

Monetäre (Un-)Ordnung als Ursache von Finanzmarktkrisen

Fritz Helmedag

1. Überkommenes Denken in einer gewandelten Welt

Seit den 80er Jahren des letzten Jahrhunderts setzten in etlichen Industrieländern des Westens unter der Leitidee „Privat vor Staat“ energische Reformbemühungen ein, deren erklärtes Ziel es war, dem freien Unternehmertum und der Eigenverantwortung Auftrieb zu verschaffen. Hierfür wurden Steuern gesenkt, öffentliche Betriebe privatisiert, Arbeitsmärkte flexibilisiert und viele Regulierungen gelockert, wenn nicht sogar völlig gestrichen.

Ein „Highlight“ dieses Programms stellte ein Maßnahmenbündel der Regierung von Margaret Thatcher dar, wodurch ab 27. Oktober 1986 Handelsbeschränkungen an der Londoner Börse schlagartig aufgehoben wurden. Dabei folgte die englische Premierministerin einem Kurs, den zuvor die USA unter Ronald Reagan mit der Deregulierung des Kapitalverkehrs und der Liberalisierung der Finanzmärkte eingeschlagen hatte. Zwanzig Jahre nach diesem bald „Big Bang“ genannten Befreiungsschlag war die „City“ zum größten Finanzplatz der Welt aufgestiegen; freilich gehörten fast alle früheren britischen Geldhäuser nun amerikanischen Großbanken.

Sozialdemokratische Regierungschefs, etwa Tony Blair in England und Gerhard Schröder in Deutschland, setzten das Projekt mit viel Energie fort: Freie Bahn für entfesselte Märkte! Dort ging es freilich keineswegs immer so zu, wie von der Effizienzmarktthese versprochen: Vielmehr reihten sich auf dem Globus gegenüber früher in recht dichter Folge Finanz- und Schuldenkrisen aneinander (vgl. als Überblick Kampeter 2013). Doch erst im Zuge der aktuellen „Great Recession“ (vgl. Palley 2012) wurden in nennenswertem Maße Stimmen laut, die eine Re-Regulierung des Finanzsystems forderten.¹ Die Stabilisierung maroder

1 Es gab freilich durchaus Zwischenrufe, die recht früh anmahnten, die Exzesse im Kasino zu bekämpfen, vgl. Strange 1986.

Banken macht dabei besonderes Kopfzerbrechen, geschehen ist aber trotz aller Absichtserklärungen bislang recht wenig. Inzwischen scheffeln einige Institute wieder Milliarden (vgl. Nissen 2013) und Spitzenbanker kassieren laut europäischer Bankenaufsicht wie ehemals Millionengehälter (vgl. Handelsblatt vom 15.07.2013).

Allerdings ist das Zuwarten auf den nächsten Crash nicht wirklich verwunderlich, denn viele Entscheidungsträger leiden unter einer gehörigen kognitiven Dissonanz: Einerseits teilt die große Mehrheit den Glauben an die Leistungsfähigkeit und die Überlegenheit einer marktwirtschaftlichen Ordnung, andererseits sind herbe Desillusionen in Teilbereichen nicht unter den Teppich zu kehren. Zudem kommt, dass die herrschenden Vorstellungen über den Charakter des Geldes sowie die Funktionsweise des Finanzsystems nicht den aktuellen Gegebenheiten entsprechen. Dieses Verständnis ist aber die Voraussetzung für eine gemeinwohlorientierte Gestaltung des monetären Bereichs der Wirtschaft. Stattdessen wird die Wirklichkeit mit Erklärungsmustern gedeutet, die früher einmal Relevanz besessen haben mögen, die heute jedoch nicht mehr als Grundlage einer erfolgversprechenden Politik taugen.

Die immer noch weit verbreitete und tief verwurzelte Lehre kann als Chicago-Doktrin bezeichnet werden. Die Universität dieser Stadt beherbergt traditionell Ökonomen, in deren gemeinsamem Weltbild das Individuum vor dem Kollektiv rangiert und der Markt das optimale Allokationsverfahren schlechthin ist.² Die Akzeptanz dieses Credo in weiten Kreisen dokumentiert sich auch in der Zahl der Nobelpreise für Wirtschaftswissenschaften, die Chicago-Ökonomen erhalten haben.³ Die neoliberale Ideologie avancierte im letzten Viertel des vergangenen Jahrhunderts zum hegemonialen Gedankengut, welches seitdem das theoretische Rüstzeug der allenthalben beschworenen Reformagenda liefert.

Besonders starken Einfluss auf die Politik der letzten Dezennien hat der Empfänger des im Jahr 1976 vergebenen Preises der Schwedischen Zentralbank zum Andenken an Alfred Nobel ausgeübt: Als immer wieder genannte Bezugsperson figuriert Milton Friedman (1912–2006), der den sog. Monetarismus revitalisierte, indem er eine Neuformulierung der Quantitätstheorie vorschlug. Tatsächlich beruht die konservative Wende, soweit sie nach analytischer Unterfütterung strebt, auf

2 Margaret Thatcher hat die Existenz einer Gesellschaft sogar verneint: „And, you know, there is no such thing as society“, dekretierte die „Eiserne Lady“ in einem Gespräch mit der Zeitschrift „Women's Own Magazine“ am 31. Oktober 1987.

3 Außerdem spiegelt die Berufungspolitik an Hochschulen die Dominanz der interventionskritischen Schule. Wegen der gehörigen Schlagseite, welche die akademische Volkswirtschaftslehre dadurch erfahren hat, steckt die Disziplin unterdessen in einem leidigen Dilemma. Einerseits macht sich das Fach selbst überflüssig, wenn man im Wesentlichen den Märkten nur ihren Lauf lassen müsse und andererseits wird einem Standortnachteil Deutschlands Vorschub geleistet: Es fehlt an Fachkräften, die verstehen, wie die Wirtschaft außerhalb der Hörsäle tickt.

Überlegungen, die darauf hinauslaufen, die Kernaufgabe der Wirtschaftspolitik auf die Kontrolle der Geldmenge und damit der Inflation zu beschränken. Den Rest könne man getrost dem in möglichst vielen Bereichen installierten Preismechanismus und seinen segensreichen Wirkungen überlassen. *De facto* führten die gewollt evozierten Marktkräfte aber oft genug zu schlechten Ergebnissen und krisenhaften Erscheinungen. Das schwache Abschneiden der Laissez-faire-Apostel im Praxistest liegt indes vor allem an der unzureichenden Tragfähigkeit der theoretischen Fundierung.

Nach der Beschäftigung mit der Frage, was das Wesen des Geldes heute gegenüber früher ausmacht, steht die Argumentation der modernen Monetaristen auf der Prüfliste. Es zeigt sich, dass diese Lehre eine Fehlentwicklung genommen hat, da ihre Vertreter sozusagen kurz vor der naheliegenden Konsequenz in die falsche Richtung abgebogen sind. Andererseits haben es die Protagonisten dieser Schule versäumt, mit der gehörigen Dringlichkeit auf den der Geldpolitik erteilten Auftrag zu verweisen, der gerade keine ungezügelte Expansion der „Finanzindustrie“ erlaubt. Die Untersuchung soll schließlich mit Vorschlägen enden, wie sich die Auswüchse in der Branche eindämmen lassen.

Die Plattform der folgenden Betrachtungen bildet die immer erfüllte Quantitätsgleichung, welche besagt, dass der Umsatz aus Sicht der Verkäufer und die Ausgaben der Käufer in einer bestimmten Periode notwendigerweise übereinstimmen:

$$M \cdot V = \sum_{i=1}^n q_i p_i \quad (1)$$

Auf der linken Seite steht das Produkt aus der (noch zu spezifizierenden) Geldmenge M und einer dazugehörenden Umlaufgeschwindigkeit V – genauer: die durchschnittliche Häufigkeit des Besitzwechsels der einzelnen Geldeinheit in einem Zeitraum. Rechts des Gleichheitszeichens werden die mit dem jeweiligen Preis p_i ($i = 1, 2, \dots, n$) multiplizierten einzelnen Verkaufsmengen q_i der gehandelten n Güter in der Volkswirtschaft zum Gesamterlös addiert. Die übliche Interpretation dieser Faktoren als Skalare, also eindimensionale Größen wie Preisniveau P und Mengenindex Q ist problematisch: Die Transaktionen beziehen sich auf heterogene Objekte, die sich einer physischen Aggregation versperren.⁴

Der tautologische Charakter der Quantitätsgleichung wird erst überwunden, wenn man den Ausdruck ökonomisch interpretiert, das heißt, abhängige von

4 Im totalen Konkurrenzmodell walrasianischer Prägung fungiert der Geldpreis des Numéraire als Preisindex, eine Größe, die immerhin im Prinzip alle Transaktionen erfasst, während modernere Konzepte sich bloß auf bestimmte Warenkörbe, meist Konsumgüterbündel, beschränken. Allerdings weist die Allgemeine Gleichgewichtstheorie andere gravierende Schwächen auf, weshalb sie weitaus schlechter als ihr Ruf ist, vgl. Helmedag 1999. Es wird immer noch daran gearbeitet, Geld in das Modell zu integrieren, vgl. Starr 2012. Dies belegt immerhin, dass der harte Kern des ökonomischen Mainstreams bislang lediglich Naturaltauschvorgänge thematisiert.

unabhängigen Variablen trennt. Über einige Zwischenstationen hat sich im Lauf der Zeit ein Denken etabliert, das bis heute zur Deutung pekuniärer Phänomene herangezogen wird. Einige Stichworte müssen hier genügen, um den Weg zum Verständnis des modernen Geldwesens zu markieren (vgl. zum Folgenden ausführlicher Helmedag 2007).

Angeichts der sog. Preisrevolution im 16. Jahrhundert bekam die Neugier Nahrung, wodurch die lang anhaltende, wenngleich mit mäßigen Raten voranschreitende Inflation hervorgerufen werde. Im Jahr 1568 versuchte Jean Bodin (1530–1596) mit Datenmaterial zu zeigen, dass die Zunahme von Edelmetallen nach der Entdeckung Amerikas für die säkulare Teuerung verantwortlich sei. Einen solchen Zusammenhang hatte vorher schon Kopernikus (1473–1543) vermutet und eine Regel aufgestellt, wonach das vollwertige Geld im Geschäftsverkehr vom minderwertigen Zahlungsmittel verdrängt werde. Dieses „Gesetz“ wurde später nach Thomas Gresham (1519–1579) benannt, dem Begründer der Londoner Königlichen Börse.⁵ Zwei weitere Erkenntnisse sind bedeutenden englischen Forschern zu verdanken: John Locke (1632–1704) betont 1691 die Bedeutung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes und David Hume (1711–1776) stellt im Jahr 1752 fest, dass nicht das Edelmetall schlechthin, welches womöglich in Schatztruhen lagere, die Kaufkraft beeinflusse, sondern nur die zirkulierende „wirksame“ Geldmenge. Vor diesem Hintergrund erklärt sich die „klassische Dichotomie“: Im „Realteil“ der Wirtschaft determiniere die „freie“ Konkurrenz die für das Wirtschaftsgeschehen relevanten relativen Preise. Die nominalen Größen ergeben sich dann bei gegebener Umlaufgeschwindigkeit via Quantitätstheorie durch die Vorgabe des Zahlungsmittelvolumens. Diese „Geldschleierhypothese“ lässt sich aber nur aufrechterhalten, wenn das allgemeine Tauschmedium Warencharakter hat. Damit ist ein wichtiger Aspekt des Themas angesprochen.

2. Vom Warengeld zum abstrakten Forderungstitel

In der Wissenschaft konkurrieren zwei Ansätze, die das Wesen des Geldes zu erfassen trachten (vgl. Goodhart 1998). Die eine Richtung sieht den Ursprung der „Superware“ im Tausch, sie sei eine Kreation der Menschen, um die Transaktionskosten des Handels zu minimieren. Dabei erfülle das Geld mindestens eine von drei Funktionen: Es diene als universales Tauschmittel, eigne sich zur Wertaufbewahrung und fungiere als Recheneinheit (vgl. Helmedag 1995). Über verschiedene Zwischenstufen einigten sich gemäß der sog. Konventionstheorie

5 Die Aussage gilt sowohl für den Fall, dass der Kunde im Bimetallismus die Wahl hat, mit Gold oder Silber zu zahlen als auch für die Alternative, mit (guten) Kurant- bzw. (schlechten) Scheidemünzen die Rechnung zu begleichen.

(vgl. Schmölders 1966: 19) die Erdenbürger schließlich darauf, überwiegend Edelmetall als Geldstoff zu verwenden. Manche nennen dieses Konzept daher „Metallismus“, obwohl auch andere Objekte außer Gold und Silber als allgemeines Äquivalent zirkulierten. Darum und wegen des tauschorientierten Blickwinkels wäre die Bezeichnung des Ansatzes mit „katalaktische“ Geldlehre eigentlich angemessener (vgl. Lau/Smithin 2002). Die Forschung hat die skizzierte Historie zwar widerlegt (vgl. Helmedag 1994: 56 ff.), da die Legende aber sehr gut in die Modellwelt des nutzenmaximierenden *homo oeconomicus* passt, wird die Geschichte gleichwohl nach wie vor oft kolportiert. Entscheidend ist, dass die Anhänger dieser Konzeption dem Geld einen Substanzwert beimessen, der auf den Produktions- bzw. Beschaffungskosten beruht.⁶ Damit entzieht die Hortung dieses Warengeldes dem Kreislauf zwar Kaufkraft, doch die Schatzbildung schafft gleichwohl Beschäftigung und Einkommen. Dies gilt theoretisch für voll konvertibles Papiergeld ebenfalls. Steckt man die Scheine in den Sparstrumpf, wurden trotzdem beim Erwerb der korrespondierenden Edelmetallmenge – die ja annahmegemäß in irgendwelchen Tresoren liegt – Faktorleistungen entgolten.

Der „Chartalismus“ sieht hingegen im Geld ein bloßes Zeichen, das als sozial akzeptiertes Symbol Kaufkraft repräsentiert. Geld wird nicht angenommen, weil es Wert hat, sondern es hat Wert, weil es angenommen wird. Das schließlich zum Zahlungs- bzw. Schuldentilgungsmittel gewordene Geld ist eine gesellschaftliche Einrichtung; ein Kommunikationsmedium, das eine Verständigung in ähnlicher Weise wie die Sprache ermöglicht.

Als ein Ahnherr dieser Interpretation gilt Georg Friedrich Knapp (1842–1926) mit seinem 1905 erschienen Buch „Staatliche Theorie des Geldes“. Knapp erkennt in der Währung ein „Geschöpf der Rechtsordnung“, die als allgemeines Tauschmittel akzeptiert werde, weil es öffentliche Kassen annehmen.⁷ Jedoch bekannte Knapp, dass er keinen Grund sehe, die Golddeckung der Währung aufzugeben, ihn interessierte allerdings das Phänomen, dass das Papiergeld offensichtlich das Edelmetall in der Zirkulation verdrängt habe.

Zum Studium dieser spannenden Frage eignet sich die englische Geldgeschichte in hervorragender Weise. Zunächst ging es in der zwischen 1797 und 1821 ausgetragenen „Bullion-Kontroverse“ um das Faktum, dass Barrengold mit einem Aufgeld gehandelt wurde. Das Papiergeld repräsentierte offensichtlich nicht die versprochene Menge des Edelmetalls. David Ricardo (1772–1823) sah

6 Zu den ältesten Geldgütern gehört Getreide, etwa im alten Babylon. Keynes hat sich in den 20er Jahren intensiv mit den frühen Währungen beschäftigt und die Kontinuität der Gewichtseinheiten als Wertstandard herausgearbeitet, vgl. Keynes 1982.

7 Diese Erkenntnis macht Knapp zum Vorläufer der „Modern Monetary Theory“, deren Vertreter die Akzeptanz des Geldes aus seiner Fähigkeit ableiten, es zur Steuerzahlung verwenden zu können, vgl. Wray 1998.

die Ursache in einer zu hohen Notenemission der Bank of England, die auch für Preissteigerungen, insbesondere nach der von Napoleon 1806 verhängten Kontinentalsperre, verantwortlich sei.

Dem wurde entgegengehalten, die Notenausgabe befriedige lediglich den Zahlungsmittelbedarf der Wirtschaft und stelle deshalb keine Inflationsursache dar. Die Diskussion kreiste mithin um das Problem, ob die Veränderung der Geldmenge abhängige oder unabhängige Variable im ökonomischen Beziehungsgeflecht ist. Je nachdem, auf welche Seite man sich stellt, wird die Geldmenge als exogene oder endogene Variable interpretiert.⁸

Friedman und seine Mitkämpfer behaupten ebenso wie die älteren Quantitätstheoretiker die Abhängigkeit des Preisniveaus von der Geldmenge. Wegen der stabilen Kassenhaltung des privaten Sektors bricht sich in den Augen der modernen Monetaristen langfristig jedenfalls die „Neutralität des Geldes“ Bahn: Die relativen Preise würden im Realteil der Wirtschaft bestimmt. Eine diskretionäre Ausdehnung der Umlaufmittel – etwa für Arbeitsmarktprogramme – schlage sich darum über kurz oder lang ausschließlich in einer Inflation nieder und sei letzten Endes kontraproduktiv: Die klassische Dichotomie lässt grüßen. Stattdessen empfehlen Friedman und Konsorten eine Koppelung des Geldvolumens an die reale Sozialproduktentwicklung.⁹ Wenn die Theorie zuträfe, müsste das monetaristische Politikkonzept auch Vermögenspreisblasen verhindern.

In den letzten Jahren hat sich indes die Zahl derer vergrößert, welche die linke Seite der Quantitätsgleichung als endogene Größe des Wirtschaftsgeschehens interpretieren (vgl. Fullwiler 2013). Dabei liegt die Deutung des Produkts $M \cdot V$ als „effektive Nachfrage“ nahe, die mehr oder weniger kreditfinanziert sein kann. Der Ausgabenblock determiniert das „absorbierte Angebot“, den aggregierten Umsatz der abgesetzten Waren. Offenbar muss sich eine Ausgabensteigerung keineswegs allein im Preisniveau niederschlagen. Vielmehr erscheint es gerade in einer Depression plausibel, dass eine größere effektive Nachfrage vor allem einen höheren Ausstoß der durch menschlichen Fleiß vermehrbaren Waren bewirkt; vorausgesetzt, der Wettbewerbsdruck bremst Preisanhebungen. Auf Märkten für Sachvermögen sieht es freilich tendenziell anders aus. Sofern dort das Angebot entweder gar nicht oder nur zu wachsenden Stückkosten ausgedehnt werden kann, sind zunehmende Preise die Folge.

8 Es gibt allerdings die Auffassung, dass Geld von Anfang an eine endogene Größe gewesen sei, vgl. Rochon/Rossi 2013. Essentiell für die jeweilige Subsumtion ist freilich, wo die Grenze zwischen den Bereichen gezogen wird. Wirft man alle Institutionen der Gesellschaft in einen Hut, gibt es keine außenstehende Instanz, die Geld aus der Taufe hebt.

9 Diesem Rat versuchte die Deutsche Bundesbank über viele Jahre hinweg zu genügen, mit fragwürdiger theoretischer Fundierung und zweifelhaftem empirischen Erfolg, vgl. Helmedag 2009b: 110 ff.

Die Diskussion über das Geldwesen wurde in den Jahren 1821 bis 1860 im Rahmen der Banking-Currency-Kontroverse fortgeführt. In der Rückschau lässt sich zusammenfassend konstatieren, dass einerseits die Currency-Schule zu Recht meint, alles ist Geld, was regelmäßig der Zahlung dient. Andererseits überzeugt die Auffassung der Banking-Lehre, wonach eine Geldmengenexpansion auch reale Ursachen haben kann.

Formal verbuchte eine Partei 1844 einen Zwischensieg. Der „Bank Charter Act“ – im Deutschen spricht man meist von der „Peelschen Bankakte“ – legte fest, dass bis auf das damals vorhandene Papiergeldkontingent in Höhe von 14 Millionen Pfund eine Volldeckung gewährleistet sein solle (vgl. Fetter 1965: 185). Mit dieser Regel hatte sich anscheinend die Currency-Position durchgesetzt, denn die Vertreter der Banking-Richtung verlangten lediglich die Drittel-Reservehaltung. Freilich hielt die Vorschrift nur deshalb bis 1914, weil sie immer dann außer Kraft gesetzt wurde, wenn ihre Erfüllung gefährdet war.

Nach dem Ersten Weltkrieg erwies sich der von Finanzminister Winston Churchill 1924 wiedereingeführte Goldstand zur Vorkriegsparität als schwerwiegender Fehlgriff. Die Arbeitslosigkeit nahm kräftig zu, weil sich auf der Insel Deflation und Depression breit machten. 1931 wurde die Konvertibilität in England wieder abgeschafft. Den Schlusspunkt setzen die USA 1971 mit der Abkehr von der Einlösepflicht des Dollars in Gold. Damit war eine wichtige Bedingung für die ungeheure Expansion des Finanzkapitalismus in den folgenden Jahrzehnten erfüllt.

Die zeitgenössischen Währungen sind unterdessen ungedecktes „fiat money“, das heißt, es besteht überhaupt keine Bindung an irgendwelche materielle Sicherheiten, die den Geldwert garantieren (sollen). Damit sind die Produktionskosten der Kaufkraftschaffung vernachlässigbar. Bei ungedeckten Noten kann aber im Unterschied zu einer konvertiblen Währung die kontinuierliche Anhäufung monetärer Aktiva Beschäftigungsprobleme heraufbeschwören. Jetzt muss der definitive Nachfrageausfall nämlich ausgeglichen werden, um das Niveau der Wirtschaftsaktivität zu halten. Die moderne Standard-Makroökonomik macht es sich diesbezüglich freilich leicht: Es wird behauptet, Ersparnisse verwandelten sich in betragsgleiche Investitionen (vgl. Helmedag 2012), so dass die Gesamtausgaben nicht zurückgehen. Dahinter steht die Vorstellung, Banken würden die Finanzreserven einsammeln und als Kredit an Möchtegern-Käufer mit unzureichender Barschaft weiterleiten. Weiter unten wird gezeigt, dass auch bei dieser Kopfgeburt der Wunsch Vater des Gedankens ist.¹⁰ In Wahrheit verhält es sich nämlich genau anders herum: Mehr Ausleihungen hier führen zu höheren Rücklagen dort.

10 Schumpeter hat dies bereits in seiner 1912 erstmals veröffentlichten „Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung“ klar erkannt, was moderne Autoren nicht immer registrieren, vgl. Schmidt 2008.

In einem allgemeinen Sinn bietet es sich an, Geld heutzutage als in nationaler Währung denominierte Forderung an das Bankensystem zu interpretieren, die nach verschiedenen Liquiditätsgraden staffelbar ist. Über Sichteinlagen bei Geschäftsbanken lässt sich unmittelbar z. B. per Überweisung verfügen, während längerfristige Depositen, etwa Termingelder, erst nach Ablauf einer bestimmten Zeitspanne zur Zahlung verfügbar sind.¹¹ Bargeld vermag eine Schuld ebenfalls sofort abzutragen. Der Geldschein verkörpert eine Forderung an die Notenbank, die diese auf der Passivseite ihrer Bilanz als Verpflichtungsbestand verbucht. Jedoch sind die Verbindlichkeiten der Zentralbank abstrakt, da sie weder verzinst noch getilgt werden. Die Währungsbehörde befindet sich insofern in einer privilegierten Situation, als sie mit nicht einlösbaren Forderungen auf sich selbst bezahlt. Wenn man so möchte, handelt es sich beim Bargeldbestand quasi um eine Staatsschuld, die freilich beim Emittenten nicht fällig gestellt werden kann. Allerdings wird sie von anderen öffentlichen Kassen angenommen, etwa zur Zahlung von Abgaben. Deswegen lässt sich die Banknote auch als Steuergutschein betrachten.

In einem solchen Kreditgeldsystem beläuft sich die Summe der Geldvermögen auf null, da jeder Forderung eine betragsgleiche Verbindlichkeit gegenüber steht: Das Reinvermögen der Welt ist darum nichts anderes als das aggregierte Sachvermögen, das Netto-Geldvermögen verschwindet. Dieser fundamentale Wandel im Charakter des Geldes gegenüber früher, wo Edelmetall *zugleich* Geld- wie Sachvermögen verkörperte, wird von vielen, die es besser wissen sollten, nicht gebührend zur Kenntnis genommen.

Das verwundert umso mehr, als schon 1930 Irving Fisher (1867–1947) den modernen Kaufkraftversorgungsprozess in seinen Grundlinien skizziert hat. In der von ihm vorgeschlagenen Verkehrsgleichung tritt auf der linken Seite im Unterschied zur „naiven“ Quantitätsgleichung (1) das von den Geschäftsbanken geschaffene Buchgeld M' mit einer spezifischen Umlaufgeschwindigkeit V' separat in Erscheinung:

$$M \cdot V + M' \cdot V' = \sum_{i=1}^n q_i p_i \quad (2)$$

Tatsächlich setzt sich im ersten Quartal 2013 die Geldmenge des Euroraums in der engsten Abgrenzung überwiegend aus täglich fälligen Einlagen (83,3 %) und zu einem deutlich geringeren Teil aus Bargeldumlauf (16,7 %) zusammen (vgl. Europäische Zentralbank 2013: 12 f).

11 Solche Transaktionen berühren indes die Geldmenge, sofern im Giroverkehr ein Transfer zwischen Haben- und Sollkonten erfolgt. Diese „Spreizwirkung“ (Stützel 1958: 210) unterschlägt die Literatur regelmäßig, eine Ausnahme bildet Wagner (2012). Die Ausdehnung oder Rückführung des Kreditvolumens verändert stets gleichgerichtet die Geldmenge, während ihre Variation nicht immer einen schwankenden Darlehensbetrag reflektiert.

Wie erwähnt, wird unter den Bedingungen einer Warenwährung die Zahlung durch Hergabe konkreter, knapper Gegenstände geleistet. Dienen Gold oder Silber als Zahlungsmittel, ist offensichtlich die Geldmenge – und mithin das monetäre Sachvermögen – nur zu erhöhen, solange es gelingt, der Erdrinde zusätzliches Edelmetall abzurufen. Dies ist nicht nur mit Kosten verbunden, sondern stößt früher oder später an eine Schranke, wenn die Lagerstätten ausgebeutet sind. Demgegenüber erfolgt im Rahmen eines Buchgeldsystems die Begleichung einer Rechnung durch Weiterleitung einer Forderung gegen einen als solvent geltenden Dritten, typischerweise in Form eines Transfers von Depositen. Bei einer Kreditfinanzierung wird die Bank sozusagen Zahler, ohne selbst Käufer zu sein. Dem Schuldner ist es somit gelungen, seine private Bonität in eine übertragbare Verbindlichkeit des Kreditgebers mit höherer Qualität und Akzeptanz zu verwandeln. Es lohnt sich, diesen Geldentstehungsprozess genauer unter die Lupe zu nehmen.

3. Ein Nullsummenspiel und die Folgen

Um die Zusammenhänge klarer zu machen, bietet es sich in einem ersten Schritt an, die Geldversorgung in der modernen Kreditgeldwirtschaft an einem vereinfachten Kontensystem zu veranschaulichen. Wir betrachten drei Akteure, die Zentralbank (Z), die zu einem Institut gedanklich konsolidierten Geschäftsbanken (G) sowie das Publikum (P), in dessen Reihen ein Kreditwunsch besteht. In den Bilanzen sind ferner nur die zum Verständnis der Darlehensmechanik erforderlichen Informationen verzeichnet. So fehlt beispielsweise die Eigenkapitalausstattung der Geldhäuser. Obendrein werden die Abläufe bloß in reduzierter Form erfasst. Eigentlich bedeutet eine Kreditgewährung eine Verlängerung der Bankbilanz: Das eingeräumte Darlehen führt zu einer Verbindlichkeit gegenüber dem Kunden, während zugleich eine entsprechende Forderung an ihn entsteht. Geldvermögensabbau – die Kreditaufnahme des Publikums – zieht demnach einen betragsgleichen Geldvermögensaufbau – die Forderungen gegen das Bankensystem – nach sich. Der Saldo der Geldvermögensänderung verschwindet, trotzdem ist Kaufkraft geschaffen worden, die eine reale Güternachfrage zu finanzieren vermag. Diese neue Qualität der jetzt im Prinzip unbeschränkten Zahlungsmittelgenerierung ist ein Wesensmerkmal des zeitgenössischen Finanzkapitalismus.

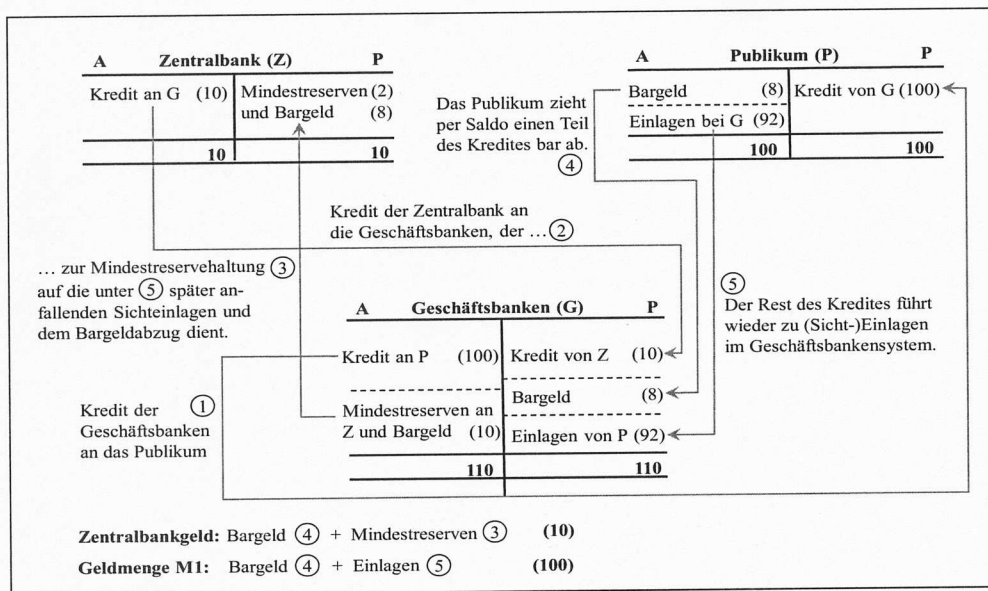
In der folgenden Abbildung wird die am Anfang der Kette stehende Kreditgewährung ① nur durch die Aktivbuchung der Forderung an den Darlehensnehmer veranschaulicht, der seine entstandene Verbindlichkeit auf der Passivseite verbucht. Die Zahlenangaben in den Vorgängen ① bis ⑤ sind willkürlich gegriffen und dienen lediglich der Illustration. Da die Geschäftsbanken aus Erfahrung wissen, dass ein bestimmter Teil des Gesamtkredits (100) als Bargeld (8) abgezogen wird,

benötigt die Branche Zentralbankgeld, über das sie annahmegemäß (noch) nicht verfügt. Außerdem ist bekannt, dass der Rest der Kreditsumme (92) im Bankensystem zirkuliert und sich zwangsläufig in Einlagen des Publikums widerspiegelt. Die Zentralbank hat das Recht, auf diese Depositen Mindestreserven zu fordern. Im Beispiel sind es 2 Geldeinheiten.

Diesem „Reserve-Soll“ müssen die Banken jedoch nicht nachkommen, um – wie der Name fälschlich suggeriert – im Fall eines Runs den Kontoinhabern Bargeld in die Hand drücken zu können. Vielmehr lässt sich mit der zwangsweisen Haltung von Zentralbankgeld prinzipiell dessen Nachfrage steuern – sofern das gewollt wird.

Der Bankensektor deckt den exemplarischen Zentralbankgeldbedarf ($8 + 2 = 10$) durch Kredit bei der Notenbank, den diese gemäß ihrer Aufgabe als „lender of last resort“ bewilligt. Dies ist der Vorgang ②, dem spiegelbildlich die Forderungen und Verbindlichkeiten in Stufe ③ entsprechen. Danach wird in Phase ④ ein Teil der eingeräumten Kreditsumme bar (8) abgehoben, was die Aktiva des Publikums erhöht und die Passiva der Geschäftsbanken mindert. Schließlich dient der Rest des

Abbildung: Die moderne Kreditgeldschöpfung



Darlehens zur Zahlung von Rechnungen per Überweisung ⑤, womit die Einlagen des Publikums um diesen Betrag (mindestreservepflichtig) anwachsen. Insgesamt steigt die Geldmenge um ein Vielfaches (100) der Zentralbankgeldmenge (10).

Aus der Betrachtung der Kreditgeldschöpfung ergeben sich weitreichende Konsequenzen. Im Gegensatz zur gängigen Meinung muss das Geschäftsbankensystem als Ganzes nur die Mindestreserve und das Bargeld von der Zentralbank refinanzieren. Das gilt ebenso für ein einzelnes Institut, das sich im Gleichgewicht befindet. Zahlungseingänge – etwa die Tilgung früherer Ausleihungen – und Zahlungsabflüsse halten sich dann die Waage. Differenzen können normalerweise problemlos am Geldmarkt – dort werden kurzfristige Zentralbankguthaben zwischen Geschäftsbanken gehandelt – angelegt oder aufgenommen werden. Die Ersparnis des Publikums wird zur Kreditfinanzierung insgesamt grundsätzlich *nicht* benötigt und stellt insofern in der Regel auch *keine* Beschränkung der Geldschöpfung dar. Wenn allerdings einige Banken mit einem Zahlungsdefizit zum Ausgleich keine Mittel (mehr) von Überschuss-Instituten erhalten, kann sich dies rasch zu einer generellen Vertrauenskrise ausweiten: Dies geschah im Jahr 2008 als der Interbankenmarkt kollabierte. „Systemrelevante“ Konsequenzen ließen sich nur durch die „Flutung“ der Finanzwelt mit Zentralbankgeld vermeiden.

Bemerkenswerterweise ist das monetaristische „Geldbasiskonzept“ (vgl. Issing 2011: 62 ff.) gleichermaßen geeignet, die Unabhängigkeit der Kreditschöpfung von Einlagen zu demonstrieren – was allerdings der neoklassischen Weltsicht widerspricht. Die Geldbasis B schlüsselt sich in Bargeld (C) außerhalb des Bankensektors sowie in die Einlagen der Kreditinstitute bei der Notenbank (R) auf:

$$B = C + R \quad (3)$$

Die Geldmenge M , also die Forderungen des Publikums an das zweistufige Bankensystem, besteht neben der (formalen) Zentralbankverbindlichkeit namens Bargeld aus Depositen bei den Geschäftsbanken (D):

$$M = C + D \quad (4)$$

Die Kasse C ist ein Teil (c) der Geldmenge, der selbstverständlich im Zeitablauf schwanken kann:

$$C = c \cdot M \quad (5)$$

Der Rest liegt auf Konten, wozu Spareinlagen gehören:

$$D = (1 - c) \cdot M \quad (6)$$

Schließlich müssen die Geschäftsbanken einen Prozentsatz (r) der Depositen als Mindestreserve (R) bei der Zentralbank halten. Der Kassenbestand der Kreditinstitute soll damit ebenfalls abgedeckt sein:

$$R = r \cdot D = r \cdot (1 - c) \cdot M \quad (7)$$

Das Einsetzen der Gleichungen (5) und (7) in den Ausdruck (3) informiert über den Zentralbankgeldbedarf:

$$B = c \cdot M + r \cdot (1 - c) \cdot M = M \cdot (c + r \cdot (1 - c)) \quad (8)$$

Dieses Ergebnis bestätigt die Einsicht, dass das Geschäftsbankensystem insgesamt zwar eine von der Notenbank bereitzustellende Geldbasis braucht, nicht aber Einlagen des Publikums. Mit sinkender Bargeldhaltung und abnehmendem Re-

ervesatz reduziert sich dieser Zentralbankgeldbedarf. Die Depositen als Element der Geldmenge (4) reflektieren lediglich das *zuvor* ausgereichte Kreditvolumen. In der Öffentlichkeit (und bei vielen angeblichen Fachleuten) herrscht freilich immer noch die inzwischen irrige Meinung vor, die Bank sammle erst Geld ein, um es dann als Darlehen auszureichen. In Wahrheit ist es umgekehrt: „Loans create deposits“ lautet der einschlägige Schlachtruf der Modern Monetary Theory. Die Standard-Volkswirtschaftslehre unterschlägt diese Kausalität zwischen Krediten und Depositen.

Die monetaristische Theorie wurde jedoch mit einem anderen Ziel entwickelt: Die Analyse versucht, die Bestimmung der Geldmenge durch die Geldbasis aufzudecken. Die Umstellung von Gleichung (8) liefert:

$$M = \frac{1}{c + r \cdot (1 - c)} \cdot B \quad (9)$$

Jetzt wännen sich die „Chicago-Boys“ am Ziel: Es sieht nun so aus, als hänge die Geldmenge vom Basisgeld und einem Multiplikator ab, der durch die Kassenhaltungsgewohnheiten c und dem Reservesatz r determiniert ist. Die monetären Autoritäten seien mithin fähig, qua Vorgabe des „high powered money“ B direkt die Geldversorgung und indirekt das Preisniveau zu kontrollieren.

Friedman hat sogar eine 100-prozentige Mindestreservspflicht befürwortet (vgl. Friedman 1948: 247). Der Geldmultiplikator auf der rechten Seite von Gleichung (9) nimmt in diesem Fall für alle Kassenhaltungskoeffizienten c den Wert eins an. Anscheinend verliert dann der Geschäftsbankensektor die Möglichkeit, Giralgeld zu schöpfen. Daraus folgern einige Autoren, Finanzmarktkrisen wären in einer solchen „Vollgeld“-Wirtschaft ausgeschlossen (vgl. Huber 2013, Peukert 2013: 347 ff).

Der Vorschlag deutet zwar in die richtige Richtung, leidet aber an einem konzeptionellen Manko. Wie gesehen, benötigen die Banken keine Einlagen, um Kredite zu gewähren. Die Geldhäuser können einander im Prinzip auch wechselseitig Darlehen einräumen, sofern sie wollen. Jedenfalls besteht die Problemlösung nicht darin, die *resultierenden* (und unter diesen Bedingungen unverzinslichen) Depositen an die Zentralbank zu transferieren. Indes ist es durchaus angebracht, der Finanzwirtschaft das relativ billig erhältliche „Spielgeld“ zu kürzen, mit dem sie bislang die Eigenkapitalrendite hochhebelt. Die „Passivlastigkeit“ einiger Banken wird verringert, wenn die Hereinnahme von Spargroschen teurer wird. Damit entfällt zugleich der Druck, in die Aktivseite zu investieren.¹² Die Mindestreservpolitik bietet einen Hebel zu dringend gebotenen Bilanzverkür-

12 Bei geeigneter Gestaltung sind Staatsanleihen sowohl eine attraktive Alternative für Sparer als auch für die öffentlichen Hand, vgl. Helmedag 2013.

zungen. Allerdings verwendet die Europäische Zentralbank dieses Instrument unprofessionell. Eigentlich müssten die Währungshüter gemäß der grundsätzlich hochgehaltenen monetaristischen Lehre versuchen, entweder die Geldbasis zu steuern oder den Geldmultiplikator über eine Variation des Mindestreservesatzes zu beeinflussen. Tatsächlich macht die Europäische Zentralbank weder das eine noch das andere. Der Mindestreservesatz liegt seit 18.01.2012 nur noch bei einem Prozent und das Reserve-Soll wird überdies mit dem marginalen Zuteilungssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte verzinst. Den Banken entstehen so praktisch keine Kosten. Damit verzichtet die Europäische Zentralbank im Unterschied zu anderen Notenbanken auf den Gebrauch dieses potenziell höchst wirksamen Werkzeugs (vgl. Helmedag 2009a: 47 ff.). Aber man muss eben wissen, wozu man es benutzen kann.

Die jüngste Finanz- und Wirtschaftskrise wurde durch das Platzen der amerikanischen Immobilienpreisblase ausgelöst (vgl. Lindner 2011). Viele Kreditinstitute haben hoch riskante Hypotheken vergeben, die sie jedoch als Folge der Deregulierungen bündeln, verbriefen und auslagern durften. Hierfür wurden besondere Zweckgesellschaften gegründet, die, wenn überhaupt, nur geringen Eigenkapitalanforderungen zu genügen hatten. So wurde ein riesiges Rad gedreht, mit dem sich einige Jahre prächtige Gewinne einfahren ließen. Doch woher kam das Geld? Es waren nicht nur die Einlagen des Publikums, mit dem die Banken ins Kasino gingen. Darüber hinaus errichteten die Institute im Zuge der Renditejagd eine gewaltige Kredit- und Schuldenpyramide, das heißt die Finanzbranche produzierte selbst zu einem beträchtlichen Teil den „Stoff“, in dem sich ihre Profite materialisieren: Aus Geld machten die Banken ohne Umweg über die Produktionssphäre mehr Geld! Es war freilich nur eine Frage der Zeit, bis das Schneeballsystem zusammenbrechen musste. Welche Lehren lassen sich aus der Geschichte ziehen?

Offensichtlich kommt es zur Vermeidung künftiger Fehlentwicklungen in erster Linie darauf an, „gute“ von „schlechten“ Krediten zu trennen. Diesbezüglich ergeben sich aus der vorausgegangenen Untersuchung einige Grundsätze zur Ertüchtigung des Finanzsektors, die durchaus umsetzbar erscheinen.

Erstens gehört es verboten, dass Kreditinstitute das Ausfallrisiko für ausgereichte Darlehen weiterwälzen. Dann liegt es in ihrem Interesse, die Solvenz des Schuldners über die gesamte Laufzeit richtig einzuschätzen.

Zweitens ist es ratsam, Banken nur noch den Handel mit als spekulativ eingestuften Wertpapieren im Kundenauftrag zu erlauben, nicht auf eigene Rechnung. Selbstverständlich sind Kontrollen nötig, um Orders von Strohleuten zu verhindern.

Drittens erscheint es zielführend, Aktiv- oder Passivposten, die eine Aufsicht als zu groß erachtet, mit einem unverzinslichen und womöglich progressiven Reserve-Soll zu belegen. Das sorgt für kürzere und strukturell tragfähige Bilanzen.

Viertens schließlich sollten nur volkswirtschaftlich wünschenswerte Geschäfte, insbesondere die Finanzierung von Investitionen in der Realwirtschaft, einen Zugang zur Liquiditätsversorgung der Währungsbehörde eröffnen. Gegenwärtig können sich Kreditinstitute ohne Verwendungsnachweis fast zum Nulltarif und unbegrenzt Zentralbankgeld beschaffen. Damit kaufen sie verpfändbare und verzinsliche Wertpapiere – „ein Bankenbereicherungsprogramm allererster Güte“ (Helmedag 2010: 615). Solche Subventionspraktiken müssen ein Ende finden.

Die genannten Handlungsempfehlungen lassen sich selbstverständlich um weitere Maßnahmen ergänzen, seien es Transaktionssteuern, verschärfte Eigenkapitalanforderungen, absolute Größenvorgaben oder Höchstzinsen.¹³ Entscheidend ist aber, dass der Finanzbranche die Möglichkeit genommen wird, Geldschöpfung als Selbstbedienungsladen zu betreiben. Dies verspricht mehr pekuniäre Ordnung und weniger Volatilität der Vermögenspreise; ein Reformprojekt, das monetaristischem Gedankengut erstaunlich nahe kommt.

Literatur

- Europäische Zentralbank (2013): Monatsbericht Juli.
- Fetter, E. W. (1965): *Development of British Monetary Orthodoxy 1797–1875*, Cambridge.
- Fisher, I. (1930): *The Theory of Interest*, in: Barber, W. H. (ed.): *The Works of Irving Fisher*, Vol. 9, London 1997.
- Friedman, M. (1948): *A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability*, in: *The American Economic Review*, Vol. 48, pp. 245–264.
- Fullwiler, S. T. (2013): *An endogenous money perspective on the post-crisis monetary policy debate*, in: *Review of Keynesian Economics*, Vol. 1, pp. 171–194.
- Goodhart, Ch. A. E. (1998): *The two concepts of money: implications for the analysis of optimal currency areas*, in: *European Journal of Political Economy*, Vol. 14, pp. 407–432.
- Handelsblatt vom 15.07.2013: *Wo die bestbezahlten Banker zuhause sind* (Internet-Ausgabe).
- Helmedag, F. (1994): *Warenproduktion mittels Arbeit. Zur Rehabilitation des Wertgesetzes*, 2. Aufl., Marburg.
- Helmedag, F. (1995): *Geldfunktionen*, in: *das wirtschaftsstudium (wisu)*, 24. Jg., S. 711–717.
- Helmedag, F. (1999): *Ohne Werte und kreislaufschwach: Zum Status der Allgemeinen Gleichgewichtstheorie*, in: Helmedag, F./Reuter, N. (Hrsg.): *Der Wohlstand der Personen*, Festschrift zum 60. Geburtstag von Karl Georg Zinn, Marburg, S. 43–68.
- Helmedag, F. (2007), *Geld: Einführung und Überblick*, in: *Enzyklopädisches Lexikon des Geld-, Bank- und Börsenwesens*, Auflage 2007, Frankfurt am Main, Artikel-Nr. 4390.
- Helmedag, F. (2009a): *Getrennt marschieren, vereint schlagen: Nationale Geldpolitik im Euro-Raum*, in: Ohr, R. (Hrsg.): *Internationalisierung der Wirtschaftspolitik*, Berlin, S. 39–51.
- Helmedag, F. (2009b): *Europäische Geldpolitik in der Krise*, in: Chaloupek, G./Kromphardt, J. (Hrsg.): *Finanzkrise und Divergenzen in der Wirtschaftsentwicklung als Herausforderung*

13 In der Literatur werden mehr als ein Dutzend verschiedene Reformbündel erörtert, um den aufgeblähten Bankensektor auf eine angemessene Größe zurechtzustutzen, vgl. Peukert 2013.

- rungen für die Europäische Wirtschaftsunion, Schriften der Keynes-Gesellschaft, Bd. 3, Marburg, S. 108–121.
- Helmedag, F. (2010): Staatsschulden als permanente Einnahmequelle, in: Wirtschaftsdienst, 90. Jg., Heft 9, S. 611–615.
- Helmedag, F. (2012): Wohlstandsmehrung durch Konsumverzicht: Leere Versprechungen und falsche Ratschläge, in: Wagner, A./Heilemann, U. (Hrsg.): Empirische Makroökonomik und mehr. Festschrift zum 80. Geburtstag von Karl Heinrich Oppenländer, Stuttgart, S. 55–70.
- Helmedag, F. (2013): Staatshaushalt und Schulden, in: Heuser, U. W./Priddat, B. P. (Hrsg.): DIE ZEIT erklärt die Wirtschaft, Bd. 1: Volkswirtschaft, Hamburg, S. 86–92.
- Huber, J. (2013): Monetäre Modernisierung, 3. Aufl., Marburg.
- Issing, O. (2011): Einführung in die Geldtheorie, 15. Aufl., München.
- Kampeter, W. (2013): Schuldenkrisen, Finanzkrisen und überschießende Liquidität im internationalen Vergleich, in: Kromphardt, J. (Hrsg.): Zur aktuellen Finanz-, Wirtschafts- und Schuldenkrise, Schriften der Keynes-Gesellschaft, Bd. 6, Marburg, S. 15–56.
- Keynes, J. M. (1982): Keynes and Ancient Currencies, in: Moggridge, D. (ed.): The Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. XXVIII, pp. 223–294.
- Knapp, G. F. (1905): Staatliche Theorie des Geldes, 2. Aufl., München/Leipzig 1918.
- Lau, J. Y. F./Smithin, J. (2002): The Role of Money in Capitalism, in: International Journal of Political Economy, Vol. 32, pp. 5–22.
- Lindner, F. (2011): Ursachen des US-Immobilienpreisbooms, Geldpolitik, Deregulierung der Finanzmärkte und Immobilienpreise, in: Helmedag, F./Kromphardt, J. (Hrsg.): Nachhaltige Wege aus der Finanz- und Wirtschaftskrise, Schriften der Keynes-Gesellschaft, Bd. 4, Marburg, S. 83–110.
- Nissen, M. (2013): Warum US-Banken wieder Milliarden scheffeln, in: Spiegel-Online vom 19. Juli 2013.
- Palley, Th. I. (2012): From Financial Crisis to Stagnation, Cambridge.
- Peukert, H. (2013): Die große Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise, 5. Aufl., Marburg.
- Rochon, L.-P./Rossi, S. (2013): Endogenous money: the evolutionary versus revolutionary views, in: Review of Keynesian Economics, Vol. 1, pp. 210–229.
- Schmidt, J. (2008): Finanzmärkte und Wachstum, Schumpeter als Ahnherr moderner Theorien der Finanzintermediation?, in: Berliner Debatte Initial 19, Heft 4, S. 79–89.
- Schmölders, G. (1966): Psychologie des Geldes, München.
- Starr, R. M. (2012): Why is there Money? Walrasian General Equilibrium Foundations of Monetary Theory, Cheltenham/Northampton.
- Strange, S. (1986): Casino Capitalism, Oxford.
- Stützel, W. (1958): Volkswirtschaftliche Saldenmechanik, Ein Beitrag zur Geldtheorie, 2. Aufl. (Nachdruck), Tübingen 2011.
- Wagner, A. (2012): Evolutorische Makroökonomik, Innovative Modifikationen zur Standardökonomik. Ein erster Versuch, Marburg.
- Wray, L. R. (1998): Understanding Modern Money. The Key to Full Employment and Price Stability, Cheltenham/Northampton.