschränkungen ausgesetzt war. Erst die bedrohlichen Folgen der Eurokrise haben die EZB-Geldpolitik für pragmatische Lösungen geöffnet, die gleichwohl gegen den Widerstand der „DB-Falken“ und ihrer lautstarken Verbündeten um den Preis abschwächender Kompromisse durchgesetzt werden mussten. Dadurch bleibt die geldpolitische Effektivität der EZB weit hinter ihren Möglichkeiten zurück. Ein ganz bezeichnendes Beispiel ist das laufende „*Quantitative Easing*“ (QE), das über eine gezielte Erweiterung der Geldbasis den Deflationstendenzen in der Eurozone entgegenwirken soll, aber mangels fiskalpolitischer Koordination nur eingeschränkt wirksam ist. In der nachfolgenden Abhandlung soll auf einer theoretisch fundierten Grundlage gezeigt werden, wie die EZB durch eine sachlogisch konsistente Bilanzierung der Geldbasis ihren pragmatischen Handlungsspielraum deutlich erweitern und die Wirksamkeit ihrer geldpolitischen Maßnahmen signifikant steigern könnte.

## 1. Ursprung und Zusammensetzung der Geldbasis

In einem modernen Geldsystem<sup>1</sup> ist der Unternehmensgegenstand der Zentralbank die Herstellung und Verwaltung der Geldbasis. Die Geldbasis umfasst die Menge des im Umlauf befindlichen Zentralbankgeldes. Das Zentralbankgeld wird in jener monetären Recheneinheit denominiert, die vom Staat durch Festlegung von Geldzeichen und Mengenmaß für alle gültigen Zahlungsmittel in seinem Hoheitsgebiet gesetzlich verfügt wird.<sup>2</sup> Die Zentralbank ist daher das staatliche Geldinstitut,<sup>3</sup> das mit der Ausübung des souveränen Geldmonopols beauftragt ist, indem es für die Emission der Geldbasis in Einheiten des gesetzlichen Zahlungsmittels sorgt. Die Geldbasis wird in zwei Formen von Zentralbankgeld hergestellt, nämlich in Form von Geldmünzen (Scheidemünzen) und Banknoten sowie in Form von Guthaben der Geschäftsbanken<sup>4</sup> bei der Zentralbank. Die Summe aus den umlaufenden Beständen von Geldmünzen, Bankno-

ten und Zentralbankguthaben ergibt die Geldbasis. Die Herstellung der Geldbasis erfolgt ausschließlich im Wirkungsbereich der Zentralbank durch Prägung von Geldmünzen in der bankeigenen Münzanstalt,<sup>5</sup> durch den Druck von Banknoten in der bankeigenen Druckerei und durch Gutschriften auf den Konten der Geschäftsbanken bei der Zentralbank. Der Herstellungsaufwand der Zentralbank für die Geldbasis beschränkt sich auf den die Vollkosten erfassenden Betriebsaufwand für die Münzanstalt, die Banknotendruckerei und die Kontenverwaltung, während die Menge der erzeugten Geldeinheiten den nominellen Wertumfang des zirkulierenden Zentralbankgeldes (Geldbasis) repräsentiert.

Die zirkulierende Zentralbankgeldmenge wird gehalten (i) von den Nichtbanken (Haushalte, Unternehmen und staatliche Einrichtungen) in Form von Geldmünzen und Banknoten in den Portemonnaies von Privatpersonen, in den Handkassen von Unternehmen (Produktions-, Handels- und Dienstleistungsunternehmen sowie Nichtbanken-Finanzinstitute) und in den Kassastellen der staatlichen Einrichtungen sowie (ii) von den Geschäftsbanken als Bargeldbestände (Geldmünzen und Banknoten) in den Banktresoren und als Guthaben auf den Konten der Zentralbank.<sup>6</sup> Die unter (ii) bezeichnete Summe aus Bargeldbeständen und Zentralbankguthaben repräsentiert die Zentralbankreserve der Geschäftsbanken. Die Geldbasis ergibt sich daher aus der Summe des Bargeldbestandes in der Hand des Privatsektors und der staatlichen Einrichtungen und der Zentralbankreserve in der Hand des Geschäftsbankensektors.

Die Zentralbankreserve als jener Teil der Geldbasis, der sich in der Verfügung der Geschäftsbanken befindet, ist die monetäre Grundlage für den dualen Charakter eines modernen Geldsystems, das sich auf zwei unterschiedliche Arten von Geld stützt, nämlich auf das oben beschriebene Zentralbankgeld als Geldbasis und auf das Giralgeld (Buchgeld) der Geschäftsbanken.<sup>7</sup> Das Giralgeld wird von den Geschäftsbanken in der Denominierung des gesetzlichen Zahlungsmittels hergestellt, vom Privatsektor und den staatlichen Einrichtungen in Form von Sicht- und Termineinlagen auf Girokonten der Geschäftsbanken gehalten und beinhaltet eine doppelte Verpflichtung der Geschäftsbanken, nämlich die jederzeitige Verwendbarkeit der Guthaben auf den Girokonten als bargeldloses Zahlungsmittel und die jederzeitige Verfügbarkeit dieser Guthaben in Form von Bargeld. Beide Versprechen sind nur mit Hilfe der von der Zentralbank hergestellten Geldbasis erfüllbar.

Die Guthaben des Privatsektors und der staatlichen Einrichtungen auf den Girokonten sind eine echte Verbindlichkeit der Geschäftsbanken, denn diese Guthaben erhalten ihren Geldcharakter analog der Geldbasis (Zentralbankgeld) nur durch den Umstand, dass sie auf jederzeitige Anweisung der Girokonteninhaber als Zahlungsmittel im Zahlungsverkehr der Geschäftsbanken mit schuldbefreiender Erfüllungswirkung verwendet

und/oder auf jederzeitiges Verlangen der Girokonteninhaber in Form von Bargeld an den Kassenschaltern<sup>8</sup> der Geschäftsbanken ausgezahlt werden können. Eine Geschäftsbank kann diesen Guthabensanspruch der Girokonteninhaber nur erfüllen, wenn eine ausreichende Zentralbankreserve (Bargeld und Zentralbankguthaben) vorgehalten wird, um den monetären Verfügungsanweisungen der Girokonteninhaber über ihre Kontoguthaben (Überweisungsauftrag und/oder Bargeldauszahlung) jederzeit entsprechen zu können. Da sich das souveräne Herstellungsmonopol über die Geldbasis aber in der Hand der Zentralbank befindet und die Geschäftsbanken erst die Voraussetzungen erfüllen müssen, um über eine ausreichende Zentralbankreserve zu verfügen, verbleibt das monetäre Erfüllungsrisiko (Verfügung als Bargeld und/oder als bargeldloses Zahlungsmittel) aus den Guthaben auf ihren Girokonten als Forderungsrisiko der Geschäftsbanken bei den Girokonteninhabern des Privatsektors und der staatlichen Einrichtungen. Bilanzierungstechnisch werden daher die Guthaben der Girokonteninhaber in den Geschäftsbanken auf der Passivseite im Kontohaben als Verbindlichkeit (Verpflichtung) geführt, die es in Form von Überweisungsaufträgen oder Bargeldanweisungen jederzeit zu erfüllen gilt. Korrespondierend werden dieselben Guthaben in den Büchern der Girokonteninhaber des Privatsektors und der staatlichen Einrichtungen auf der Aktivseite im Kontosoll als Forderungen (Vermögen) ausgewiesen, die durch Überweisungsauftrag oder Bargeldbehebung jederzeit mobilisiert (monetisiert) werden können. Dem passiven Verpflichtungsausweis der Geschäftsbanken steht der aktive Forderungsausweis des Privatsektors und der staatlichen Einrichtungen gegenüber. Das ergibt eine sachlogisch konsistente Abbildung im Rahmen der Bestimmungen gängiger Bilanzierungsregeln,<sup>9</sup> denn die Mobilisierung der Guthaben auf den Girokonten zur Verwendung als Zahlungsmittel (Überweisungsdurchführung oder Bargeldauszahlung) setzt den ausreichenden Zugriff der Geschäftsbanken auf die Geldbasis (Zentralbankgeld in Form von Zentralbankguthaben und/oder Geldmünzen und Banknoten im bankeigenen Tresor) voraus, deren Herstellung dem souveränen Geldmonopol der Zentralbank vorbehalten ist.

## 2. Die Monetisierung des Giralgeldes durch die Geldbasis

Der Ausgleich („*Settlement*“) der im Zuge des „*Clearing*“ festgestellten gegenseitigen Forderungen und Verbindlichkeiten im bargeldlosen Zahlungsverkehr der Geschäftsbanken (Durchführung von Überweisungen für Zahlungszwecke der Nichtbanken) erfolgt über die jeweiligen Zentralbankguthaben.<sup>10</sup> Ein isoliert betrachteter Überweisungsauftrag aus dem Nichtbankensektor (Privatsektor und staatliche Einrichtungen) von einem

Girokonto bei einer Geschäftsbank (Bank A) auf das Girokonto bei einer anderen Geschäftsbank (Bank B) bewirkt in der Bank A eine Bilanzverkürzung durch jeweils betragsgleiche Lastschriften auf das Guthaben des Girokontos (Minderung des Habensaldos durch Sollbuchung) und auf das Guthaben des Reservekontos bei der Zentralbank (Minderung des Sollsaldos durch Habenbuchung), das auf einem aktiven Bestandskonto (Forderungskonto) in der Bilanz der Bank A ausgewiesen ist. Korrespondierend erfolgt in der Bilanz der Zentralbank ein bilanzsummenneutraler Passivtausch zwischen den Zentralbankguthaben der Bank A und der Bank B, die jeweils als Verbindlichkeiten (passive Habensalden) der Zentralbank an die Banken A und B ausgewiesen sind, indem das Zentralbankguthaben der Bank A mit dem Überweisungsbetrag belastet (Minderung des Habensaldos durch Sollbuchung) und das Zentralbankguthaben der Bank B mit dem Überweisungsbetrag erkannt wird (Erhöhung des Habensaldos durch Habenbuchung). Abgeschlossen wird der Überweisungsvorgang in der Bilanz der Bank B durch Gutschrift des Überweisungsbetrags auf dem Reservekonto bei der Zentralbank (Erhöhung des Sollsaldos durch Sollbuchung) und auf dem Girokonto des Zahlungsempfängers (Erhöhung des Habensaldos durch Habenbuchung), wodurch es zu einer Bilanzverlängerung bei der Bank B kommt. Saldenmechanisch ist somit das Guthaben auf dem Girokonto des Überweisungsauftraggebers in der Bank A um den Überweisungsbetrag gesunken und das Guthaben auf dem Girokonto des Überweisungsempfängers in der Bank B um den Überweisungsbetrag gestiegen. Durch das korrespondierende *Settlement* über die Zentralbankreserven der beiden Banken entspricht die Bilanzverkürzung bei der Bank A der Bilanzverlängerung bei der Bank B. Erst über die Zahlungsverwendung der Zentralbankreserven im *Settlement* der beteiligten Banken wird deren bargeldloses Girogeld als Zahlungsmittel zur schuldbefreienden Tilgung von Verbindlichkeit des Nichtbankensektors monetisiert.

Im Barzahlungsfall kann jeder dem Nichtbankensektor zugehörige Inhaber eines Girokontos sein darauf befindliches Guthaben am Kassenschalter der Geschäftsbank in Form von Geldmünzen und Banknoten beheben und für Zahlungszwecke im Wege von Barauslagen verwenden. Damit bekommt der über ein Girokontoguthaben verfügende Kontoinhaber das eigentliche Zentralbankgeld, nämlich die Geldmünzen und Banknoten der Zentralbank, in die Hand, die als gesetzliches Zahlungsmittel unter Annahmewang zur schuldbefreienden Begleichung jedweder Verbindlichkeit steht. Analog zum obigen Beispiel führt die Barbehebung von einem Girokonto der Bank A zu einer Verringerung des Guthabens (Reduktion des passiven Habensaldos durch Sollbuchung) im Ausmaß des Bargeldbetrages (Mengenumfang der behobenen Geldmünzen und Banknoten), der aus dem Tresor der Bank A, wo die Barreserve verwahrt ist, physisch ent-

nommen und am Kassenschalter (oder Bankomat) ausgezahlt wird. Die Barreserve ist Teil der Zentralbankreserve und wird auf einem aktiven Bestandskonto (Kassakonto) der Geschäftsbank aufgezeichnet. Bei Barbehebung vom Guthaben eines Girokontos wird daher die Barreserve im Ausmaß des aus dem Tresor in Form von Geldmünzen und Banknoten entnommenen Auszahlungsbetrages verringert (Reduktion des aktiven Sollsaldos durch Habenbuchung). Der Zahlungsempfänger aus einer Barzahlung, die mit dem bei der Bank A behobenen Bargeld durchgeführt wird, kann die entgegengenommenen Geldmünzen und Banknoten über den Kassenschalter bei der Bank B auf sein Girokonto einzahlen,<sup>11</sup> der Bareinzahlungsbetrag erhöht das Guthaben auf seinem Girokonto (Anstieg des passiven Habensaldos durch Habenbuchung). Die entgegengenommenen Geldmünzen und Banknoten werden in den Banktresor physisch eingeliefert und erhöhen die Barreserve der Bank B, das aktive Bestandskonto für die Barreserve wird im Ausmaß des Einzahlungsbetrages dotiert (Anstieg des aktiven Sollsaldos durch Sollbuchung). Saldenmechanisch entspricht die Bilanzverkürzung der Bank A der Bilanzverlängerung der Bank B, das *Settlement* bei Barzahlung erfolgt über die Barreserven der beiden Banken, die eine Monetisierung des bargeldlosen Giralgeldes als Barzahlungsmittel erst ermöglichen.

Aus der vereinfachten Transaktionsstruktur der obigen Zahlungsverkehrsbeispiele (bargeldlose Überweisungsdurchführung und Bargeldauszahlung für Barzahlungszwecke) wird der duale Charakter eines modernen Geldsystems an folgenden Merkmalen sichtbar: (i) das eigentliche Zahlungsmittel sind die von der Zentralbank hergestellten Geldmünzen und Banknoten, nur sie können ohne Vorbedingung zur Begleichung von Verbindlichkeiten (schuldbefreiende Tilgung) verwendet werden; (ii) das von den Geschäftsbanken hergestellte Giralgeld (Guthaben auf Girokonten in Form von Sicht- und Termineinlagen) erhält nur in operativer Verbindung mit der Zentralbankreserve der Geschäftsbanken Zahlungsmittelcharakter, weil das dem *Clearing* folgende *Settlement* im bargeldlosen Zahlungsverkehr nur über die Zentralbankguthaben der Geschäftsbanken und weil die Versorgung des Nichtbankensektors mit Bargeld für den Barzahlungsverkehr und die Kassenhaltung nur über die Barreserven der Geschäftsbanken erfolgen kann; (iii) das Zahlungsmittel im bargeldlosen Zahlungsverkehr zwischen den Geschäftsbanken ist Zentralbankgeld ausschließlich in Form von Zentralbankguthaben, die bei der Zentralbank gehalten werden, das Zahlungsmittel im Barzahlungsverkehr des Nichtbankensektors ist Zentralbankgeld ausschließlich in Form von Geldmünzen und Banknoten, die aus der Barreserve der Geschäftsbanken zur Verfügung gestellt werden; (iv) der Barreservebedarf der Geschäftsbanken wird durch physische Belieferung der Geschäftsbanken mit Geldmünzen und Banknoten durch die herstellende Zentralbank zu Lasten der Zentral-

bankguthaben gedeckt, Barreserve und Zentralbankguthaben sind die kommunizierenden Gefäße der Zentralbankreserve der Geschäftsbanken, theoretisch (und praktisch bei einem Sturm auf die Banken) kann die Vollauszahlung der Zentralbankguthaben in Form von Geldmünzen und Banknoten in die Barreserven erfolgen, die Zentralbankreserve entspricht dann der Barreserve; (v) der Bargeldbedarf des Nichtbankensektors wird entsprechend den Gewohnheiten der Kassenhaltung und des Barzahlungsverkehrs zwar von den Geschäftsbanken durch Barbehebungen von Guthaben auf den Girokonten zu Lasten der Barreserve gedeckt, die Belieferungskette hat aber ihren Ursprung in der Münzanstalt und Banknotendruckerei der Zentralbank, die bei Bedarf zu Lasten der Zentralbankguthaben die Barreserven der Geschäftsbanken dotiert.

### **3. Die sachlogisch inkonsistente Bilanzierung der Geldbasis**

Die Monetisierung des Giralgeldes der Geschäftsbanken als Zahlungsmittel ist – wie oben gezeigt – in einem dualen Geldsystems nur durch Verfügung über Zentralbankgeld in Form von Zentralbankguthaben und Barreserven (zusammen Zentralbankreserven) in der Hand von Geschäftsbanken möglich. Die Zentralbankreserven unterscheiden sich nur in ihrer intrinsischen Form, einmal als Buchgeld in Form von Zentralbankguthaben und einmal als Bargeld (Geldmünzen und Banknoten) in Form von Barreserven. Das Buchgeld der Zentralbankguthaben kann jederzeit auf Anforderung der Geschäftsbanken durch Aktivierung der Münzanstalt und der Banknotendruckerei der Zentralbank in Bargeld verwandelt und als Barreserven zur Verwahrung in den Banktresoren eingeliefert werden. Umgekehrt kann der nicht benötigte Bargeldüberschuss der Geschäftsbanken zu Lasten der Barreserven aus der Verwahrung der Banktresore bei der Zentralbank abgeliefert werden.<sup>12</sup> Bilanzierungstechnisch manifestiert sich die intrinsische Formwandlung der Zentralbankreserven durch komplementäre Saldenbewegungen auf den Barreserve- und Zentralbankreservekonten in den Büchern der Geschäftsbanken und auf den Zentralbankguthabenskonten und Bargeldumlaufkonten in den Büchern der Zentralbank. Die Barreserven der Geschäftsbanken stellen liquides Vermögen in reinsten Form dar, frei von jeglichem Zahlungsrisiko, weil sie selbst gesetzliches Zahlungsmittel sind. Der liquide Vermögenscharakter ergibt sich aus der Wertaufbewahrungsfunktion des gesetzlichen Zahlungsmittels, dessen Kaufkraft jederzeit durch Präsentation von Bargeld (Geldmünzen und Banknoten) zum Erwerb von Gütern und Dienstleistungen und zur schuldbefreienden Tilgung von Verbindlichkeiten wirtschaftlich aktiviert werden kann. Folgerichtig werden die Barreserven in den Bilanzen der Geschäftsbanken sachlogisch konsistent auf forderungsrisiko-

freien Kassakonten (aktiven Vermögensbestandskonten) ausgewiesen, analog zu den Bargeldbeständen in den Büchern des Nichtbankensektors.<sup>13</sup> Zentralbankreserven in Form von Zentralbankguthaben werden hingegen bei den Geschäftsbanken auf aktiven Forderungskonten im Kontosoll ausgewiesen und bei der Zentralbank auf passiven Verbindlichkeitskonten im Kontohaben. Dadurch entsteht der Eindruck, dass die Geschäftsbanken ein Risiko bei der Mobilisierung von Forderungen (Verwandlung in Bargeld) gegen die Zentralbank aus Zentralbankguthaben (Forderungsrisiko) und die Zentralbank Verpflichtungen (Bereitstellung von Bargeld) aus den Gutschriften auf den Zentralbankkonten der Geschäftsbanken (Erfüllungsrisiko) haben. Das ist aber nicht der Fall, denn die Zentralbank schuldet den Geschäftsbanken aus den Zentralbankguthaben nichts und die Geschäftsbanken haben aus den Zentralbankguthaben nichts zu fordern, was sie nicht ohnehin schon haben, außer dass sie die intrinsische Form ihrer Zentralbankreserven gemäß den durch die Zahlungsverkehrs- und Kassenhaltungsgewohnheiten des Nichtbankensektors determinierten Barreservebedarf frei wählen können. Die bedarfsgerechte Formwandlung der Zentralbankreserven garantiert die Zentralbank durch ihre Herstellungskapazitäten in der Münzanstalt und der Banknotendruckerei, die sie mit Ausnahme von höherer Gewalt (physische Zerstörung oder politische Willkür) jederzeit aktivieren kann. Die Bilanzierungspraxis für die den Buchgeldteil erfassenden Zentralbankreserven (Zentralbankguthaben) als Forderungen und Verbindlichkeiten mit Mobilisierungs- und Erfüllungsrisiko ist daher sachlogisch inkonsistent, denn die Verfügung über gesetzliche Zahlungsmittel, die jederzeit in ihre jeweils benötigte Verkehrsform gewandelt und rückgewandelt werden können, ist risikofreie Eigenliquidität.

Einer der Gründe für diese sachlogisch inkonsistente Bilanzierungspraxis besteht vermutlich in der Beibehaltung der buchmäßigen Erfassung des Zentralbankgeldes aus der geschichtlichen Phase der physischen Edelmetalldeckung des Zentralbankgeldes („Goldstandard“), als die Inhaber von Zentralbankgeld in Form von Geldmünzen, Banknoten und Zentralbankguthaben einen verbrieften Forderungsanspruch auf den Deckungsstock des Zentralbankgeldes in Form des Goldschatzes (bzw. Edelmetallschatzes) der Zentralbank hatten. In der Urform des Goldstandards, dessen Edelmetalldeckung aber im Laufe seiner Geschichte durch Verwässerung der Deckungsquote sukzessive aufgeweicht wurde, konnten daher die Banknoten von ihren Inhabern zur Einlösung in Form eines äquivalenten Gold- oder Edelmetallquantums bei der Zentralbank präsentiert werden. Diese Möglichkeit gibt es in modernen Geldsystemen nicht (mehr), selbst wenn die Zentralbank neben anderen Vermögensarten auch über einen Edelmetallschatz verfügt. Das Zentralbankgeld (Geldmünzen, Banknoten und Zentralbankguthaben, zusammen die Geldbasis)

wird zwar in den IOUs (phonetisch „I owe you“: „Ich schulde dir“) des gesetzlichen Zahlungsmittels emittiert und vermittelt daher den äußeren Anschein eines verbrieften Durchgriffs auf das Vermögen der Zentralbank, die Emission erfolgt jedoch unter der Bedingung, dass das Zentralbankgeld nur in sich selbst eingelöst werden kann (Konvertibilitätsausschluss). Die Mobilisierung der Zentralbankreserven in Form von Zentralbankguthaben ist daher auf die risikofreie Formwandlung in Barreserven beschränkt. Vor diesem Hintergrund wäre eine sachlogisch konsistente Bilanzierung der gesamten Zentralbankreserve analog der Barreserve (Kassakonten) auf forderungsrisikofreien, aktiven Bestandskonten der Geschäftsbanken (kassakontenähnliche Reservekonten) und auf den Eigenkapitalkonten der Zentralbank angemessen, was getrennte Systeme der Bilanzierung und des *Clearing* samt *Settlement* des Zentralbankgeldumlaufes erfordert. Es wird im Folgenden gezeigt, dass der wesentlichere Grund für die Beibehaltung der überkommenen und sachlogisch inkonsistenten Bilanzierungspraxis für den Zentralbankgeldumlauf die Vermeidung von Geldschöpfungsgewinnen der Zentralbank ist.

#### **4. Die Vermeidung des Geldschöpfungsgewinns in der Zentralbankbilanz**

In einem modernen Geldsystem erfolgt die Geldschöpfung „aus dem Nichts“.<sup>14</sup> Das betrifft sowohl die Herstellung des Zentralbankgeldes in Form der Geldbasis durch die Zentralbank als auch die Herstellung des Giralgeldes durch die Geschäftsbanken. Der Unterschied besteht allerdings darin, dass die Verwendung des Giralgeldes als Zahlungsmittel – wie oben gezeigt – erst durch Monetisierung mit Hilfe der Geldbasis ermöglicht wird. Diese duale Geldhierarchie macht das Zentralbankgeld zu einem „besonderen Stoff“, der nur von der Zentralbank als souveränem Geldmonopol hergestellt werden kann. Und die Zentralbank benötigt zur Geldschöpfung, also zur Herstellung des durch die zirkulierende Zentralbankgeldmenge repräsentierten Wertumfangs der Geldbasis, nichts weiter als ein verlässlich verwaltetes Kontensystem, eine Münzanstalt zur Prägung von Geldmünzen und eine Spezialdruckerei zum fälschungssicheren Druck von Banknoten. Das „Nichts“, aus dem die Zentralbankgeldschöpfung erfolgt, ergibt sich daher aus der Relation zwischen dem betrieblichen Aufwand der Geldschöpfung und dem Wertumfang der hergestellten und in Umlauf gesetzten Geldmenge (Münzen, Banknoten und Zentralbankguthaben). Diese Wertdifferenz stellt den Geldschöpfungsgewinn der Zentralbank (monetäre Seigniorage)<sup>15</sup> dar, den man in den Büchern der Zentralbanken infolge einer sachlogisch inkonsistenten Bilanzierungspraxis vergeblich suchen wird. Und dies, obwohl in einem moder-



nen Geldsystem am Ursprung des Zentralbankgeldumlaufs der erstmalige Zahlungsmiteileinsatz des Zentralbankgeldes im Wege von Vermögensstransaktionen der Zentralbank mit den Geschäftsbanken steht. Denn Zentralbankgeld als Geldbasis wird in Umlauf gesetzt, indem die Zentralbank Vermögen erwirbt und mit Zentralbankgeld bezahlt oder Kredite in der Denominierung des gesetzlichen Zahlungsmittels einräumt und die Kreditvaluta in Zentralbankgeld zuzählt. Die Zentralbank verordnet auf gesetzlicher Grundlage das Regelwerk, unter dem diese Transaktionen stattfinden können. Dazu gehört u. a., dass Kredite der Zentralbank nur an konzessionierte Geschäftsbanken, nicht aber an den Privatsektor und staatliche Einrichtungen ausgereicht werden können und dass diese Ausleihungen durch akzeptable Vermögenswerte in ausreichendem Umfang besichert sein müssen. Unabhängig davon, ob die Zentralbank Kredite mit lombardfähigen Sicherheiten an Geschäftsbanken gewährt, Kostgeschäfte auf repofähiger Wertpapierbasis abschließt, Fremdwährungen ankauft oder Staats-, Bank- und Firmenanleihen auf den einschlägigen Sekundärmärkten erwirbt, in diesen und allen anderen Vermögensstransaktionsfällen mit der Zentralbank werden die Transaktionen durch einfache Gutschriften im Umfang der Transaktionswerte auf den Zentralbankkonten der konzessionierten Geschäftsbanken geschlossen, womit Zentralbankgeld jeweils „mit einem Federstrich“ (einem Buchungssatz) oder „aus dem Nichts“ in der Verfügung der Geschäftsbanken (Zentralbankreserven) geschaffen wird.

Im einfachen Beispiel des Kaufs einer Staatsanleihe von einem Wertpapierfonds wird der Kaufpreis von der Zentralbank bezahlt, indem die Zentralbank die Anleihe zum Wert des Erwerbspreises (aktueller Börsenkurs) auf einem Vermögensbestandskonto aktiviert (Zuwachs des Sollsaldos auf einem Bestandskonto für Staatsanleihen durch Sollbuchung) und gleichzeitig das Zentralbankkonto der depotführenden Geschäftsbank des Wertpapierfonds mit dem Betrag der fälligen Kaufpreisforderung erkennt (Erhöhung des Habensaldos auf dem Zentralbankreservekonto durch Habenbuchung) mit der Anweisung, dass die Geschäftsbank dem Wertpapierfonds den Kaufpreis der Anleihe auf seinem Girokonto gegen Übertragung der erworbenen Staatsanleihe in das Depot der Zentralbank gutbringt. Die Geschäftsbank vollzieht diesen Auftrag, indem sie den Anstieg ihrer Zentralbankreserve um den Betrag des Kaufpreises der Anleihe durch Forderungserhöhung gegen die Zentralbank auf ihrem aktiven Reservekonto ausweist (Erhöhung des Sollsaldos durch Sollbuchung) und bei gleichzeitigem Depotübertrag den Kaufpreis auf dem Girokonto des Wertpapierfonds gutschreibt (Erhöhung des Habensaldos durch Habenbuchung). Die Geschäftsbank verfügt somit über die notwendige zusätzliche Zentralbankreserve, um das neu hinzugekommene Guthaben auf dem Girokonto des Wertpapierfonds gemäß seinen Verfügungsanweisungen

gen (bargeldloser Überweisungsauftrag oder Barauszahlung) als Zahlungsmittel monetisieren zu können.

Es ist also evident, dass der Vermögenstransfer in Gestalt eines Staatsanleihenkaufs aus dem Privatsektor von der Zentralbank dank der Ausübung des souveränen Geldmonopols „aus dem Nichts“, also mit dem Minimalaufwand eines elektronischen Buchungssatzes aus Gutschrift auf dem Zentralbankkonto der depotführenden Geschäftsbank gegen Aktivierung auf einem Vermögensbestandskonto für Staatsanleihen finanziert wird. Und dennoch wird diese Finanzierung durch Zentralbankgeldschöpfung „aus dem Nichts“ in den Büchern der Zentralbank als „Verbindlichkeit“ mit Erfüllungsrisiko gegenüber der Geschäftsbank und in den Büchern der Geschäftsbank als „Forderung“ mit Mobilisierungsrisiko gegenüber der Zentralbank ausgewiesen. Das ist sachlogisch nicht nachvollziehbar, denn eine Entität wie die Zentralbank, die dank ihres souveränen Geldschöpfungsmonopols ohne nennenswerten Aufwand liquides Vermögen in der reinsten Wertaufbewahrungsform des Zentralbankgeldes (= Kaufkraft) herstellen kann, schafft mit diesem weitgehend aufwandslosen Herstellungsvorgang in ihrer Bilanz nicht Verpflichtungen aus „Verbindlichkeiten“, sondern Eigenmittel! Und dieser Eigenmittelschaffung durch quasi aufwandslose Zentralbankgeldschöpfung sind theoretisch auch keine Grenzen gesetzt, weswegen die Zentralbank als einzige Entität einer Volkswirtschaft unter dem impliziten Schutz vor einem Zahlungsverzug steht. Es gibt daher auch für die Geschäftsbanken kein materielles Formwandlerisiko ihrer Zentralbankreserven: Die Umwandlung von Zentralbankguthaben in Bargeld samt Auslieferung in die Tresore der Geschäftsbanken ist der Zentralbank jederzeit möglich, solange sie unter dem gesetzlichen Schutz des Staates als souveränes Geldmonopol agiert. Folglich ist es auch sachlogisch nicht nachvollziehbar, dass die Geschäftsbanken ihre nicht in Bargeldform, sondern in Zentralbankguthabensform gehaltenen Zentralbankreserven als Forderungen gegen die Zentralbank ausweisen, obwohl liquides Vermögen ohne Forderungsrisiko analog dem Bargeld als reines Zahlungsmittel auf kassakontenähnlichen aktiven Bestandskonten geführt werden müsste.

## **5. Die Aufdeckung des Geldschöpfungsgewinns durch sachlogisch konsistente Bilanzierung der Geldbasis**

Eine sachlogisch konsistente Bilanzierung der Zentralbankgeldschöpfung durch Herstellung von gesetzlichen Zahlungsmitteln „aus dem Nichts“ im Wege von Vermögenstransaktionen der Zentralbank impliziert eine Bilanzierungsreform, die eine wirklichkeitsgetreue Abbildung der Geldbasis in den Büchern der Zentralbank und der Geschäftsbanken ermöglicht.

Die notwendige Bilanzierungskorrektur in Analogie zum obigen Beispiel eines Staatsanleihenkaufs aus dem Depot eines Wertpapierfonds erfordert die Einbeziehung der Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) der Zentralbank in die Kauftransaktion, die mit Zentralbankgeld, dem Herstellungsgegenstand der Zentralbank, durch Gutschrift auf dem Zentralbankreservekonto der depotführenden Geschäftsbank bezahlt wird. In der Korrekturversion wird daher die Gutschrift des Erwerbspreises der Staatsanleihe auf einem Zentralbankreserve-Evidenzkonto<sup>16</sup> der depotführenden Geschäftsbank des Wertpapierfonds auf einem Erlöskonto in der GuV der Zentralbank gegengebucht, weil *uno actu* mit der Bezahlung der erworbenen Staatsanleihe die gesetzlichen Zahlungsmittel von der Zentralbank ohne maßgeblichen Aufwand quasi „aus dem Nichts“ hergestellt werden, um den Anleihenkauf zu finanzieren. Nachdem auf dem Aufwandskonto der GuV der Zentralbank neben einem marginalen Verwaltungsaufwand (= Herstellungsaufwand der Geldschöpfung) für die Transaktionsabwicklung die Vorsorge für das allfällige Kredit- und Marktrisiko der erworbenen Staatsanleihe in Form einer passiven Rückstellung verbucht wurde, errechnet sich die Erlös-Aufwands-Differenz als Gewinnsaldo dieser spezifischen Transaktion in der GuV der Zentralbank, der als eigenkapitalfähiger Geldschöpfungsgewinn in Form eines Zugangs zum Eigenkapital in der Bilanz ausgewiesen wird. Der Aktivierung des Nettobuchwertes der Staatsanleihe (Kaufpreis abzüglich Transaktions- und Risikovorsorgekosten) steht ein aus der Gegenbuchung des Gewinnsaldos resultierender Anstieg des Eigenkapitals gegenüber.

Das Verschwindenlassen des Geldschöpfungsgewinns (historisch: „Seigniorage“) durch eine sachlogisch inkonsistente Verpflichtungsinszenierung der Zentralbankgeldschöpfung in der Bilanz der Zentralbank ist damit aufgedeckt. In der Bilanz der depotführenden Geschäftsbank wird die Kaufpreisgutschrift auf dem Zentralbankreserve-Evidenzkonto durch betragsgleiche Zuführung auf dem Zentralbankreservekonto als kassakontoähnlichem aktivem Bestandskonto ausgewiesen und am Girokonto des Wertpapierfonds gutgebracht.

Die Einführung einer sachlogisch konsistenten Bilanzierungspraxis für die Zentralbankgeldschöpfung hat vier wesentliche Implikationen: (i) Die Geldbasis wird in der Bilanz der Zentralbank als Teil des Eigenkapitals (bisher: Verpflichtungen aus Gutschriften in die Zentralbankreserven der Geschäftsbanken und/oder aus dem Banknotenumlauf) ausgewiesen. (ii) In den Bilanzen der Geschäftsbanken werden die Zentralbankreserven unabhängig von ihrer Geldform (Bargeld oder Zentralbankreserven auf Evidenzkonten der Zentralbank) als liquider, forderungsrisikofreier Vermögensbestand auf kassakontoähnlichen aktiven Bestandskonten ausgewiesen. (iii) In den Büchern von Zentralbank und Geschäftsbanken ist für die Geldbasis eine dem *Settlement* dienende organisatorische Tren-

nung von Bilanzierungs- und *Clearing*-Systemen erforderlich, die Zentralbank benötigt ein vom Bilanzkontensystem getrenntes *Clearing*-Kontensystem (Evidenzkontensystem), um die Geldbasis und ihren Umlauf für Kontrollzwecke evident halten zu können. (iv) Aus der Zentralbankgeldschöpfung resultiert ein eigenkapital- und daher ausschüttungsfähiger Geldschöpfungsgewinn, der einen Ausschüttungsanspruch des Staates als Alleingesellschafter gegen die Zentralbank begründet, wodurch eine Barriere des Staatsfinanzierungsverbots der Zentralbank ins Wanken gerät.

Denn das Staatsfinanzierungsverbot der Zentralbank ruht auf zwei Säulen: auf einer expliziten Verbotsnorm, die beispielsweise die Zeichnung von Staatsanleihen auf dem Emissionsmarkt (Primärmarkt) ausschließt, und die Beseitigung des ausschüttungsfähigen Geldschöpfungsgewinns durch eine sachlogisch inkonsistente Bilanzierungspraxis, die das monetäre Wesen des souveränen Geldmonopols („Zentralbankgeldschöpfung aus dem Nichts“) verleugnet.

## 6. Die Grenzen der Giralgeldschöpfung

Die Geldschöpfung der Geschäftsbanken in Form des Giralgeldes erfolgt durch Kreditgewährung an den Privatsektor und die staatlichen Einrichtungen ebenfalls „aus dem Nichts“, indem die Kreditbeträge im Wege der Kreditausnutzung auf den Girokonten der Kreditnehmer gutgeschrieben werden.<sup>17</sup> Dieses Kreditgeld oder Buchgeld oder Giralgeld der Geschäftsbanken ist aber – wie oben gezeigt – nur durch Monetisierung mit Hilfe der von der Zentralbank hergestellten Geldbasis als Zahlungsmittel verwendbar, sodass der giralgeldschöpfende Kreditvergabeprozess in den Geschäftsbanken mit der Vorsorge für eine ausreichende Zentralbankreserve verbunden sein muss.

Neben der Kreditvergabe können die Geschäftsbanken auch durch Vermögenserwerb Giralgeld „aus dem Nichts“ schaffen, indem die Erwerbspreise durch Gutschriften auf den Girokonten der Verkäufer bezahlt werden, sofern die daraus resultierenden Girokontogutschriften durch ausreichende Zentralbankreserven (Zentralbankguthaben und Barreserven) für die jederzeitigen Zahlungsanweisungen der Kontoinhaber (Überweisungsaufträge und Barbehebungen) monetisiert sind. Der Erwerb einer Staatsanleihe beispielsweise durch eine Geschäftsbank aus einer Neuemission mit der damit verbundenen Gutschrift auf dem Girokonto jener staatlichen Einrichtung, die mit der Begebung der Anleihe beauftragt ist, kann daher nur durchgeführt werden, wenn ein ausreichender Überschuss an Zentralbankreserve vorhanden ist, die Staatsanleihe selbst als repofähiges Wertpapier von der Zentralbank belehnt wird oder die Ge-

schäftsbank über den Geldhandel den Zusatzbedarf an Zentralbankreserve decken kann.

Der Interbanken-Geldhandel ermöglicht einen quantitativen Ausgleich der zirkulierenden Geldbasis zwischen den Geschäftsbanken. Allfällige Überschüsse an Zentralbankreserven werden bedarfsgerecht alloziert, es entstehen zwischen den Banken Forderungen und Verbindlichkeiten, die über die Zentralbankreserven im Zahlungsverkehr operationalisiert werden. Das *Asset Liability Management* (ALM) in den Geschäftsbanken sorgt im Wege der Liquiditätssteuerung für die tägliche Sicherung der Zahlungsverkehrsfähigkeit der Geschäftsbanken. Die kommerziellen Bestrebungen von Geschäftsbanken sind daher auf eine Maximierung von Girokontobeziehungen mit hohen Kontenumsätzen gerichtet, weil daraus eine Stärkung der bankeigenen Geldbasis resultiert.

Zusätzlich wird die Fristigkeitsstruktur der Kundenveranlagungen über die auf den Girokonten eingerichteten Sicht- und Termineinlagen hinaus optimiert, weil langfristige Bindungen in Form von Spareinlagen bis hin zu Bankanleihen die Beanspruchung der Geldbasis verringern und die Ausreichung von langlaufenden Krediten oder das Investment in langfristige *Assets* ermöglichen. Eine Verlangsamung des Zentralbankreserveabflusses durch langfristige Refinanzierungsformen (gebundene Sparguthaben und Bankanleihen) und eine Beschleunigung des Zentralbankreservezuflusses durch regelmäßige und hohe Eingänge auf den Girokonten (Sicht- und Termineinlagen) verbreitern die Geldbasis für langfristige Kreditvergaben und Vermögenserwerb ohne Beanspruchung der Zentralbank und stärken die Zahlungsverkehrssicherheit der Geschäftsbank.

Im Unterschied zur Zentralbank, die mit der Herstellung der Geldbasis „aus dem Nichts“ Eigenmittel schafft, ist der Geldschöpfungsprozess der Geschäftsbanken gänzlich unterschiedlichen Bedingungen unterworfen: (i) Das Buchgeld der Geschäftsbanken wird durch Kreditvergabe und Vermögenserwerb geschaffen, aus den Gutschriften von Kreditvaluta und Kaufpreis auf den Girokonten der Kreditnehmer und Assetverkäufer entsteht Giralgeld, das nur bei Monetisierung durch eine ausreichende Zentralbankreserve als Zahlungsmittel verwendbar ist. (ii) Das in Form von Sicht- und kurzfristigen Termineinlagen auf den Kundenkonten verfügbare Giralgeld ist zusammen mit den langfristigen Kundenveranlagungen eine echte Verbindlichkeit der Geschäftsbanken, weil sie zur monetären Sicherung der Zahlungsverkehrseignung des Giralgeldes über eine ausreichende Geldbasis verfügen müssen, die außerhalb ihrer Ingerenz von der Zentralbank hergestellt wird. (iii) Das aus Kreditgewährung und Asseterwerb geschöpfte Giralgeld wird auf die Laufzeit der Kredite und die Behaltdauer der *Assets* zur Verfügung gestellt, weil seine Monetisierung der Laufzeitbegrenzung und Mengenbeschränkung der Zentralbank bei der Herstellung und Lieferung der Geldbasis unterliegt. (iii) Die Rückzahlbarkeit

der Kredite und die Mobilisierbarkeit der *Assets*, aus denen zusammen das mit Hilfe der Geldbasis der Zentralbank monetisierbare Giralgeld geschaffen wird, exponiert die Geschäftsbanken einem fortwährenden Kredit- und Marktrisiko,<sup>18</sup> das nach Sicherstellung und Verzinsung zur Kompensation des potenziellen Forderungsausfalls und der beeinträchtigten, preiswirksamen Marktgängigkeit verlangt. (iv) Erwartete und unerwartete Verluste aus den Kreditforderungen und den sonstigen Vermögenspositionen müssen daher in einem risiko- und eigenkapitalkostendeckenden Betriebsergebnis und einer solvabilitätskonformen Kapitalunterlegung für die risikogewichteten Aktiva gedeckt sein, die strengen regulatorischen Vorschriften unterliegen. (v) Die zirkulierende Geldmenge (z. B. M1 als Summe aus Geldmünzen, Banknoten und Sichteinlagen auf Girokonten der Geschäftsbanken) ist ganz offensichtlich Resultat eines endogenen Geldschöpfungsprozesses, der vom Zahlungsmittelbedarf und der Geldhaltungsneigung des Privatsektors und der staatlichen Einrichtungen aus laufender Geschäftstätigkeit samt Konsum-, Spar- und Investitionsneigung determiniert ist und von der Monetisierungsbereitschaft der Zentralbank durch Anpassung der Geldbasis und der Kapitalaufbringungsfähigkeit der Geschäftsbanken durch rentabilitätssichere Kapitalmarktzugänge reguliert wird, wobei die Zentralbank in einem dualen Geldsystem die erforderlichen Zentralbankreserven bereitstellen wird, solange die Geschäftsbanken die regulatorischen Voraussetzungen erfüllen.<sup>19</sup>

In den obigen Demonstrationsbeispielen wurden zu Erklärungszwecken isolierte Transaktionsfälle ausschnittsweise beleuchtet. In der monetären Realität des Finanzsektors ist aber der Umlauf des Geldes in seiner dualen Gestalt als Zentralbankgeld und Giralgeld zwischen den Akteuren des Geld- und Kreditwesens sowie dem Privatsektor und den staatlichen Einrichtungen maßgeblich, der sich aus der hohen Zahl von täglichen Einzeltransaktionen in beiden Geldaggregaten ergibt, die sich wiederum in großem Umfang im Wege des *Clearing* gegenseitig saldieren. Es sind daher die Saldenbewegungen der monetären Positionen aus dem *Settlement* entscheidend, die sich aus der Zirkulation der Geldmengen ergeben. Dabei spielen auch Zahlungsgewohnheiten und die technische Umlaufgeschwindigkeit eine wichtige Rolle. Ein geringer Barzahlungsanteil am monetären Transaktionsvolumen und eine taggleiche Buchungslogistik im elektronischen Zahlungsverkehrssystem beeinflussen beispielsweise die Proportionen zwischen den Geldaggregaten (Bargeld, Zentralbankguthaben, Giralgeld) ebenso wie deren Schwankungen im Zeitablauf.

Nachzuholen zum Verständnis des unten dargestellten praktischen Beispiels der „offenen Möglichkeiten der EZB-Geldpolitik“, die sich aus einer sachlogisch konsistenten Bilanzierungspraxis für die Geldbasis ergeben, ist daher die Wirkung der gegenläufigen Transaktionsrichtung, also im Kontext des beschriebenen Beispiels die Wiederveräußerung der von

einem Wertpapierfonds erworbenen Staatsanleihe durch die Zentralbank über den Sekundärmarkt. Wer auch immer die zur Disposition stehende Staatsanleihe von der Zentralbank erwirbt, sei es ein Privater, ein Unternehmen oder ein Nichtbanken-Finanzinstitut, die bargeldlose Bezahlung des Erwerbspreises an die Zentralbank erfolgt durch eine Belastungskette, die vom Girokontoguthaben des Erwerbers bei der künftig depotführenden Geschäftsbank ausgeht, sich über das aktive Forderungskonto für die Zentralbankreserve der Geschäftsbank fortsetzt und auf dem Guthabenskonto der Geschäftsbank bei der Zentralbank endet. Im Falle des Erwerbs der Staatsanleihe durch eine Geschäftsbank ist der bargeldlose Zahlungsursprung ein Aktivtausch in der Bilanz der Geschäftsbank vom Forderungskonto für die Zentralbankreserve gegen ein Bestandskonto für Staatsanleihen, die Belastung der Zentralbankreserve in den Büchern der Geschäftsbank endet analog mit einer korrespondierenden Lastschrift auf dem Guthabenskonto der Geschäftsbank bei der Zentralbank. Der finale Bilanzierungsschritt in der Zentralbank ist ein Depotübertrag in das Fremddepot des Erwerbers bei der Geschäftsbank oder in das Eigendepot der Geschäftsbank. In beiden Fällen ist die Zentralbankreserve der Geschäftsbank um den Erwerbspreis der Staatsanleihe gemindert, womit in der Bilanz der Zentralbank *uno actu* mit dem bilanzverkürzenden Abgang der veräußerten Staatsanleihe in das Fremd- oder Eigendepot der Geschäftsbank Zentralbankgeld „vernichtet“ wird.

Vermögensveräußerungen der Zentralbank enden nach der herrschenden, sachlogisch inkonsistenten Bilanzierungspraxis für die Geldbasis in einer anteiligen Vernichtung der Zentralbankgeldmenge. Einen analogen Effekt hat die Rückführung von Krediten oder die Schließung von Repos der Zentralbank an Geschäftsbanken. Die Veräußerung von Vermögen an den Nicht-Bankensektor oder die Rückführung von Krediten des Nicht-Bankensektors führt in den Büchern der betroffenen Geschäftsbanken zu einer Vernichtung von Giralgeld und zu einer Stärkung bzw. Entlastung der Zentralbankreserven der Geschäftsbanken.

Nach einer sachlogisch konsistenten Bilanzierungspraxis würde in der beschriebenen Transaktionsstruktur die Geschäftsbank die ihr auf einem aktiven Bestandskonto zur Verfügung stehende Zentralbankreserve im Umfang des Erwerbspreises der Staatsanleihe zahlungshalber zurückliefern, was auf ihrem Zentralbankreserve-Evidenzkonto verzeichnet wird und in der Bilanz der Zentralbank in einem Aktivtausch vom Bestandskonto für Staatsanleihen gegen Zentralbankgeldkassa endet. Das von der Zentralbank „aus dem Nichts“ geschaffene und daher als Eigenmittelanstieg bilanzierte Zentralbankgeld kehrt durch Vermögensveräußerung an seinen Entstehungsursprung zurück und kann von der Zentralbank im Rahmen ihrer geldpolitischen Ziele frei verwendet werden. Dazu gehört auch die Finanzierung der Ausschüttung des Geldschöpfungsgewinns an

den Zentralbankeigentümer in der Gestalt des Staates, der die ihm aus dem souveränen Geldmonopol durch Gewinnausschüttung gemäß den Veränderungen der Geldbasis zufließenden Zahlungsmittel zur Bedeckung von Staatsausgaben oder zur Schuldentilgung verwenden kann.<sup>20</sup> Die Seigniorage wird also nicht vernichtet, sondern dem Urheber des souveränen Geldmonopols als Gewinnausschüttung weitergereicht.

Genauso gut, allerdings unter Umgehung des Staatsfinanzierungsverbots, könnte die Zentralbank dem Staat, der sie mit der Ausübung des souveränen Geldmonopols beauftragt hat, Kredit gewähren und im Ausmaß der zugezählten Kreditvaluta die Zentralbankreserve-Evidenzkonten der kontoführenden Geschäftsbanken der staatlichen Einrichtungen „dotieren“, die sodann in ihren Büchern die Zentralbankreserven und die Guthaben auf den Girokonten der staatlichen Einrichtungen mit betragsgleichen Gutschriften erhöhen. In der Bilanz der staatlichen Einrichtungen steht ein (erhöhtes) Girokontoguthaben als Forderung an die kontoführenden Geschäftsbanken einer Kreditverbindlichkeit an die Zentralbank gegenüber. Bei Fälligkeit des Kredites emittiert der Staat Anleihen, aus deren Erlös der Zentralbank-Direktkredit rückgeführt wird, sodass in der Bilanz der Zentralbank ein Aktivtausch zu Lasten der Kreditforderung gegen den Staat und zu Gunsten eines Kassaguthabens aus zurückfließendem Zentralbankgeld erfolgt, der in den „Lastschriften“ auf den Zentralbankreserve-Evidenzkonten der mit der Rückzahlung beauftragten Geschäftsbanken gespiegelt wird. Das Zentralbankgeld-Kassaguthaben kann als Seigniorage an den Staat ausgeschüttet werden, der daraus wiederum Anleihen zurückführt. Ob die Zentralbank zuerst den Staat kreditiert und dann der Staat bei Fälligkeit des Kredites zu Refinanzierungszwecken Anleihen emittiert, um aus der ausgeschütteten Seigniorage die Refinanzierungsemission zurückzuzahlen oder ob der Staat zuerst Anleihen am Primärmarkt emittiert und die Zentralbank (diese oder andere) Staatsanleihen am Sekundärmarkt erwirbt, sodass der Staat aus der ausgeschütteten Seigniorage Anleihen zurückzahlen kann, diese Reihenfolge ist ausschließlich von der Existenz eines Staatsfinanzierungsverbots abhängig. Der Direktkredit der Zentralbank an den Staat und dessen Rückführung aus der Seigniorage der damit verbundenen Zentralbankgeldschöpfung ist aber die sachlogische Brücke zu der in der MMT angenommenen funktionellen Einheit von Budgetbehörde und Zentralbank. Sobald die Seigniorage aus dem staatlichen Geldschöpfungsmonopol der Zentralbank bilanziell anerkannt und ausgeschüttet wird, kann der Staat seinen Vermögenserwerb (z. B. Investitionen in die Infrastruktur) ohne dauerhafte Zusatzverschuldung aus dem Geldschöpfungsgewinnen seiner Zentralbank „finanzieren“. Damit wird die antizyklische Wirksamkeit einer fiskalisch koordinierten Geldpolitik zur Bewältigung einer Überschuldungs- und Deflationskrise signifikant erhöht.



## 7. Die offenen Möglichkeiten der EZB-Geldpolitik am Beispiel der „Mengenmäßigen Lockerung“ (*Quantitative Easing*)

Zwei notwendige Voraussetzungen bzw. Änderungen im Sinne der obigen Darstellung müssen gegeben sein: (i) eine sachlogisch konsistente Bilanzierungspraxis für die Geldbasis im SEZB und der EZB sowie eine prozessuale Trennung von Bilanzierung und *Clearing* der umlaufenden Zentralbankgeldmenge; (ii) eine temporäre Lockerung der „Schuldenbremse“ im Stil eines befristeten Verschuldungs-*Trade-off* zu Gunsten der staatlichen Finanzierung von wohldefinierten Infrastrukturinvestitionen (Bildung, Forschung und Entwicklung, Gesundheit, Sozialeinrichtungen, Umwelt- und Klimaschutz, Verkehrsinfrastruktur, Energiewirtschaft usw.).

1. Runde: Die EZB führt das ML-Programm im geplanten Ausmaß von aktuell ca. EUR 1.500 Mrd. (mit Beschluss vom 3.12.2015 hat die EZB das „Public Sector Purchase Programme“, das ab März 2015 monatliche Bondkäufe in Höhe von 60 Mrd. € vorsieht, auf 25 Monate bis März 2017 verlängert)<sup>21</sup> wie vorgesehen durch und verbucht die Finanzierung des Vermögenserwerbs (Anleihenkäufe auf den Sekundärmärkten) sachgerecht über die Erfolgsrechnung (GuV) als dem Eigenkapital zurechenbaren Geldschöpfungsgewinn. Die konzessionierten Banken mit Kontoverbindung zur EZB führen ihre Zentralbankreserven unabhängig von ihrer Geldform (Buchgeld in Form von Guthaben bei der Zentralbank oder von der Zentralbank geliefertes Bargeld in den Banktresoren) als Liquiditätsreserven (jederzeit verwendbare Zahlungsmittel) auf Kassakonten (aktiven, forderungsrisikofreien Bestandskonten) und beteiligen sich zwingend am neuen EZB-*Clearing*-System zur Evidenzhaltung des Zentralbankgeldumlaufs. Der ausschüttungsfähige Gewinn der EZB wächst im ML-Durchführungszeitraum durch die Zentralbankgeldschöpfung „aus dem Nichts“ im Ausmaß der Vermögenskäufe abzüglich Transaktionskosten sowie kredit- und marktrisikorelevante Dotierung der Bewertungsrückstellung.

2. Runde: Die dem Markt aus der Durchführung des ML-Programms laufend zufließende Liquidität (freie Zentralbankreserven der Banken und überschüssige Bankguthaben des Privatsektors einschließlich der Nichtbanken-Finanzinstitute) wird für die Zeichnung von Staatsanleihen aus Neuemissionen am Primärmarkt verwendet, nachdem den Euroländern ein befristeter Verschuldungs-*Trade-off* im Ausmaß ihrer geprüften Infrastrukturinvestitionsprogramme gemeinschaftlich zugesichert wurde. Infolge der Zinssenkungswirkung des ML-Programms der EZB auf den Bondmärkten (verringerte CDS-*Spreads*) erhalten die Eurostaaten das „frische Geld“ zu historischen Bestkonditionen, die budgetäre Zinsbelastung aus dem Verschuldungs-*Trade-off* ist deutlich gemindert, sodass die staatlichen Finanzierungskosten für die Infrastrukturinvestitionen in manchen Euroländern konkurrenzlos gering sein werden.

3. Runde: Die Eurostaaten führen ihre Infrastrukturinvestitionsprogramme zügig durch, beschaffen entsprechende Infrastruktur- und Investitionsgüter auf den privaten Güter- und Dienstleistungsmärkten, generieren dadurch eine erhöhte Nachfrage, die zur Steigerung der Beschäftigung (Reduktion der Arbeitslosigkeit), Schaffung von Einkommen und Belegung des Steueraufkommens (bzw. Minderung der Transferausgaben) beitragen. Die zusätzliche Liquidität der Eurostaaten aus den Neuemissionen des Verschuldungs-*Trade-off* fließt durch die infrastrukturellen Beschaffungsaktivitäten der Euroländer in den Privatsektor, um als Umsatzerlöse den Produktionsaufwand für die herzustellenden Infrastruktur- und Investitionsgüter (Löhne, Gehälter, Vormaterialien usw.) zu refinanzieren.

4. Runde: Die Wachstumsimpulse aus den staatlichen Infrastrukturinvestitionen bewirken eine positive Veränderung des realwirtschaftlichen Erwartungstrends, über die Multiplikatoreffekte wird die Endverbraucher- nachfrage angeregt, sodass auch in den Konsumgüterindustrien durch bestätigte Gewinnerwartungen die Investitionsneigung steigt. Das kreditwirtschaftliche Bonitätsprofil der Unternehmen verbessert sich, durch Abnahme der negativen Migrationsdynamik in Richtung „*Non Performing Loans*“ (sinkender Risikovorsorgebedarf) steigt die Assetqualität des bestehenden Kreditportfolios im jeweiligen Geschäftsbankensektor, sodass die ökonomische Risikotragfähigkeit der Kreditwirtschaft (nach ICAAP-/SREP-Kriterien) zunimmt. Eine dadurch erhöhte Kreditvergabebereitschaft trifft auf eine konjunkturbedingt steigende Kreditnachfrage, der endogene Geldschöpfungsprozess manifestiert sich in Zuwächsen des Kreditvolumens, die Realwirtschaft wird mit ausreichender Liquidität versorgt, um das einsetzende Wachstum zu finanzieren. Und der Kreditapparat verfügt durch die in erhöhtem Umfang zirkulierende Zentralbankgeldmenge (primärer ML-Effekt in Kombination mit dem ausgabenwirksamen und konjunkturbelebenden Verschuldungs-*Trade-off* der Euroländer) über genügend Kapital- und Liquiditätsreserven, um das Kreditwachstum (Geldmengenwachstum) im Rahmen der regulatorischen Anforderungen (gemäß Basel III) darstellen zu können.

5. Runde: Das anspringende Wirtschaftswachstum mündet in einer selbsttragenden Konjunktur mit steigender Beschäftigung, wachsendem Einkommen und zunehmendem Steueraufkommen in den Euroländern, sodass sich die souveräne Schuldendienst- und Kapitalmarktfähigkeit vor allem auch der mediterranen Krisenländer deutlich verbessert. Die durch Kreditwachstum entspannte Liquiditätslage der Volkswirtschaften erlaubt es der EZB, das ML-Programm ab einem bestimmten, gemeinschaftlich festgelegten und durch die Beschäftigungsentwicklung (Arbeitslosigkeitsrate) indizierten Konjunkturniveau durch gezielten Vermögensabbau (Anleihenverkäufe) schrittweise zurückzufahren, mit einem doppelten Effekt:

Das langfristige Zinsniveau steigt (stärkere Neigung der Zinskurve), und die zurückfließende Zentralbankgeldmenge ermöglicht die (teilweise) Ausschüttung der aus der expansiven Phase des ML-Programms stammenden Gewinnvträge der EZB an die Euroländer, die diese Extraeinnahmen zur Tilgung des Verschuldungs-*Trade-off* verwenden. Erhöhtes Steueraufkommen und EZB-Gewinnpartizipation in den Euroländern ermöglichen daher einen fristgerechten Abbau des antizyklischen Verschuldungsanstiegs aus den infrastrukturellen Konjunkturbelebungsprogrammen.

Die *Trade-off*-Frist sollte daher „*through the cycle*“ bemessen werden, sodass am Höhepunkt des Konjunkturaufschwungs (idealerweise bei Erreichen der Vollbeschäftigung) die restriktive ML-Phase einsetzt, um über den Zinstrend und die Steuerung der zirkulierenden Zentralbankgeldmenge Verstetigungseffekte auf den Wachstumsverlauf und die Beschäftigungslage sicherzustellen. Die EZB hat bei Gefahr von Erwartungseuphorie und Blasenbildung auf den Vermögensmärkten überdies die Möglichkeit, durch die Verwendungsalternative für den zurückfließenden Zentralbankgeldbestand zwischen Gewinnausschüttung (via ESZB an die Euroländer) oder Geldvernichtung (Buchung eines eigenkapitalverbrauchenden Geldvernichtungsaufwands in der GuV) die zirkulierende Zentralbankgeldmenge „pulsieren“ zu lassen, sodass freie Liquiditätsreserven abgeschöpft und der spekulativen Verwendung entzogen werden können. Diese Wahl stellt ein wirksames Instrument der makroprudenziellen (d. h. systembezogenen) Regulierung dar, erfordert aber eine Neudefinition der Rolle der EZB im Rahmen einer koordinierten Geld- und Fiskalpolitik in der Eurozone. Die EZB kann auf diese Weise einen güter- und vermögensinflationsfreien Wachstums- und Beschäftigungspfad erfolgreich unterstützen.

Um eine nachhaltige Effektivität der oben am Beispiel der ML beschriebenen Geldpolitik zu ermöglichen, muss zunächst eine plausible Zirkulationsdarstellung der Zentralbankgeldmenge (Geldbasis) nach den historisch und empirisch schlüssigen Erkenntnissen der MMT sichergestellt werden, auch wenn daraus vordergründig ein Machtverlust der EZB (Aufdeckung des bis dato vorenthaltenen Gewinnanspruchs der Euroländer aus der Seigniorage durch sachlogisch konsistente Bilanzierungsregeln) resultieren mag. Die EZB bleibt dennoch politisch unabhängig und trifft die Wahl der geldpolitischen Strategie im Rahmen ihres Mandats zur Sicherung der Preisstabilität.

Die Bandbreite ihrer „*tool box*“ wird allerdings erweitert, weil sie im fiskalpolitischen Zusammenspiel mit den ESZB-Mitgliedsländern die souveränen Bondmärkte auf der Mengen- und Zinsebene entscheidend steuern kann, um eine stabilitätsgerechte und wachstumsangemessene Liquiditätsversorgung der Volkswirtschaften der Eurozone wirkungsvoll umzu-

setzen. Zu diesem Zweck muss aber der wirtschaftspolitische Koordinationsrahmen über die Geld- und Fiskalpolitik hinaus erweitert werden. Vor allem der sozialpartnerschaftliche Einbezug der Gewerkschaften ist essenziell, um die Stabilitätsziele durch eine produktivitätsorientierte Lohnpolitik zu unterstützen. Das ist aber nur möglich, wenn der gegen die sozialen Interessen der arbeitenden Bevölkerungsmehrheit gerichtete neoliberale Kanon (Strukturreformen, Wettbewerbsfähigkeit, Austerität) überwunden und der Vollbeschäftigung neben einem preisstabilen Inflationskorridor eine gleichrangige Priorität eingeräumt wird. Der EZB muss daher im Rahmen ihrer politischen Unabhängigkeit eine breite Koordinationsverpflichtung auferlegt werden, damit Vollbeschäftigung und Preisstabilität in einem wirtschaftlich dynamischen Europa erreicht und verfestigt werden können.

## Anmerkungen

- <sup>1</sup> Die nachfolgende Argumentation nimmt Anleihe bei den historisch und empirisch schlüssigen Erkenntnissen der *Modern Monetary Theory* (die sich unter dem streitbaren Akronym MMT als innovatives Teilgebiet der postkeynesianischen Geldforschung etablieren konnte), ohne deren akademische Vereinfachungen zu übernehmen, wie beispielsweise die funktionelle Einheit von Budgetbehörde und Zentralbank, die an der aktuellen Realität unabhängiger und daher mächtiger Zentralbanken vorbeiführt. Zwar ist für ein demokratisches Gemeinwesen die direkte Ausübung des souveränen Geldmonopols durch ein exekutives Staatsorgan ein naheliegender Ansatz, der in der MMT seine wissenschaftliche Rechtfertigung findet, damit bewegt man sich aber auf der Ebene der institutionellen Geldreform, die nicht im Fokus der gegenständlichen Analyse steht, mit der auf einen pragmatischen Ausweg aus dem selbstverschuldeten Dilemma der Eurokrise verwiesen wird. Zur Einordnung der MMT in den postkeynesianischen Theorierahmen siehe Lavoie (2011). Zum gegenwärtigen Forschungsstand der MMT siehe Wray (2012).
- <sup>2</sup> Im Diskurs der MMT wird sehr überzeugend dargelegt, dass der Ursprung der souveränen Währung auf die staatliche Steuerhoheit zurückzuführen ist, aus der ein Dauer-schuldverhältnis zwischen BürgerInnen und Finanzbehörde begründet wird. Der Staat verfügt die Recheneinheit, in der die Steuern vorgeschrieben werden, und emittiert das darauf bezogene Zahlungsmittel, mit dem allein die Steuern schuldbefreiend zu entrichten sind. Dadurch wird die souveräne Währung als Zahlungsmittel im Wirtschaftskreislauf verankert, um schließlich in den einschlägigen Gesetzen (z. B. Zentralbankgesetz) kodifiziert zu werden. Das Zentralbankgeld als gesetzliches Zahlungsmittel mit Annahmepflicht und schuldbefreiender Erfüllungswirkung steht am Ende des chartalen Entwicklungsprozesses eines souveränen Geldsystems.
- <sup>3</sup> Die Oesterreichische Nationalbank (OeNB) als österreichische Zentralbank ist eine Aktiengesellschaft, die sich seit der Vollverstaatlichung im Jahr 2010 im alleinigen Eigentum der Republik Österreich befindet. Davor wurden Minderheitsanteile von Finanzinstituten und sozialpartnerschaftlichen Einrichtungen gehalten. In anderen Ländern gibt es aus historischen Gründen auch private Eigentumsformen, wie beispielsweise in den USA, wo der Eigentumsursprung des Federal Reserve Systems auf den Anteilen der Geschäftsbanken an den 12 regionalen Zentralbanken beruht, wobei aller-

- dings die Eigentumsrechte (z. B. Dividendenansprüche) zu Gunsten der gesetzlich verliehenen Ausübung des souveränen Geldmonopols und der Zuständigkeit für die Geldpolitik stark eingeschränkt sind.
- <sup>4</sup> „Geschäftsbanken“ steht im Folgenden aus Vereinfachungsgründen für alle konzessionierten Finanzinstitute, die von der Aufsichtsbehörde nach den einschlägigen gesetzlichen Bestimmungen für das Bankwesen reguliert werden, über eine Kontoverbindung zur Zentralbank verfügen und von dieser „refinanziert“ werden können. Auf analoge Vereinfachungen, die von den Besonderheiten der geld- und kreditwirtschaftlichen Praxis abstrahieren, weil sie für die gegenständlichen Analyse von geringem Belang sind, wird in den fortlaufenden Endnoten hingewiesen.
  - <sup>5</sup> Münzanstalten befinden sich nicht zwingend im Eigentum der Zentralbank, sondern können in der historischen Tradition des „Münzregals“ auch direkt dem Staat gehören. In Österreich ist die „Münze Österreich“ eine Tochter der OeNB. Entscheidend ist, dass die Herstellung der Geldmünzen nach den Vorgaben und auf Rechnung der Zentralbank erfolgt. Ähnliches gilt auch für die Banknotendruckerei, die in Österreich analog zur „Münze Österreich“ als Tochter der OeNB fungiert.
  - <sup>6</sup> In der gegenständlichen Analyse wird aus Vereinfachungsgründen das Ausland in der sektoralen Gliederung der Volkswirtschaft weggelassen und daher auf die Unterscheidung zwischen Deviseninländern und Devisenausländern verzichtet, jedoch stillschweigend davon ausgegangen, dass alle sektoralen Akteure unabhängig von ihrem territorialen Status Devisen (Geld in fremden Währungen) halten können. Austauschverhältnisse zwischen den Währungen und allfällige Zugangsbeschränkungen zum Geld anderer Staaten (Zentralbanken) bleiben daher unberücksichtigt.
  - <sup>7</sup> Im MMT-Diskurs wird von einer Hierarchie der Geldarten ausgegangen, sodass beispielsweise auch Lieferantenkredite und ähnlich aufrechnungsfähige Zahlungsvereinbarungen als *Clearing*-fähige Geldformen anerkannt werden. Entscheidend aber ist, dass das definitive *Settlement* von Zahlungsansprüchen nur mit einem forderungsrisikofreien Zahlungsmittel erfolgen kann. Und das ist einzig und allein das Zentralbankgeld (Geldmünzen, Banknoten und Zentralbankguthaben), das daher an der Spitze der Geldhierarchie als „*high powered money*“ steht, nur mit diesem Geld können subordinierte Geldarten (z. B. Giralgeld) monetisiert und daher zur Schließung von Zahlungsvereinbarungen verwendet werden. Die gegenständliche Analyse beschränkt sich auf den hierarchischen Dualismus von Zentralbankgeld und Giralgeld. Vergleiche dazu Kelton-Bell (2001).
  - <sup>8</sup> Als automatisierter Kassenschalter mit Selbstbedienungscharakter fungiert der „Bankomat“, an dem über einen elektronischen Legitimationsmechanismus Banknoten behoben werden können.
  - <sup>9</sup> Dazu gehören die jeweiligen nationalen Rechnungslegungsvorschriften und die „International Financial Reporting Standards“ (IFRS) samt den „International Accounting Standards“ (IAS)
  - <sup>10</sup> In der geldwirtschaftlichen Praxis können Clearinghäuser dazwischen geschaltet sein, die über einen Aufrechnungsmodus unter Berücksichtigung der Geldhandelsergebnisse Tagessalden feststellen, die sodann über die Zentralbankreserven der teilnehmenden Geschäftsbanken gesettelt werden. Von diesen Besonderheiten der Zahlungsverkehrssysteme wird in der gegenständlichen Analyse abgesehen, ohne dass sich an der prinzipiellen Natur der nachfolgenden Transaktionsbeschreibung etwas ändert.
  - <sup>11</sup> Das geschieht regelmäßig in Geschäftssparten mit hohen Kassumsätzen (z. B. Lebensmittelhandel), wo eine Handkassa mit der Tageslosung in den Nachttresor der nächstgelegenen Filiale einer kontoführenden Geschäftsbank eingeworfen wird.
  - <sup>12</sup> Geschäftsbanken werden ihre Barreserven stets auf dem durch Zahlungsverkehrsgewohnheiten determinierten Mindestniveau halten, weil es sich um ein ertragloses (zins-

freies) *Asset* handelt, während Zentralbankreserven (Mindest- und Überschussreserven) je nach Zinspolitik der Zentralbank einen Ertrag (z. B. in der Höhe der „*policy rate*“ aus dem Interbanken-Geldhandel im Fall von Überschussreserven) abwerfen können. Die Mindestreserve- und Zinspolitik der Zentralbank samt ihren monetären Steuerungseffekten bleiben in der gegenständlichen Analyse außer Betracht.

- <sup>13</sup> Das verbleibende Risiko auf Kassakonten ist einzig und allein das Inflationsrisiko, das jedoch kein monetäres Realisationsrisiko (Liquiditätsrisiko) ist, sondern ein realwirtschaftliches Preisrisiko (Kaufkraftisiko).
- <sup>14</sup> Vgl. dazu als aktuelle Quelle Binswanger (2015).
- <sup>15</sup> Die monetäre Seigniorage ist additiv zur „Opportunitätskosten-Seigniorage“ gedacht, die aus den gewinnsteigernden Nettozinsüberschüssen des staatlichen Geldmonopols (Ertragsvorteil aus der Refinanzierung des Notenbankvermögens durch unverzinsten Banknotenumlauf und niedrig verzinste Zentralbankreserven) resultiert. Folglich führt die monetäre Seigniorage bei einer signifikanten Ausweitung der Geldbasis (wie im Fall des „*Quantitative Easing*“) zu einem periodengleichen Gewinnschub, der die fiskalische Seigniorage (Ausschüttungspotenzial an den Staat) massiv alimentieren kann.
- <sup>16</sup> Das Evidenzkonto ist ein reines Spiegelkonto zum Zentralbankreservekonto in der Bilanz der Geschäftsbank, sein beweglicher Saldo folgt den Settlementerfordernissen aus dem bargeldlosen Zahlungsverkehr. Die Zentralbank gewinnt dadurch einen taggleichen Überblick über die buchmäßigen Zentralbankreservestände der Geschäftsbanken. Bei Wandlung in Barreserven wird der Wert der an die Geschäftsbanken gelieferten Banknoten auf ein Banknotenumlauf-Evidenzkonto umgebucht mit einem korrespondierenden Aktivtausch in den Bilanzen der Geschäftsbanken vom Zentralbankreservekonto an das Barreservekonto (beides forderungsrisikofreie Bestandskonten).
- <sup>17</sup> In der kreditwirtschaftlichen Praxis erfolgt nach Maßgabe der Kreditarten (z. B. einmal ausnützbare Investitionskredite oder revolvingende Betriebsmittelkreditrahmen, usw.) nicht zwingend mit der Krediteinräumung auch die Gutschrift der Kreditvaluta auf den Girokonten der Kreditnehmer, weil beispielsweise die jeweilige Geschäftsbank die Verwendung der Kreditmittel unter Kontrolle halten will. Es wird daher der genehmigte Kreditrahmen im Kreditsystem erfasst und erst bei Zahlungsbedarf der erforderliche Kreditteilbetrag durch Überweisung zugezählt. Die Gutschrift erfolgt daher auf dem Girokonto des Zahlungsempfängers eventuell bei einer anderen als der kreditgebenden Geschäftsbank, sodass erst die konsolidierte Betrachtung des Geschäftsbankenapparats die kreditkonformen Giralgeldveränderungen ausweist.
- <sup>18</sup> Kredit- und Marktrisiko sind bloß die Hauptrisiken in einem ganzen Katalog von Risiken der kreditgebenden und vermögenserwerbenden Geschäftsbanken, zu dem vor allem das aus der Verfügbarkeit der erforderlichen Geldbasis und der Fristenkongruenz der Refinanzierung resultierende Liquiditätsrisiko zählt. In den regulatorischen Vorschriften zur Ermittlung der Risikotragfähigkeit von Geschäftsbanken sind alle Risikokategorien berücksichtigt.
- <sup>19</sup> Das Geldschöpfungsprivileg der Geschäftsbanken (Giralgeldschöpfung) und somit das duale Geldsystem kann nur so lange bestehen, als die Zentralbank die Zentralbankgeldversorgung der Geschäftsbanken zur Monetisierung ihres Giralgeldes sichert, sofern die Geschäftsbanken die dafür erforderlichen Voraussetzungen erfüllen. Die Geldbasis ist daher eine abhängige Variable der Kreditnachfrage (Giralgeldbedarf), der Kreditvergabefähigkeit (Risikotragfähigkeit) und der erwartungsinduzierten Zentralbankreservehaltung der Geschäftsbanken, die durch regulatorische Vorgaben (mikro- und makroprudenzielle Regulierung) gelenkt werden kann, ohne dass die Zentralbank das Geldangebot mengenmäßig festzulegen imstande wäre. Eine vollständige Kontrolle

über das Geldangebot hat daher die Zentralbank nur in einem Vollgeldsystem, in dem die Geschäftsbanken in den Kreditvergabeprozessen kein eigenes Giralgeld schaffen, sondern nur Zentralbankgeld vermitteln können.

- <sup>20</sup> Sollte die Zentralbank in dieser Bilanzierungslogik aus geldpolitischen Motiven Zentralbankgeld vernichten wollen, dann kann sie das nur durch Buchung eines Geldvernichtungsaufwands in der GuV. Der daraus resultierende Verlustsaldo mindert das Eigenkapital um den Wert der vernichteten Zentralbankgeldmenge, die auf dem Zentralbankgeldkassakonto aus Zentralbankgeldrückflüssen eingegangen ist. Nur auf diese Weise kann „aus dem Nichts“ hergestelltes Zentralbankgeld (aufwandsloser Umsatz = Geldschöpfungsgewinn) ins „Nichts“ zurückgewandelt werden (umsatzloser Aufwand = Geldvernichtungsverlust). Giralgeld hingegen, das bloß einen buchmäßigen Anspruch auf Zentralbankgeld gegen eine Geschäftsbank (Monetisierungsanspruch) darstellt, verschwindet durch Saldierung im Girozahlungsverkehr aus Kredittilgung bei einer Geschäftsbank und Schließung (*Closing*) eines Vermögenserwerbs von einer Geschäftsbank.
- <sup>21</sup> Breuss (2016).

## Literatur

- Binswanger, Mathias, Geld aus dem Nichts. Wie Banken Wachstum ermöglichen und Krisen verursachen (Weinheim 2015).
- Breuss, Fritz, Wann beginnt das QE der EZB zu greifen?, in: Ökonomenstimme (28.1.2016); <http://www.oekonomenstimme.org/artikel/2016/01/wann-beginnt-das-qe-der-ezb-zu-greifen/>.
- Kelton-Bell, Stephanie, The Role of the State and the Hierarchy of Money, in: Cambridge Journal of Economics (2001).
- Lavoie, Marc, The monetary and fiscal nexus of neo-chartalism: A friendly critical look (=Department of Economics, University of Ottawa, Ottawa 2011); online: [www.boeckler.de/pdf/v\\_2011\\_10\\_27\\_lavoie.pdf](http://www.boeckler.de/pdf/v_2011_10_27_lavoie.pdf).
- Wray, L. Randall, Modern Money Theory. A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems (New York 2012).

## Zusammenfassung

Moderne Geldsysteme beruhen auf einer dualen Geldhierarchie, wobei das die Zahlungsströme dominierende Giralgeld der Geschäftsbanken seine Zahlungsmittelleiung erst durch Monetisierung mit Hilfe der Geldbasis erhält. Die Darstellung von Girokontoguthaben erfolgt in den Bilanzen der Geschäftsbanken daher sachlogisch konsistent als Verbindlichkeiten an den Nichtbankensektor, weil die Erfüllung von Verfügungsanweisungen in Form von Bargeldbehebungen oder bargeldlosen Zahlungsaufträgen den Zugriff auf die Geldbasis voraussetzt, die allein von der Zentralbank hergestellt und nur unter bestimmten Bedingungen in Umlauf gebracht wird. Die analoge Darstellung der Geldbasis in der Zentralbankbilanz als „Verbindlichkeiten“ an den Geschäftsbankensektor und die Bargeldinhaber ist hingegen sachlogisch inkonsistent, weil die Zentralbank auf Grund ihres Geldschöpfungsmonopols gesetzliche Zahlungsmittel als reine Liquidität mit Eigenmittelcharakter ohne Erfüllungsrisiko schafft. Die Umstellung auf eine konsistente Bilanzierungspraxis für die Geldbasis würde daher zur Aufdeckung des Geldschöpfungsgewinns der Zentralbank („Seigniorage“) führen, dessen Ausschüttung an den Staat eine verschuldungsneutrale Ausgabenpolitik (z. B für beschäftigungswirksame Infrastrukturinvestitionen) unterstützt.

Das eröffnet pragmatische Optionen für eine koordinierte Geld- und Fiskalpolitik zur Überwindung der Verschuldungs- und Deflationskrise, wie am Beispiel des QE-Programms der EZB gezeigt werden kann.

## **Abstract**

Sovereign currency systems are based on a dual hierarchy of money taking into account that the deposit money of commercial banks usually dominating the payment flows gains eligibility as a means of payment only by its monetizing with the aid of the monetary base. Thus in the financial reports of commercial banks deposits are booked in a logically consistent way as liabilities to the non-banking sector considering that any kind of disposal instructions in terms of cash withdrawal or non-cash payment orders are presupposed on the access to base money which is created and circulated subject to conditions released only by the central bank. On the contrary the analogous treatment of the monetary base in the financial reports of central banks as „liabilities“ to the commercial banking sector and cash money holders is logically inconsistent because due to their sovereign empowerment central banks are creating legal tender as pure liquidity free of any performance risk and close to equity characteristics. Therefore a practical switch to reporting standards consistent with the monetary realities of sovereign currencies would reveal the seigniorage of base money creating central banks which could be distributed as dividend payouts to the sovereigns to support non-deficit government spending (such as job-creating capital investments in new infrastructure). This view facilitates pragmatic options for a coordinated monetary and fiscal policy to overcome the public indebtedness and deflation crisis which is demonstrated by the example of the ECB's current QE program.