

Mitreden trotz Münchau – Wie QE wirklich funktioniert

Wolfgang Münchau möge es mir nachsehen, wenn ich seine irreführende Erklärserie „Mitreden mit Münchau“ zu Quantitative Easing (QE) auf Spiegel Online zum Ausgangspunkt für eine konkurrierende Erklär-Einheit nehme, zur bevorstehenden Entscheidung der Europäischen Zentralbank (EZB) über Staatsanleihen-Käufe. Per Korrektur verbreiteter Irrtümer lässt sich oft besser erklären, als wenn man ganz vorne anfängt. Auf gut Deutsch heißt QE „mengenmäßige Lockerung“ (ML). Machen wir auf Deutsch weiter,

auch wenn das weniger eingeweicht klingt.

[In der ersten Folge](#) versucht Münchau die Bilanz der EZB zu erklären. Wo es um die rechte Seite, die Passiva oder Mittelherkunft geht, kommt gleich ein ziemlicher Klopper. Er versucht zu rechtfertigen, dass umlaufendes Bargeld als Verbindlichkeit der Zentralbank behandelt wird:

*„Zunächst ist das befremdlich. Ist Geld eine Forderung von Dritten an die Zentralbank? **Das ist es in der Tat**, und dieser Sachverhalt wird am deutlichsten in England. Da steht nämlich unter dem Bild der englischen Königin auf einer Zehn-Pfund-Note der englischsprachige Vermerk: "Ich verspreche dem Besitzer dieser Note bei Bedarf die Summe von 10 Pfund zu bezahlen." **Die Pfundnote selbst ist also nicht das Geld**, sondern nur ein abstraktes Versprechen. **Die Banknote ist ökonomisch nichts anderes als eine Staatsanleihe**, die ja auch nur ein Versprechen ist, dem Besitzer in der Zukunft Geld zu bezahlen. Und daher steht das Geld rechts auf der Zentralbank-Bilanz - es ist eine Forderung der Besitzer an die Zentralbank.“*

Mit Verlaub, das von mir gefettete ist Unfug. Die Pfundnote ist sehr wohl Geld. Eine Staatsanleihe ist das Versprechen, dafür in Zukunft das gesetzliche Zahlungsmittel, also Bargeld, auszuzahlen, also etwas anderes. Banknoten waren früher, zu Zeiten der Edelmetallbindung und als die Bank von England noch eine private Geschäftsbank war, das Versprechen, auf Wunsch Gold dafür auszuzahlen. Heute sind die vom Staat herausgegebenen Banknoten das einzige gesetzliche Zahlungsmittel und kein Anspruch auf irgendwelches „richtige“ Geld. Sie SIND das Geld. Weil sie gesetzliches Zahlungsmittel sind, hat man den Anspruch, damit seine Steuerschulden begleichen zu können und alles damit kaufen zu können, was jemand öffentlich zum Kauf anbietet. Wenn man eine Banknote bei der Zentralbank einreicht, bekommt man nichts anderes dafür als eine andere Banknote gleichen Werts. Was auf den Banknoten der Bank von England steht lässt sich nur historisch erklären,, nicht sachlich.

Die Zentralbanken haben die **Bilanzierungskonvention aus der Zeit des Goldstandards** auch in der Zeit des reinen Papiergeldes beibehalten, weil es ihrem Machtinteresse dient. Wenn sie nämlich das Bargeld nicht als Schuld buchen würden, würde die Bargeldausgabe sofort als Gewinn in den Jahresabschluss eingehen. Und der ist normalerweise an den Finanzminister auszuschütten. Die riesigen Vermögen der Zentralbanken, und damit ein großer Teil ihrer Macht, kommen daher, dass sie so bilanzieren, dass möglichst wenig Gewinn anfällt, den sie ausschütten müssten.

Was die Zentralbanken tun, ist wie wenn ein Alchemist, der Gold aus Stroh spinnen kann, wenn er die Häuser und Grundstücke die er mit dem Gold kauft, und die auf der linken Seite seiner Bilanz stehen, der Vermögensseite, ausgleicht durch eine Ausgleichsbuchung auf der Passiv-Seite, damit kein Gewinn anfällt, den er versteuern müsste. Dem Alchemisten würde der Finanzminister das nicht durchgehen lassen. Den Notenbanken komischer Weise schon. Hängt wohl zum einen damit zusammen, dass keiner die Notenbank-Bilanz versteht, und zum anderen damit, dass sie so mächtig sind.

Wo die Notenbanken keinen historisch eingeführten Bilanzposten haben, wie beim Bargeld, erfinden sie einfach

Geld und mehr

Ein Blog von Norbert Häring
<https://norberthaering.de>

„Ausgleichsposten“ auf der Passiv-Seite, um Gewinnausschüttung zu vermeiden, wenn ihnen zum Beispiel etwas geschenkt wird, etwa vom Internationalen Währungsfonds.

Auch durch extrem konservative Bilanzierung wird der Gewinn klein gehalten und werden als Sicherheitspuffer deklarierte riesige stille Reserven aufgebaut. Fast nichts von der Vervielfachung des Goldpreises in den letzten Jahrzehnten ging in den Gewinn der Notenbanken des Euroraums. Alles wurde in „Bewertungsreserven“ gebucht. Nur wenn etwas Gold verkauft wurde, entstand ein Gewinn.

Diese Eichhörnchen-Posten sind wichtig, um Alternativen zur mengenmäßigen Lockerung zu sehen, aber bei Münchau tauchen sie gar nicht auf, denn seine vereinfachte Bilanz kennt auf der Passiv-Seite als Forderung von Dritten gegenüber der EZB nur:

Bargeld

Mindestguthaben von Banken auf ihrem EZB-Konto

eingezahltes Kapital der Eigentümer

Mit „Mindestguthaben“ von Banken meint Münchau die Position , „Verbindlichkeiten in Euro aus geldpolitischen Operationen gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet“, Das ist nicht das Gleiche, und ML lässt sich nicht verstehen, wenn man es als das Gleiche behandelt. Aber lassen wir das erst mal beiseite.

Münchau schreibt: *„Da das eingezahlte Kapital recht gering ist, **ebenso wie die vielen anderen Posten**, die wir hier nicht erwähnen ...“*

Das zweite stimmt ganz und gar nicht. Unter den von ihm nicht erwähnten Posten auf der Passiv-Seite der [zusammengefassten Bilanz des Eurosystems](#) gibt es den „Ausgleichsposten für vom IWF zugeteilte Sonderziehungsrechte“ mit 56 Mrd. Euro, den „Ausgleichsposten aus Neubewertung“ mit 331 Mrd. Euro und „Sonstige Passiva“ mit 214 Mrd. Euro, zusammen also fast 600 Mrd. Euro. Der größte Posten, der „Ausgleichsposten aus Neubewertung“ ist entstanden, weil bei Schaffung des Eurosystems die zuvor mit historischen Anschaffungskosten bilanzierten Vermögensgegenstände wie Gold und Devisen auf die viel höheren Marktpreise umbewertet wurden, und die Ausschüttung der entstehenden Gewinne vermieden werden sollte. Die „Sonstigen Passiva“ enthalten unter anderem Bewertungsreserven, die durch nicht ausgeschüttete Wertzuwächse nach Schaffung des Eurosystems entstanden.

Auf der Passiv-Seite der Bilanz des Eurosystems mit einer Bilanzsumme von derzeit etwa 2100 Mrd. Euro steht also ein Posten von 600 Mrd. Euro, der überwiegend keine echte Verbindlichkeit darstellt, sowie das Bargeld mit weiteren 1000 Mrd. Euro, das ebenfalls nicht wirklich eine Verbindlichkeit darstellt.

Das Verständnis der durch die extrem konservative Bilanzierung entstehenden Eichhörnchen-Posten ist auch wichtig, um die Sorge zu relativieren, das Eurosystem könnte Verluste erleiden oder gar Pleite gehen, wenn es mit seinen Wertpapierkäufen Verluste erleidet. Denken Sie an den Alchemisten. Er kauft Wertpapiere mit Gold, das herzustellen, ihn nichts kostet. Zehn Jahre später stellt er fest, dass die Wertpapiere nur noch halb so viel wert sind wie beim Kauf. Hat er einen Verlust gemacht. Nein. Sein Gewinn ist nur halb so hoch, wie er dachte.

Wenn die EZB für eine Billion Euro Staatsanleihen kauft, mit von ihr zusätzlich geschaffenem Geld, und sie sind nach zehn Jahren nur noch halb so viel wert, dann hat sie nur dann ein Problem, wenn sie den Geldschöpfungsgewinn sofort und vollständig an den Finanzminister ausgeschüttet hat. Sie schüttet aber dank ihrer Bilanzierungsregeln fast gar nichts davon aus, sondern packt fast alles in die Eichhörnchen-Posten für schlechte Zeiten. Wenn ihre Wertpapierbestände an Wert verlieren, werden diese Posten kleiner. Gegenüber der Situation vorher, als sie noch nicht da waren, ist das aber immer noch ein großer Gewinn. Ein Problem wäre es nur, wenn Inflation drohte. Da aber das Gegenteil droht, weil der Geldumlauf zu niedrig ist, ist Inflationsgefahr ebensowenig ein Gegenargument wie das nicht vorhandene Verlustrisiko.

Die Tatsache, dass **drei Viertel der Passiva auf der EZB-Bilanz keine oder keine echten Verbindlichkeiten sind**, zeigt aber auch, dass die Risikovorsorge der EZB massiv übertrieben ist. Pleite geht man nur, wenn man seine fällig werdenden Verbindlichkeiten nicht mehr begleichen kann. Das ist beim Eurosystem so gut wie ausgeschlossen. Denn die übrigen rund 500 Mrd. Euro auf der Passivseite des Eurosystems haben überwiegend die Form von Euro-Guthaben von Banken und dem Staat auf Zentralbankkonten. Sie geben das Recht auf jederzeitige Auszahlung von –Euro-Banknoten. Und diese Banknoten druckt wer? Genau: Die Zentralbank. Wie soll so eine Institution also Pleite gehen. Warm müssen drei Viertel ihrer Bilanz aus Reserven bestehen.

Bevor wir uns in der nächsten Folge der Wirkungsweise von ML zuwenden, seien daher noch die – wie ich finde bessere – Alternative erwähnt, die daraus erwächst. Die Notenbanker legen ihre Bilanzierungsgrundsätze selbst fest und können sie jederzeit ändern. Sie können die erfundenen Ausgleichspositionen zur Vermeidung von Gewinnausschüttung auflösen und den Staatshaushalten einige hundert Milliarden Euro zur freien Verwendung zukommen lassen. Das würde den lahmen Geldumlauf in der Wirtschaft sofort ankurbeln. Da die Notenbank praktisch nicht Pleite gehen kann, gibt es keine sachliche Notwendigkeit dafür, noch viel konservativer zu bilanzieren als ein normales Unternehmen, das nicht selbst Geld drucken kann und lauter echte Verbindlichkeiten auf der Passiv-Seite hat.

Das widerspricht auch keiner Regel gegen Staatsfinanzierung mit der Notenpresse, denn Gewinnausschüttung einer Notenbank an den Finanzminister ist seit jeher ein normaler Vorgang. Es ist von daher rechtlich weniger heikel als groß angelegte Käufe von Staatsanleihen. Und es vermeidet deren unangenehme Nebenwirkungen wie die Entstehung von Blasen auf den Vermögensmärkten und die Vergrößerung der Vermögensungleichheit.

Man kann das Für und Wider von Staatsanleihekäufen nicht beurteilen, wenn man diese großen Bilanzposten, ihre Funktion und die Möglichkeiten, die sie eröffnen, verschweigt. Denn eines der Hauptargumente der ML-Befürworter ist ja die vermeintliche Alternativlosigkeit. Allein das sollte stutzig machen. Es gibt immer eine Alternative, wie ich unter anderem hier gezeigt habe:

P.S. Michael Stöcker hat mich dankenswerter Weise auf einen Fehler hingewiesen, den ich im vorliegenden Text korrigiert habe (20.1.). Ich hatte an einigen Stellen fälschlicher Weise die Passiv-Seite der Bilanz als Soll-Seite bezeichnet. Jetzt sollte durchgängig nur noch von Passiv-Seite die Rede sein.

Siehe auch:

[TINA ist doof: 10 Wege für die EZB, Geld in Umlauf zu bringen ohne die Reichen noch reicher zu machen und die Armen den nächsten Crash ausbaden zu lassen](#)