

# GELDWIRTSCHAFT

## Eine wirtschafts- und theoriegeschichtliche Annäherung

### *Inhalt*

<b>Einleitung und Zusammenfassung: Die geldwirtschaftliche Ordnung .....</b>	<b>1</b>
<b>I Marktorganisation und monetäre Kontrakte .....</b>	<b>8</b>
Wertstandard und Zahlungsmittel: Die Kredittheorie des Geldes.....	8
Die Organisation der Gesellschaft als Nominalwirtschaft .....	12
Geld als öffentliches Gut .....	15
<b>II Die Bank als Geldproduzent.....</b>	<b>18</b>
Tauschwirtschaft und Geldwirtschaft.....	18
<i>Exkurs: Bankgeschäfte und das Liquiditätsproblem .....</i>	<i>20</i>
Warengeld, Buchgeld und Staatsgeld.....	23
<i>Exkurs: Die Finanzierung des internationalen Handels .....</i>	<i>25</i>
Die "Deckung" des Geldes in der Banking-Doktrin.....	27
Die geldwirtschaftliche Ratio des Merkantilismus.....	31
<i>Exkurs: Wohlfahrtsgewinne durch Freihandel.....</i>	<i>33</i>
<b>III Die Entstehung der Geldpolitik aus dem Bankgeschäft .....</b>	<b>37</b>
Die Gründung der Bank von England .....	37
<i>Exkurs: Bimetallismus und Greshams Gesetz .....</i>	<i>40</i>
Aussetzung und Wiederaufnahme des Goldstandards: Die Bullion-Kontroverse .....	41
Von Palmer's Rule zu Peel's Act: Die Trennung von Geld und Kredit.....	44
Die Currency-Banking-Kontroverse um die Elastizität des Geldangebots .....	50
Die Zinspolitik und das zweistufige Banksystem .....	54
<b>IV Zur Theorie der Geldwirtschaft.....</b>	<b>59</b>
Neutralität des Geldes versus Nominalwirtschaft .....	59
<i>Exkurs: Die Allgemeine Gleichgewichtstheorie und das Geld.....</i>	<i>60</i>
Zeit, Zins und Geld: Der Mythos der intertemporalen Ökonomie .....	66
<i>Exkurs: Intertemporale Preise, Zeitpräferenz und Zins .....</i>	<i>68</i>
Kapital als Geldvorschuß: Die monetäre Zinstheorie .....	73
Gleichgewicht und Beschäftigung in einer Geldwirtschaft.....	79
<i>Exkurs: Geld und Arbeitslosigkeit.....</i>	<i>82</i>
<b>Ein Schlußwort: Zahlungswirtschaft und Geldpolitik .....</b>	<b>85</b>
<i>Literatur.....</i>	<i>86</i>



## Einleitung und Zusammenfassung: Die geldwirtschaftliche Ordnung\*

The political economy of international monetary systems, good or bad, can only be understood in historical perspective.

*Ronald McKinnon*<sup>1</sup>

Die Kontroversen um die Einführung des Euro haben das Interesse an den geldwirtschaftlichen Grundlagen westlicher Gesellschaftssysteme neu belebt. Mit einem nicht unbeträchtlichen argumentativen Aufwand wurde das institutionelle Regelwerk der Europäischen Zentralbank entworfen und festgeschrieben. Dabei wurde der Wahrung der Geldwertstabilität ein geradezu ordnungspolitischer Stellenwert eingeräumt. Die stellenweise beschwörungshaft vorgetragenen Formeln, mit denen in dieser Debatte eine Verpflichtung der Geldpolitik auf das Ziel der Preisstabilität eingefordert wurde, lassen indirekt auch eine Ungewißheit und Sorge der Gesellschaft um die politische Gestaltbarkeit dieser Zielsetzung durchschimmern. Derartige Zweifel sind nicht unbegründet; in der Tat ist es nach wie vor ungeklärt, ob der Erfolg der Inflationsbekämpfung in Europa auf eine gestiegene Reputation der geld- und währungspolitischen Institutionen oder aber schlicht auf die – im Zuge der restriktiven Geldpolitik – stark gestiegene Arbeitslosigkeit zurückzuführen ist. Damit ist aber auch die mehr grundsätzliche Frage verbunden, inwieweit geldpolitische Ziele überhaupt per Gesetz festgelegt und durchgesetzt werden können oder nicht vielmehr durch Funktionsmechanismen einer internationalen Geldwirtschaft erzwungen sind.

Die eher anwendungsbezogenen Fragen um die Vereinbarkeit gesamtwirtschaftlicher Ziele verweisen somit auf eine grundlegende Unsicherheit über die monetären Fundamente der wirtschaftlichen Ordnung einer Marktökonomie. Sie rührt letztlich daher, daß Geld einerseits – ähnlich dem Recht – gleichsam zur kommunikativen Infrastruktur der Wirtschaft gehört und deshalb in den Bereich der Ordnungspolitik fällt, während andererseits die praktische Sicherung der Funktionsfähigkeit des Geldsystems in erster Linie über die monetäre Nachfragepolitik erfolgt und damit potentiell in Konflikt mit anderen makroökonomischen Zielen gerät. In der ökonomischen Theorie hat dieses Spannungsverhältnis eine Entsprechung gefunden in der Dichotomie zwischen der Anerkennung des qualitativen Effizienzgewinns infolge der Existenz des Geldes einerseits und der Betonung der Norm einer realwirtschaftlichen Neutralität quantitativer Geldmengenänderungen andererseits.

Die Geldverfassung in der neuen monetären Ordnung Europas erscheint i.S. Hayeks als

---

\* Der folgende Text stellt den inhaltlich ersten Baustein eines Forschungsprojekts mit dem Arbeitstitel "Vom Gold zum Euro – Zur politischen Ökonomie der Entwicklung von Währungsordnungen" dar. Es verfolgt das Ziel, die Entstehung, Institutionalisierung und Aufgaben der Geldpolitik aus dem ordnungstheoretischen Charakter einer Marktökonomie als Geldwirtschaft heraus zu erklären. Das Projekt besteht aus drei Teilen (die später in einer Monografie zusammengeführt werden):

(A) Geld, Banken und Geldpolitik – Theoretische Grundlagen, wirtschaftshistorische Fragmente und theoriegeschichtliche Kontroversen;

(B) Internationale Konkurrenz und Kooperation der Geldpolitik – Logik und Funktionsweise von Leitwährungsordnungen (dieser Teil liegt als Rohentwurf bzw. Kurzfassung vor; vgl. Spahn 1996, Spahn 1998);

(C) Der Euro als Binnen- und Weltanlagewährung – Strategien der Geldpolitik zur Vereinbarkeit von internem und externem Gleichgewicht.

<sup>1</sup> McKinnon 1996: 7.

"konstruktivistisches" Produkt; dabei sind die modernen Anschauungen über die Effizienz alternativer Geldverfassungen jedoch das Ergebnis eines langwierigen, z.T. "spontanen" Entwicklungsprozesses.<sup>2</sup> Ein funktionsfähiges *zweistufiges Banksystem* ist erst in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts entstanden, rund 500 Jahre nach Beginn des neuzeitlichen Kapitalismus. Damit stellt sich die Frage, welche Rolle dem Staat bei der Errichtung, Evolution und Aufrechterhaltung der Geldordnung zukommt. Aus historischer Sicht sind aber politische Akteure zunächst vor allem eher als Nutznießer und Nachfrager von Bank- und Finanzdienstleistungen aufgetreten. Weniger noch als in anderen Bereichen der Nationalökonomie kann die Rede davon sein, daß die Politik die Erkenntnisse eines autonomen wissenschaftlichen Fortschritts im Bereich der monetären Theorie umgesetzt und so durchgängig die historische Marktentwicklung aktiv gestaltet habe.

Es läßt sich auch umgekehrt fragen, ob überhaupt irgendeine Art des *Marktversagens* vorliegt, die eine Intervention des Staates im Geldwesen erfordert. Die Verwendung von Geld in modernen Marktgesellschaften bietet im Vergleich zum hypothetischen Szenario direkter Gütertransaktionen unbestreitbar viele Vorzüge. Deshalb könnte man erwarten, daß der Markt als ein gesellschaftliches Entdeckungs- und Problemlösungsverfahren von selbst Anbieter bzw. Institutionen hervorgebracht hätte, die die Aufgabe der Geldversorgung übernehmen. Nun ist Geld kein Gut wie jedes andere; es handelt sich eher um eine Art *Netzwerk*, dessen Nutzen erst aus seiner gesellschaftlichen Verbreitung entsteht. Aber die Existenz von Netzwerkeexternalitäten schließt per se keineswegs ein Güterangebot durch private Produzenten aus. Wohl ist aufgrund der positiven Skaleneffekte eine Tendenz zu einer Monopolbildung denkbar, die den Staat zum Zwecke einer Überwachung auf den Plan rufen könnte. Gegen die Zwangsläufigkeit dieses Entwicklungsmusters spricht aber, daß auf weltwirtschaftlicher Ebene diese Tendenz zu einer Einheitswährung kaum zu beobachten ist, hier bestehen zahllose Währungen nebeneinander; und selbst für die nationale Volkswirtschaft ist die Zulassung konkurrierender, privat emittierter Währungen gefordert worden.<sup>3</sup>

Kann der Zugang zu und die Verwendung von Netzwerk- bzw. Kollektivgütern seitens der Produzenten nicht kontrolliert werden, so sind private Unternehmen üblicherweise nicht zu einem Angebot solcher Güter bereit. Weil jedoch im marktwirtschaftlichen Such- und Evolutionsprozeß in der Frühphase der modernen Geldwirtschaft frei abbaubaren edlen Rohstoffen und Schuldscheinen angesehener Vermögenseigentümer (Banken) eine Geldfunktion zufiel, war die "Geldproduktion" ein zumindest phasenweise einträgliches Geschäft: Die privaten Produktionskosten von Geld lagen unter seinem gesellschaftlichen Wert; Banknoten, die eine Einlösung z.B. in edle Metalle verbürgten, zirkulierten im Markt und erlaubten ihren Emittenten insoweit eine kostenlose Aneignung von Gütern und Vermögenswerten. Nicht eine systematische Angebotsknappheit war das Problem, vielmehr lag eine *Begrenzung und Regulierung der Geldproduktion* im öffentlichen Interesse. Eine gewisse Ironie ist darin zu erkennen, daß in der jüngsten Epoche der Geldpolitik umgekehrt wieder der politische Einfluß auf das Zentralbankverhalten zurückgedrängt und gleichsam durch das Vertrauen in die Professionalität des (Noten-) Bankers substituiert wird.

Die Kontroversen um die Einlösbarkeit des Geldes in irgendeine "letzte Sicherheit" ver-

---

<sup>2</sup> Vgl. Hayek 1960: 65ff, Hayek 1963. Zu einer Darstellung moderner Notenbankverfassungen siehe Bofinger (1996: 181ff).

<sup>3</sup> Vgl. Hayek 1977 und die Diskussion bei Hellwig 1985, Fischer 1986, Issing 1999.

weisen auf ein grundlegendes *Vertrauensproblem*, das die Geschichte des Geldes von Anfang an begleitet hat.<sup>4</sup> Dabei sind zwei Ebenen zu unterscheiden: Im Rahmen der *individuellen* ökonomischen Interessenverfolgung ist die Akzeptanz des Geldes von der Erwartung einer jederzeit möglichen Ausübung der Option auf eine Güteraneignung abhängig. In *systemtheoretischer* Perspektive erfüllt Geld dagegen eine reine Zeichenfunktion, indem es als Abwicklungsmedium die Allokation der Ressourcen sowie die individuelle Zuteilung von Einkommen strukturiert. Um die monetäre Stabilität auf den Märkten und die Erwartungssicherheit der Individuen zu wahren, war jedoch die Geldpolitik lange gezwungen, eine feste Einlösbarkeit ihrer Währung in Einheiten eines fremden Geldes zuzusichern. Dabei sind neue Effizienzprobleme aufgetaucht ("Import" ökonomischer Störungen aus dem Ausland) und die asymmetrische Stellung der einzelnen Nationalstaaten in Leitwährungssystemen haben zu politischen Akzeptanzschwierigkeiten geführt. Der europäische Versuch, zu einer Währungsunion überzugehen und die Geldwertstabilität auf ordnungspolitischen und institutionellem Wege festzuschreiben<sup>5</sup>, folgt somit einer gewissen "Entwicklungslogik" der Währungsgeschichte.

Die vorliegende Arbeit unternimmt eine theorie- und wirtschaftsgeschichtlich geleitete Annäherung an den Gesellschaftstypus einer "Geldwirtschaft". Damit ist die These verbunden, daß die marktwirtschaftliche Ordnung in einer durchaus tieferen Weise durch die Existenz von Geld geprägt wird als dies in den anerkannten Theorien der Nationalökonomie zum Ausdruck kommt. Die übliche Debatte um die Rolle des Geldes in der Wirtschaft verkürzt die Fragestellung i.d.R. auf das Thema der (Nicht-) Neutralität: Dabei geht es um das Problem, ob nun Geldmengenänderungen mehr als nur kurzfristige Effekte auf relative Gleichgewichtspreise und realwirtschaftliche Größen, insbesondere das Beschäftigungsvolumen, haben. Aber die grundsätzliche Frage ist nicht beschäftigungspolitischer, sondern ordnungspolitischer Art: Durch welchen Mechanismus erfolgt die Koordination der individuellen Interessenverfolgung in einer arbeitsteiligen, auf der Institution des Privateigentums beruhenden Volkswirtschaft? Die traditionelle Antwort "Plan oder Markt" greift zu kurz. Auch in Planwirtschaften gibt (bzw. gab) es Märkte; darüber hinaus benennt das Stichwort "Markt" lediglich den Ort, nicht aber das eigentliche Verfahren einer ökonomischen Verhaltenskoordination. Die korrekte Antwort ist vielmehr "Plan oder Geld", weil im ersten Fall ein zentraler Abstimmungs- und Entscheidungsprozeß stattfindet, im zweiten Fall dagegen ein Wettbewerbsprozeß, bei dem

- Geld als Budgetbeschränkung den Handlungsspielraum der Marktakteure strukturiert,
- Geldpreise die Informations- und Orientierungsfunktion im Hinblick auf die inhaltliche Ausrichtung des Wirtschaftens übernehmen, und
- das Festsetzen und die Erfüllung von in Geldeinheiten nominierten Verträgen das formale Interaktionsmuster auf den Märkten bildet.<sup>6</sup>

*Wettbewerbswirtschaft impliziert also Geldwirtschaft.* Die neoklassische Ökonomie hat dies aufgrund ihrer langen Fixierung auf die walrasianische Idee einer auktionatorgesteuerten

---

<sup>4</sup> Vgl. De Grauwe 1996: 1ff.

<sup>5</sup> Das offenbar tiefsitzende Bedürfnis nach einer wie auch immer gearteten "realen Deckung" des Geldes zeigt sich jedoch auch hier in der Debatte um die angeblich zweifelhafte Qualität mancher Wertpapiere, die die Europäische Zentralbank als Bilanzgegenposten bei ihrer Geldschöpfung hereinnimmt (vgl. Heinsohn/Steiger 1998).

<sup>6</sup> Vgl. Riese 1990: 1ff, 15ff.

Allokation verdrängt. Aber erstaunlicherweise ist auch von Seiten der neoliberalen Schule, die viel deutlicher als die Neoklassik den Charakter der Marktwirtschaft als Wettbewerbsordnung betont hat, der monetäre Gehalt des Wirtschaftens kaum gewürdigt worden. Hayek hat immer wieder auf die ordnungspolitisch tragende Rolle des Rechts hingewiesen; er erfaßte auch die makroökonomische Bedeutung der Preisstabilität, nicht aber die allokatorentheoretische Seite des Geldes.<sup>7</sup> Unterbelichtet blieb so, daß sich der Wettbewerbsprozeß selbst in einer geldlichen "Sprache" vollzieht: Anhand geldlicher Kalküle wird die Kohärenz, d.h. Vereinbarkeit einzelwirtschaftlicher Handlungen geprüft, hergestellt und sodann mittels Geldzahlungen besiegelt.

Die keynesianische Ökonomie hat – im Anschluß an den Merkantilismus – zu einer Renaissance geldwirtschaftlicher Einsichten geführt. Der Ausgangspunkt des Denkens von Keynes war die Quantitätstheorie, die zu Beginn des 20. Jahrhunderts die herrschende Schule der monetären Makroökonomie darstellte.<sup>8</sup> Als eigentliche Überwindung der Orthodoxie gilt üblicherweise Keynes' Erkenntnis, daß die monetäre Nachfrage durchaus auch auf Mengen und nicht nur auf Preise wirken kann.<sup>9</sup> Daß die Beschäftigung nicht allein auf dem Arbeitsmarkt, sondern in erster Linie von der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage bestimmt wird, wurde jedoch auch von einer Reihe von Ökonomen erkannt, die der Tradition der zweiten großen Debatte der 20er Jahre, der Diskussion um die Werttheorie und den unvollkommenen Wettbewerb, entstammten und kein primäres Interesse an monetärer Theorie per se hatten.<sup>10</sup> Aus beiden Ansätzen sind dann verschiedene postkeynesianische Strömungen hervorgegangen, die jedoch der Gedanke eint, Arbeitslosigkeit als eine Art Marktversagen i.w.S. zu verstehen – wobei Geld als ein wichtiger (aber durchaus nicht alleiniger) *Störfaktor* betrachtet wurde, der eine Abweichung vom Vollbeschäftigungsgleichgewicht verursacht. Besonders ausgeprägt findet sich dieses Denkmuster im Fundamentalkeynesianismus: Die Existenz von Geld *zerstört* die Kohärenz der Ökonomie, Arbeitslosigkeit ist der Ausdruck der so entstandenen pathologischen Marktconstellation.<sup>11</sup>

Aber indem dieser Ansatz als Referenzsystem implizit das hypothetische Ideal einer güterwirtschaftlichen Tauschökonomie beschwört (die angeblich gegen Unterbeschäftigung gefeit ist), wird der besondere ordnungstheoretische Charakter der Geldwirtschaft nicht erfaßt. Sie stellt keine unvollkommene, fehlerhafte Variante eines wie auch immer organisierten Systems

---

<sup>7</sup> Eindrucksvoll zeigt sich dieses Mißverhältnis z.B. auch in der Hayek-Festschrift "Zur Verfassung der Freiheit" (Meyer u.a. 1979). Zu einer Kritik der Neoklassik aus der Perspektive der Hayekschen Konzeption des Wettbewerbs siehe Streißler (1980).

<sup>8</sup> Ihre wichtigsten Vertreter waren Wicksell, Fisher, Cassel, Hayek, Hawtrey und Robertson (vgl. Skidelski 1995). In diesem Zusammenhang muß auch Schumpeter genannt werden, der als "Ketzer" die Gleichgewichtsorientierung der neoklassischen Schule kritisierte und eine monetäre Wettbewerbs- und Evolutionstheorie entwickelte. Die tragische Note in Schumpeters Rolle in der Theoriegeschichte besteht aber darin, daß der betont *ungleichgewichtstheoretische* Charakter seiner Ausführungen zu Geld, Zins und Kapital gerade einer allgemeinen Anerkennung seiner Erkenntnisse im Wege stand und ihn zu einer Außenseiterrolle im Paradigmenstreit verurteilte.

<sup>9</sup> Keynes selbst hatte übrigens diese Implikation seiner Überlegungen lange Zeit nicht bemerkt. Seine Schülerin Joan Robinson (1933: 24) sprach von "Mr Keynes' failure to realise the nature of the revolution that he was carrying through".

<sup>10</sup> Kregel (1985) nennt in diesem Zusammenhang Kahn, Robinson, Harrod, Kaldor und Kalecki.

<sup>11</sup> Vgl. z.B. Minsky 1980. Aber natürlich findet sich bereits bei Keynes (1936: 197) die Vorstellung von Geld als einer "Vollbeschäftigungsbarriere", die geldpolitisch überspielt werden könne.

direkter Tauschbeziehungen dar, sondern eine Wirtschaftsordnung *sui generis*, in der sämtliche ökonomischen Interaktionsprozesse über geldliche Kontrakte und Geldzahlungen abgewickelt werden; Kontrakte und Zahlungen bilden so ein dezentrales Netzwerk (dessen Abstimmungs- und Entscheidungsaufgaben in einer Zentralverwaltungswirtschaft von einer Planungsbehörde zu übernehmen sind). Indem das Zahlungsmedium Geld nicht nur eine Kommunikationsfunktion erfüllt, sondern als gleichsam "materialisiertes" Vermögensaktivum auch selbst gehandelt und gehalten werden kann, ist zu vermuten, daß die *Verknüpfung von Zahlungstechnologie und Vermögenswirtschaft* dieser Wirtschaftsordnung ihren Stempel aufdrückt. Die Beziehungen zwischen Geld, Zins, Profit und Kapital prägen dieses System, nicht ein bestimmter Auslastungs- und Beschäftigungsgrad von Ressourcen (einschließlich des Faktors Arbeit).<sup>12</sup>

Die folgende Arbeit geht dieser ordnungstheoretischen Rolle des Geldes nach, d.h. dem Zusammenhang zwischen Zahlungstechnologie, Vermögenswirtschaft und Geldpolitik. *Abchnitt I* behandelt unter der Überschrift *Marktorganisation und monetäre Kontrakte* die Frage, wie unter den Annahmen einer individuellen Interessenverfolgung und unvollkommener Information das System von Leistung und Gegenleistung im Markt gestaltet werden kann. Es wird gezeigt, daß der Anbieter von Gütern als Entgelt nicht ebenfalls unmittelbar Güter, sondern nach Möglichkeit einen fungiblen Titel erhalten möchte, der einerseits einen unabwiesbaren Anspruch auf Güter, aber zugleich eine marktfähige, handelbare Forderung darstellt. Dieses gesuchte Medium hat bestimmte Eigenschaften eines öffentlichen Gutes, es bewerkstelligt jedoch auch eine definitive Übertragung von privaten Eigentumsrechten. Dadurch wird ein gesellschaftlich akzeptiertes Muster der Zuteilung ökonomischer Ressourcen<sup>13</sup> auch in "low-trust societies" ermöglicht, indem Probleme einer mangelnden Information über die Vertrauenswürdigkeit der Marktakteure weitgehend auf das Medium Geld projiziert werden; dies entlastet die Verhaltensanforderungen an die Subjekte, stellt aber umso größere Bedingungen für die Akzeptanz des Geldes.

Die Entwicklung der Geldwirtschaft war geprägt von der Suche nach als Zahlungsmittel geeigneten Medien bzw. der Schaffung von Institutionen, die derartige Medien anbieten. *Abchnitt II* schildert diesen Prozeß, in dem sich die *Bank als Geldproduzent* durchsetzt. Sie geht aus einer Hilfskonstruktion bei der evolutorischen Lösung des Vertrauens- und Akzeptanzproblems des Geldes hervor: Der Schuldschein eines bekannten Vermögensbesitzers wird zum Zahlungsmittel, weil seine Einlösbarkeit (in Teile seines Privateigentums) als gesichert erscheint. Dennoch zeigt die faktische Inanspruchnahme dieser "Sicherheit" eine Krise der Währung, die Negation von Geld an – Geld ist gerade dadurch definiert, daß es zirkuliert und gehalten, nicht aber "eingelöst" wird. Insoweit beruht die Geldfunktion eines Mediums auf einer Konvention, einer kollektiven Erwartung, und das "Akzeptanzgleichgewicht" hängt allein vom wechselseitigen Vertrauen der Marktsubjekte in seine Existenz ab. Die Labilität dieses Gleichgewichts findet ihren Ausdruck im fabulösen Liquiditätsproblem der Geschäftsbanken, die auf dem Wege der Kreditvergabe die Wirtschaftsentwicklung von der Finanzierungsseite angetrieben haben. Die klassische Kritik des merkantilistischen Interesses an Exportüber-

---

<sup>12</sup> Eine *Theorie* der Geldwirtschaft muß sich folglich von dem bislang im Keynesianismus dominanten Interesse an der Einkommens- und Beschäftigungstheorie lösen und sich stärker Fragen der Kapital- und Zinstheorie zuwenden (vgl. Riese 1983).

<sup>13</sup> Die gesellschaftliche Akzeptanz dieses formalen *Verteilungsverfahrens* schließt freilich nicht Versuche einer nachträglichen Umverteilungspolitik aus.

schüssen argumentierte stets vor dem Hintergrund des Bildes eines direkten internationalen Gütertauschs und erfaßte so die geldwirtschaftliche Ratio dieser Politik nicht: Handelsdefizite implizierten über die Zahlungsströme anhaltende Reserveverluste der nationalen Banken und ließen so ihren Zusammenbruch befürchten.

*Abschnitt III* zeigt anhand der Entwicklung in England, wie die Instabilität des Banksektors, seine Bedeutung für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung und nicht zuletzt staatliche Finanzierungswünsche politische Interventionen im Geldwesen motivierten. Die Regierung trat in einer Doppelfunktion als Regulierungsinstanz und Kreditkunde einer nationalen Großbank gegenüber, die ihrerseits eine vielschichtige Rolle spielte: Sie war über die immer nur temporär erteilte Geschäftserlaubnis vom Staat abhängig, verfolgte primär ein privatwirtschaftliches Gewinnziel, wobei ihre Geschäftspolitik jedoch aufgrund ihrer marktbeherrschenden Stellung weitreichende gesamtwirtschaftlichen Folgen hatte. Die leidenschaftliche Debatte um die angeblich notwendige Golddeckung des Pfundes im 19. Jahrhundert war ein (vielleicht durch den "lag" geldtheoretischer Erkenntnisse erklärbarer) Anachronismus, weil sich zu diesem Zeitpunkt eigentlich längst praktisch gezeigt hatte, daß die Bank von England selbst in kritischen Phasen prinzipiell in der Lage war, die Stabilität auch einer Papierwährung zu verteidigen (dabei wurde sie zeitweise durch demonstrative Vertrauensbeweise der in der Londoner City meinungsführenden Kaufleute und Vermögensbesitzer unterstützt). Gleichwohl war die Currency-Banking-Debatte mit ihrer institutionellen Konsequenz einer Trennung der Bank von England in zwei Abteilungen ein Meilenstein in der Evolution der monetären Ökonomie, weil damit die für die makroökonomische Stabilität und mikroökonomische Effizienz gleichermaßen unerläßliche Trennung von Geldschöpfung und Kreditversorgung umgesetzt wurde. Daß dabei die Zentralbank nicht aus dem eigentlich dafür vorgesehenen Issue-, sondern aus dem marktorientierten Banking-Department hervorging, unterstreicht dabei das Muster der *Entstehung der Geldpolitik aus dem Bankgeschäft*. Die Bank von England unterlag zwar einer starren Regelbindung im Hinblick auf die Geldmenge, d.h. die Notenummission; in der Praxis erwies sich jedoch die diskretionäre Zinspolitik als Garant der monetären gesamtwirtschaftlichen Stabilität, obgleich diese lange Zeit mit dem Ziel der Bewahrung eines profitablen Bankgeschäfts betrieben wurde.

Anknüpfend an den ersten Abschnitt, jedoch bewußt plaziert nach den Ausführungen zur Geschichte des Geldes, der Banken und der Geldpolitik, wendet sich *Abschnitt IV* einigen zentralen Aspekten einer *Theorie der Geldwirtschaft* zu. Dieser Begriff ist nicht deckungsgleich mit dem der "Geldtheorie", die nach herrschender Auffassung die Verwendung von Geld in einem (hypothetischen) Wirtschaftssystem thematisiert, in dem prinzipiell die ökonomischen Funktionsbeziehungen einer Realtauschwirtschaft gelten. Eine genuin geldwirtschaftliche Ordnung läßt sich dagegen als Nominalwirtschaft bezeichnen, in der der Wirtschaftsprozess in nominalen Einheiten geplant und abgewickelt wird; dabei kalkulieren die Akteure zwar ein reales Komplement ihrer in nominalen Einheiten festgesetzten Marktkontrakte, bevorzugen jedoch gerade keine direkte Zahlung in realen Gütereinheiten. Ein Spezifikum der Geldwirtschaft ist das Bedürfnis der Akteure nach Zahlungsfähigkeit, dessen Befriedigung durch den Zins zu entgelten ist. Die Vorstellung, der Zins und die übrigen Ertragsraten des Vermögensmarktes seien aus dem Zusammenspiel zeitlich-produktiver "Produktionsumwege" und intertemporaler Präferenzen zu erklären, war ein Irrweg der Theoriegeschichte. Weder kann die Zeitpräferenz als allgemeingültige, rationale menschliche Eigenschaft angesehen werden, noch taugt ein von ihr beeinflusstes Konsumverhalten als zinserklärender Fak-



tor. Der Zins drückt nicht die intertemporale Nutzung von Ressourcen aus, sondern stellt gleichsam den von den Marktakteuren zu zahlenden "Eintrittspreis" für die Teilnahme am geldwirtschaftlichen Allokationsprozeß dar. Er wird über eine Bestandshalteentscheidung individueller Portfolios von finanziellen und realen Vermögenstiteln bestimmt (und die Geldpolitik hat in einer offenen Volkswirtschaft mit freiem Kapitalverkehr nur um den Preis eines kalkulierten Wertverlustes der heimischen Währung die Möglichkeit, sich den Anlegerpräferenzen auf dem Weltkapitalmarkt zu entziehen). In kapitaltheoretischer Sicht knüpft die Theorie der Geldwirtschaft an Marx' Idee des Kapitals als Geldvorschuß an, überwindet damit die seit Sraffas Kritik nicht länger haltbare (neo-) klassische Konzeption eines güterwirtschaftlichen Kapitalbegriffs und liefert in Anschluß an Keynes eine monetäre Erklärung des Kapitalprofits.

# I Marktorganisation und monetäre Kontrakte

## Wertstandard und Zahlungsmittel: Die Kredittheorie des Geldes

Money is the measure by which goods are valued, the value by which goods are exchanged, and in which contracts are made payable.

*John Law*<sup>14</sup>

Wer etwas schuldet, der ist entweder bankrott oder *muß* zahlen, solange ein Schilling im Lande ist. Wer aber kauft oder kaufen möchte, *muß Geld haben*, oder er kann nichts kaufen, denn wenn er auf Kredit kauft, fällt er sofort unter die vorhergehende Kategorie, und *muß zahlen*.

*James Steuart*<sup>15</sup>

Eine Schuld ist im Grunde eine Verpflichtung, nicht Geld, sondern *Güter* (wealth) hinzugeben.

*Ralf G. Hawtrey*<sup>16</sup>

In einer auf der Institution des Privateigentums basierenden Gesellschaft gilt *Ökonomie* gemeinhin als ein System, das die güterwirtschaftliche Versorgung der Gesellschaftsmitglieder regelt. Mit Arbeit, Produktion und Konsum sind die drei Eckpfeiler "der Wirtschaft" benannt, die zugleich den Menschen als den Anfangs- und Endpunkt des Geschehens setzen. "Wirtschaften" wird als ein Entscheidungsverhalten (von Individuen oder Gruppen) definiert, das aus dem Spannungsverhältnis zwischen knappen Mitteln und unendlichen Bedürfnissen folgt. Bei komparativen Kostenvorteilen wird arbeitsteilig gewirtschaftet. Wirtschaftssubjekte disponieren über in ihrem Besitz befindliche Erstausstattungen von Ressourcen, indem sie auf dem Wege von Eigennutzung, Tausch und Produktion ein Güterbündel erwerben, das ihren Bedürfnissen entspricht. Der Markt ist der Ort der Interaktion der Wirtschaftssubjekte, die sich vereinfacht als Austausch von Gütern und Diensten darstellt.<sup>17</sup>

Dieses so skizzierte Bild der Wirtschaft wird durch die Einbeziehung des Rechts- und Geldsystems nachhaltig verändert. Die individuelle Interessenverfolgung bewegt sich in einem durch Rechtsnormen strukturierten Rahmen. Die Interaktionen zwischen den Wirtschaftssubjekten, d.h. die Transaktionen auf Arbeits-, Güter- und Vermögenmärkten sind durch explizite oder implizite Verträge geregelt. Sie ermöglichen - im Zusammenhang mit kollektiven, gesellschaftlich festgelegten Regelungen - eine gewisse Vorhersehbarkeit, Si-

---

<sup>14</sup> Law 1705, zitiert nach Vilar 1960: 250.

<sup>15</sup> Steuart 1770a: 497.

<sup>16</sup> Hawtrey 1926: 13.

<sup>17</sup> "Die Wirtschaft" besteht somit aus einer Vielzahl von *dezentral* betriebenen Entscheidungen und Transaktionen. Die Aggregation dieser im Wettbewerb zumeist gegeneinander gerichteten Handlungen (z.B. Werbung) erscheint unmittelbar wenig sinnvoll, nach Albert (1961: 456n) eine ebenso absurde Vorstellung wie die Idee, "die Leistungen zweier sich bekämpfender Armeen, die zum großen Teil auf wechselseitige Vernichtung angelegt sind, als Beiträge zu einem gemeinsamen Sozialprodukt aufzufassen und auf der Grundlage dafür gezahlte Entgelte zu addieren". Gleichwohl zieht sich dieser teleologische Gedanke einer Marktwirtschaft, die "in gemeinsamer Arbeit eine Menge von Gütern, das 'Sozialprodukt', erstelle und auf ihre Mitglieder aufteile" (Albert 1961: 453), als gleichsam "kommunistische Fiktion" quer durch die Theoriegeschichte (Myrdal 1976: 109f, 113, 141f).

cherheit und Planbarkeit der wirtschaftlichen Abläufe in der ansonsten "Spontanen Ordnung" eines Marktsystems; die so erreichte Stabilität in den Außenbeziehungen erleichtert wiederum das ökonomische Kalkül innerhalb der dezentralen Entscheidungszentren, in Haushalten und Unternehmen. Die Fristigkeit dieser Kontrakte bringt das Bedürfnis der vertragschließenden Parteien nach Flexibilität bzw. Bindung zum Ausdruck.

Die Wirtschaftssubjekte sind in der Ausgestaltung der Verträge wiederum nur durch das Recht selbst beschränkt. Damit steht es ihnen prinzipiell frei, als Gegenleistung für ein Marktangebot von Gütern ebenfalls eine erwünschte Gütermenge oder ein Güterbündel festzusetzen, wobei auch die Liefertermine frei gestaltbar sind. Es ist offensichtlich, daß aufgrund der so entstehenden unübersichtlichen "Preise" die Informationskosten der Marktteilnehmer außerordentlich hoch wären. Entscheidend ist jedoch weniger die Erschwernis der Transaktionen am Markt, sondern die praktische Unmöglichkeit, mit einem solchen Preissystem die Vorteilhaftigkeit alternativer Investitionsstrategien zu berechnen und das Controlling laufender Produktionsprozesse durchzuführen, eben weil die Bewertungsgrundlagen selbst sich permanent ändern.<sup>18</sup>

Daraus folgt, daß eine arbeitsteilige Wirtschaft einen *Wertstandard* finden muß, der als Meßgröße bei internen Kalkulationen und externen Transaktionen fungiert. Dies kann ein reines Zählgut, ein "numéraire" sein, das selbst physisch nicht zu existieren braucht.<sup>19</sup> Wenn Produktionsverfahren in diesem Wertstandard kalkuliert werden, so ist es naheliegend, die Angebotspreise der Produkte ebenfalls in diesem Standard auszudrücken. Damit ist freilich noch nichts darüber ausgesagt, welche Gegenleistung für die Abgabe von Gütern und Diensten am Markt vereinbart wird. Offensichtlich ist nur, daß der Empfänger dieser Güter zunächst zum *Schuldner* wird.

Diese Schuld könnte er durch eigene Lieferungen von Gütern und Diensten begleichen. Aufgrund des naheliegenden Problems einer mangelnden "coincidence of wants" wird jedoch der Gläubiger an einer derartigen sofortigen *Güterleistung* im Regelfall direkt wenig interessiert sein. Möglicherweise würde er einen *Schuldschein* des Käufers, eine *Forderung* auf spätere Güterlieferung, eher akzeptieren, weil dies seine zeitliche Dispositionsfreiheit über die Güterverfügung erhöht. Der Schuldschein könnte insbesondere dann angenommen werden,

---

<sup>18</sup> Wenn man die Wirtschaft gedanklich zu einem "Ende" kommen läßt oder eine statistische Momentaufnahme etwa zum Jahresende durchführt, so entsteht freilich der Eindruck, daß per Saldo Güter mit Gütern "bezahlt" worden sind, d.h. reale Leistungen der Wirtschaftssubjekte - als Input des volkswirtschaftlichen Produktionsprozesses - stehen Güterentnahmen in gleicher Höhe gegenüber. Dies hat theoriegeschichtlich zu der Vorstellung geführt, man könne die Wirtschaft mittels einer zentralen Registrierung von realen Angebots- und Nachfrageplänen organisieren, indem zunächst die güterwirtschaftliche Tauschrelationen berechnet werden, die ein Gleichgewicht auf allen Teilmärkten ermöglichen, und anschließend die Transaktionen in Form wechselseitiger Lieferungen vollzogen werden. Ein solcher Allokationsmechanismus mag - im nachhinein gesehen - "aufgehen", d.h. eine konsistente Lösung bringen; er ist jedoch in einer auf Wettbewerb angelegten Wirtschaftsordnung unzulässig und undurchführbar, weil die Wirtschaft in der Zeit zwischen den Auktionsterminen praktisch "stehen bleiben" muß und nur die bereits vereinbarten Lieferungen ausführen darf. Außerplanmäßige, dezentrale Kontrakte würden den Vektor relativer Preise aus dem gesamtgesellschaftlichen Optimum bringen. Wettbewerb beruht jedoch gerade auf der temporären Ausnutzung von Informationsvorsprüngen und Marktunvollkommenheiten; ökonomische Evolution und gesellschaftlicher Fortschritt sind das Resultat einer fortwährenden "schöpferischen Zerstörung" bestehender Gleichgewichtslagen (vgl. Schumpeter 1934, Hayek 1968). Eine vollständige "rationale" Voraussicht würde die Freiheit des Handelns und den Mechanismus evolutionärer Selektion blockieren (vgl. Claassen 1970: 102n, Luhmann 1988: 31).

<sup>19</sup> Vgl. Steuart 1770a: 128, Hawtrey 1926: 1, Schumpeter 1970: 33.

wenn zu erwarten wäre, daß man ihn bei eigenen späteren Käufen bei Dritten zur Begleichung von Verpflichtungen verwenden könnte. Wenn private Schuldscheine zirkulieren und (zumindest nicht unmittelbar) ihrem ursprünglichen Aussteller zur Einlösung in Gütern präsentiert werden, so werden sie zu *Zahlungsmitteln*.

Der wenig beachtete Klassiker Henry Dunning Macleod sah in einem solchen Schuldschein die Grundform des *Geldes*. Danach ist Geld "nothing more than the evidence of services having been rendered for which an equivalent has not been received, but can at any time be demanded".<sup>20</sup> Die Herausbildung der *Münzen* interpretierte Macleod als eine weitere Finanzinnovation, die die Schuld teilbar und leichter handelbar macht. Ihr Umlauf und ihre Akzeptanz unterstreichen die schon im weitergereichten Schuldschein angelegte Entwicklung des Geldes aus einer Forderung gegen einen bestimmten Schuldner zu einem allgemeinen, gesellschaftlichen Anspruch, der zu einer Aneignung von Ressourcen berechtigt.

Diese Verwandlung eines ursprünglich bilateralen Schuldverhältnisses in ein gesellschaftliches Arrangement, in dem der Gläubiger eine allgemein marktfähige Forderung erhält, anders ausgedrückt: in dem der Markt als ganzes eine Leistungserfüllung verspricht, ist die Antwort auf ein grundlegendes Informations- und Vertrauensproblem. Zu fragen ist, warum der potentielle Gläubiger eines bilateralen Kontrakts überhaupt annehmen kann, daß der Schuldner bei Fälligkeit liefern wird, und unter welchen Bedingungen ein Schuldschein von Dritten akzeptiert werden könnte. Geht man realistischerweise von unvollkommener Information über die gegenwärtige und zukünftige wirtschaftliche Lage des Schuldners aus und berücksichtigt zudem, daß alle Marktakteure mehr oder weniger von einem Eigennutzstreben geprägt sind, so ist das Risiko groß, daß ein Schuldner entweder nicht in der Lage oder nicht willens sein wird, seiner Leistungspflicht nachzukommen. Das *Recht* kann bei der Durchsetzung einer Vertragsforderung nur dann helfen, wenn der Schuldner nicht leisten *will*; es versagt jedoch, wenn er aus wirtschaftlichen Gründen nicht leisten *kann*. Macleod erkannte, daß die Qualität der Schuldscheine als Zahlungsmittel von der allgemeinen Erwartung über die Lieferfähigkeit und Solvenz ihrer Aussteller abhängt; insbesondere bei einer übermäßigen Emission würden Zweifel an ihrer Einlösbarkeit entstehen.<sup>21</sup>

Dieses Problem eines mangelnden gegenseitigen Vertrauens der Marktakteure, das vor allem das Zustandekommen intertemporaler Wirtschaftsbeziehungen behindert und so die gesellschaftliche Wohlfahrt schädigt, ist nun bei ausschließlich bilateralen Transaktionen, an denen beide Marktseiten ein langfristiges Interesse haben, weniger gravierend: Der Informationsgrad ist in diesem Fall relativ hoch und der Schuldner würde bei Nichterfüllung seiner Verpflichtungen sich selbst schaden, weil dies zu einem Abbruch der Geschäftsbeziehungen führen wird. Schwieriger erscheint dagegen das Problem der Glaubwürdigkeit von Schuldversprechen im Falle vielseitiger Marktbeziehungen. "The issue of confidence is chiefly one of multilateral trading."<sup>22</sup>

Gerade bei Existenz mehrerer Marktteilnehmer bietet sich jedoch ein zumindest prinzipieller Ausweg aus dem Informations- und Vertrauensproblem an, indem Zwei-Parteien- zu Drei-Parteien-Geschäften erweitert werden<sup>23</sup>: Wenn der potentielle Käufer über einen allge-

---

<sup>20</sup> Macleod 1855, zitiert nach Skaggs 1997: 111.

<sup>21</sup> Vgl. Skaggs 1997: 111f.

<sup>22</sup> Hicks 1989: 47, vgl. 41ff.

<sup>23</sup> Vgl. Coleman 1990: 119ff, 186f, Heering 1997.

mein akzeptierten Vermögenstitel verfügt, so wird er durch die Abgabe dieses Aktivums eher in der Lage sein, sich Güter am Markt zu verschaffen, eben weil der Verkäufer eine marktgängigere Forderung erhält. Dieser Vermögenstitel kann – darauf wird noch einzugehen sein – in einer Edelmetallmünze, aber auch in einer Bürgschaft oder einem Schuldschein eines bekannten, angesehenen Privateigentümers bestehen. Münze oder Schuldschein (bzw. ihre Produzenten) übernehmen somit die Funktion einer treuhänderischen Vermittlungsinstanz.

Bei auf bestimmte Zähleinheiten – ein Taler, drei Kreuzer etc. – lautenden Münzen (wie auch bei den modernen Banknoten) fallen Wertstandard- und Zahlungsmittelfunktion zusammen. Diese Schuldscheine verbürgen Forderungen auf bestimmte Einheiten güterwirtschaftlicher Leistungen. Aus transaktions- und informationstheoretischen Gründen ist zu erwarten, daß es sich um Leistungsversprechen in allgemein bekannten, standardisierten Gütern handelt, die die Zähleinheiten des Wertstandards, d.h. des "numéraires", darstellen.

Der entscheidende Punkt ist, daß die Geldfunktion eines marktgängigen Schuldscheins nicht von seinem "realen" Inhalt, sondern von der Reputation seines Ausstellers abhängt. Geld ist ein Substitut für das Konstrukt einer perfekten Marktorganisation mit vollständiger Information und ungetrübtem wechselseitigen Vertrauen der Marktteilnehmer. Unterstellt man vollständige Voraussicht, insbesondere über die Vertragserfüllung der Marktpartner, "dann läge als Zahlungsmittel der 'reine Kredit' und nicht das Geld näher".<sup>24</sup> Freilich findet im umgekehrten Fall einer Geldzahlung nur eine Problemverschiebung statt, weil nun das Vertrauen in das Geldmedium selbst sichergestellt sein muß. Dieser Frage wird noch nachzugehen sein; immerhin erscheint sie prima facie leichter lösbar, als wenn jedes einzelne Wirtschaftssubjekt bei jeder Transaktion immer wieder seine Solvenz und Leistungsbereitschaft unter Beweis stellen müßte; die gesellschaftlichen Informationskosten wären hierbei außerordentlich hoch.

Die allgemeine Akzeptanz eines als Geld zirkulierenden Schuldscheins verweist darauf, daß aus einer gegen einen bestimmten Schuldner gerichteten Forderung gleichsam eine Forderung gegen die Marktgesellschaft als ganze geworden ist - eben weil jedes Wirtschaftssubjekt bereit ist, Güter und Dienste gegen eine derartige *Zahlung* zu liefern. So gelangte auch Georg Simmel aus soziologischer Perspektive zu der Überzeugung, "daß alles Geld nur eine Anweisung auf die Gesellschaft ist; es erscheint gleichsam als ein Wechsel, in dem der Name des Bezogenen nicht ausgefüllt ist. [...] Die Solvierung jeder privaten Verbindlichkeit durch Geld bedeutet eben, daß jetzt die Gesamtheit diese Verpflichtung gegen den Berechtigten übernimmt." Auch für Simmel ist das Vertrauen auf Wiederverwertbarkeit des gehaltenen Geldes der entscheidende Punkt; jedoch sieht er weniger klar, daß Geld als *Substitut* für zwischenmenschliches Vertrauen fungiert: "Wie ohne den Glauben der Menschen aneinander überhaupt die Gesellschaft auseinanderfallen würde, [...] so würde ohne ihn der Geldverkehr zusammenbrechen".<sup>25</sup> Die besondere Leistung des Geldes besteht aber gerade darin, daß es wirtschaftliche Kommunikation und Interaktion in einer "low-trust society" ermöglicht.

---

<sup>24</sup> Claassen 1970: 101.

<sup>25</sup> Simmel 1907: 213f, 215. Zu seiner "Philosophie des Geldes" siehe auch Laidler/Rowe (1980).

## Die Organisation der Gesellschaft als Nominalwirtschaft

Das Gefühl der persönlichen Sicherheit, das der Geldbesitz bewährt, ist vielleicht die konzentrierteste und zugespitzteste Form und Äußerung des Vertrauens auf die staatlich-gesellschaftliche Organisation und Ordnung.

*Georg Simmel*<sup>26</sup>

Gefährliche menschliche Triebe können [...] durch Gelegenheiten für Gelderwerb und privaten Besitz in verhältnismäßig harmlose Kanäle abgeleitet werden [...]. Es ist besser, daß ein Mensch sein Bankguthaben tyrannisiert als seine Mitmenschen.

*John Maynard Keynes*<sup>27</sup>

Das Problem Knappheit [...] entsteht, wenn jemand im Interesse der eigenen Zukunft andere vom Zugriff auf Ressourcen ausschließt. Die Frage ist: Wann und wie darf er das? [...] Die Antwort, die das Kommunikationsmedium Geld ermöglicht, lautet: *wenn er zahlt*.

*Niklas Luhmann*<sup>28</sup>

In jeder Wirtschaft ist eine Verständigung darüber nötig, wie der Zugriff auf knappe Güter organisiert werden soll. Indem die Aneignung von Ressourcen in einer Marktwirtschaft nicht durch die direkte Abgabe von eigenen Gütern oder durch die bilateral erklärte Verpflichtung einer späteren Lieferung, sondern durch die Übertragung von Geld geregelt und vollzogen wird, erscheint die Knappheit von Ressourcen - *das Problem der Wirtschaft* - als gleichsam verdoppelt bzw. gespiegelt in der Knappheit des Geldes. Luhmann interpretiert Geld als ein Kommunikationsmedium, das vermittelt durch *Zahlungsvorgänge* überhaupt erst ein wirtschaftliches Subsystem innerhalb einer Gesellschaft ausdifferenziert. Dieses Kommunikationsmedium ermöglicht jedoch nicht nur einen Informationsaustausch zwischen den Marktteilnehmern in einer auf die Dimension des Ökonomischen bezogenen Sprache (Geldfunktion des Wertstandards), sondern leistet zugleich eine Übertragung von Zugriffsrechten im Hinblick auf die gesellschaftlich verfügbaren Ressourcen (Geldfunktion des Zahlungsmittels). "Der 'unit act' der Wirtschaft ist die Zahlung."<sup>29</sup>

Geld ist somit kein Gut, sondern erhält seine Funktion gerade dadurch, daß es der Güterwelt gegenübergestellt wird. "Geld hat keinen 'Eigenwert', es erschöpft seinen Sinn in der Verweisung auf das System, das die Geldverwendung ermöglicht und konditioniert".<sup>30</sup> Die durch Verträge strukturierten Rechtsbeziehungen zwischen den Individuen werden in Geldeinheiten *festgesetzt* und *gelöst*; die Übertragung von Geld löscht Verpflichtungen, die beim Kauf von Gütern (und im Rahmen anderer Gläubiger-Schuldner-Beziehungen) entstanden sind. Damit erhält das Wirtschaftssystem eine durch den Nominalstandard Geld geprägte for-

<sup>26</sup> Simmel 1907: 216.

<sup>27</sup> Keynes 1936: 315.

<sup>28</sup> Luhmann 1988: 252 (im Original mehr Hervorhebungen).

<sup>29</sup> Luhmann 1988: 52, vgl. 14, 46f, 196f, 246f, 252.

<sup>30</sup> Luhmann 1988: 16, vgl. Riese 1995. Diese wesensmäßige Bestimmung schließt freilich nicht aus, daß die Geldfunktion - worauf noch einzugehen sein wird - phasenweise besonderen Gütern zuerkannt wird.

male Ordnung, die als solche zu der ebenfalls formal definierten Eigenschaft der Rechtsstaatlichkeit einer Privateigentumsgesellschaft korrespondiert. Die Abwicklung güterwirtschaftlicher Prozesse und Transaktionen in einem nominalen, geldlichen Rahmen erhöht ohne Zweifel den Komplexitätsgrad der Gesellschaft. Das Spannungsverhältnis zwischen der "realen" Wirtschaft und der Symbolebene des Geldes kann nun seinerseits funktionale, aber auch disfunktionale Effekte erzeugen:

Die Rechtsregel, nach der eine Güteraneignung nur durch eine Zahlung von Geld möglich ist, schafft eine Motivation zum Gelderwerb und "normiert" darüber gesellschaftliches und wirtschaftliches Verhalten. Die Eindimensionalität geldlicher Motive wird zwar immer wieder beklagt; frühbürgerlichen Gesellschaftstheoretikern galt die Ausrichtung menschlicher Interessenverfolgung auf das Geld hingegen als Grundvoraussetzung für die Stabilität einer freien, nicht länger durch obrigkeitstaatliche und ideologische Zwänge zusammengehaltenen Ordnung. Das befürchtete Chaos infolge eines Zusammentreffens unterschiedlichster Verhaltensmuster und Lebensweisen konnte allein durch die Herausbildung eines gleichförmigen, am Gelderwerb orientierten Verhaltens vermieden werden.<sup>31</sup>

Luhmann nimmt zudem an, daß die über Geldzahlungen vermittelte gesellschaftliche Zuteilung von Ressourcen eine gewisse Befriedung im Verteilungsstreit schafft, weil dieses Zuteilungsmuster - für jedermann erkennbar - auf objektive und öffentliche Weise, nämlich über *Preise*, und nicht (primär) über persönliche Beziehungen erfolge. Die Notwendigkeit, sich permanent, auch mittels Gewalt, um Ressourcen bemühen zu müssen, entfällt, wenn und weil auch nicht aktiven Marktteilnehmern die Erwartungssicherheit vermittelt wird, später ebenfalls über Geldzahlungen zum Zuge zu kommen. "Geld ist der Triumph der Knappheit über die Gewalt."<sup>32</sup> Diese These einer konsensschaffenden Wirkung geldlicher Einkommenszuteilungsverfahren läßt sich gleichwohl bestreiten: Gerade die formale Einheitlichkeit dieser Verfahren macht die an der bloßen Quantität des Geldeinkommens zu messende unterschiedliche Potenz der Gesellschaftsmitglieder besonders deutlich; schließen sich wirtschaftlich arme und reiche Länder zu einem gemeinsamen Währungsgebiet zusammen, so kann das Ausmaß der Unzufriedenheit über die Einkommensungleichheit durchaus zunehmen.

Zahlungen und Nicht-Zahlungen, d.h. Kaufverweigerungen, erzeugen eine strukturelle Hierarchie in der Marktposition der Wirtschaftssubjekte. "Die Zahlung schafft sehr hohe *Sicherheit der beliebigen Verwendung* des erhaltenen Geldes für den Gelderwerber (Geldeigentümer) und zugleich sehr hohe *Unsicherheit der bestimmten Verwendung* für alle anderen."<sup>33</sup> Die Geldverwendung umfaßt den Kauf ebenso wie die Geldhaltung. Der Flexibilitätsgewinn

---

<sup>31</sup> Hirschman hat in einer instruktiven Studie die Reduktion dieser vielfältigen, alle Lebensbereiche umfassenden "Leidenschaften" in die Kategorie des Interesses nachgezeichnet, die als Synonym und Symptom menschlichen Vorteilsstrebens verstanden wurde und so "schließlich mit einer einzelnen Leidenschaft, der Liebe zum Geld, gleichgesetzt werden konnte" (1977: 63). Hirschmans Metapher vom "Gelderwerb als ruhiger Leidenschaft" verweist auf die zivilisatorische Wirkung einer Dominanz geldlicher Interessen.

<sup>32</sup> Luhmann 1988: 253, vgl. 19, 69, 255. Daß insoweit vor dem Geld alle Gesellschaftakteure gleich werden, wurde von Simmel (1889: 60) allerdings eher kritisch kommentiert: "Die Qualitätslosigkeit des Geldes bringt [...] die Qualitätslosigkeit des Menschen als Geldgeber und Geldnehmer mit sich. [...] Daß im Geldverkehr eine Person genau soviel wert ist wie eine andere, hat nur den Grund, daß keine etwas wert ist, sondern nur das Geld. [...] Das Geld ist das absolut Objektive, an dem alles Persönliche endet."

<sup>33</sup> Luhmann 1988: 21.

der Nachfrager (infolge der Möglichkeit, definitive Entscheidungen aufschieben zu können) erhöht offensichtlich die Probleme der Anbieter, ihre Produktionsprozesse auf eine in Höhe und Struktur ungewisse Zukunftsnachfrage einzustellen. Im allgemeinen herrscht die Konstellation eines "Käufermarktes" vor, in der Ressourcen tendenziell im Überschußangebot vorhanden sind. "Seit es überhaupt Geld gibt, ist, im großen und ganzen, jedermann geneigter zu verkaufen als zu kaufen."<sup>34</sup>

Diese aus der mikroökonomischen Rolle des Geldes als Zahlungsmittel resultierende, den Geldbesitzer begünstigende Asymmetrie garantiert jedoch keineswegs auf gesamtwirtschaftlicher Ebene die Sicherheit eines langfristig konstanten realen Geldwertes: Die Ressourcenknappheit wird in die Form einer Geldknappheit gebracht - jedoch nicht auf diese Weise, daß für jedes Gut gleichsam ein Anrechtsschein emittiert wird; das effektive Geldvolumen ist vielmehr unabhängig von der kurzfristig gegebenen Gütermenge bestimmt. Damit tritt die scheinbare Paradoxie auf, daß die Knappheit *aller* Güter im Vergleich zum Geld zunehmen kann - was nicht möglich wäre, wenn die Güteraneignung wiederum durch eine Güterlieferung erfolgte. Die Erkenntnis, daß die Existenz von Geld eine Verknappung der Güter bewirken kann, geht auf Locke zurück. Geld, als "die beständige Sache", galt ihm zugleich als Voraussetzung dafür, daß die Menschen überhaupt bereit seien, über die unmittelbaren Bedürfnisse hinaus zu arbeiten.<sup>35</sup> Ein scheinbar grenzenloses Besitz- und Akkumulationsstreben ist an die Existenz eines *Wertaufbewahrungsmittels* gebunden. Allerdings ist Geld nicht das einzige oder auch nur vorteilhafteste Vermögensaktivum, das einen solchen Dienst leistet.

Jeder über Geldzahlungen ausgeübte Zugriff auf die Ressourcen steigert ihren Knappheitsgrad. "Der Zugriff erzeugt mithin Knappheit, während zugleich Knappheit als Motiv für den Zugriff fungiert. [...] Der Zugriff schafft das, was er beseitigen will."<sup>36</sup> Dieses von Luhmann so bezeichnete "Knappheitsparadox" ist zugleich ein unfreiwilliges Gegenargument zu seiner These einer grundsätzlichen Beruhigung des Verteilungsstreits durch die Verlagerung des Zuteilungsverfahrens auf die geldliche Ebene. Denn bei steigenden Geldpreisen der erwünschten Güter erfahren die Wirtschaftssubjekte eine fortschreitende reale Entwertung ihrer nominal fixierten Anrechtsscheine, was den Streit um die Menge ihrer individuellen Zuteilung anheizen wird.

Der ökonomische Hintergrund des sich hier andeutenden gesamtwirtschaftlichen Ungleichgewichts ist ein *Stock-Flow-Problem*: Auf der einen Seite gelangen die Güter aus laufender Produktion auf den Markt, auf der anderen wird Geld als Bestandsgröße gehalten. Änderungen in der Bereitschaft zur Geldhaltung können somit ausgeprägte Schwankungen der monetären Güternachfrage auslösen. Die sich dabei ergebenden Veränderungen im *Preisniveau*, d.h. im gesamtwirtschaftlichen Geldwert, stellen ein für Geldwirtschaften charakteristisches Systemrisiko dar. "Das Geld selbst muß knapp gehalten werden, und dies auch dann, wenn man weiß, daß es als bloßes Kommunikationssymbol an sich nicht knapp ist."<sup>37</sup> Daraus ergibt sich eine zentrale Aufgabe der Geldwertstabilisierung für die Geldpolitik; sie hat zum einen den Prozeß der Geldentstehung zu kontrollieren und zum anderen ökonomische Anreize zu einer stabilen Geldnachfrage zu setzen.

---

<sup>34</sup> Simmel 1907: 722.

<sup>35</sup> Locke 1690, zitiert nach Binswanger 1982: 99, vgl. Luhmann 1988: 195.

<sup>36</sup> Luhmann 1988: 179, vgl. 98, 252.

<sup>37</sup> Luhmann 1988: 70, vgl. Schumpeter 1970: 219, 224f.



## Geld als öffentliches Gut

Das Verlangen nach dem Gelde ist ein bloßer unvollkommener Repräsentant des höheren Verlangens nach der Vereinigung, nach dem Staat.

*Adam H. Müller*<sup>38</sup>

Das Geld ist nicht durch Gesetz entstanden; es ist seinem Ursprunge nach keine staatliche, sondern eine gesellschaftliche Erscheinung. [...] Wohl aber ist die Institution des Geldes [...] durch staatliche Anerkennung und Regelung in ähnlicher Weise vervollkommenet und den vielfältigen und wechselnden Bedürfnissen des sich entwickelnden Verkehrs angepaßt worden, wie das Gewohnheitsrecht durch die Gesetzgebung.

*Carl Menger*<sup>39</sup>

Der gesellschaftliche Prozeß der Einigung auf ein Geldmedium ist dadurch geprägt, daß Geld auf den ersten Blick die Funktion eines öffentlichen Gutes erfüllt. Die beiden Kriterien "Nicht-Ausschließbarkeit von der Nutzung" und "keine Konsumentenrivalität" sind im Hinblick auf Geld als *Wertstandard* offensichtlich. In diesem Zusammenhang ist häufig auf die Analogie zur Verwendung von Sprachen verwiesen worden: Es ist klar, daß ein Informations- und Wohlfahrtsgewinn entsteht, wenn die Teilnehmer eines Interaktionsprozesses auf einer gemeinsamen Ebene miteinander kommunizieren können; ähnliches gilt im übrigen für die Einigung auf gemeinsam anerkannte Rechtsregeln bei der Ausgestaltung und Durchsetzung von Verträgen. Beim *Zahlungsmittel* ist der Sachverhalt allerdings komplizierter. Betrachtet man zunächst den Aspekt der Geldakzeptanz, so zeigt sich, vielleicht noch deutlicher als beim Wertstandard, nicht nur ein Fehlen der Rivalität im Gebrauch, sondern vielmehr sogar das Element steigender Skalenerträge: Der Wert der Haltung eines Geldmediums steigt mit seiner Verbreitung, d.h. mit der Anzahl derjenigen Marktakteure, die es als Zahlungsmittel akzeptieren.<sup>40</sup>

Dieses Auftreten positiver externer Effekte läßt erwarten, daß ein Geldmedium den Markt mit zunehmender Geschwindigkeit erobern wird. Es ist dabei wahrscheinlich, daß der dezentrale Such-, Selektions- und Einigungsprozeß zu einer Monopollösung führt, in der eine Marktgemeinschaft nur noch ein Geldmedium verwendet. Diese Monopollösung muß jedoch gesellschaftlich keineswegs optimal sein. Es kann sich auch um ein sog. lokales Optimum handeln, eine Station im Evolutionsprozeß, die eingenommen und längere Zeit nicht mehr durch endogene Marktkräfte verlassen wird, weil ein Lock-in-Effekt auftritt: Die Marktteilnehmer halten trotz erkennbarer Mängel eines Geldmediums zumindest teilweise an seiner Nutzung fest, wenn und weil beim Übergang zu einer neuen Währung gleichsam der "Markenname" der alten Währung als Aktivum abzuschreiben ist.<sup>41</sup>

Die Bestimmung eines Zahlungsmittels beruht nach Locke letztlich nur auf einer - wie auch immer begründeten - "Übereinkunft der Individuen"; auch das Gold bezog seinen Wert

---

<sup>38</sup> Müller 1816: 139.

<sup>39</sup> Menger 1909: 574.

<sup>40</sup> Vgl. Kindleberger 1967, 1984: 20, Grantham u.a. 1977, De Grauwe 1996: 1ff.

<sup>41</sup> Aufgrund derartiger "sunk costs" können somit auch in den Marktpositionen von Währungen "pfadabhängige" Gleichgewichte auftreten (vgl. dazu allgemein Setterfield 1997).

nicht in erster Linie aus seinem Metallwert, sondern aus dieser Übereinkunft, es als Zahlungsmittel zu nutzen. Die Akzeptanz des Geldes hängt nicht von den direkten Eigenschaften des Geldmediums selbst ab, sondern von einer Art sozialer Konvention: von der kollektiven Erwartung hinsichtlich der künftigen Akzeptanz.<sup>42</sup> Dies unterstreicht die mögliche Labilität und allokativen Ineffizienz eines solchen Erwartungsgleichgewichts. Eben weil Marktprozesse (auch) bei der Auswahl eines Geldmediums nicht zwingend zu einem Wohlfahrtsoptimum führen, kann somit das Eingreifen einer öffentlichen Instanz sinnvoll sein, um ein Marktversagen zu korrigieren oder auch nur um den Suchprozeß abzukürzen. So könnte der *Staat* ein gesetzliches Zahlungsmittel definieren und in Eigenregie zur Nutzung anbieten. In diesem Sinne hat Knapp Geld als ein "Geschöpf der Rechtsordnung" bezeichnet. Dieser Ansatz ist vor allem deshalb kritisiert worden, weil er sich einseitig auf den Gedanken konzentriert, daß Geld seine Geltung von einer Konvention ableitet (die als solche durchaus staatlich vermittelt sein kann); vernachlässigt werde hingegen der Aspekt der realen Geldwertsicherung.<sup>43</sup>

Allerdings war Knapps Theorie in ihrer Entstehungszeit ausgesprochen modern und wegweisend: Sie wandte sich gegen die zeitgenössische metallistische Geldauffassung, die zuweilen dazu neigte, die Geldeigenschaft aus der physischen Substanz des Geldmediums abzuleiten. Wie Knapp hatte jedoch auch schon Simmel erkannt, daß der Unterschied zwischen dem gedeckten und dem ungedeckten Papiergeld für die funktionale Rolle des Geldes "ganz irrelevant" sei; denn auch metallisches Geld sei nichts als ein Versprechen, daß die Gesellschaft dem Geldbesitzer auf sein Verlangen hin einen Zugriff auf knappe Ressourcen einräumen werde. Simmel deutete an, daß es eine Aufgabe der Gemeinschaft bzw. der Regierung sei, den Marktwert des Geldes zu sichern.<sup>44</sup> Insoweit beschreibt Knapps Ansatz den Fall eines vom Markt akzeptierten staatlichen Geldes.

Ein öffentliches Gut ist jedoch - entgegen einem verbreiteten Vorurteil - nicht notwendigerweise zugleich ein politisches Gut. Die besonderen geforderten Eigenschaften des Geldmediums rechtfertigen nicht schon per se die Einführung eines staatlichen Geldes. Infolge der nicht ausschließbaren Eigeninteressen von Regierungsinstanzen könnte dies ebenfalls zu einem "schlechten Geld" führen; ein Marktversagen wäre lediglich durch ein Politikversagen substituiert worden. Selbst eine staatliche Regulierung eines im Markt entstandenen Währungssystems setzt zunächst eine Kenntnis über die Art des potentiellen Marktversagens voraus, das sich im Prozeß der Auswahl eines Geldmediums zeigen kann:

Die Existenz externer Effekte wird die Durchsetzung eines bestimmten Geldmediums beschleunigen; die dezentralen Entscheidungen der einzelnen Wirtschaftssubjekte hängen dabei von unmittelbar spürbaren ökonomischen Kriterien (Kosten bzw. Erträge) ab. In diesem Zusammenhang spielen technische Eigenschaften wie Haltbarkeit und Teilbarkeit des Geldmediums eine Rolle; ausschlaggebend ist letztlich die Frage, welche Währung - jetzt und in Zukunft - die günstigsten Terms of Trade bei der Aneignung von Ressourcen verspricht. Wird die Geldfunktion durch private Schuldscheine erfüllt, so haben Marktakteure einen Anreiz,

---

<sup>42</sup> Locke 1690, zitiert nach Binswanger 1982: 99, vgl. Hawtrey 1926: 158, 384, Kiyotaki/Wright 1992. Dieser Konventionsgedanke findet sich auch bei Macleod (1882): "In the process of time all nations hit upon this plan: they fixed upon some *material* substance, which they agreed to make always exchangeable among themselves to represent the amount of *debt*" (zitiert nach Skaggs 1997: 112).

<sup>43</sup> Vgl. Knapp 1909, Weber 1976: 40f, 109ff, Schumpeter 1970: 82ff, Hardach 1989.

<sup>44</sup> Simmel 1907: 213f.

sich qualitativ hochwertige Schuldpapiere zu verschaffen, weil sie damit - im Vergleich zur Emission eigener Papiere - billiger kaufen können.

Das Bedürfnis nach allgemein akzeptierten Schuldscheinen impliziert damit, daß vergleichsweise wenigen Wirtschaftssubjekten das Privileg zufällt, Schuldscheine emittieren zu können, die eine leichte Aufnahme am Markt finden. Während somit üblicherweise das Problem öffentlicher Güter in einer mangelnden Bereitschaft zu einem privatwirtschaftlichen Angebot besteht, liegt beim Geld der umgekehrte Fall vor: Wenn private Schuldscheine als Geld zirkulieren, haben eher zu viele Marktakteure das Interesse, als Geldanbieter aufzutreten. Daraus folgt für den Staat die Aufgabe einer Begrenzung und Regulierung der Geldproduktion - eine überaus ambivalente Aufgabe, weil diese Regulierung auf die Schaffung und Absicherung einer Monopolstellung hinauslaufen kann.

Die *Banken* als typische Geldanbieter sind so in der Geschichte oft auf dem Wege einer quasi-staatlichen Gründung entstanden, indem bekannte und vermögende Wirtschaftssubjekte von öffentlicher Seite ein Privileg der Notenausgabe erhielten. Privaten und öffentlichen Interessen war damit gleichermaßen gedient: Durch den hoheitlichen Akt wurde das "Schwellenwertproblem" der Einführung, Akzeptanz und Durchsetzung einer Währung gelöst, das Bankunternehmen konnte sich lästige Konkurrenten zunächst vom Hals halten und die öffentliche Regulierungsinstanz ließ sich als Gegenleistung zumeist einen Anspruch auf zinsgünstige Kreditvergabe zusichern.<sup>45</sup>

Dies leitet über zur wichtigsten Abweichung des Geldes vom Konzept des öffentlichen Gutes: Zwar treten bei der *Verwendung*, d.h. bei der Akzeptanz des Geldes als Zahlungsmittel weder ein Ausschlußprinzip noch eine Konsumentenrivalität auf, im Hinblick auf die *Beschaffung* von Zahlungsmitteln zeigt sich Geld jedoch als ein ausgesprochen privates Gut. Die *Verfügung* über Zahlungsmittel ist an die Bereitschaft zur Zahlung eines Zinses (bzw. zur Übernahme von Opportunitätskosten) gebunden. Eben dies ermöglicht es privaten Akteuren, die Bereitstellung von Geld als ein rentables Geschäft zu betreiben.

---

<sup>45</sup> Vgl. Stadermann 1987: 53, De Grauwe 1996: 2ff.

## II Die Bank als Geldproduzent

### Tauschwirtschaft und Geldwirtschaft

Geldtheorie ist eine Theorie des Tauschs mit Geldgebrauch. Beides, Tausch wie Geldgebrauch, sind soziale Erscheinungen. Beide lassen sich nur im Rahmen eines sozialen Modells erklären.

*Rudolf Richter*<sup>46</sup>

Eine Rechnungseinheit tritt in Erscheinung bei Schulden, also bei Verträgen über die Hinausschiebung von Zahlungen, und bei Preislisten, also bei Offerten zum Abschluß von Verkäufen oder Käufen. [...] Der Charakter des Geldes, jenes Gegenstandes, durch dessen Übergabe Schuldverträge und Preisverträge *erfüllt* werden und der die Haltung eines Vorrats an allgemeiner Kaufkraft ermöglicht, leitet sich her aus seiner Beziehung zur Rechnungseinheit, da die Schulden und Preise vorher in der letzten ausgedrückt sein müssen. Ein Gegenstand, der nur als ein zweckdienliches Mittel des örtlichen Austausches Verwendung findet, mag sich dem Gelde annähern, insofern, als er ein Mittel zur Ansammlung von Kaufkraft darstellen mag. Aber wenn es dabei bleibt, so haben wir uns kaum vom Zustand des Naturaltausches entfernt. Geld im eigentlichen Sinne des Wortes kann nur in Verbindung mit einer Rechnungseinheit bestehen.

*John Maynard Keynes*<sup>47</sup>

Stets gilt Zeichengeld als das wirkliche Geld, da es den höchsten Abstraktionsgrad und den geringsten Nützlichkeitsgrad aufweist; dann folgen Gold und Silber als Ersatz; sind auch diese nicht vorhanden, tut es sogar Getreide.

*Karl Polanyi*<sup>48</sup>

Der vorstehende Überblick zur funktionalen Rolle des Geldes in der Marktwirtschaft hat eine Reihe von Fragen nur gestreift. So ist vor allem offen geblieben, welche Medien (alltägliche oder besondere Güter, allgemeine oder besondere Vermögensforderungen, Edelmetallmünzen oder Papiergeld) die Geldfunktion übernehmen und wer die Produzenten bzw. Anbieter des Geldes sind. Diese Fragen laden zu einer wirtschaftshistorischen Betrachtung ein. Die Hoffnung freilich, daß die historischen Anfänge die "unverfälschten" bzw. "wesentlichen" Formen eines ökonomischen Phänomens enthüllen, ist erkenntnistheoretisch unbegründet. Die primitiven Geldformen in früheren Stadien des Wirtschaftslebens können durchaus die kompliziertesten sein, wenn nämlich der Marktprozeß noch nicht zu einer effizienten, auf die funktional notwendigen Elemente ausgerichteten Geldverfassung gefunden hat<sup>49</sup> - und dabei ist die Annahme, daß der Markt via Evolution die Effizienz von Institutionen steigert, selbst wiederum nur ein Axiom.

Die herrschende Geldtheorie vertritt die These, daß sich *Geld als ein Transaktionskosten senkendes Medium* herausbilden wird. Es sei zu vermuten, "daß diejenigen Güter zu allgemei-

---

<sup>46</sup> Richter 1990: vii.

<sup>47</sup> Keynes 1930: 3.

<sup>48</sup> Polanyi 1957: 319.

<sup>49</sup> Vgl. Schumpeter 1970: 16ff, Heering 1997.

nen Tauschmitteln werden, die als Tauschvermittler die niedrigsten Transaktionskosten verursachen".<sup>50</sup> In dieser Formulierung wird eine mindestens bis auf Smith zurückgehende und dann insbesondere von Menger ausgearbeitete Position deutlich, wonach sich die Geldwirtschaft historisch aus einer Tauschwirtschaft entwickelt habe, indem der direkte Gütertausch schrittweise durch Geld erleichtert worden sei und besonders marktgängige oder absatzfähige Güter zu Tauschmitteln avanciert seien. Auch Schumpeter galt eine derartige Entstehung des Geldes aus dem Tausch als gesichert.<sup>51</sup> Die wirtschaftshistorische Forschung konnte diese Hypothese jedoch nicht bestätigen. "Monetary exchange systems have not evolved out of non-monetary exchange ('barter') systems but out of non-exchange systems."<sup>52</sup> Demnach wird die lange Zeit verfolgte Gleichsetzung von logischer und historischer Ableitung des Geldes von der modernen ökonomischen Theorie nicht länger vertreten. Der Transaktionskostenansatz beansprucht keine wirtschaftshistorische, sondern allein eine analytische Validität. Die offenkundige Umständlichkeit eines direkten Gütertauschs erkläre die Geldnutzung, aber nicht (notwendigerweise) auch die Geldentstehung.<sup>53</sup>

Nun geht es an dieser Stelle auch nicht um wirtschaftshistorische "Wahrheiten", sondern gerade um die analytische Klärung der Rolle des Geldes. Immerhin geben kursorische Blicke in die Geldgeschichte interessanterweise Hinweise darauf, daß Geldmedien häufig *knappe, in besonderer Weise regulierte* Medien waren. Es handelte sich also gerade nicht um marktgängige, für jedermann verfügbare Güter; sie wiesen zwar in ihrer Verwendung, jedoch nicht in ihrer Beschaffung niedrige Transaktionskosten auf.<sup>54</sup>

Bekannt ist die von Laum geschilderte Entwicklung des Tempelgeldes im alten Griechenland, das von den - gesellschaftlich besonders geachteten - Tempeln gleichsam als Quittung für eingelieferte Opfertiere ausgegeben wurde. Die These einer *Entstehung des Geldes aus dem Opfer* bildet dabei für sich genommen noch keinen Kontrapunkt zur traditionellen Sichtweise einer Geldentstehung aus dem Tausch, eben weil sich im Opfer ein Tausch- bzw. Vertragsverhältnis zwischen Mensch und Gottheit dokumentiert. Der entscheidende Punkt ist vielmehr, daß vorzeitliche Münzen mit Tierköpfen eben nicht belegen, daß z.B. Rinder die Geldfunktion innehatten; nicht die Opfersubstanz, sondern das Opferzeichen war Geld. Die Knappheit dieser Zeichen (die auf dem mit dem Opfer verbundenen Güterverzicht beruhte) und die hohe Reputation der ausgebenden Institution verschafften diesem Geld die allgemeine Akzeptanz.<sup>55</sup> Die Verfügung über eine (Güter-) Reserve und die Fähigkeit zur Ausgabe von Zertifikaten, die eine Hinterlegung von Aktiva dokumentierten und als Zahlungsmittel zirkulierten, machten den Tempel zugleich zur *Bank* und befähigten ihn zur Kreditvergabe.

Die populäre Sichtweise, Warengeld als das "wirkliche" Geld und Zeichengeld als bloßen Ersatz zu erachten, ist vor dem Hintergrund historischer Untersuchungen zurückzuweisen. Es

---

<sup>50</sup> Richter 1990: 121.

<sup>51</sup> Vgl. Menger 1909, Schumpeter 1970: 20ff. So auch noch Claassen (1970: 61), der von einem "allmählichen Übergang der Tauschwirtschaft zur Geldwirtschaft" spricht.

<sup>52</sup> Leijonhufvud 1977: 229, vgl. Polanyi 1957: 332ff, Kindleberger 1984: 21, Heinsohn/Steiger 1996: 81f.

<sup>53</sup> Vgl. Richter 1990: 117.

<sup>54</sup> Zur theoretischen Debatte um die Frage, ob Geld als billiges Transaktionsmedium oder als reguliertes Zahlungsmittel zu verstehen ist, siehe insbesondere Grantham u.a. (1977).

<sup>55</sup> Laum (1924) knüpfte damit explizit an die nominalistische Geldtheorie Knapps an.

ist auch aus einer theoretischen Überlegung unmittelbar einsichtig, daß leicht erhältliche bzw. produzierbare Güter allenfalls als *Wertstandard* fungieren können; hier mag der Bekanntheitsgrad dieser gängigen Güter über den Aspekt der Informationskosten für eine gewisse Vereinheitlichung ihrer Verwendung gesorgt haben. Sie könnten auch als *Tauschmittel* das Problem einer mangelnden Übereinstimmung der Bedürfnisse in bilateralen Gütertransaktionen lösen. Als *Zahlungsmittel* sind sie jedoch wenig geeignet, weil sich die Wirtschaftssubjekte dann eben immer mehr auf die Produktion dieser Geldgüter spezialisieren würden, die die Verkäufer anderer Ressourcen nur noch mit Preisabschlägen oder überhaupt nicht mehr annehmen würden. Das nordamerikanische "Tabakgeld" im 17. und 18. Jahrhundert war deshalb mit einer Anbaubeschränkung verknüpft und wurde später durch Zertifikate ersetzt, die einen quantitativ und qualitativ spezifizierten Lieferanspruch darstellten. "Es ist unwahrscheinlich, daß eine Vermögensform, deren Angebot leicht vermehrt werden kann [...], in den Gedanken der Besitzer von Reichtum die Eigenschaft der 'Liquidität' haben wird. Selbst das [staatliche] Geld verliert rasch die Eigenschaft der 'Liquidität', wenn angenommen wird, daß ein zukünftiges Angebot scharfen Änderungen unterworfen sein wird."<sup>56</sup>

Eine Erklärung des Geldphänomens über den Aspekt der Einsparung von Transaktionskosten greift zu kurz. Marktgängige Güter lösen nicht das Vertrauens- und Informationsproblem, das ohne die Existenz von Geld als Zahlungsmittel das Zustandekommen vieler Transaktionen verhindern würde. Indem die herrschende Geldtheorie trotz Aufgabe des Anspruchs, eine Erklärung der historischen Genese des Geldes zu liefern, gleichwohl am Bild eines "Tausches mit Geldgebrauch" festhält, negiert sie dieses Grundproblem einer Marktökonomie.<sup>57</sup>

#### *Exkurs: Bankgeschäfte und das Liquiditätsproblem*

Das Grundmuster einer *vermögens- oder ressourcengedeckten Kreditvergabe* besteht darin, daß ein Vermögenseigentümer einem Kreditnehmer einen Anspruch auf seinen Vermögensbestand (Sachkapital, Güter oder edle Metalle) einräumt und von diesem eine Krediturkunde erhält. Faktisch entstehen damit *zwei* Verpflichtungsbeziehungen (*Tabelle 1*):

- Unmittelbar wird der Vermögenseigentümer zum Schuldner, indem er dem Halter des Anrechtscheins auf Verlangen Güter aus seinem Bestand liefern muß. Der Kreditnehmer kann den Schein

<sup>56</sup> Keynes 1936: 202n, vgl. Galbraith 1975: 57ff. Es ist aufschlußreich, daß Smith (1786a: 28ff) den Übergang vom Vieh [?] zum Metall als "Handelsmittel" auf "unwiderstehliche Gründe" zurückführt, wobei er dann jedoch lediglich die bessere Haltbarkeit und Teilbarkeit des Metalls, nicht aber seine *Knappheit* nennt. In der *Stempelung* der Münzen erkennt Smith nur ein Qualitätszertifikat, das die Informationskosten der Geldverwender senkt. Smith zeigt sich damit als "Metallist", für den die Qualität des Geldes in der leichten Verifizierbarkeit seines physischen Gehalts liegt. Er sieht nicht, daß der Stempel einer geldausgebenden Institution unter bestimmten Bedingungen für die Akzeptanz eines selbst physisch wertlosen Geldmediums ausreichen kann.

<sup>57</sup> Vgl. Luhmann 1988: 230, Heering 1997. Der Ausdruck "Tausch mit Geldgebrauch" geht auf Max Weber (1976: 382) zurück, der sich im übrigen der besonderen Eigenschaft einer Geldwirtschaft aber sehr wohl bewußt war: "Jeder Tausch mit Geldgebrauch (Kauf) ist überdies Gemeinschaftshandeln kraft der Verwendung des Geldes, welches seine Funktion lediglich kraft der Bezogenheit auf das potentielle Handeln anderer versieht. Denn daß es genommen wird, beruht ausschließlich auf den Erwartungen, daß es seine spezifische Begehrtheit und Verwendbarkeit als Zahlungsmittel bewahren werde. Die Vergemeinschaftung kraft Geldgebrauchs ist der charakteristische Gegenpol jeder Vergesellschaftung durch rational paktierte oder oktroyierte Ordnung. Es wirkt vergemeinschaftend kraft realer Interessenbeziehungen von aktuellen und potentiellen Zahlungsinteressenten, daß das Resultat: bei Vollentwicklung die sog. Geldwirtschaft, die sehr spezifischer Art ist, sich so verhält, als ob eine auf seine Herbeiführung abgezielte Ordnung geschaffen worden wäre."

sofort einlösen oder aber im Markt als Zahlungsmittel weiterreichen, wenn er als solches von Dritten akzeptiert wird.

- Langfristig hat der Kreditnehmer den Schein bzw. die Güter mit *Zins* an den Vermögenseigentümer zurückzuerstatten. Dabei ist der Zins in Gütereinheiten oder – wenn zahlreiche, entsprechend gestückelte Schuldscheine im Markt zirkulieren – in Scheinen zu leisten. Im letzteren Fall entsteht eine Überschußnachfrage nach Scheinen im Markt, die ihnen ein Agio verschafft; die Zinszahlung ist gesamtwirtschaftlich möglich, wenn der Vermögenseigentümer die Scheinemission auf dem Wege eigener konsumtiver Güterkäufe erhöht. Dies ist die Grundform der "seigniorage": die Aneignung eines Realeinkommens durch die Ausgabe von (an sich wertlosen) Geldzeichen.

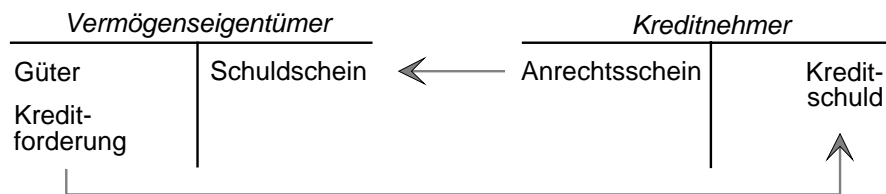


Tabelle 1: Bilanzen beim ressourcengedeckten Kredit

Zirkulieren die Scheine als Geld im Markt, wird der Vermögenseigentümer zur *Bank*. Die Profitabilität einer solchen Bankgründung: durch die Emission unverzinslicher, aber voll gedeckter Banknoten eine Verdopplung des zinstragenden Vermögens zu erreichen, ist offensichtlich. Häufig basierte die Marktakzeptanz der Schuldscheine jedoch lediglich darauf, daß bei kleiner Stückelung relativ hohe Transaktionskosten eine Einlösung verhinderten ("Zettelbanken"). Bei seriöseren Banken bestand die Vermögensreserve zu einem großen Teil aus Edelmetall (z.B. Gold). Das *Depositengeschäft* bezeichnet dann eine Hereinnahme von Münzen, die durch Gutschrift oder Notenausgabe quittiert wird (Tabelle 2).

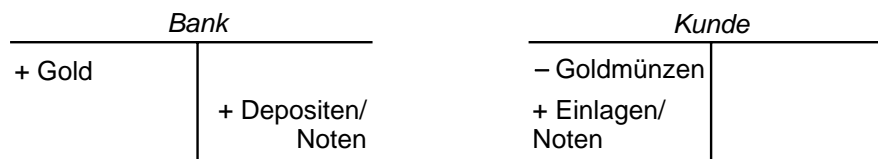


Tabelle 2: Bilanzveränderungen beim Depositengeschäft

Das *Kreditgeschäft* verläuft formal weitgehend identisch: Wiederum kauft die Bank ein Aktivum – nun eine Kreditforderung – an und quittiert durch Gutschrift oder Noten. Der zentrale Unterschied ist freilich, daß mit dem Kreditvertrag für die Bank ein *Liquiditätsproblem* auftritt, da sie sich mit den Depositen bzw. Noten prinzipiell zu einer Einlösung in Gold verpflichtet, einem Medium, das sie zwar im Bestand hält, jedoch sich nicht (kostenlos) verschaffen kann (Tabelle 3). Bei Luhmann erhält die Interpretation dieses Liquiditätsproblems eine eher pejorative Note: "Die Banken haben das Zentralprivileg, ihre eigenen Schulden mit Gewinn verkaufen zu können, also Zahlungsunfähigkeit 'kapitalistisch' verwerten und in Zahlungsfähigkeit verwandeln zu können."<sup>58</sup>



Tabelle 3: Bilanzveränderungen beim Kreditgeschäft

Faßt man beide Geschäfte zusammen, so wird aus der aggregierten Bankbilanz (Tabellen 2 und 3) deutlich, daß der Kreditnehmer die Goldmünzen aus dem Depositengeschäft erhält, wenn er seine Einlöseoption ausübt. Der Markt kann es den umlaufenden Noten nicht (mehr) ansehen, ob sie nun aus einem "voll gedeckten" Depositengeschäft stammen oder nicht. Zirkulieren zudem Noten verschiedener Banken, so verschärfen sich die Informationsprobleme auf Seiten des Publikums. Ge-

<sup>58</sup> Luhmann 1988: 145f, vgl. Hawtrey 1926: 8, Hicks 1989: 55ff.

schäft und Solidität einzelner Banken sind von außen nur schwer zu beurteilen. Die hohe Ansehen einzelner Banken kann deshalb durch andere Geldanbieter durch eine Überemission von Noten ausgenutzt werden. "Reputation [...] has a public good element, externalities relating to the reputation of others in the same field, that can easily misused by free riders."<sup>59</sup> Bagehot zufolge geht das Kredit- dem Depositengeschäft historisch voraus, weil letzteres eine Aktivität des Publikums voraussetzt, die erst zu erwarten sei, *nachdem* eine Bank ein gewisses Vertrauen erworben habe.<sup>60</sup> Allerdings verlangt auch die Akzeptanz von im Kreditakt geschaffenen Noten ein solches Vertrauen, weil sie sonst im Markt keine Geldfunktion wahrnehmen können.

Will eine Bank das profitable Kreditgeschäft ausweiten, so muß sie – wenn ihre Reservequote konstant bleiben soll – anteilmäßig neue Depositen einwerben, was ein Angebot höherer Einlagezinsen verlangen kann. Diese Handlungsbeschränkung und die damit verbundenen Zinskosten lassen sich zumindest tendenziell vermeiden, wenn die Bank die Zahlungsmittelleigenschaft der Depositen verbessert (Ermöglichung von Überweisungen, Scheckverkehr etc.), so daß sich aus Sicht der Kunden die Notwendigkeit der Barabhebungen verringert. Die externen Effekte der Nutzung einer bestimmten Währung können jedoch die Nachfrage nach Bankdepositen auch ohne weitere pekuniäre oder sonstige Anreize stärken: "The supplier issues a liability, which is used as money, and purchases an asset (extends credit). The source of the profit of the issuer of money (the bank) is the margin between the interest rate earned on the asset and the interest paid on the liability. When the liability of the bank gains increasing acceptance as money, the users are willing to pay more for the service. [...] In this sense the issuer of money profits from increasing returns to scale."<sup>61</sup>

Grundsätzlich zeigt sich das Dilemma der Bank – und das systemische Risiko des Bankgeschäfts – jedoch darin, daß ihr Reservebestand zu jedem Zeitpunkt gleichzeitig zu groß *und* zu klein ist:

- Er ist zu groß, weil er im Vergleich zur Kreditvergabe keine Zinsen trägt und in "guten" Zeiten nutzlos gehalten, d.h. nicht abgefordert wird; eben dies wird eine relative Ausweitung des Kreditgeschäfts motivieren.
- Jeder Reservebestand unter 100 % der ausgegebenen Noten ist zu klein, weil die Bank bei einer Vertrauenskrise illiquide ist. Dies verweist auf die Notwendigkeit einer öffentlichen, nicht privatwirtschaftlich handelnden Instanz, die in solchen Fällen die Liquidität des Banksystems sichert.

Jenseits dieses Grundproblems der *Illiquidität* ergibt sich ein in der Bankbilanz erkennbares Dilemma dadurch, daß die Bank nominell fixierte Depositen (zu einem festen Preis fixierte Anspruchsrechte auf ein Reserveaktivum) herausgibt, zugleich jedoch in ihrem Wert variable Aktiva hält. Damit steht die Bank als Finanzintermediär zwischen den Kreditschuldnern und den Einlegern. Mit letzteren wird gleichsam ein "unvollständiger" Vertrag geschlossen, der keinen Einfluß auf die Wahl der Bankaktiva, aber eben auch keine Beteiligung an ihren Risiken vorsieht. Bei Schwankungen der Erträge und Vermögenswerte der Kreditforderungen bleiben die Ansprüche der Einleger formal geschützt, aber die Bank gerät in die Gefahr der *Insolvenz*. Grundsätzlich ließe sich dies durch Beteiligung der Einleger an den Risiken des Aktivgeschäfts beheben – aber dies würde zugleich die Zahlungsmittelfunktion dieser Depositen beseitigen.<sup>62</sup>

<sup>59</sup> Goodhart 1988: 64, vgl. 57ff.

<sup>60</sup> Bagehot 1873: 37ff.

<sup>61</sup> De Grauwe 1996: 3f.

<sup>62</sup> Vgl. Goodhart 1988: 85ff, Riese 1993, Hellwig 1998.



## Warengeld, Buchgeld und Staatsgeld

Das symbolische oder Papiergeld ist nur eine Art von Kredit: es ist nichts als das Maß, nach dem der Kredit berechnet wird.

Der Zweck des Papiergeldes besteht darin, Rechnungen über Wert zwischen Leuten zu führen, die Besitz haben; der Zweck der Münzen besteht darin, zu vermeiden, daß man Leuten Kredit gibt, die keinen haben.

*James Steuart*<sup>63</sup>

Die Ausgabe von papiernen Ersatzmitteln für Münzen ist kein Zweig produktiver Tätigkeit, sondern ist eine Sache für die Regulierung durch den Staat mit dem Ziel allgemeinen Nutzens und gehört in das Gebiet der Polizei.

*Thomas Tooke*<sup>64</sup>

Aus einer wirtschafts- und dogmengeschichtlichen Perspektive mag es ungewöhnlich erscheinen, daß der Klassiker Macleod - wie oben ausgeführt - private Schuldscheine als Geld ansah. Im klassischen Währungssystem des *Goldstandards* wurde nach einer verbreiteten Ansicht eher Gold als das "letzte" und eigentliche Geld erachtet. Auf den ersten Blick scheint Gold auch besser noch als ein Schuldpapier eines reputierlichen Privateigentümers geeignet, die Geldfunktion zu übernehmen: ein knappes Medium, das von Seiten der direkt involvierten Marktparteien nicht manipuliert werden und so die Rolle der neutralen dritten Partei bei der Vermittlung und Absicherung bilateraler Marktkontrakte spielen kann. Faktisch war das Metallgeld jedoch ein eher "schlechtes" Geld, weil seine Produktionselastizität (d.h. die Möglichkeit, sich Gold mittels Einsatz von Ressourcen zu verschaffen) durchaus größer als Null und vor allem instabil war:

Die europäische Feudalwirtschaft war im 14. Jahrhundert in eine Krise geraten. Die Pest verringerte das Arbeitspotential, Bauernrevolten und steigende Löhne ruinierten die Grundherren, ein Handelsdefizit mit dem Orient hatte zu einem Abfluß von Gold und Silber – dem "Geld der Welt" – geführt, die Preisdeflation motivierte das Horten von Münzgeld; allein England hatte wegen seiner Wollexporter keine Edelmetallknappheit zu verzeichnen. Daraufhin haben private (und öffentliche, unter Finanznöten leidende) Investoren überall in der Welt Gold gesucht, abgebaut und geraubt; dies war phasenweise - abhängig von dem in Goldeinheiten gemessenen Preisniveau - die absolut dominante Investitionsstrategie. "Gold was in the 15th and 16th centuries the most lucrative as well as the most symbolic of all commodities. [...] Gold and silver, while they were not themselves wealth, were the objects, or rather the indication, of profitable economic activity. To attract them one had to produce [...]. It was necessary to import a little, export a lot, and attract foreign silver in exchange for merchandise."<sup>65</sup> Während Spanien Kolumbus auf die Suche schickte und später regelmäßige Expeditionen nach Mittel- und Südamerika unternahm, konzentrierten sich die Engländer darauf, die

<sup>63</sup> Steuart 1770a: 126, Steuart 1770b: 489. Eine moderne Version dieser Differenzierung ist die Redensart "In God we trust, all others pay cash".

<sup>64</sup> Zitiert nach Lutz 1936: 40f, vgl. Andréadès 1909: 270n.

<sup>65</sup> Vilar 1960: 65, 185, vgl. 191f, Steuart 1770a: 398, Ehrenberg 1896a: 407, Wallerstein 1974: 32ff, 49, Kindleberger 1984: 24ff, North 1994: 40ff, 66ff, 76ff.

spanischen Schiffe bei ihrer Ankunft in Europa abzufangen. Dabei erwies sich die Seeräuberrei von Francis Drake in der zweiten Hälfte des 16. Jahrhunderts als außerordentlich lukrativ, der so den Grundstock der englischen Goldreserven anlegte. "He repaid Elizabeth 47 times the value of her initial investment, and the Queen knighted him on his flagship."<sup>66</sup>

Die gesamtwirtschaftliche Entwicklung ist durch die "Geldproduktion" von der Nachfrageseite her maßgeblich gefördert worden, insbesondere in den Ländern, in denen die Löhne hinter den Preissteigerungen zurückblieben und somit eine "Gewinninflation" ermöglichten. Der Goldzustrom nach Europa finanzierte in Spanien selbst jedoch in erster Linie einen ausschweifenden öffentlichen Konsum und konnte letztlich den Staatsbankrott nicht verhindern. Andere Länder, insbesondere England, profitierten hingegen langfristig von der von Spanien ausgehenden monetären Nachfrageexpansion, indem die zunehmenden Exporte Einkommensbildung und industrielle Entwicklung anregten. Praktisch entsprach die Goldgräberei dem später von Keynes – in ironischer Weise – empfohlenen Muster einer geldpolitischen Expansion: Private Unternehmer sollten die Erlaubnis erhalten, mit Banknoten gefüllte Flaschen auszugraben, die zuvor vom Schatzamt im Boden versteckt worden waren.<sup>67</sup> Nur war dies – von den geografischen Entdeckungen einmal abgesehen – eine volkswirtschaftlich teure, d.h. allokativ ineffiziente Form der Geldschöpfung, die zudem makroökonomisch nicht steuerbar war und so ausgeprägte Schwankungen in der Entwicklung des Preisniveaus erzeugte. Während der "großen" Inflation des 16. Jahrhunderts (die allerdings im Durchschnitt jährlich kaum 2 % Prozent ausmachte) erkannte man zuerst in Spanien den quantitätstheoretischen Zusammenhang zwischen dem Goldzustrom und den Preissteigerungen.<sup>68</sup>

Die umlaufenden Edelmetallmünzen entsprachen zudem keineswegs den qualitativen Anforderungen, die an ein Warengeld zu stellen sind: Sie wiesen gerade nicht hohe Imitations- und niedrige Verifikationskosten auf; wegen der vielfältigen Fälschungsversuche (bei der Prägung sowie durch das "Beschneiden") mußten die Geldverwender in bezug auf den inneren Wert der Münzen stets unsicher sein. Aus diesem Grund zahlten die Kaufleute untereinander durch das Ausstellen und Weiterreichen von "guten" Handelswechseln; der Saldenausgleich wurden von Wechselhändlern durchgeführt. Auf der Wechselmesse in Genua wurde ab 1550 zur Verrechnung ein Kunstgeld, d.h. eine imaginäre wertstabile Währung geschaffen, die fest gekoppelt war an einen Korb von Goldmünzen der fünf besten Prägungen.<sup>69</sup>

Wegen der schlechten Münzqualität wies das Buchgeld der Banken, das formal nur einen Anspruch auf Metallgeld darstellte, zeitweilig ein Agio auf, d.h. es wurde vom Markt als wertvoller eingeschätzt. Die 1609 gegründete Amsterdamer Wechselbank zeichnete sich (wie auch die 1619 errichtete Hamburger Bank) durch eine stabile Buchgeldwährung gegenüber

<sup>66</sup> Vilar 1960: 142f, vgl. 32ff, 62ff.

<sup>67</sup> Vgl. Keynes 1930: 419ff, Keynes 1936: 110f, 184, Ehrenberg 1896b: 63, 150, 156, 200, Vilar 1960: 37, 149ff, Wallerstein 1974: 109ff, 247ff.

<sup>68</sup> "The Spanish of the 1600s understood perfectly well that because they had too much gold, and later silver, these metals had been drained from the country; that despite this loss the metals had a major influence on the domestic economy through the credits, guarantees, and interest payments to which the precious metals were committed; and that 'inflation' in the monetary circulation had compromised domestic and foreign expenditure, driven up prices and encouraged idleness and unproductive occupations. Moreover, they saw that rising prices had been fatal to Spanish production, which could not compete with foreign goods" (Vilar 1960: 166, vgl. 161f, Wallerstein 1974: 101ff, Galbraith 1975: 21ff).

<sup>69</sup> Vgl. Ehrenberg 1896b: 233ff, Grantham u.a. 1977, Hicks 1989: 48f.

der im Wert schwankenden Münzwährung aus. Ihr Erfolg beruhte auf der Einführung eines (vollgedeckten) Buchgeldes, das auf eine nicht mehr geprägte Guldenmünze bezogen war und oberhalb bestimmter Beträge nur zur Verrechnung genutzt werden konnte. "Ein Gulden Banko hat einen fest bestimmten Wert als ein Pfund Feingold oder -silber; er ist eine Einheit, von Männern erfunden, die in den Künsten des Handels unterrichtet sind. Dieses Bankgeld steht unveränderlich da wie ein Fels im Meere."<sup>70</sup>

#### Exkurs: Die Finanzierung des internationalen Handels

Das internationale Bankgeschäft ermöglichte eine praktisch bargeldlose Finanzierung des grenzüberschreitenden Handels, ohne daß dabei ebensolche Goldbewegungen nötig wurden (*Abbildung 1*)<sup>71</sup>: Wenn ein Hamburger Kaufmann A Güter nach Amsterdam exportiert, so zahlt der holländische Importeur B durch die Versendung eines auf Gulden lautenden Wechsels; dieser stellt eine Anweisung an seine Bank in Amsterdam dar, dem Halter des Wechsels nach einer bestimmten Frist einen Betrag in Gulden auszuzahlen oder ihm eine Gulden-Forderung einzuräumen. A verkauft den Wechsel gegen Mark (d.h. via Gutschrift) an seine eigene Hamburger Bank. Zugleich laufen andere Transaktionen: C muß seine Importe von D bezahlen, entweder durch Ausstellung eines eigenen Wechsels oder - wie hier angenommen - durch Beschaffung eines passenden Gulden-Wechsels. C beauftragt gegen Belastung seines Mark-Kontos seine Bank mit dieser Aufgabe. Diese kauft einen Gulden-Wechsel an und schickt ihn dem D, der ihn wiederum gegen Gutschrift seiner Amsterdamer Bank weiterreicht. Diese belastet das Konto des B und händigt ihm das nun wertlose Papier aus.

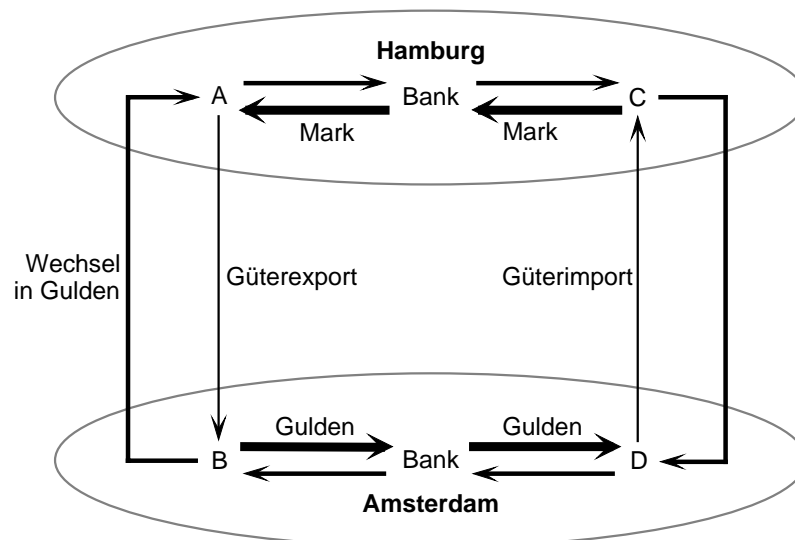


Abbildung 1: Handels- und Zahlungsströme

Im Beispiel handelt nur die Hamburger Bank mit Gulden-Wechseln, die sie gegen Mark an- und verkauft (faktisch sind alle Banken gleichzeitig im Geschäft). Der Preis, zu dem dies geschieht, ist der Wechselkurs (die Festlegung dieses Preises für den Ankauf einer Forderung erlaubte im übrigen auf elegante Weise die Umgehung des lange Zeit herrschenden Zinsverbotes). Es ist offensichtlich, daß das Marktverhalten der Banken - um Verluste zu vermeiden - von den Erwartungen über die Wechselkursentwicklung auf allen Bankplätzen abhängt. In diesem Zusammenhang waren innovative Finanzgeschäfte so weit verbreitet, daß spekulative Wechselkurswetten in den Niederlanden 1541 verboten wurden.

<sup>70</sup> Steuart 1770a: 133, vgl. Steuart 1770b: 90ff, 492ff, Smith 1786b: 269ff, Ehrenberg 1909, Vilar 1960: 204ff, Kindleberger 1984: 47, Stadermann 1994: 45ff, North 1994: 112ff.

<sup>71</sup> Vgl. Mill 1871: 612ff, Ehrenberg 1896b: 19f, Kindleberger 1984: 35ff, Stadermann 1994: 40f, North 1994: 31ff.

Die Geschichte der neuzeitlichen Banken begann im 12. Jahrhundert in Italien, wo die Medici im 14. und 15. Jahrhundert zur größten Geldmacht wurden. In Deutschland entwickelte sich das reiche Handelsunternehmen der Fugger im 16. Jahrhundert zu einem führenden Bankhaus. Angesichts der großen Risiken im internationalen Warenhandel erschien das Großkreditgeschäft einfacher und lukrativer, zumal die Kreditvergabe an politische Herrscher auch eine Teilhabe am Glanz des höfischen Lebens verhieß. Münzeinlagen wurden gegen die Ausstellung von "Fugger-Briefen" hereingenommen, die als "so sicher wie Gold" galten; zugleich wurden die europäischen Königshäuser mit Krediten versorgt, die allerdings angesichts von Tilgungsschwierigkeiten faktisch immer wieder prolongiert werden mußten. Da es aufgrund des Entwicklungsstandes der Privatwirtschaft noch keine anderen Großkreditnehmer gab, blieben die Fugger (und andere europäische Bankhäuser) auf die Geschäftsbeziehungen zu den öffentlichen Kreditnehmern angewiesen; auch einträgliche Zinsspannen konnten so letztlich den Untergang dieser Banken infolge diverser Staatsbankrotte nicht verhindern. Somit bestätigte sich der zeitgenössische Spruch: "Leihe nichts dem, der mächtiger ist als du; thuest du es dennoch, so betrachte das Geliehene als verloren."<sup>72</sup>

Angesichts ihrer permanenten Finanznöte zeigten sich die Königshäuser auch gegenüber Bankgründungsprojekten aufgeschlossen, von denen sie direkt zu profitieren hofften. John Law wurde 1716 an den französischen Königshof geholt, um das drängende Problem der Staatsverschuldung zu lösen. Er überzeugte die Verantwortlichen davon, daß die Emission von Papiergeld eine elegantere Methode zur Finanzierung von Staatsschulden darstellte als der übliche, oft beschrittene Weg der Münzverschlechterung (oder die vergebliche Hoffnung auf einen Erfolg der am Hof betriebenen alchemistischen Experimente zur künstlichen Erzeugung von Gold). Die Noten seiner neu gegründeten Banque Générale, die überwiegend auf dem Weg des Staatskredits in den Verkehr gelangten, wurden vom Publikum bereitwillig aufgenommen.

Ihr guter Ruf blieb erstaunlicherweise zunächst auch dann noch erhalten, als der König Law's Bank übernahm, die Einlösungskonditionen der Banknoten aufweichte und sich daran machte, mit ständig steigenden Emissionen die Staatsschuld zu "tilgen". Gekoppelt wurde dieses Vorhaben mit dem Projekt einer Aktiengesellschaft, die immense Gewinne aus dem Handel und dem Goldabbau in Louisiana versprach. Die durch die Geldschöpfung bewirkte allgemeine Prosperität, die hohe Reputation von Law und die scheinbare Solidität dieses Projekts ließen die Aktienkurse rasch steigen. Immer mehr Aktien wurden am Markt plaziert, die Erlöse flossen jedoch nicht in das Unternehmen, sondern in den Staatshaushalt, von dort in die Volkswirtschaft und trieben letztlich wiederum Aktienkäufe und -kurse an. Vereinzelte Versuche, Noten in Münzgeld einzutauschen, brachten schließlich 1720 die spekulative Blase zum Platzen und führten zum Zusammenbruch des gesamten Papiergeldsystems.<sup>73</sup>

Auch wenn die Eingriffe des französischen Regenten in das Geldwesen keinen unmittelbaren Vertrauensverlust der Währung bewirkten, so wußte man auf den Finanzmärkten schon lange zwischen *staatlichen* und *privatem* Geld zu unterscheiden. So spricht Davanzati 1588

<sup>72</sup> Ehrenberg 1896a: 22, vgl. 18ff, 41ff, 119ff, 148, 175, 186, 351, 375ff, 408, Kindleberger 1984: 42ff, Hicks 1989: 53, North 1994: 58ff, 90f.

<sup>73</sup> Dies hinterließ in der französischen Nation (insbesondere in der Währungspolitik) eine bis in die 70er Jahre des 20. Jahrhunderts nachwirkende Liebe zum Gold (vgl. Steuart 1770b: 22ff, 492ff, Galbraith 1975: 32ff, Binswanger 1982, North 1994: 129ff).

von "money created by the state and money whose value varied in the course of market transactions".<sup>74</sup> Diese Formulierung drückt eine Ambivalenz aus: Dem Vorteil eines nominal stabilen Geldwertes per staatlichem Zwangskurs steht die Gefahr gegenüber, daß der Souverän seinen "Kredit" ausnutzt und sich durch die ungezügelt ausgegebene ungedeckte Papiergeldes zu bereichern sucht. Früher oder später muß dann doch die Entwertung des Staatsgeldes in Relation zu den Gütern oder anderen Währungen einsetzen, die sich trotz etwaiger Transaktionsbeschränkungen in einem variablen (Schwarz-) Marktkurs zeigt.

Im Prinzip könnte der Staat die Akzeptanz eines von ihm emittierten Geldes dadurch sichern, daß er die Steuerzahlung in dieser Währung vorschreibt. Damit bliebe sein Ausgabeverhalten durch den Grundsatz des Budgetausgleichs beschränkt. Gilt das Staatsgeld als nicht wertstabil, könnte sich der Staat darüber hinaus nur in fremder Währung verschulden. Demgegenüber ist insbesondere in der amerikanisch geprägten ökonomischen Literatur lange Zeit Geld als ein zinsloses (!) Schuldpapier definiert worden, "das vom Staat ausgegeben wird, um Budgetdefizite zu finanzieren".<sup>75</sup> Der historische Hintergrund dieser Redeweise ist, daß die amerikanische Regierung im 18. Jahrhundert tatsächlich – in Ermangelung eines effektiven Steuer- und Notenbanksystems – selbst Noten druckte, die dann in kräftigen Inflationsschüben entwertet wurden. Zwar wird der Staat von einer Zerrüttung des Geldsystems letztlich auch selbst betroffen, so daß er als "großer" Marktakteur in der Lage sein sollte, die negativen externen Effekte seines inflatorischen Geldmanagements zu internalisieren; aber die institutionelle Umsetzung dieser Erkenntnis hat Jahrhunderte benötigt.<sup>76</sup>

## Die "Deckung" des Geldes in der Banking-Doktrin

So besteht der Profit der Bank darin, daß sie für das, was sie leiht, Zinsen empfängt, und für das, was sie schuldet, keine zahlt. Was sie schuldet, ist das Papier, das sie ausgibt. Sie schuldet es dem Publikum, und die Sicherheit, welche das Publikum hat, ist die Sicherheit, welche die Bank von der Person empfängt, die von ihr borgte.

*James Stewart*<sup>77</sup>

Das Verfahren, Schulden in Gold zahlbar zu machen, ist nur ein Hilfsmittel, um die Veränderungen im Werte der Geldrechnungseinheit in Grenzen zu halten.

*Ralph G. Hawtrey*<sup>78</sup>

Die Finanzierungspraktiken am französischen Hof sind auch von Macleod kritisiert worden. Die Entknappung von Lays Papiergeld sei die Folge davon, daß es nicht auf die *Schuld* eines Reinvermögensbesitzers, sondern eines nicht-vermögenden, insolventen Akteurs gegründet

---

<sup>74</sup> Zitiert nach Vilar 1960: 189, vgl. Born 1993.

<sup>75</sup> Tobin 1969: 223.

<sup>76</sup> Vgl. Knapp 1909, Galbraith 1975: 54ff, 67ff, Stadermann 1987: 132f, Sprenger 1993, Ritter 1995.

<sup>77</sup> Stewart 1770b: 477.

<sup>78</sup> Hawtrey 1926: 381.

sei. "Only currency that signified debt, of an individual or of society in general, was limited in quantity by the nature of its process of creation."<sup>79</sup> Dabei verstand Macleod unter öffentlicher Schuld in diesem Zusammenhang die Begründung des Geldes auf Metallmünzen, die gleichsam eine Verpflichtung der Gesellschaft gegenüber ihrem Halter ausdrückten; ein auf privater Schuld basierendes Geld war demgegenüber der im Markt zirkulierende Schuldschein, der die Belastung eines individuellen Vermögens anzeigte.

Dieser zweite Fall spielt in der älteren Literatur vor allem aus heuristischen Gründen eine gewisse Rolle: um die "Herkunft" des Geldes aus einem Schuldverhältnis und den damit verbundenen Gedanken seines "realen" Gegenwertes zu betonen. Mill spricht von dem Trugschluß, "that a paper currency cannot be issued in excess so long as every note issued *represents* property, or has a *foundation* of actual property to rest on".<sup>80</sup> Macleods Hoffnung, daß das Wesen einer derartigen Geldschöpfung seine Knappheit garantiere, ist allgemein unbegründet: Denn was hindert den Privateigentümer daran, die profitable Papieremission – angesichts ihrer Akzeptanz im Markt – zu steigern? Faktisch war dieses Muster einer privaten Geldproduktion jedoch eher selten zu beobachten: Allenfalls konnte ein bereits *bekannter* Akteur vom Schlage eines Fugger Papiere herausgeben, die als Zahlungsmittel anerkannt wurden. Die oben geschilderten Informations- und Vertrauensprobleme schließen aber aus, daß jeder beliebige Wirtschaftsakteur Ansprüche gegen sein Eigentum *als Geld* emittieren kann.

Indirekt wird dies bei dem als "letzten Merkantilisten" bezeichneten James Steuart (sein Opus magnum erschien wenige Jahre vor Smiths "Wealth of Nations") deutlich, der mittels Geldvermehrung den Zins senken und die Wirtschaft des Landes fördern wollte. Das dazu passende monetäre Konzept war das "Einschmelzen von Besitz": Geld sei zu vermehren, "indem man Ländereien in Papiergeld verwandelt. [...] Dies ist nichts anderes als ein Mittel, um die Schuldverschreibungen von Privatpersonen in einen *zirkulierenden Wert* zu verwandeln, der in allen Ländern als mit jeder Münze gleichwertig angesehen wird, welcher Wert das Hauptmerkmal von *Geld* ist." Die Geldmenge sei nicht durch den Goldbestand beschränkt. Dem Grundsatz nach könne "so viel Geld aus Papier gemacht werden [...], als der Wert alles festen Besitzes einer Nation ausmacht". Damit spreche prinzipiell nichts dagegen, den Grundbesitzern eines Landes das Recht zur Emission eigener Noten einzuräumen. Es sei ein Übelstand [!], daß ein Grundbesitzer statt dessen bei einer Bankkreditaufnahme seine Ländereien als *Sicherheit* verpfänden und zusätzlich Zins zahlen müsse. "Und wofür zahlt er diesen Zins? Er hat doch keinen Wert umsonst von der Bank erhalten; denn in seiner Obligation hat er das volle Äquivalent für die Noten gegeben; aber die Obligation trägt Zinsen, und die Noten tragen keine. Warum? Weil das eine zirkuliert wie Geld, das andere nicht. Der Grundbesitzer zahlt für diesen Vorteil der Zirkulation, nicht für irgendeinen höheren Wert, der Bank Zinsen."<sup>81</sup>

Steuart hat mit dieser Passage – auf unfreiwillige Weise – unterstrichen, daß die Geldein-

<sup>79</sup> Skaggs 1997: 121, vgl. Macleod 1889.

<sup>80</sup> Mill 1871: 547. Eine groß angelegte Rekonstruktion der Theorie eines durch Eigentum gedeckten Geldes findet sich bei Heinsohn/Steiger (1996). Eine ähnliche Position vertritt auch Stadermann (1994: 15): "Wirkliches Geld ist eine Forderung auf das Eigentum der Wirtschaftler und es kann entsprechend nur dann und genau in dem Ausmaß Geld vorhanden sein, in dem Eigentümer bereit sind, Verbindlichkeiten gegen ihr wirtschaftlich relevantes Eigentum, das Vermögen, einzugehen. [...] Geld ist [...] eine Forderung gegen einen Vermögenseigentümer, die er auf sein Vermögen zieht."

<sup>81</sup> Steuart 1770a: 422, 424, Steuart 1770b: 465, 470.

genschaft eines Aktivums eben nicht von seiner güterwirtschaftlichen Deckung abhängt. Entscheidend ist vielmehr der "Vorteil der Zirkulation", d.h. die Eigenschaft perfekter *Liquidität*, die die Funktion eines uneingeschränkten *Zahlungsmittels* anzeigt, während andere Finanzaktiva portfoliotheoretisch durch ihren Zinsertrag ihre inferiore Liquiditätseigenschaft dokumentieren. Anders formuliert: Die Wirtschaftssubjekte sind bereit, einen Zins zu zahlen, um über Geld verfügen zu können, weil Geld eine *Liquiditätsprämie* trägt. Steuart gelangt so zu einer im Kern keynesianischen zinstheoretischen Erkenntnis: "Geld kann, solange es in der Zirkulation verwendet wird, keine Zinsen tragen; im Augenblick, wo es bei einem Menschen auch nur einen Tag lang tot daliegt, kann es einem anderen Zinsen wert sein, der gerne für dessen Benützung zahlt, wenn er entweder Gelegenheit hat, das zu kaufen, was er braucht, oder zu bezahlen, was er schuldet."<sup>82</sup>

Doch obwohl Steuart – wenn auch widerwillig – anerkennt, daß eine Vermögensdeckung kein hinreichendes Element für die Geldeigenschaft eines Schuldscheins darstellt, hält er nachdrücklich daran fest, daß sie eine notwendige Bedingung für die Emission von Banknoten sei. Er unterscheidet drei Typen des Bankkredits:

- Der *Kredit an Privatpersonen* werde stets nur gegen ausreichende Sicherheiten gewährt,
- der *kaufmännische Kredit* beruhe auf dem Vertrauen in die Fähigkeiten und Erfolge des Unternehmers,
- der *öffentliche Kredit* auf dem Vertrauen, daß der Staat stets über einen ausreichenden Fonds zur Zinszahlungen verfügt.

Die aus dem Kaufmannskredit entstandenen Banknoten seien die unsichersten. Die Banken sollten deshalb zwar Kaufmannswechsel diskontieren, jedoch Noten nur gegen allerbeste Sicherheiten, vor allem Hypotheken, herausgeben. Der Kredit der Bank sei nur dann sicher, wenn "der Wert der Sicherheiten, auf die sie hin leiht, allen in Zirkulation befindlichen Noten gleichkommt".<sup>83</sup>

Steuart legt damit die Wurzeln der Banking-Doktrin offen, deren Schwäche in der Übertragung einzelwirtschaftlicher Prinzipien eines "sound banking" auf die volkswirtschaftliche Ebene liegt. So wird übersehen, daß der Wert der Sicherheiten gesamtwirtschaftlich eine endogene Größe ist, die nicht zuletzt von Kreditvolumen und Geldmenge abhängt. Dabei macht es keinen grundsätzlichen Unterschied, ob nun die Kreditsicherheiten durch Wechsel oder eher langlebige Vermögenstitel gegeben wurden:

- Im ersten Fall wird das *Güterpreisniveau* indeterminiert, weil jegliches nominelle Handelsvolumen finanziert wird. Das Preisniveau kann dabei, angebots- oder nachfrageseitig getrieben, außer Kontrolle geraten, obwohl die Banken nur "gute" Handelswechsel diskontieren, die scheinbar durch Produkte gedeckt sind ("real-bills fallacy").
- Im zweiten Fall kann sich eine spekulative Blase steigender *Vermögenspreise* entwickeln, die letztendlich platzt, womit das monetäre System über eine "regulation by panic" (Lord Overstone) wieder ins Gleichgewicht gebracht wird.<sup>84</sup>

<sup>82</sup> Steuart 1770b: 465, vgl. Hicks 1989: 62ff.

<sup>83</sup> Steuart 1770b: 478, vgl. 476ff, Steuart 1770a: 436, 451.

<sup>84</sup> Vgl. Lutz 1936: 37f, Stavenhagen 1969: 429f, 453. Das Scheitern von John Laws Bank ist letztlich nur ein Beispiel für die (Fehl-) Konstruktion eines vermögensgedeckten Geldes. Ein anderer berühmter Fall waren die "Assignaten", eine angeblich "bodengesicherte" Währung in der Zeit nach der fran-

Die Vorstellung, "das belastbare Eigentum [...] liefer[e] dem Geld Volumen und Knapphaltung zugleich", ist absurd; der Umstand, daß Eigentum definitionsgemäß knapp sei, "weil es Eigentümer hat [!?] und eben kein sogenanntes freies Gut darstellt"<sup>85</sup>, garantiert für sich genommen keinesfalls eine effektive Knapphaltung der Geldmenge. Selbst wenn der sicherungsfähige Vermögensbestand einer Volkswirtschaft die Obergrenze einer Geldschöpfung via Kreditvergabe darstellen würde, so muß doch ein (geldpolitischer) Mechanismus bestehen, der ein Erreichen dieser Grenze ausschließt. Das Hinterlegen von Sicherheiten bei der Kreditvergabe ist ein (in vielerlei Hinsicht unvollkommenes) Mittel der Risikominderung auf Seiten der Banken; es ist weder notwendig noch hinreichend, um einer Währung Vertrauen und Akzeptanz zu verschaffen. Aus der Tatsache, daß der Markt auf seinem historischen Suchprozeß zeitweise den Schuldscheinen angesehener Vermögenseigentümer die Geldfunktion zuerkannt hat, folgt nicht per Umkehrschluß, daß Geld stets eine Forderung auf Vermögenswerte sein müsse.

Immerhin hatte bereits Macleod erkannt, daß der Gläubiger eines Tauschgeschäfts nicht Güter, sondern eine marktfähige *Forderung* auf Güter als Zahlung wünscht. Die Bindung der Banknoten an Vermögenswerte oder Gold war lediglich eine Hilfskonstruktion, um Knappheit und Marktakzeptanz der Noten herzustellen. Die Forderung nach einer "realen Deckung" einer Währung stellt nur ein Verfahren zu ihrer Knapphaltung dar, indem die Produktion von Geld *Kosten* verursachen soll. Das Einlöseversprechen ist eine Bindung des Geldproduzenten, die auf Seiten der Geldverwender die Erwartung erzeugen soll, daß es zu keiner Überemission kommen wird. "In order to prevent such abuses, then, commodity convertibility was, for classical monetary economics, a *sine qua non* of a sound monetary system."<sup>86</sup> Bei dennoch häufig wiederkehrenden Vertrauenskrisen setzte ein "run" auf die Goldreserve der Banken ein; dies bedeutete jedoch nicht, daß das Publikum in Wahrheit eben dieses Edelmetall zu halten wünschte, sondern nur, daß ein institutionelles Verfahren der Vertrauensbildung zusammengebrochen und ein besseres zu finden war. Luhmann zufolge ist es "sinnlos, nach einer letzten 'Deckung' des Geldwertes außerhalb des Geldes zu suchen. Weder Geld noch harte Devisen, noch Sachwerte, noch die Autorität des Staates garantieren den Geldwert. Die Garantie liegt vielmehr in der Knappheit selbst."<sup>87</sup>

---

zösischen Revolution. Die Erwartung, daß diese Noten z.T. über Landverkäufe wieder an ihre Aussteller zurückfließen würden, erfüllte sich nicht. So mußten immer größere Mengen emittiert werden, die auf dem Markt in gleicher Weise an Wert verloren wie das Land selbst, wenn es als Gesamtbestand zum Verkauf angeboten worden wäre (vgl. Mill 1871: 547f, Hawtrey 1926: 215ff, Schumpeter 1970: 56f, Sargent/Velde 1995).

<sup>85</sup> Heinsohn/Steiger 1996: 287, 259, vgl. 275, 308.

<sup>86</sup> Laidler 1991: 34.

<sup>87</sup> Luhmann 1988: 201.



## Die geldwirtschaftliche Ratio des Merkantilismus

Fehlt das Geld, so wird der Kredit zugrunde gehen.

*James Stuart*<sup>88</sup>

Zu einer Zeit, als die Behörden keine unmittelbare Macht über den inländischen Zinsfuß oder die anderen Veranlassungen zur Investition hatten, waren Maßnahmen zur Vergrößerung der günstigen Handelsbilanz die einzige *unmittelbare* Handhabe, die ihnen zur Verfügung stand, um die ausländische Investition zu vergrößern; und gleichzeitig war die Wirkung einer günstigen Handelsbilanz auf den Zufluß der Edelmetalle ihre einzige *mittelbare* Handhabe, um den inländischen Zinsfuß zu senken und so die Veranlassung zur Investition im Inland zu steigern.

*John Maynard Keynes*<sup>89</sup>

Was die Merkantilisten fasziniert, ist das Geld, das dem Erwerb von mehr Geld, also der Erzielung einer Rente oder eines Gewinns dient. Geld ist Reichtum oder trägt zum Reichtum bei, indem es kapitalisiert, d.h. auf Zins ausgeliehen wird.

*Hans Christoph Binswanger*<sup>90</sup>

Die Welle der Bankgründungen im Merkantilismus war nicht nur der Reflex öffentlicher Finanznöte. Vielmehr herrschte allgemein der Eindruck vor, daß die wirtschaftliche Entwicklung von der monetären Seite behindert werde. Dabei lassen sich drei Ebenen unterscheiden:

- Von einer eher technischen Seite stellte die Vielzahl der Münzen unterschiedlicher und unbekannter Qualität ein transaktionskostentheoretisches Hindernis dar. Infolgedessen drängten insbesondere die Kaufleute auf "einheitliche" Währungsverhältnisse, die durch Banknoten oder -depositen erreichbar schienen.
- Die Aktivität der Banken war jedoch wiederum durch ihre Goldreserven begrenzt, womit die monetäre Beschränkung lediglich auf eine andere Ebene verschoben war. Notwendig waren damit Maßnahmen zur Sicherung der Liquiditätsbasis der Banken. Der Gold- und Silberbestand fungierte als eine Art Versicherung gegen das Zusammenbruchsrisiko des Buchgeldsystems.<sup>91</sup>
- Die gesamtwirtschaftliche Bedeutung des Bankgeschäfts lag schließlich grundsätzlich darin, daß die (Bank-) Kreditvergabe aus merkantilistischer Sicht den logischen "Anfangspunkt" des Wirtschaftens darstellte. Damit wurde in kapitaltheoretischer Hinsicht ganz unbefangen ein *Geldvorschuß* an den Beginn aller Handels- und Produktionsprojekte gesetzt, der sich letztlich in *nominalen* Einheiten als rentabel zeigen mußte. Die Fähigkeit und Bereitschaft von (vermögenden) Wirtschaftssubjekten, einen solchen Geldvorschuß zu leisten, stellte sich damit als ein potentiell Entwicklungshindernis dar.

Die klassische Ökonomie hat für diese Probleme nur wenig Verständnis aufbringen kön-

---

<sup>88</sup> Stuart 1770b: 465.

<sup>89</sup> Keynes 1936: 284f.

<sup>90</sup> Binswanger 1982: 102.

<sup>91</sup> Vgl. Wallerstein 1974: 53.

nen. Wenig kontrovers war nur der erste Punkt. Da Geld seit Smith im wesentlichen als ein den Gütertausch erleichterndes Mittel betrachtet wurde, war von der Beseitigung technischer Unvollkommenheiten des Geldmediums ein Wohlfahrtsgewinn zu erwarten. Insbesondere Ricardo hat deshalb ein volkswirtschaftlich in der Produktion billiges und in der Verwendung transparentes System von Papiergeld gefordert, das allerdings – um eine Überemission zu vermeiden – stets voll durch Edelmetall gedeckt bleiben müsse.<sup>92</sup>

Der zweite Punkt löste eine grundsätzliche Debatte über eine angebliche Verwechslung von Geld und Kredit in der merkantilistischen Literatur aus: Sie schreibe fälschlicherweise einer Geldmengenänderung einen Zinseffekt zu, der doch in Wahrheit auf einer Veränderung auf dem Kreditmarkt beruhe. Übersehen wird dabei jedoch, daß beim Grundmuster des *ressourcengedeckten Kredits* in der merkantilistischen Ära Kredit- und Geldschöpfung tatsächlich zusammenfielen: Gewährte Fugger einen Kredit, so konnte der von ihm ausgegebene Schuldschein (eine Forderung gegen sein Vermögen) im Markt als Geld zirkulieren. Im übrigen ist der Vorwurf auch analytisch unberechtigt, da die Merkantilisten sehr wohl zwischen dem Preis des Geldes auf dem Gütermarkt – dem inversen Preisniveau – und dem Preis des Geldes auf dem Vermögensmarkt – dem Zins – zu unterscheiden wußten.<sup>93</sup>

Betrachtet man den *Bankkredit*, so hatte die drohende Knappheit an Bankreserven für die merkantilistische Nationalökonomie eine unmittelbare Implikation für ihre Außenwirtschaftsbeziehungen: Ein Defizit in der Handelsbilanz bedeutete, daß die inländischen Banken den negativen Saldo aus dem Wechselverkehr in "barer Münze" an das Ausland zu zahlen hatten und so ihre Reserven sukzessive zu verlieren drohten (es sei denn, eine Kreditaufnahme im Ausland sorgte für eine ausreichende Kompensation).<sup>94</sup> Das verständliche Interesse, Bankenzusammenbrüche zu vermeiden und die inländische Kreditvergabe aufrechterhalten zu können, setzte sich so direkt in eine (wirtschafts-) politische Zielsetzung um, die vermittelt über Förderung und Protektion der heimischen Wirtschaft auf eine positive Handelsbilanz gerichtet war. In monetärer Hinsicht kam es dabei auf den wertmäßigen *Saldo* der Transaktionen an, weil allein dadurch die Devisenbilanz berührt wurde; zugleich vermischte sich dieser monetäre Aspekt – für sich entwickelnde Volkswirtschaften wenig überraschend – mit dem Bestreben einer allgemeinen Wirtschaftsförderung, die dann mit geld- und industriepolitischen Maßnahmen auf eine Steigerung des nationalen Produktionsniveaus abzielte.

Diese "typisch merkantilistische" Politik einer Exportförderung ist später auf scharfe Kritik gestoßen. Aus mikroökonomischer Sicht schaden protektionistische Maßnahmen dem Wettbewerb und bringen dadurch langfristig Wohlfahrtsverluste mit sich. Gesamtwirtschaftlich werde die Steigerung von Produktion und Export zu einem Selbstzweck hochstilisiert und dabei übersehen, daß das entscheidende Kriterium zur Beurteilung der Leistung einer Volkswirtschaft im Konsumniveau liege. Krugman bringt die Kritik an der merkantilistischen Exportorientierung, die sich in modernem Gewand auch als "strategische" Handelspolitik präsentiert, auf den Punkt: "The purpose of trade is imports, not exports. Exports are a cost."<sup>95</sup> Durch die Behinderung des freien Außenhandels würden schließlich Realeinkommens- und

<sup>92</sup> Ricardo 1824, vgl. Vilar 1960: 316f, Galbraith 1975: 47.

<sup>93</sup> Vgl. Smith 1786b: 210ff, Binswanger 1993: 102.

<sup>94</sup> "Bullion is the 'cash' of international trade; paper currencies are of no use there" (Bagehot 1873: 22, vgl. Steuart 1770a: 459ff, Steuart 1770b: 480).

<sup>95</sup> Krugman 1996: 19, vgl. Mill 1871: 578f.

Konsumgewinne verschenkt, die bei Ausnutzung der Vorteile der internationalen Arbeitsteilung möglich wären.

Diese Argumentation verbleibt allerdings im Rahmen einer statischen Allokationstheorie und erfaßt nicht, daß eine Strategie des "export-led growth" bislang das einzig erfolgreiche Modell der *Entwicklung* von Volkswirtschaften ist. Neben dem währungspolitischen Vorteil eines *Exportüberschusses* bringt ein hoher *Exportanteil* eine Orientierung der inländischen Produktion an Weltmarktstandards mit sich und trägt so zur Stärkung der Angebotsseite der Volkswirtschaft bei. Auch das bundesdeutsche "Wirtschaftswunder" der Nachkriegszeit basierte auf anhaltenden Exportüberschüssen, abgesichert durch eine Politik der Unterbewertung. Auf der Grundlage der Normen der (neo-) klassischen Handelstheorie bedeutet diese Politik eine wohlfahrtshemmende Fehlallokation der Ressourcen – so die Position der "Kieler Schule". Es ist jedoch rätselhaft, "daß eine gigantische, sich über zwei Jahrzehnte kumulierende Fehlallokation die Bundesrepublik Deutschland an die Weltspitze im Pro-Kopf-Einkommen brachte."<sup>96</sup>

#### Exkurs: Wohlfahrtsgewinne durch Freihandel

Betrachtet werden zwei Länder, die zwei Güter mit unterschiedlichen Produktionsbedingungen und Präferenzen produzieren und konsumieren. Erstere werden durch die Transformations-, letztere durch die Indifferenzkurven illustriert (*Abbildung 2*). Der Verlauf dieser Kurven erklärt sich wie folgt: Bei einer vermehrten Nachfrage nach je einer Einheit  $x$  nimmt der produktionstheoretisch erzwungene Verzicht auf  $y$  wegen des Ertragsgesetzes zu, während andererseits aus der Sicht der Konsumenten ein schrittweiser Verzicht auf ein Gut durch eine zunehmende Mehrversorgung mit dem anderen Gut entschädigt werden muß, wenn das Nutzenniveau bewahrt werden soll. Das Land 1 hat im Vergleich zu Land 2 *komparative Kostenvorteile* bei der Produktion von  $y$ ; die Erstellung einer zusätzlichen Einheit verlangt nur einen relativ geringen Verzicht auf  $x$ . Unter Autarkiebedingungen produzieren und konsumieren beide Länder jeweils in  $A$ . Wegen der unterschiedlichen Transformations- und Indifferenzkurven sind die relativen Güterpreise (d.h. die Tangentensteigungen in  $A$ ) verschieden.

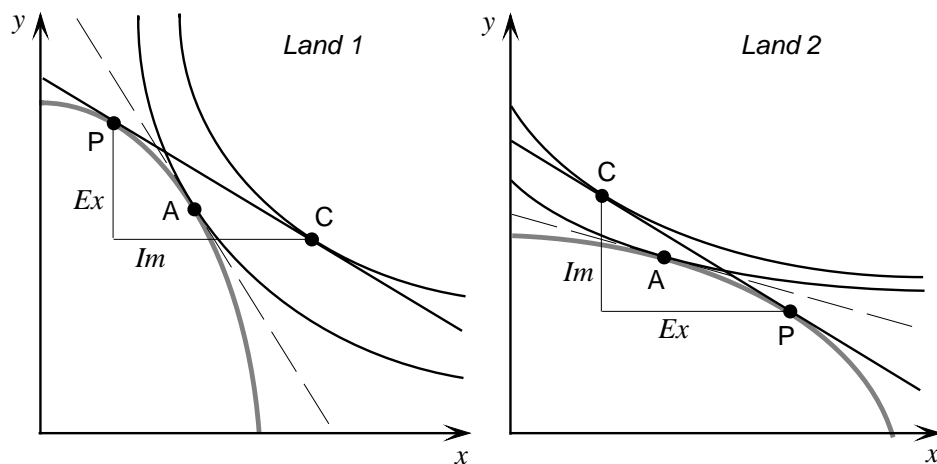


Abbildung 2: Außenhandel im Zwei-Länder-zwei-Güter-Modell

Eine Handelsaufnahme bewirkt eine Angleichung des relativen Güterpreises auf dem Weltmarkt (Steigung der Tangenten  $PC$ ). Produktions- ( $P$ ) und Konsumpunkte ( $C$ ) treten auseinander; die je-

<sup>96</sup> Riese 1978: 155.

weiligen Überschuß- und Fehlmengen werden durch Ex- und Importe ausgeglichen; der Export von Land 1 entspricht dem Import von Land 2 et vice versa. Wegen der relativ günstigeren Produktionsbedingungen in Land 1 beim Gut  $y$  ergibt sich hier nach der Handelsaufnahme eine Produktionsausweitung. Das Umgekehrte gilt für Land 2. Die relative Änderung des Produktionsmix ( $A \rightarrow P$ ) unterscheidet sich von der relativen Änderung des Konsummix ( $A \rightarrow C$ ) aufgrund der Spezialisierung in den nationalen Produktionsprofilen. Infolge dieser Vertiefung der weltwirtschaftlichen Arbeitsteilung gelangen beide Länder auf ein höheres Konsumniveau, d.h. sie gewinnen in wohlfahrtstheoretischer Sicht. Dieses Argument für den Freihandel setzt allerdings u.a. voraus, daß beide Länder stets bei Vollauslastung der Ressourcen produzieren und keine Hindernisse bei der Anpassung der Produktions- und Beschäftigungsstrukturen auftreten.

Der seit der Kritik von Smith immer wieder vorgebrachte Hauptvorwurf aber lautet, der Merkantilismus habe einem statischen Wohlstandskonzept nach dem Bilde eines Nullsummenspiels angehangen, wobei eine Nation nur auf Kosten der anderen gewinnen könne. "Diese Lehre nimmt an, daß von zwei Plätzen, die miteinander Handel treiben, keiner von beiden verliere oder gewinne, falls die Bilanz gleich stehe, daß aber, falls sie sich [...] nach einer Seite neige, der eine so viel verliere und der andere so viel gewinne, als diese Abweichung von völligen Gleichgewicht beträgt." Smith fährt dann fort mit der Versicherung, daß tatsächlich beide Handelspartner gewinnen, und fügt hinzu: "Unter Vorteil verstehe ich aber nicht die Vermehrung der Gold- und Silbermenge, sondern die des Tauschwertes des jährlichen Boden- und Arbeitsproduktes des Landes oder die Vermehrung des Einkommens seiner Bewohner."<sup>97</sup>

Diese Passage dokumentiert, daß Smith – und mit ihm wohl ein Großteil der Literatur – das Grundproblem der Merkantilisten mißverstanden hat: Ihnen ging es beim internationalen Handel nicht um tauschtheoretisch begründbare Effizienz- und Wohlfahrtsgewinne, sondern um bank- und volkswirtschaftliche *Zahlungsfähigkeit*. Gegeben sind natürlich nicht Weltreichtum oder Welteinkommen, sondern der Bestand von Edelmetallreserven (wenn man von zusätzlicher Edelmetallproduktion absieht, die kurzfristig aus Sicht der nationalen Banken keine Aktionsvariable darstellte). Die Veränderung der Verteilung der Reserven infolge von Zahlungsbilanzungleichgewichten entsprach damit tatsächlich einem Nullsummenspiel.

Die klassische Ökonomie hat die damit verbundenen Liquiditätsprobleme mit dem Verweis auf den von Hume vertretenen Zahlungsbilanzanpassungsmechanismus heruntergespielt. Danach werde ein Goldabstrom infolge eines Handelsbilanzdefizits im Ausland eine Geldmengen- und Nachfrageausweitung auslösen, die dann indirekt auch dem Inland wieder eine Exportexpansion und einen entsprechenden Goldzustrom beschere. Vor diesem Hintergrund bezeichnet Smith ein Verbot von Goldexporten als kontraproduktiv, weil damit die Preissteigerungen im Ausland und die Exporte des Inlands geringer ausfallen müßten; bei der Abschaffung eines Goldexportverbots habe das Inland "nur" einen (vorübergehenden) Preisverfall zu befürchten – der wirtschaftshistorisch augenfällige Zusammenhang zwischen Preisniveaubewegungen und Prosperitäts- bzw. Depressionsphasen bleibt hier unbeachtet.<sup>98</sup>

Selbst in der merkantilistischen Literatur findet sich der Hinweis, daß die im Güterexport verdienten Gewinne keineswegs gehortet, sondern vorzugsweise als Kapitalanlage in die Länder (zurück-) fließen, in denen ein relativ hoher Zinssatz herrscht.<sup>99</sup> Damit wäre ein Land, das infolge eines Handelsdefizits einen Goldabfluß und eine Zinssteigerung hinnehmen muß, zur

<sup>97</sup> Smith 1786b: 281f, vgl. 200ff, 294f, 493ff.

<sup>98</sup> Vgl. Smith 1786b: 312ff, Hawtrey 1926: 78f.

<sup>99</sup> Vgl. Steuart 1770a: 9.

Devisenbilanzstabilisierung nicht einmal auf den nachfrageinduzierten Importeffekt im Ausland angewiesen; zumindest kurzfristig könnten Kapitalimporte an die Stelle von Güterexporten treten. Aber dieser Konnex zwischen Handelsdefiziten, Zinssteigerungen und Kapitalimporten ist in beiden Schritten nicht zwingend. Nur in der theoretischen Konstellation eines Zwei-Länder-Modells der Weltwirtschaft könnte eine Bank darauf vertrauen, daß ihr Reserveverlust in absehbarer Zeit durch Kapitalzuflüsse wieder ausgeglichen würde. Faktisch ist der Zeitbedarf des Anpassungsprozesses bei multilateralen internationalen Wirtschaftsbeziehungen jedoch so groß, daß die Banken eines Defizitlandes in Liquiditätsprobleme geraten, noch bevor die durch den anfänglichen Goldabfluß hervorgerufene Nachfrageexpansion in der *Weltwirtschaft* auch diesem Land wieder Goldzuflüsse beschert – selbst wenn in jedem Land auf dem Wege dieses Transmissionsprozesses eine Parallelbewegung zwischen Gold und Geldmenge à la Hume stattfinden sollte.

Diese für den Anpassungsprozeß notwendige Annahme war aber – worauf noch einzugehen sein wird – keineswegs durchgängig erfüllt: Nationale Zentralbanken waren oft bemüht, das Kredit- und Geldvolumen einer Volkswirtschaft nicht mechanisch an den Schwankungen der Reserveposition auszurichten. Damit zeigt sich der *asymmetrische Charakter des internationalen Geldsystems*: Wenn die Zentralbanken von Überschußländern eine prozyklische Politik zu vermeiden suchen, indem sie etwa bei Exportüberschüssen und Reservezuflüssen im Interesse der Bewahrung der binnenwirtschaftlichen Stabilität die monetäre Entwicklung eher bremsen, bleibt auf weltwirtschaftlicher Ebene der Expansionseffekt aus, der den Defizitländern eine über den Markt verlaufende Zahlungsbilanzzerholung gestattet.

Die merkantilistischen Sorgen um die Zahlungsfähigkeit der nationalen Banken waren also durchaus berechtigt. Damit verbunden war die Erkenntnis eines monetär eingeschränkten Spielraums für die makroökonomische Entwicklung. Faktisch ging es um die Einkommensbeschränkung, der eine heutige Volkswirtschaft in einem System fester Wechselkurse unterliegt: Bei einem vom Weltmarkt vorgegebenen Zinssatz ist eine industrie- und wettbewerbspolitische Beeinflussung der Handelsbilanz der einzige Weg, um direkt oder indirekt – vermittelt über einen Reservezufluß beim nationalen Bankensystem und einer nachfolgenden Kreditausweitung – das Volkseinkommen zu steigern. Hingenommen – oder nicht gesehen – wurde dabei freilich, daß z.B. eine protektionistische Importbeschränkung die Einkommensbildung im Ausland verringert und darüber indirekt auch wieder die heimische Exportentwicklung begrenzt. Der unmittelbare Nettoeffekt für die inländische Produktion dürfte aber dennoch positiv sein.

Der Geldpolitik wären unter diesen Bedingungen auch heute die Hände gebunden. Umso mehr galt dies für eine Zeit, in der es noch keine Zentralbank im eigentlichen Sinne, sondern nur ein System von – unterschiedlich bedeutsamen – Geschäftsbanken gab. Zwar propagiert Steuart als guter Merkantilist, niedrige Zinsen seien "die Seele des Handels, das wirksamste Prinzip zur Förderung der Industrie und zur Verbesserung des Bodens". Er sieht aber auch die Grenzen einer administrativen Herabsetzung der Zinsen: Dies begünstige die Grundbesitzer und ermuntere eine "unproduktive" Kreditaufnahme. Der entscheidende Punkt ist jedoch, daß bei einem behördlich verfügbaren Höchstzins der "Geldbeutel der Kapitalisten" geschlossen bliebe, Kreditverweigerung und Kapitalflucht seien die Folge.<sup>100</sup>

Der in erster Linie an der nationalen, weniger an der internationalen Wohlfahrt orientierte

---

<sup>100</sup> Steuart 1770a: 412ff, 421. Die gleiche Position wurde von Locke vertreten (vgl. Eltis 1995).

Charakter merkantilistischer Wirtschaftspolitik drückt sich in dem vordringlichen Interesse an der *Verteilung* der Goldreserven in der Weltwirtschaft aus. Das *Niveau* dieser Reserven bestimmte damit die Obergrenze für ein gesamtwirtschaftliches Kreditvolumen, das seinerseits die *Finanzierung* des nationalen Produktionsvolumens ermöglichte. Den Merkantilisten galt die Verfügbarkeit über Gold bzw. Geld als Weg zum Reichtum, sie haben aber nicht Geld und güterwirtschaftlichen Reichtum gleichgesetzt. Geld wurde als Angebotsbeschränkung des Produktionsprozesses gesehen, jedoch nicht in einem güterwirtschaftlich-technischen Sinne (die Anfänge der Produktionstheorie finden sich erst bei den Physiokraten), sondern im Sinne eines vermögenswirtschaftlich bestimmten Geldvorschusses, mit dem ein Gläubiger bzw. Kreditgeber die Durchführung eines Handels- oder Produktionsgeschäftes ermöglichte.<sup>101</sup> Im Mittelpunkt steht hierbei der *angebotsseitige* Aspekt der Finanzierung der Produktion, nicht die – später von Keynes betonte – Einkommensbildung durch die monetäre effektive *Güternachfrage*. Zusammenfassend läßt sich so die Konzeption des Merkantilismus als eine Art monetärer Angebotspolitik bezeichnen.

---

<sup>101</sup> Vor diesem Hintergrund ist auch Stuarts (1770a: 461) Aussage zu verstehen, daß "die Erwerbung von Münzen oder Edelmetallen den inneren Wert eines Landes ebenso erhöht, als wenn ihm ein neues Gebiet hinzugefügt würde". Zu einer Verteidigung des Merkantilismus gegen die insbesondere auch von Heckscher geübte Kritik siehe Keynes (1936: 283ff).

### III Die Entstehung der Geldpolitik aus dem Bankgeschäft

#### Die Gründung der Bank von England

In England, dessen Banksystem eine Ausdehnung und Vervollkommnung erreicht hat, wie es in anderen Teilen von Europa unbekannt ist, [...] bestehen die Motive von privaten *Horten* nicht mehr und diese sind alle den Banken, oder vielmehr der Bank von England, überwiesen worden.

John Fullarton<sup>102</sup>

A good bank is one which does not pay out.

Redeweise im Merkantilismus<sup>103</sup>

Der Aufbau eines nationalen Banksystems und die Ökonomisierung der nationalen Edelmetallreserven galt im Merkantilismus als eine Hauptaufgabe einer auf das Entwicklungsziel bedachten Wirtschaftspolitik. Auch die Gründung der Bank von England folgte diesem Denkmuster. Handel und Bevölkerung verlangten nach einer Vereinheitlichung der Geldordnung; den Goldschmieden, die mit der Hereinnahme von Münzen und der Ausgabe von oft unterwertigen Banknoten ein für sie einträgliches Depositengeschäft betrieben hatten, sollte ihre häufig mißbräuchlich genutzte Marktstellung genommen werden; eine Senkung der Zinsen sollte die nationale Prosperität fördern.<sup>104</sup> Vor allem waren die staatlichen Finanznöte – in einer Zeit kriegerischer Auseinandersetzungen – zu beheben. Dieser letzte Aspekt dürfte die treibende Kraft des Projekts gewesen sein. "Had the country not been at war in 1694, the government would hardly been disposed to offer a favourable charter to a corporation which proposed to lend it money."<sup>105</sup>

Dabei ging es aber auch um einen Schritt in Richtung auf eine *Nationalisierung der Finanzmärkte*. Im 16. Jahrhundert war Antwerpen die Drehscheibe des internationalen Finanzkapitals, das bei seinen Geschäften offensichtlich bevorzugte, "die Staatsgrenzen unberücksichtigt zu lassen".<sup>106</sup> Der erfolgreiche Finanzagent der englischen Krone in Antwerpen, Sir Thomas Gresham, empfahl seinen Auftraggebern bereits 1569, sich von ausländischen Kreditgebern unabhängig zu machen; um inländische Finanzquellen verfügbar zu machen, müsse vor allem das Zinsverbot gelockert werden. Englands Finanzwesen genöß damals einen guten Ruf, nicht zuletzt weil Gresham bei seinem Regenten die pünktliche Rückzahlung von Staats-

---

<sup>102</sup> Fullarton 1845: 94\*.

<sup>103</sup> Vilar 1960: 250.

<sup>104</sup> Auch die 1765 gegründete preußische Bank erhielt später den merkantilistischen Auftrag, "den Geldumlauf der Bank zu fördern, Kapitalien nutzbar zu machen, Handel und Gewerbe zu unterstützen und einer übermäßigen Steigerung des Zinsfußes vorzubeugen" (zitiert nach Ziegler 1993: 491, vgl. Schremmer 1993).

<sup>105</sup> Clapham 1944a: 1, vgl. North 1994: 112ff.

<sup>106</sup> Ehrenberg 1896a: 411, vgl. Wallerstein 1974: 253ff. Eben dieses kosmopolitische Verhalten der "Geldmächte" stieß bereits damals auf Vorbehalte und ideologisch-religiös motivierte Ablehnung in der deutschen Bevölkerung. "Vielleicht darf man sogar sagen, dass die Deutschen, als ein mit Vorliebe ackerbauendes Volk, von allen europäischen Nationen, etwa nächst den Spaniern, stets am wenigsten Verständnis für Wesen und Bedeutung des mobilen Grosskapitals bewiesen haben" (Ehrenberg 1896a: 406).

schulden anmahnte. Jedoch sollte die Verwirklichung des Projekts einer nationalen Notenbank noch über hundert Jahre in Anspruch nehmen, u.a. weil König Charles noch 1640 in einem Akt finanzieller Verzweiflung Goldbarren aus dem Besitz privater Kaufleute beschlagnahmen ließ, um sie zu einer Kreditvergabe an ihn zu zwingen – dies bewegte die wohlhabenden Bürger dazu, ihr Goldvermögen lieber den Goldschmieden als einer (königlichen) Bank anzuvertrauen.

Die Bank nahm dann im Jahr 1694 ihre Geschäftstätigkeit als private Aktiengesellschaft mit einem "Gründungskredit" an das Königshaus auf. "In the first place all the capital up to the last shilling had been lent to the Government. The only security the shareholders had was the good faith of the debtor."<sup>107</sup> Daneben wurde ein Diskont- und Kreditgeschäft mit Privatkunden betrieben, wobei Noten bis zur Höhe des Staatskredits ausgegeben wurden. Die Bank von England hatte anfangs keine institutionell abgesicherte Monopolstellung und ihre Noten wurden erst 1833 zu gesetzlichen Zahlungsmitteln erklärt. Sie agierte nicht wie die meisten Banken auf dem Kontinent als Depositenbank (deren Noten stets vollgedeckt waren). Obwohl Noten der Bank von England formal einen Anspruch auf Silber bzw. Gold darstellten, war offensichtlich, daß sie über keine vollständige metallische Deckung verfügten. Die Bank "never pretended to take the deposit for any other purpose than that of trading with it. [...] It coined [...] its own credit into paper money".<sup>108</sup>

Angesichts dieser "objektiv" ungünstigen Umstände mag der Erfolg der Bank und die allgemeine Akzeptanz ihrer Noten als erstaunlich erscheinen. Sie überstand in den ersten hundert Jahren gelegentlich auftretende kritische Phasen (in Zeiten politischer Unsicherheit und militärischer Auseinandersetzungen), weil Krone, Eigentümer und Kaufmannschaft zu ihr standen und bereit waren, individuelles Vorteilsstreben temporär zugunsten der Bewahrung des Kollektivinteresses an einem stabilen Bank- und Geldwesen zurückzustellen (ein drohender "bankrun" wurde zuweilen durch demonstrative Einzahlungen gebremst). Diese Einsichtsfähigkeit und die grundlegende Bereitschaft der Kaufleute, die Noten der Bank als Zahlungsmittel zu akzeptieren, ermöglichten über mehr als zwei Jahrhunderte die Aufrechterhaltung einer prekären Balance zwischen königlichen und privaten Geschäftsinteressen, indem die immer nur befristet erteilte Konzession (zur Betreibung einer Bankunternehmung und zur Notenausgabe) stets von neuem gegen die Aufrechterhaltung des öffentlichen Vorzugskredits verlängert wurde. Dabei konnte die Bank schrittweise ihre privilegierte Stellung im Markt ausbauen und erhielt 1742 ein Monopol zur Notenausgabe. Die Einschränkung, daß dieses Monopol durch kleine Country Banks unterlaufen werden durfte, führte allerdings zu einer vermehrten Gründung solcher Institute; dies erschwerte über mehr als hundert Jahre die monetäre Steuerung der Geldversorgung seitens der Bank von England.<sup>109</sup>

Die Tatsache, daß mit jedem Kredit an die Regierung eine Steigerung der Notenausgabe verbunden war, stieß bei Macleod auf erbitterte, aber folgenlose Kritik: "The way to *create* money is for the Government to *borrow* money. [...] There is nothing so wild or absurd in John Law's *Theory of Money* as this. His scheme of basing a paper currency upon land is so-

<sup>107</sup> Andréadès 1909: 84, vgl. 14ff, Ehrenberg 1896a: 412, Ehrenberg 1896b: 34f, 59f, 171ff, Kindleberger 1984: 50ff.

<sup>108</sup> Rogers 1887, zitiert nach Andréadès 1909: 82.

<sup>109</sup> Vgl. Andréadès 1909: 85ff, 121, 127, 171f, Bagehot 1873: 45, Vilar 1960: 211ff, 281, Kindleberger 1984: 76, North 1994: 134.



ber compared to it."<sup>110</sup> Man sieht erneut, daß die "Deckung" des Geldes durchaus irrelevant ist, wenn Reputation der Bank und Akzeptanz der Noten auf andere Weise gesichert sind. Pragmatischer als Macleod sah Steuart die Solidität der Banknoten auf das Recht des Staates auf Steuer- und Zolleintreibung gegründet und urteilte: "Es gibt daher nichts, was sicherer wäre als die Noten der Bank von England, solange die Regierung besteht."<sup>111</sup>

Die politische und wirtschaftliche Stabilisierung trug zu Beginn des 18. Jahrhunderts mit zu einer Auflockerung auf dem englischen Finanzmarkt bei, erkennbar an den deutlich sinkenden Zinsen für neuaufgelegte Staatsanleihen (*Abbildung 3*). Nach 1740 stiegen die langfristigen Zinsen von ihrem Minimum um 3 % bei ebenfalls wieder langsam steigenden Preisen bis zum Ende des Jahrhunderts an. Der Einfluß des Staates – des wichtigsten Schuldners – auf den Kapitalmarktzins hat dabei die wirtschaftliche Aktivität im Privatsektor maßgeblich geprägt. Der Diskontsatz der Bank von England blieb in der ganzen Phase praktisch unverändert bei 5 %. Diese merkwürdige, weil inverse Zinsstruktur hat den Geldmarkt insgesamt wohl stabilisiert, weil so die Notenemission begrenzt wurde und zugleich jedoch ein Lender of Last Resort bereitstand.<sup>112</sup>

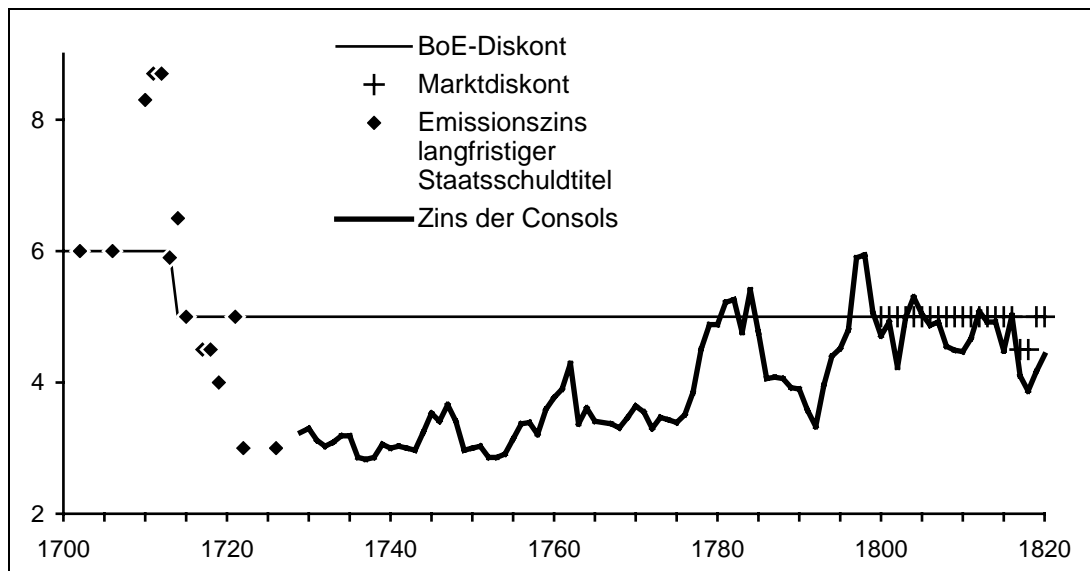


Abbildung 3: Zinsentwicklung in England im 18. Jahrhundert<sup>113</sup>

Im 18. Jahrhundert erhöhten sich die englischen Goldbestände zum einen deshalb, weil die Wirtschaft erneut per Exportüberschuß von den Einkommenseffekten eines allgemeinen Aufschwungs profitierte, der von einem aus Südamerika über Portugal nach Europa fließenden Goldstrom angetrieben und finanziert wurde. Im Gegensatz zur Entwicklung im 16. Jahrhundert mündete dieser Prozeß jedoch nicht vorwiegend in Preissteigerungen, sondern infolge

<sup>110</sup> Zitiert nach Andréadès 1909: 124.

<sup>111</sup> Steuart 1776b: 13, vgl. 4ff.

<sup>112</sup> Allerdings kann man bezweifeln, ob die Zinspolitik auch bewußt so konzipiert war. Stadermann (1994: 66, 71ff) sieht das eigentliche Motiv der Diskontpolitik im Versuch, sich im Interesse der Vermögensbesitzer gegen den in der merkantilistischen Ära erhofften und in der klassischen Ära allgemein befürchteten Fall der Profitrate zu stemmen.

<sup>113</sup> Daten aus Homer 1977: 147ff.

des Wachstums von Bevölkerung und landwirtschaftlicher Produktivität in einer nachhaltigen Produktionszunahme, und markierte so den Übergang zur industriellen Revolution; in England vollzog sich dieser grundlegende Strukturwandel in nur 40 Jahren zwischen 1770 und 1810. Dies war auch das Ergebnis der Ausdehnung und Effektivierung des Banksystems, wodurch sich ein von den Merkantilisten hervorgehobenes *institutionelles* Entwicklungshindernis zunehmend auflöste. Erparnisse wurden nicht gehortet, sondern bei den Banken angelegt, wodurch sich die Finanzierungsbedingungen für Investoren günstig gestalteten.<sup>114</sup>

Der zweite Grund für die wachsenden Goldbestände ergab sich aus der Neufestsetzung der offiziellen Gold-Silber-Parität im Jahr 1717, die mit dem relativen Marktpreis der Metalle nicht übereinstimmte. Dies lief auf eine Überbewertung des Goldes hinaus; die Folge war deshalb nach "Greshams Gesetz" eine Verdrängung der unterbewerteten Silbermünzen durch überbewertete Goldmünzen. Arbitragegeschäfte bewirkten einen Zustrom von Gold aus aller Welt, weil das englische Münzamt dafür einen – gemessen am Weltmarkt – zu hohen Preis zahlte. "This surprising change made England, unwittingly and unintentionally, the home of the gold standard."<sup>115</sup>

#### Exkurs: Bimetallismus und Greshams Gesetz

Es sei angenommen, daß in einem Land aus einer Unze Gold 4 Goldmünzen ("Guineas") und aus einer Unze Silber 5 Silbermünzen ("Shilling") geschlagen werden. Die Produktionskosten (Marktpreise) von einer Unze Gold betragen 80 Shilling (sh) und von einer Unze Silber 5 sh. Das güterwirtschaftliche Tauschverhältnis ist somit 1 Unze Gold = 16 Unzen Silber. Bei der Münzprägung sei zur Vereinfachung von weiteren Kosten und dem Gewinn ("Schlagschatz") abgesehen. Im Gleichgewicht muß dann die nominelle Währungsrelation zwischen den Silbermünzen und der Goldmünze auf  $80/4 \text{ sh} = 20 \text{ sh} = 1 \text{ Guinea}$  fixiert werden.

Bei einer "falschen", d.h. nicht mit den relativen Produktionskosten bzw. Marktpreisen übereinstimmenden Festsetzung der Währungsparitäten tritt dagegen ein Ungleichgewicht auf. Würde 25 sh = 1 Guinea definiert, wäre Gold überbewertet. Wenn das Münzamt für die Einlieferung von 4 Guineas (oder einer Unze Gold) 100 sh zahlt, wird es für die Marktakteure profitabel, Silbermünzen aus der heimischen Zirkulation abzuziehen, diese zu exportieren, sich dafür (per Produktion oder Einwechslung im Ausland) Gold zu verschaffen und dieses dem Münzamt zur Einlösung zu präsentieren; für 80 sh erhält man auf dem Weltmarkt eine Unze Gold, die mit 100 sh vergütet wird. Dies führt dazu, daß Gold aus anderen Ländern zuströmt.

Ein ähnlicher Fall ergibt sich bei einer Veränderung der Produktionskosten. Fallen diese beim Gold auf 60 sh, während die offizielle Währungsrelation unverändert bei 20 sh = 1 Guinea bleibt, ist wiederum Gold überbewertet. Folglich verdrängt das "schlechte", überbewertete Geld die "guten", unterbewerteten Silbermünzen aus der Zirkulation. Die Marktakteure verschaffen sich für 60 sh auf

<sup>114</sup> "Die letzte Ökonomen-Schule, die ernstlich befürchtete, das wirtschaftliche Wachstum der alten Welt könne am Geld- und Kreditmangel – bzw. seinen hohen Kosten – scheitern, die der Merkantilisten, starb um 1750 aus. Nicht die Argumente der Klassiker brachten sie zum Verstummen, sondern die Fakten. Die Merkantilisten gaben auf, weil sich ihr Problem erledigt hatte: Es gab genügend Geldkapital und Kredit, um alle marktwirtschaftlichen vernünftigen Projekte zu finanzieren, dank der Ausweitung, Effizienz und Vernetzung der nationalen und später internationalen Kreditapparate. Das neue geld- und kredittheoretische Paradigma von Klassik und Neoklassik lautet darum folgerichtig auch nicht Mangel an Geld und Kredit, sondern Überfluß: vulgo Inflation" (Hankel 1993: 441, vgl. Bagehot 1873: 65ff, Andréadès 1909: 161f, Vilar 1960: 199, 225ff, 256ff, North 1994: 123).

<sup>115</sup> Vilar 1960: 220, vgl. 172, 211ff, Ricardo 1810: 73ff, Laidler 1991: 29ff, North 1994: 50. Kindleberger (1984: 55ff) weist darauf hin, daß Greshams Gesetz von Macleod irrtümlich Gresham zugeschrieben wurde, obwohl diese Erkenntnis über die ungleichgewichtige Marktstellung qualitativ unterschiedlicher Währungen bei nominell fixierten Tauschrelationen bereits 1360 vom französischen Bischof Nicholas Oresme formuliert worden war.

dem Weltmarkt eine Unze Gold, die beim Verkauf an die Münzanstalt 80 sh einbringt. Eine Wiederherstellung des Gleichgewichts verlangt entweder eine Änderung der Währungsrelation auf 15 sh = 1 Guinea oder eine Heraufsetzung des Metallgehalts des Guineas von 1/4 auf 1/3 Unzen Gold.

## Aussetzung und Wiederaufnahme des Goldstandards: Die Bullion-Kontroverse

I never should advise a government to restore a currency which was depreciated 30 per cent.

*David Ricardo*<sup>116</sup>

The central bank of any capitalist economy has two primary goals: provision of government finance and maintenance of stability of the financial sector.

*L. Randall Wray*<sup>117</sup>

Im Gefolge der europäischen Kriegswirren nach der französischen Revolution kam es zu Goldbewegungen mit wechselndem Vorzeichen zwischen Frankreich und England. Die Bank von England sah sich aus politischen Gründen zu einer starken Ausweitung der Staatskredite gedrängt. Die Notenausgabe stieg entsprechend an, auf dem Devisenmarkt fiel der Kurs des Pfund Sterling und die Goldreserven schwanden rasch. Die Bankdirektoren erkannten, "that they had to choose between their own bankruptcy and that of the Government".<sup>118</sup> Eine Bankenpanik zwang schließlich 1797 zu einer formellen Aufhebung des Rechts auf Bareinlösung der Noten. Interessanterweise hatte dies zunächst kaum negative Konsequenzen auf den Märkten; Kaufleute und andere Banken erklärten sich demonstrativ bereit, die Noten weiter uneingeschränkt zu akzeptieren. Die Lage stabilisierte sich rasch, Gold strömte nach England zurück, die Wiederaufnahme der Barauszahlungen wäre möglich gewesen, wurde jedoch vertagt.

In den folgenden Jahren wich dann jedoch die Finanzpolitik von ihrem – mit Rücksicht auf die Labilität einer Papierwährung betriebenen – sparsamen Kurs ab. Insbesondere die private Kreditvergabe nahm in einem von Preissteigerungen begleiteten Aufschwung zu (*Abbildung 4*). Die Notenausgabe beschleunigte sich, der Marktpreis des Goldes überstieg immer mehr den fixierten Münzpreis, die Abwertung des Pfundes setzte sich fort. Letzteres war auf nachfrage- und preisbedingte Importüberschüsse, die zeitweilig gegen England verhängte Handelsblockade und auf Unterstützungszahlungen an Englands Verbündete auf dem Kontinent zurückzuführen. Goldmünzen waren aus der internen Zirkulation verschwunden, sie wurden ins Ausland geschmuggelt und dort mit Gewinn verkauft.<sup>119</sup>

Dies war nun die Konstellation, die dem Bullion Committee 1810 zur wissenschaftlichen Untersuchung vorgegeben wurde. Die Kernfrage lautete, ob nun das Gold wertvoller und deshalb teurer geworden oder aber eine Entwertung der Banknoten eingetreten war. Sie war aus damaliger Sicht nicht per se trivial: Eine Steigerung des in Geldeinheiten gemessenen Gold-

<sup>116</sup> Ricardo in einem Brief 1821, zitiert nach Foxwell 1908: xxxvi.

<sup>117</sup> Wray 1992: 307.

<sup>118</sup> Andréadès 1909: 193, vgl. 176ff, Clapham 1944a: 267f.

<sup>119</sup> Vgl. Andréadès 1909: 195ff, 205ff, 218ff, 225, Clapham 1944a: 268, Schumpeter 1954: 843f, Vi-lar 1960: 309ff, Galbraith 1975: 44ff.

preises konnte angebotsseitig auf eine Verschlechterung der Produktionsbedingungen oder nachfrageseitig umgekehrt auf neue Goldfunde zurückzuführen sein. Die Meinung war jedoch verbreitet, daß all diese Überlegungen nur für ein System konvertibler Noten gelten würden; eine reine Papierwährung – wie sie seit 1797 bestand – könne grundsätzlich nicht im Überangebot vorhanden sein, da sich die umlaufende Menge nach dem Bedarf des Marktes richte.

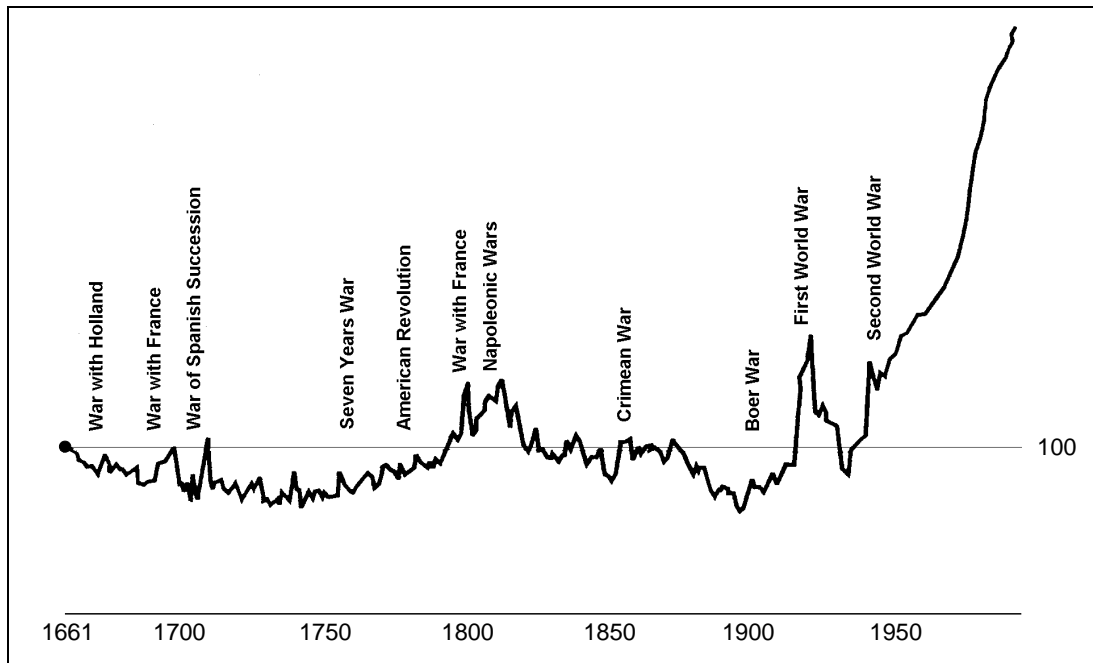


Abbildung 4: Verbraucherpreise in England (1661 = 100, semi-logarithmische Skala)<sup>120</sup>

Auch die Direktoren der Bank von England gingen von unterschiedlichen Prinzipien der Notenausgabe in beiden Regimes aus: Im ersten Fall müsse der Goldpreis und der Wechselkurs stabil gehalten werden, im zweiten Fall sollte sich die monetäre Expansion nach der Menge "guter", realwirtschaftlich gedeckter Handelswechsel richten: "A bank, under prudent management, might issue notes in proportion to the demands made on it, and without taking into account the rate of exchange and the price of guineas; always provided that the notes were issued in exchange for real and convertible assets, such as commercial bills of undoubted solidity [...] based on actual commercial transactions."<sup>121</sup>

<sup>120</sup> Datenquelle: The Economist, 22.2.1992, 68.

<sup>121</sup> Andréadès 1909: 216, vgl. 221ff, Bagehot 1873: 54f, 86f, Clapham 1944b: 24f, Schumpeter 1954: 862ff, Kindleberger 1984: 61. Dieses Banking-Argument, wonach eine Ausdehnung der Notenausgabe bei einem solide begründeten "Bedarf" der Wirtschaft erlaubt und sogar geboten sei, hat in der Geschichte der Notenbankdoktrinen eine lange Tradition. Noch hundert Jahre später argumentierte Reichsbankpräsident Havenstein, daß eine Zentralbank, die "wirtschaftlich berechnete und notwendige Kredite gibt, die der Produktion und dem Warenumsatz dienen", keine "künstliche Kaufkraft" schaffe (zitiert nach James 1998: 51). Die Reichsbank glaubte – gestützt auf die angebliche Relevanz einer Unterscheidung zwischen Handels- und Finanzwechseln – fest an die Real-Bills-Doktrin, brüstete sich inmitten der deutschen Hyperinflation mit der Leistungsfähigkeit ihrer 30 Papierfabriken und begründete ihre Diskontpolitik mit ihren "Pflichten gegenüber der deutschen Wirtschaft" und mit der Versicherung, sie reagiere ja nur auf die zunehmende Geldnachfrage (vgl. James 1998: 46, 50). Auch die amerikanische Notenbank glaubte noch 1923, daß das Kreditvolumen dann nicht exzessiv sein könne, wenn es "productive uses" finanziere (vgl. Friedman/Schwartz 1960: 253). Wie sein Lob an

Damit war die Bank auf die Banking-Position eingeschwenkt, die von der Mehrheit im Bullion Committee scharf kritisiert wurde: Die Banking-Lehre verwechsle Geld und Kapital (bzw. Kredit); sie übersehe, daß eine zusätzliche Kreditvergabe eben nicht nur eine Finanzierung für den betreffenden Investor, sondern auch eine Vermehrung der umlaufenden Geldmenge bedeute, insbesondere wenn die Noten aufgrund der Inkonvertierbarkeit nicht zur Bank zurückfließen. Diese Inkonvertierbarkeit wiederum bedeute, daß die Funktion des Wertstandards praktisch nicht mehr vom Gold, sondern vom Papiergeld wahrgenommen werde, "a circulating medium whose value varied only in proportion to its quantity". Das Kriterium, an dem man eine Überemission von Noten zu messen habe, sei ganz eindeutig: "*The only real test is to be found in the state of the foreign exchanges and the price of bullion.*"<sup>122</sup>

Das Faktum, daß Kriterien und Orientierungshilfen der Notenemission im Regime einer Papierwährung sich gar nicht von denen einer voll konvertiblen Goldwährung unterscheiden, war offensichtlich vielen Zeitgenossen nicht einsichtig. Die praktische Bindung des Geldes an eine reale Deckung hatte die Akteure in Markt, Politik und Wissenschaft möglicherweise dazu verführt, in dieser Deckung das Wesen nur *dieser* Währung zu erkennen, so daß nach dem Übergang zu einem anderen Regime mit einer inkonvertiblen Währung scheinbar die bislang in der Geldordnung geltenden Zwänge nun nicht länger zu beachten seien.

Auch Ricardo unterstützte die Position des Bullion Committee und forderte eine Verringerung der Notenemission, so daß nach einer Phase der Preis- und Wechselkursanpassung die Goldeinlöseverpflichtung der Noten wieder aufgenommen werden könne. Von politischer Seite wurde dieser Schritt jedoch – im Interesse größerer Handlungsspielräume angesichts militärischer Konflikte – noch ein Jahrzehnt hinausgezögert. Derartige Konflikte zwischen theoretischen Erkenntnissen und politischen Zwängen haben in der Geschichte der Geldpolitik immer eine große Rolle gespielt. Clapham gesteht zu, daß die Direktoren der Bank von England teilweise schlechte Ökonomen waren, aber viele Kritiker der Bank seien politisch naiv gewesen. "Ricardo, who had made a fine fortune by dealings in war issues, wrote as from an ivory tower in a time of untroubled peace."<sup>123</sup> Erst 1819 wurde die Rückkehr zur Goldwährung im Jahre 1821 eingeleitet (erste Peelsche Bankakte). In der Zwischenzeit war freilich die Inflation weiter gestiegen; das Ausmaß der – für die Rückkehr zum alten Goldkurs nötigen – Deflation führte zu einer so starken realen Aufwertung der staatlichen Schuldenlast, daß sich Ricardo von dieser Entscheidung nun distanzierte. Auch Mill sah diese Aufwertung der Staatsschuld; er hielt jedoch die Rückkehr zum Gold für geboten, um das langfristige Vertrauen der Vermögensbesitzer nicht zu enttäuschen.<sup>124</sup>

---

Fullarton wegen dessen Erkenntnis der Bedeutung der "Kreditgewährung für produktive Zwecke" zeigt, hatte auch Schumpeter (1970: 75) schon aus normativen Gründen einen Hang zur Banking-Theorie, indem er die *Aufgabe* des Banksystems zur Entwicklungsfinanzierung betonte.

<sup>122</sup> Andréadès 1909: 224, 227, vgl. 212f, 226f, Clapham 1944b: 22. Es mag als Beleg für den tiefsitzenden Metallismus klassischer Ökonomen gelten, daß Andréadès selbst (1909: 223) im gleichen Atemzug den Anhängern der Banking-Lehre vorwirft, sie würden fälschlicherweise nicht länger das Gold in der Rolle des Wertmessers sehen und glauben "that the paper money was the real measure of all commodities and that gold was only one of those commodities whose value is determined by reference to this invariable and universal standard". Diese kritisierte Position ist aber im Lichte der Analyse des Bullion Committee im Hinblick auf den Wandel des Wertstandards für sich genommen völlig korrekt.

<sup>123</sup> Clapham 1944b: 28.

<sup>124</sup> Vgl. Ricardo 1810, Mill 1871: 553ff, Andréadès 1909: 235ff, Kindleberger 1984: 62f.

Dieser Wiedereinstieg in den Goldstandard war die falsche Antwort auf eine richtig gestellte Frage. In der Tat ist die Sorge um die Wertstabilität der Währung ein vorrangiges Problem einer jeden Geldpolitik. Aber es war in den zurückliegenden zwei Jahrzehnten zumindest phasenweise durchaus gelungen, dieses Ziel ohne ein explizites Konvertibilitätsversprechen zu erreichen. Das Bullion Committee hatte indirekt den Weg zu einem für damalige Verhältnisse modernen strategischen Konzept gewiesen, das in erster Linie auf eine *Knapphaltung* der Geldmenge setzte, die im Prinzip auch ohne Goldbindung umsetzbar gewesen wäre. Die Rückkehr zur Politik einer effektiven Goldpreisgarantie war möglicherweise als vertrauensbildende Maßnahme durchaus sinnvoll – sie markierte jedoch auch einen Rückschritt im Verständnis des Bankwesens und in der Theorie der Geldpolitik, der sich in den nun folgenden heftigen Debatten um die metallistischen Grundlagen des Geldwesens dokumentierte.

### Von Palmer's Rule zu Peel's Act: Die Trennung von Geld und Kredit

It is the duty of every bank and most of all a central bank to be rich.

*Richard S. Sayers*<sup>125</sup>

Die Waffe zur Verteidigung der Goldreserve ist die Einengung des Kredits.

*Ralph G. Hawtrey*<sup>126</sup>

There was a lag in understanding the need to have the money supply inelastic in the long run but elastic in the short.

*Charles P. Kindleberger*<sup>127</sup>

Die Verpflichtung zur Wiederaufnahme der Barauszahlungen ließ nach wie vor Fragen der Notenmenge und der Reservequote ungeregelt. Zudem schien die Bank von England einiges von dem praktischen Wissen vergessen zu haben, das sie sich in den Zeiten erarbeitet hatte, als sie sich noch aktiv um die Verteidigung ihrer Goldreserve zu bemühen hatte: Denn bereits in der Krise von 1783 wurde der gefürchtete "external drain" erstmals mit einer – mengenmäßigen – kreditpolitischen Restriktion beantwortet. "The directors had noticed that if the issues could be restricted even for a short time, the coin, instead of being exported, flowed back even more quickly than it had been withdrawn; they had thus arrived at the following rule: 'That while a drain of specie is going on their issues should be contracted as much as possible, but that as soon as the tide has given signs of ceasing, and turning the other way, it was then safe to extend their issues freely'."<sup>128</sup>

Diese Lektion schien die Bank nun vergessen zu haben. Nach der Selbstverpflichtung auf die Goldbindung geriet sie praktisch alle zehn Jahre an den Rand des Bankrotts. Sie war zudem nicht nur Opfer, sondern – nicht nur nach Meinung von Mill – zugleich auch Verursacher fundamentaler Instabilitäten. "For nearly half a century there never has been a commer-

<sup>125</sup> Sayers 1936: 27.

<sup>126</sup> Hawtrey 1926: 96.

<sup>127</sup> Kindleberger 1984: 90.

<sup>128</sup> Andréadès 1909: 158, vgl. Vilar 1960: 286.

cial crisis which the Bank has not been strenuously accused either of producing or of aggravating."<sup>129</sup> Die Bank von England neigte nach Meinung ihrer Kritiker dazu, konjunkturelle Boomphasen zu lange zu finanzieren; teilweise heizte sie die Spekulation noch durch niedrige Zinsen an und trieb die renditehungrigen Anleger in immer riskantere Projekte; in der Finanzwelt kursierte der Spruch "John Bull can stand many things but he cannot stand 2 per cent". Importüberschüsse und der Zusammenbruch übersteigter Erwartungen lösten dann schließlich einen "run" auf die Bank aus, nachdem die Notenausgabe trotz schrumpfender Reserven zu lange aufrechterhalten worden war. "A more miserable history can hardly be found than that of the attempts of the Bank [...] to keep a reserve and to manage a foreign drain between 1819 [...] and the year 1857."<sup>130</sup>

Eine derartig pauschale Kritik des Verhaltens der Bank von England verdeckt allerdings, daß ihre Position im Finanzmarkt und ihr Selbstverständnis in diesen Jahrzehnten substantiellen Veränderungen unterworfen war. Häufig wird auch übersehen, daß ihre Geschäftspolitik nach 1820 zunächst durchaus von einem Gefühl der Verantwortung für die Stabilität des Geldsystems geprägt war. Seinen institutionellen Ausdruck fand dies in der (von Bankdirektor Palmer durchgesetzten) Regel, wonach die Goldreserve ein Drittel und verzinsliche Titel zwei Drittel der Bankaktiva ausmachen sollten. Der letztgenannte Posten sollte dabei absolut fixiert sein (und darüber nicht zuletzt das Zinseinkommen der Bank stabilisieren), so daß Schwankungen des Notenumlaufs von gleichgerichteten Veränderungen der Goldbestände begleitet waren. Dies impliziert, daß das Publikum – und nicht die Bank – die Notenmenge bestimmt, indem die Marktakteure zwischen Noten und Münzen wählen.

Der entscheidende Punkt dieses Konzepts war jedoch, daß die Bank etwaige Überschüsse ihrer Goldreserve nicht mechanisch zur Abdeckung einer zusätzlichen Kreditexpansion einsetzte, sondern passiv im Bestand hielt. Damit war sie nicht gezwungen, bei späteren Goldabforderungen eine Kreditbeschränkung zu praktizieren, um die Notenmenge zu begrenzen; vielmehr wurde es ihr ermöglicht, in Zeiten einer kritisch angespannten Liquiditätsslage im Finanzmarkt sogar zusätzliche Kredite zu vergeben, um den Druck auf andere Banken zu verringern. Der Geldmengeneffekt von Goldabgaben wurde somit sterilisiert, um gleichsam eine gesamtwirtschaftlich angelegte Funktion eines Lenders of Last Resort auszuüben.<sup>131</sup>

Dieses "gutgemeinte" Konzept ist an einer Reihe von Problemen gescheitert:

- Die Aktionäre der Bank kritisierten den Verlust potentieller Profite, der mit dem Verzicht auf eine aktive Konkurrenz mit anderen Banken im Diskontgeschäft in Zeiten überschüssiger Goldbestände verbunden war. Nicht – wie häufig behauptet – ein übermäßiges privatwirtschaftliches Profitmotiv kennzeichnete die Aktivität der Bank, vielmehr beruhte ihre ansatzweise antizyklische Geschäftspolitik gerade darauf, daß dieses Motiv zeitweilig zurückgestellt wurde.<sup>132</sup>
- Es war in der Praxis schwierig zu diagnostizieren, ob eine nur vorübergehende Finanzmarktanspannung vorlag, die durch die expansive Kreditpolitik der Bank von England überwunden werden konnte, oder aber eine fundamentale Schwäche des Pfund Sterling, die die

<sup>129</sup> Mill 1871: 648, vgl. Andréadès 1909: 404.

<sup>130</sup> Bagehot 1873: 23, vgl. Andréadès 1909: 248ff, 261f, 267f, 314, 330ff, Clapham 1944b: 200, Laidler 1991: 21. Stadermann (1994: 55ff, 71ff) spricht von den "Lehrjahren der Bank von England".

<sup>131</sup> Vgl. Mill 1871: 661, Andréadès 1909: 257, 279, Schumpeter 1954: 852, Kindleberger 1984: 89.

<sup>132</sup> Darauf hat in jüngerer Zeit insbesondere Ziegler (1990: 81, 1993) aufmerksam gemacht.

Bank selbst der Gefahr des Bankrotts aussetzte. Regelmäßig erkannte die Bank diese Gefahr zu spät und verschärfte dann die Situation, indem sie – um sich selbst zu retten – die Ausleihungen bremste.

- Zwar hatte die Bank 1833 die Freiheit zu einer stabilisierenden Zinspolitik erhalten, als die gesetzliche Obergrenze von 5 % für den Diskontsatz aufgehoben wurde. Jedoch nutzte sie diese neue Möglichkeit anfangs nur zögerlich; der Diskont wurde in Krisenzeiten zu spät und zu wenig angehoben. Erst ab Mitte des 19. Jahrhunderts wurde die Zinspolitik zunehmend flexibler eingesetzt (*Abbildung 5*).

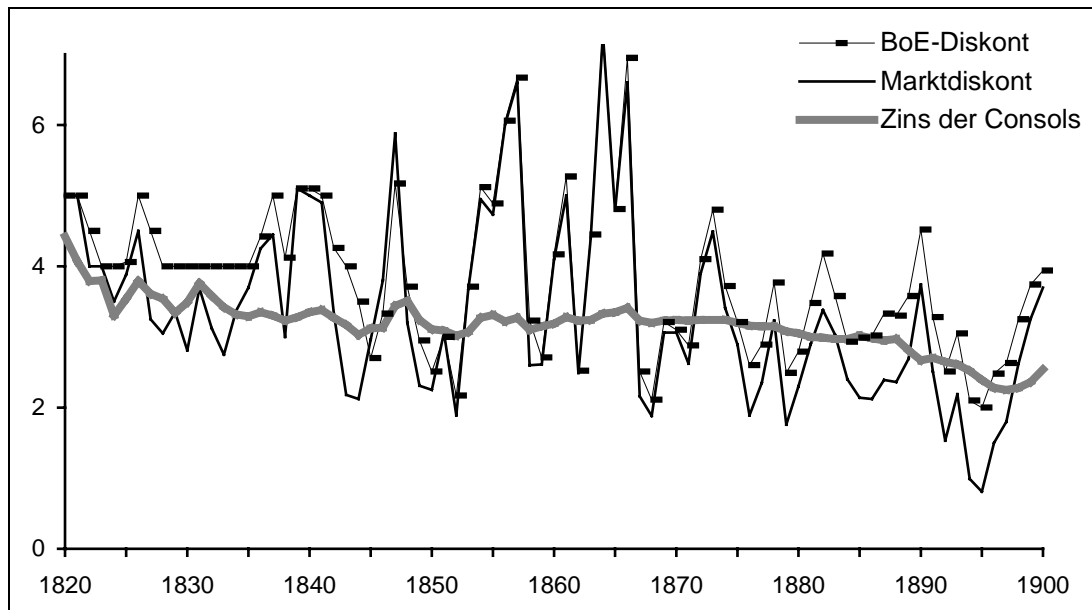


Abbildung 5: Zinsentwicklung in England im 19. Jahrhundert<sup>133</sup>

Nach den Krisen von 1825-26 und 1836-39 wurden von politischer Seite Schritte eingeleitet, um auf dem Wege einer *institutionellen Regelbindung* eine monetäre Stabilisierung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung sicherzustellen. Lord Overstone wies auf die Doppelaufgabe der Bank von England hin: zum einen die Geldversorgung der Volkswirtschaft zu regulieren, zum anderen wie eine Privatbank ein Kreditgeschäft zu betreiben. Bilanztechnisch läßt sich dieser Widerspruch so auf den Punkt bringen: Im ersten Fall variiert die Notenmenge mit der Reserve, im zweiten mit der Kreditvergabe. Man könne eben nicht verlangen, daß eine Bank auf ein profitabel erscheinendes Kreditgeschäft im Boom verzichte. Palmer's Rule sei deshalb nicht von einer einzigen Institution zu erfüllen. Damit ergab sich naheliegenderweise die Forderung, die Bank von England in zwei Abteilungen aufzuspalten.<sup>134</sup>

Diese Forderung wurde mit der zweiten Peelschen Bankakte von 1844 umgesetzt. Dem Issue Department wurde die ordnungspolitische Aufgabe der Notenemission zu einem festen

<sup>133</sup> Daten aus Homer 1977: 181ff. Der Vergleich mit *Abbildung 3* zeigt, daß im 19. Jahrhundert die kurzfristigen Zinsen die wechselnden Liquiditätskonstellationen im Markt widerspiegeln, während die langfristigen Consolzinns auch in Krisenzeiten weniger schwankten (dies gilt allerdings nicht für die Zinsen privater langfristiger Schuldtitel). Der sinkende Trend der langfristigen Zinsen muß vor dem Hintergrund einer bis 1895 anhaltenden Deflationstendenz gesehen werden (vgl. *Abbildung 4*).

<sup>134</sup> Vgl. Loyd 1844, Andréadès 1909: 273, 279ff, 292, 299, Clapham 1944b: 172ff.



Goldkurs übertragen. Das primäre Ziel war dabei die Sicherung einer ausreichenden Reserve, um die außenwirtschaftliche Zahlungsfähigkeit des Landes zu gewährleisten. Ein Grundkontingent an Noten war praktisch durch ein bestimmtes (d.h. das zufällig 1844 bestehende!) Volumen an Staatskrediten fixiert und "gesichert"; die darüber hinausgehende Emission mußte vollständig durch Goldbestände gedeckt sein (marginale Deckungsquote von 100 %). Das Banking Department konnte dagegen das normale Geschäft einer Privatbank betreiben. Ihre Reserve bestand aus Noten, die in erster Linie durch den Verkauf von Wertpapieren am offenen Markt oder durch die Einwerbung ausländischer Einlagen (mit nachfolgender Refinanzierung beim Issue Department über die Abtretung der Devisenansprüche) zu beschaffen waren. Die übrigen Geschäftsbanken, deren Notenausgabe stark beschränkt wurde und danach ganz verschwand, hielten wiederum Reserve- und Arbeitsguthaben beim Banking Department (Tabelle 4).

*Issue Department*

	1844	1903		1844	1903
Goldmünzen und -barren	14,4	32,2	Noten	28,4	50,6
Staatskredite	11,0	11,0			
Andere Wertpapiere	3,0	7,4			

*Banking Department*

	1844	1903		1844	1903
Gold- und Silbermünzen	0,9	2,1	Depositen	13,3	44,4
Noten	8,2	22,0	Eigenkapital / Rücklage	18,2	18,4
Staatskredite	14,6	17,0			
Andere Wertpapiere	7,8	21,7			

Tabelle 4: Bilanz der Bank von England in Mio. Pfund<sup>135</sup>

Das Konzept einer Trennung der Geld- und Kreditversorgung einer Volkswirtschaft war seit der "Erfindung" des Geldes die bedeutendste praktische Innovation in der Geschichte der Geldwirtschaft. Eine einheitliche (Monopol-) Währung erlaubt in mikroökonomischer Sicht die volle Ausschöpfung der externen Effekte der Geldverwendung; zugleich wird das Problem der makroökonomischen Stabilität dieser Währung von den aggregativen Effekten des privatwirtschaftlichen Kreditgeschäfts entkoppelt. Die Geschäftsbanken verfolgen ihr Gewinnziel, agieren dabei aber selbst unter der Nebenbedingung einer Liquiditätsbeschränkung. "Die Hierarchisierung des Bankensystems ermöglicht eine Kombination von Zentralisierung und Dezentralisierung: von Zentralisierung des Mediums Geld und von Dezentralisierung der Entscheidung über Operationen."<sup>136</sup>

<sup>135</sup> Vgl. Andréadès 1909: 290, 296ff, 305ff. Aggregiert man die Bilanzen beider Abteilungen, so erhöhte sich im angegebenen Zeitraum der Anteil der Goldreserve an allen Aktiva von 30 % auf 38 %. Die Golddeckungsquote der Noten (und Depositen) stieg von 76 % (46 %) auf 120 % (47 %). Damit war die Bank von England zu Anfang des 20. Jahrhunderts faktisch zu einer Depositenbank nach dem Muster der Bank von Amsterdam geworden.

<sup>136</sup> Luhmann 1988: 146f, vgl. De Grauwe 1996: 6.

Lutz drückte das "Grundproblem der Geldverfassung" so aus, daß die Kreditseite der Bankbilanzen wettbewerbsmäßig über den Markt, die Geldseite jedoch nach volkswirtschaftlichen Gesichtspunkten "von oben" organisiert werden müsse.<sup>137</sup> Die Tatsache, daß damit dem Staat bzw. einer staatlich kontrollierten Notenbank eine gesamtwirtschaftliche Verantwortung zugeschoben wurde, hat später Versuche zur Ausnutzung dieser Machtstellung im Interesse allgemeiner wirtschaftspolitischer Ziele provoziert. Das unmittelbare Problem war jedoch, daß die Zweiteilung der Bank von England keineswegs per se ein funktionsfähiges zweistufiges Banksystem entstehen ließ.

Die direkte Folge des Gesetzes von 1844 war, daß sich die Bank von England nahezu vollständig von der Last der Verantwortung für die Stabilität des Finanzsystems befreit fühlte. Die Währungssicherung war nun scheinbar gesetzlich und automatisch geregelt; dem Issue Department war jeglicher Ermessens- und Entscheidungsspielraum genommen (und es degenerierte dementsprechend in der Folgezeit zu einem bloßen Kassenschalter). Die Aufgabe des Lenders of Last Resort wurde jedoch auch nicht vom Banking Department wahrgenommen, das vielmehr die gesamtwirtschaftlichen Aspekte und Konsequenzen des Bankgeschäfts ganz im Sinne des Gesetzgebers beim Issue Department angesiedelt sah und seinerseits im Kredit- und Diskontgeschäft den Wettbewerb zu den anderen Aktienbanken aufnahm, die zwischenzeitlich gegründet worden waren. Die Bank rückte nun das Rentabilitätsziel und nicht die Liquiditätssicherung für das Banksystem in den Vordergrund und meldete sich mit Diskontsenkungen als Konkurrentin auf dem Geldmarkt zurück (*Abbildung 6*). Entgegen ihren (hier wohlmeinend unterstellten) Intentionen hatten die geldpolitischen Reformer keine Zentralbank *geschaffen*, sondern die vorhandenen Ansätze zu einem Zentralbankverhalten zunächst einmal *beseitigt*.<sup>138</sup>

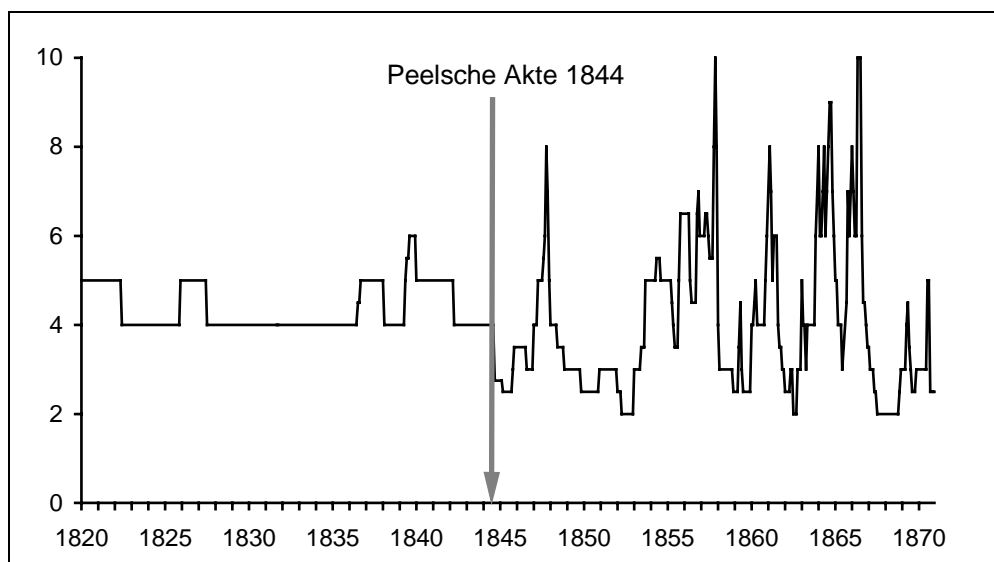


Abbildung 6: Diskontsätze der Bank von England (monatlich)<sup>139</sup>

<sup>137</sup> Lutz (1936: 29ff) unterstreicht diese normative Aufgabenzuweisung allerdings mit der historisch-empirisch verzerrten These, daß das Geld jahrhundertlang durch den Staat geschaffen worden sei, bevor sich dann im 19. Jahrhundert die "Fehlentwicklung" einer Geldschöpfung als Reflex der Kreditgewährung herausgebildet habe.

<sup>138</sup> Vgl. Ziegler 1990: 22ff, 39, 82f, Ziegler 1993, Andréadès 1909: 314, Clapham 1944b: 190.

<sup>139</sup> Daten aus Clapham 1944b: 429ff.

Es überrascht deshalb nicht, daß das englische Banksystem in den Jahren 1847, 1857 und 1866 von weiteren schweren Krisen getroffen wurde. Ihr Verlauf unterschied sich allerdings vom Muster früherer Krisen. Nachdem die Noten der Bank von England 1833 zu gesetzlichen Zahlungsmitteln erklärt worden waren und ihre prinzipielle Einlösbarkeit nun praktisch als gesichert galt, richtete sich die Liquiditätspräferenz der Marktakteure in kritischen Situationen nicht mehr in erster Linie auf Gold, sondern auf die Noten selbst. Die Konvertibilität der Noten sicherte keineswegs Konvertibilität des Buchgeldes. So konnte (wie 1847 geschehen) eine Situation eintreten, in der das Banking Department mangels eigener Reserven dem Markt keine weiteren Noten auszahlen konnte, obwohl die Keller des Issue Department mit Gold gefüllt waren. Hier zeigte sich die offensichtliche Paradoxie des Bankgesetzes: Hawtrey bezeichnete es als Binsenweisheit, "daß Goldreserven dazu da sind, um *gebraucht* zu werden. Es ist sinnlos, eine Regel aufzustellen, um die Anhäufung einer Goldreserve zur Deckung der Währungsgeldausgabe zu sichern, wenn nicht im Falle dringenden Bedürfnisses dieses Gold als letzte Zuflucht freigegeben werden kann."<sup>140</sup>

Wenn andererseits Gold (zumeist ins Ausland) abfloß, verringerte sich die verfügbare Notenreserve, weil dabei i.d.R. im Publikum nicht Noten, sondern Depositen gegen Gold substituiert wurden; dies zwang das Banking Department zu einer Kreditrestriktion und erzeugte so einen prozyklischen monetären Effekt. Prinzipiell entsprach die Notenverknappung dem hinter der Bankakte stehenden Gedanken, wonach durch die strikte Bindung der Noten- an die Goldmenge eine Stärkung der automatischen Anpassungskräfte nach dem Modell von Hume erhofft wurde: Bei Goldabflüssen sollte nicht länger eine kompensierende Notenausgabe die (angeblich) stabilisierende Preisniveausenkung hinauschieben. Allerdings war wohl den meisten Bankpraktikern klar, daß es viel zu lange dauern würde, bis ein anfänglicher Reserveverlust über eine nominale Kontraktion zu einer Verringerung der Notennachfrage führen würde: "A drain might be sudden and a price fall slow."<sup>141</sup> Schließlich läßt sich das der Bank von England verpaßte "Korsett" auch allgemein als ein Hilfsmittel verstehen, überhaupt das Entstehen von Krisen auszuschließen, indem durch die starre Begrenzung der Notenausgabe schon jegliche Übersteigerung eines Aufschwungs verhindert wird.<sup>142</sup>

---

<sup>140</sup> Hawtrey 1926: 71, vgl. Schumpeter 1954: 887n, Laidler 1991: 22f, Ziegler 1993.

<sup>141</sup> Clapham 1944b: 195, vgl. Andréadès 1909: 274, 322.

<sup>142</sup> Die Idee einer prophylaktischen Krisenvermeidung wurde in der Folgezeit zu einem Topos, der in Theorie und Praxis der Geldpolitik bis heute einen zentralen Stellenwert einnimmt. Der Gedanke findet sich in Hayeks Disproportionalitätstheorie der Wirtschaftskrisen wieder und liegt letztlich auch dem Konzept einer potentialorientierten Geldmengensteuerung zugrunde. Es scheint gegenwärtig weniger denn je klar, wie man Keynes' (1936: 272f) Ratschlag erfüllen kann: "Das richtige Heilmittel für den Konjunkturzyklus liegt nicht darin, daß wir die Aufschwünge abschaffen und somit dauernd in einer Halbstockung verharren, sondern darin, daß wir die Stockungen abschaffen und uns somit dauernd in einem Quasi-Aufschwung halten."

## Die Currency-Banking-Kontroverse um die Elastizität des Geldangebots

Let us have notes [...]. We don't mean, indeed, to take notes, because we shall not want them; only tell us that we can get them, and this will at once restore confidence.

*Aus einer Parlamentsdebatte 1847*<sup>143</sup>

One depositor can get metal, but all cannot, therefore deposits are not money.

*Lord Overstone*<sup>144</sup>

Banknoten [...] waren ein Geldpapier, das widerrechtlich die Rolle von Papiergeld usurpiert hatte und nunmehr gezwungen werden mußte, sich wie gesetzmäßiges Goldgeld zu verhalten. Damit ist die ganze Philosophie des Peelschen Gesetzes umschrieben.

*Joseph A. Schumpeter*<sup>145</sup>

Befürworter und Anhänger der Peelschen Bankakte (die i.d.R. auch schon die Position des Bullion Committees mitgetragen und unterstützt hatten), werden zur sog. Currency-Schule gerechnet. Diese beruft sich im Kern auf die Quantitätstheorie, die den internen und externen Geldwert an der Menge des Geldes festmachte. Essentiell notwendig für diese Theorie ist eine klare *Gelddefinition* sowie ein Verständnis des *Transmissionsmechanismus* zwischen Geldmengenänderungen und damit einhergehenden gesamtwirtschaftlichen Vorgängen. An beiden Punkten zeigten sich Schwächen der Currency-Schule:

- Zum Geld wurden Münzen und Noten der Bank von England gerechnet; diese Banknoten sollten nach Ricardo und Lord Overstone aber kein Papiergeld, d.h. kein Kreditzahlungsmittel sein, sondern Gold vertreten. Dieser Geldbegriff erschien vielen Beobachtern als obsolet, als 1833 private Aktienbanken *ohne* Notenausgaberecht in London zugelassen wurden. Gerade diese im Interesse der besseren Steuerbarkeit der Geldmenge betriebene Regulierung förderte eine enorme und unkontrollierbare Ausweitung der Zahlungen mittels Schecks und Überweisungen<sup>146</sup> – dies ist das bis heute gültige typische Muster von Finanzinnovationen, die auf eine Beschränkung bei der Verwendung eines bestimmten Geldmediums reagieren: "Fix any  $M_i$  and the market will create new forms of money in periods of boom to get around the limit and create the necessity to fix a new variable  $M_j$ ."<sup>147</sup>
- Die These einer Stabilisierung der monetären Entwicklung über die Kontrolle eines eng de-

<sup>143</sup> Zitiert nach Andréadès 1909: 336n.

<sup>144</sup> Lord Overstone 1857, zitiert nach Kindleberger 1984: 85.

<sup>145</sup> Schumpeter 1954: 855.

<sup>146</sup> "Daß die praktische Umsetzung dieser abstrusen [Currency-] Theorie nicht zu einem sofortigen Zusammenbruch des britischen Währungssystems führte, lag an ihrem naiven Geldmengenverständnis. Indem die Einlagen bei den Geschäftsbanken und damit die Zirkulation von Schecks (und Wechseln) keinerlei Restriktionen unterworfen waren, war ein an den Erfordernissen des Zahlungs- und Kreditverkehrs angepaßtes Geldmengenwachstum nicht prinzipiell ausgeschlossen" (Ziegler 1993: 479, vgl. Andréadès 1909: 275, 301, Lutz 1936: 39ff, Schumpeter 1954: 849, 855, Claassen 1970: 25ff, Kindleberger 1984: 85).

<sup>147</sup> Kindleberger 1978: 58.

finierten Geldaggregats hätte über den Nachweis der Konstanz einer dazu korrespondierenden Umlaufgeschwindigkeit gestützt werden müssen. Zu der Beziehung zwischen Noten und Depositen gab es jedoch von Seiten der Currency-Schule schon konzeptionell nur vage Andeutungen. Der Geldmultiplikator war weder analytisch bekannt noch empirisch konstant. Die Quantitätstheorie wurde noch im Gewand eines Stromgrößenkonzeptes präsentiert. Ansätze zum Verständnis der Umlaufgeschwindigkeit als einer Stock-Flow-Relation finden sich erst bei Mill. Aber selbst er meinte immer noch betonen zu müssen, daß von dem "gehorteten" Teil der Geldmenge keine Nachfrage- bzw. Preiswirkungen ausgingen. Er sah die eigentlich treibende Kraft der Ausgabebetätigkeit im Kredit, während die Geldmenge einen eher passiven, endogenen Charakter erhielt.<sup>148</sup>

Die Currency-Schule erfaßte so nicht, daß ein Boom sich auch ohne eine übermäßige Notenemission entwickeln konnte. Eben dies war denn auch der Haupteinwand der Banking-Schule, in der sich die Kontrahenten des Peelschen Gesetzes sammelten: Um die Konjunktur über eine *quantitative* Begrenzung der Zahlungsmittel zu steuern, hätte man auch die Bankdepositen (und danach wohl weitere Geldsubstitute) einer Kontrolle unterwerfen müssen. Grundsätzlich aber hielt die Banking-Schule eine Regulierung und Beschränkung des Notenumlaufs auch für unnötig – zumindest solange, wie es sich um voll konvertible Banknoten handelte. Man beachte, daß nicht länger (wie noch in der Bullion-Kontroverse) eine Deckung der Noten durch "gute" Handelswechsel für ausreichend befunden wurde. Auch die Banking-Schule stand zum Goldstandard und sah in uneinlösbarem Papiergeld durchaus Gefahren für den Geldwert.

Beide Schulen differierten also weniger in den grundsätzlichen Zielen der Währungspolitik, sondern in kategorialen und empirischen Fragen des Geldbegriffs sowie in ihrer Einschätzung, welche Art der Regelbindung im Interesse der Währungsstabilität notwendig sei.<sup>149</sup> Die Banking-Schule spielte dabei eher den liberalen Part, hielt die ordnungspolitische Entscheidung zugunsten der Goldkonvertibilität für ausreichend und forderte im übrigen, die Bank von England solle sich zu ihrer faktischen Rolle als "Bank der Banken" bekennen. Die Currency-Schule wollte eine (letztlich ad hoc und insoweit unbegründet) gewählte Begrenzung der Notenmenge durchsetzen. Aufgrund der Mängel *beider* Ansätze gibt es aus der Retrospektive keinen Sieger in der Currency-Banking-Debatte:

Die der Currency-Schule verpflichtete Bankpolitik scheiterte praktisch an dem Umstand, daß ein Banksystem – insbesondere bei einer um sich greifenden Unsicherheit – eine elastische Geldversorgung in dem Sinne benötigt, daß das Publikum *bei jeder durch den Zins vorgegebenen Liquiditätsanspannung des Marktes* die freie Möglichkeit behält, zwischen Bar- und Buchgeld (Noten und Depositen) zu wechseln. Die angebotsseitige Vorgabe einer starren Relation zwischen Gold und Noten ist disfunktional: Sie sichert keine monetäre Stabilität im Aufschwung, da hier Kredit- und Depositenvolumen gleichgerichtet expandieren; sie steigert die Nervosität und Liquiditätspräferenz des Marktes in der Krise, wenn eine massive Portfoliumschichtung in "sichere" Aktiva auftritt. Anders ausgedrückt: Eine absolute Fixierung des Geldangebots destabilisiert die Geldnachfrage. "Any notion that money is not to be had, or that it may not to be had at any price, only raises alarm to panic and enhances panic to mad-

---

<sup>148</sup> Vgl. Mill 1871: 496, 524ff, 651ff, Schumpeter 1954: 860f, 887, Laidler 1991: 14ff.

<sup>149</sup> Vgl. Schumpeter 1954: 886ff, Laidler 1991: 36.

ness."<sup>150</sup>

Currency- und Banking-Schule stehen insoweit in der quantitätstheoretischen Tradition, als sie eine Parallelbewegung der zentralen Nominalvariablen Löhne, Preise und Geldmenge postulieren. Der zuweilen geäußerten Einschätzung, der quantitätstheoretische Gehalt der Currency-Schule zeige sich in ihrem Versuch zur Etablierung einer exogenen Geldmenge<sup>151</sup>, kann man hingegen kaum folgen. Denn eine solche von der Goldreserve *unabhängige* Bewegung der Geldmenge war erst die Folge der politischen Entscheidung zur *Abweichung* vom Currency-Konzept: Um zu verhindern, daß Geschäftsbanken aufgrund von Illiquidität zusammenbrechen, sah sich die Regierung des öfteren gezwungen, der Bank von England einen "Freibrief" auszustellen, der es dem Issue Department erlaubte, temporär die Notenemission über die vom Goldbestand gesetzte Menge hinaus zu steigern, so daß die Bargeldnachfrage der Banken und des Publikums befriedigt werden konnte. Interessanterweise war es dann meist gar nicht mehr notwendig, die Notenemission tatsächlich in diesem Maße auszuweiten, da schon die Nachricht über die Aufhebung der Emissionsgrenze den Markt beruhigte: "The publication of the Chancellor of the Exchequer's letter had a magical effect. The certainty that money could be got took away all desire to have it".<sup>152</sup>

Faktisch wurde so – was von Peel, Lord Overstone und Mill bereits frühzeitig vorausgesehen bzw. zugestanden worden war – die *Regierung* zum eigentlichen Lender of Last Resort. Diese flexible Handhabung einer Regelbindung bescherte der Peelschen Bankakte zwar ein langes Leben (bis 1928), weil man sie im Ernstfall einfach außer Kraft setzte – aber dies verführte die Bank von England noch 1857 dazu, ihre teilweise unangemessene Geschäftspolitik in Erwartung dieses "Freibriefes" zunächst fortzusetzen, und beließ die grundsätzliche Verantwortung für die makroökonomische und finanzielle Stabilität lange in politischen Händen. Das anfängliche Verfahren, mit einem Untersuchungsausschuß Notwendigkeit und Wirkungen des "Freibriefes" zu klären, galt jedoch bald als überflüssig. "The principle of having a rule but breaking it if one had to was so widely accepted that after the suspension in 1866 there was no demand for a new investigation. [...] Hard-and-fast rules were agreed not to be workable".<sup>153</sup>

Infolge der praktischen Institutionalisierung des Currency-Prinzips kam andererseits die Banking-Schule gar nicht erst in die Gelegenheit zu erfahren, daß ihr Grundsatz einer bloßen Einlösbarkeit von Banknoten keineswegs monetäre und gesamtwirtschaftliche Stabilität garantiert. Sie propagierte einen bloßen Automatismus, der keine operationalisierbaren Kriterien für die praktische Bankpolitik liefert:

- Jedes Einlösungsversprechen signalisiert dem Markt, daß es "hinter" der verwendeten eine bessere Währung gibt. Dies erzeugt in Krisenzeiten ein Drängen in dieses "letzte" Geld. Insofern ist die als vertrauensbildende Maßnahme gedachte Selbstbindung disfunktional, weil sie selbst den Anlaß provoziert, um ihre Effektivität zu testen. Im übrigen reicht selbst eine hundertprozentige Notendeckung (das sog. Currency Board) nicht zur Marktberuhigung aus, weil

<sup>150</sup> Bagehot 1873: 28, vgl. Ziegler 1993: 482n.

<sup>151</sup> Vgl. Blaug 1995.

<sup>152</sup> Andréadès 1909: 336, vgl. 353ff, Hawtrey 1926: 76, Clapham 1944b: 209f, Kindleberger 1984: 91f, Laidler 1991: 22f.

<sup>153</sup> Kindleberger 1978: 164, vgl. 163, Mill 1871: 662ff, Andréadès 1909: 329, 343ff, Schumpeter 1954: 887n, Ziegler 1990: 118, Born 1993: 190.

gerade das vom Banking-Ansatz betonte Buchgeld (die Bankdepositen) ungedeckt bleibt.

- Gilt die Einlösbarkeit in beiden Richtungen, so ist die Notenbank zum unbegrenzten Ankauf von Gold (und Devisen) verpflichtet, was unerwünschte Zins- und Preiswirkungen zeitigen kann (das Problem des Inflationsimports bei festen Wechselkursen). Für die binnenwirtschaftliche Geldwertstabilität ist es völlig unerheblich, ob die umlaufenden Noten nun einlösbar sind oder nicht. Bezeichnenderweise waren eher Vertreter der Currency- als der Banking-Schule in der Lage, in diesem Punkt die Bedeutung des vermeintlichen Stabilitätsankers einer Goldeinlösung zu relativieren.<sup>154</sup>

Der von der Banking-Schule entwickelte weite Geldbegriff gilt als "modern", weil er auf die graduell unterschiedliche Liquiditätseigenschaft eines breiten Spektrums finanzieller Aktiva abstellt und somit den Innovationsprozeß der Produktdifferenzierung im Finanzsektor reflektiert.<sup>155</sup> Dabei wird letztlich kein grundsätzlicher Unterschied zwischen Bargeld, Depositen, Forderungsrechten und Wertpapieren gesehen – und damit geht die Unterscheidung zwischen Geld und Kredit, die die Currency-Schule mit der Peelschen Akte zumindest zu institutionalisieren versuchte, in der Banking-Schule in analytischer Hinsicht wieder verloren. Auch Schumpeter hat später mit dem Argument, daß man auf einem Anspruch auf ein Pferd nicht reiten, mit einem Anspruch auf Geld aber kaufen könne, bestritten, daß eine objektiv gegebene Geldmenge definierbar sei.<sup>156</sup> Mit der Gleichsetzung von "Geld" und "Ansprüchen auf Geld" eliminiert die Banking-Position jedoch den Zinssatz aus der monetären Theorie.

Die Fragestellung, ob nun Geld "eng" oder "weit" zu definieren ist, geht an der Besonderheit eines zweistufigen Banksystem vorbei: Hier werden die einzelnen Geldfunktionen tendenziell von verschiedenen Geldmedien erfüllt. Wertstandard *und* Zahlungsmittel i.S. einer ultimativen Kontrakterfüllung ist allein Zentralbankgeld. Daneben kann die Zahlungsmittelfunktion von bestimmten Depositen der Geschäftsbanken übernommen werden; dabei handelt es sich formal um Forderungsrechte, die in Einheiten des gemeinsamen Wertstandards festgesetzt werden ("inside money"). Die Übertragung dieser Forderungsrechte wird an Zahlungs Statt akzeptiert, weil das Versprechen einer Einlösbarkeit in Zentralbankgeld ("outside money") als glaubwürdig gilt. Das Publikum geht dabei davon aus, daß die Geschäftsbanken unter einer von der Zentralbank gesetzten Liquiditätsbeschränkung und Kontrolle operieren. Weil und solange die Geschäftsbanken keine Noten auf eigene Rechnung und eigenen Namen herausgeben ("Citibank-Mark"), kann ihnen nicht die Fähigkeit zur Geldschöpfung zuerkannt werden. Die Akzeptanz des "inside money" ist von der Reputation und Akzeptanz des Zentralbankgeldes abgeleitet.<sup>157</sup>

---

<sup>154</sup> Vgl. Andréadès 1909: 318, 386, Burchardt 1985. Die deutsche Reichsbank gelangte erst 1927, nach den Wirren der Hyperinflation, zu einer quantitätstheoretischen Erkenntnis: "Eine starke Vermehrung des Zahlungsmittelumschlages, auch gegen volle Golddeckung, muß nachteilige Wirkungen auf die Preisgestaltung haben" (zitiert nach James 1998: 56).

<sup>155</sup> "The money-quality of assets is something imposed by the business habits of people; it is attached in varying degree to various assets [...]. To label something as 'money', the supply of which is to behave according to rules laid down by legal authority, is to build on shifting sand" (Sayers 1957: 5, vgl. Claassen 1970: 34ff, Laidler 1991: 13f). Dieses Geldverständnis hat nicht nur die englische Neobanking-Schule um Kaldor geprägt, sondern liegt implizit auch populären Redeweisen vom "Plastikgeld" oder "electronic cash" (Kreditkarten bzw. Internetbanking) zugrunde.

<sup>156</sup> Schumpeter 1954: 406, Schumpeter 1970: 233ff.

<sup>157</sup> Vgl. Riese 1995, Issing 1999.

## Die Zinspolitik und das zweistufige Banksystem

As Lord Goschen has remarked, the thing needed above everything in a crisis is cash.

*André Andradès*<sup>158</sup>

We must look first to the foreign drain, and raise the rate of interest as high as may be necessary. Unless you can stop the foreign export, you cannot allay the domestic alarm. The Bank will get poorer and poorer, and its poverty will protract or renew the apprehension. And at the rate of interest so raised, the holders [...] of the final Bank reserve must lend freely. Very high loans at very high rates are the best remedy for the worst malady of the money market when a foreign drain is added to a domestic drain. [...] What is wanted and what is necessary to stop a panic is to diffuse the impression, that though money may be dear, still money is to be had.

*Walter Bagehot*<sup>159</sup>

The essence of central banking is discretionary control of the monetary system. [...] Working to a rule is the antithesis of central banking. A central bank is necessary only when the community decides that a discretionary element is desirable.

*Richard S. Sayers*<sup>160</sup>

Weder Banking- noch Currency-Schule waren in der Lage, den zentralen Stellenwert der Zinspolitik für Theorie und Praxis einer Geldpolitik herauszuarbeiten:

- Dem Banking-Ansatz zufolge werden Menge und Struktur der Zahlungsmittel vom Publikum bestimmt; und es gibt in dieser Hinsicht keine Norm, die die Notenbank mit ihren Aktionen dem Markt aufzwingen kann und sollte. Paßt sich das Banksystem (unter Einschluß der Notenbank) mit seinem Angebot von Finanzaktiva der Marktnachfrage an, wird der Zinssatz – korrespondierend zur mangelnden analytischen Unterscheidung zwischen Geld und Kredit – zu einer nur noch institutionell, nicht mehr markttheoretisch erfaßbaren Größe.<sup>161</sup>
- Gemäß der Currency-Position war die Notenmenge quantitativ an eine Zentralbankreserve zu binden. Die damit verbundenen Zinseffekte wurden wohl gesehen, jedoch war die Idee einer preislichen Steuerung des Verhaltens der Marktakteure noch unterentwickelt. Lange Zeit konnte auch das Instrument des Diskontsatzes nicht flexibel eingesetzt werden.<sup>162</sup>

<sup>158</sup> Andradès 1909: 405.

<sup>159</sup> Bagehot 1873: 27f, 31.

<sup>160</sup> Sayers 1957: 1.

<sup>161</sup> Die moderne Banking-Schule beruft sich in theoretischer Hinsicht auf Keynes' Bemerkungen über den Zins als einer "konventionellen und psychologischen Erscheinung" (1936: 171) und betrachtet die quantitativ unbeschränkte Refinanzierung der Geschäftsbanken zu einem "gegebenen" Diskont als das einzig angemessene Verhalten einer Zentralbank. Eine restriktive Zinspolitik etwa zur Inflationsbekämpfung wird mit Hinweis auf die Dominanz angebotsseitiger Inflationsursachen als wirkungslos abgelehnt (vgl. Kaldor 1985, Moore 1988, Dow/Rodriguez-Fuentes 1998 und kritisch Laidler 1989).

<sup>162</sup> Der aus der Quantitätstheorie entwickelte Monetarismus löst dagegen die Notenemission von der Reservebindung (bzw. fordert flexible Wechselkurse), so daß die Geldmenge exogen steuerbar wird. Der langfristige (Kapital-) Zins gilt ebenfalls als marktbestimmt; allerdings wird aus Sicht der Notenbankpraxis der Zwischenzielcharakter der Geldmenge betont und der kurzfristige Zins als Politikin-



Nicht zuletzt aufgrund dieser Defizite der zeitgenössischen monetären *Theorie* hat sich die Geschäftspolitik der Bank von England aus *praktischen* Erfordernissen heraus weiterentwickelt. Konträr zu der in Peel's Act erkennbaren Intention avancierte auch nicht das Issue, sondern das Banking Department im Laufe der Zeit zu einer Zentralbank heutigen Musters. Dies ist nicht ein später Sieg der Banking-Theorie, sondern eine markttheoretische Konsequenz der Tatsache, daß die dem Issue Department zugeordnete "regelgebundene Geldmengenpolitik" zur Stabilisierung des monetären Systems ungeeignet war. Die anfänglichen Versuche einer *Mengenvariation* bei Kreditvergabe bzw. Notenemission wurden schrittweise durch eine Veränderung der *preislichen* Geschäftskonditionen abgelöst (Tabelle 5): Da eine passive Ausnutzung und Bestätigung der Marktkonstellation die Bank in die Gefahr des Bankrotts brachte (Fall 1), wurde – wie erwähnt – schon zu Ende des 18. Jahrhunderts in kritischen Situationen eine quantitative Begrenzung der Ausleihungen praktiziert, Peels Gesetz verlagerte diese Beschränkung dann gleichsam auf die Passivseite der Bankbilanz (Fall 2).

Instrumente der Bankpolitik		Kreditvolumen	
		<i>endogen</i> (der Marktnachfrage folgend)	<i>restriktiv</i>
Zinssatz	<i>fix (bzw. dem Marktzins folgend)</i>	(1) unbeschränkte Alimentierung der Geldnachfrage, Reserveverlust, Bankrott der Zentralbank	(2) Makrostabilisierung über indirekte Marktzinserhöhung, Mikrodestabilisierung (Bankrotte) wegen Geldknappheit
	<i>restriktiv</i>	(3) Makrostabilisierung durch preisliche Beschränkung des Kredit- und Geldvolumens, Mikrodestabilisierung durch Geldverfügbarkeit	(4) Makrostabilisierung durch preisliche Beschränkung des Kredit- und Geldvolumens, Mikrodestabilisierung wegen Geldknappheit

Tabelle 5: Wirkungen alternativer geldpolitischer Instrumente in einer Boomphase bei drohenden Reserveverlusten (*internal und external drain*)

Diese Regulierung betraf allerdings unmittelbar nur das Issue Department. Das kommerzielle Geschäft der Bank von England konnte aber nicht in gleicher Weise nach einem groben Kontingentierungsmuster geführt werden. Der privatwirtschaftliche Gesichtspunkt der "Kundenpflege" verlangte, Liquiditätsbedürfnisse des Publikums auch in Zeiten angespannter Marktlage nicht grundsätzlich abzuweisen, sondern flexibel über den Zins zu steuern. Der Diskontsatz wurde deshalb nicht nur nach Maßgabe der Konkurrenzsituation festgesetzt, sondern an der Entwicklung der Reserve des Banking Department ausgerichtet. Nach der Peelschen Akte nahm die Volatilität der Diskontpolitik deutlich zu (Abbildung 6). Solange die Zinspolitik jedoch moderat blieb und die Bargeldneigung nicht nachließ, sicherte das "offene Diskontfenster" die Liquidität der Bankkunden nur bis zur Erschöpfung der Notenreserve (Fall 3). Danach mußte wie geschildert der "Freibrief" in Kraft treten, da die Regierung das Risiko einer Finanzkrise infolge einer absoluten Kontingentierung der Geldmenge scheute.<sup>163</sup>

strument herausgestellt (vgl. Deutsche Bundesbank 1995: 68ff, 98ff).

<sup>163</sup> Dieser Fall (4) stellt auch in der modernen Notenbankpolitik eher eine Ausnahme dar. Die zusätz-

Ab 1860 wurde insbesondere von Goschen und später von Bagehot gefordert, in Krisenzeiten, d.h. bei Bargeld- bzw. Goldabzügen aus dem In- und Ausland, eine systematische Politik konsequenter Zinserhöhungen zu befolgen, um die Kreditnachfrage zurückzudrängen, den Nettokapitalimport zu stärken und so Englands Währungsreserven zu verteidigen. Dabei konnte es nicht auf irgendwelche quantitative Deckungsregeln, sondern allein auf die preisliche Wirkung einer Zinspolitik ankommen, die die Bank gegebenenfalls auch *gegen* die Markttendenz durchsetzen sollte: "What is almost a revolution in the policy of the Bank of England necessarily follows: no certain or fixed proportion of its liabilities can in the present times be laid down as that which the Bank ought to keep in reserve. [...] It has been said that the Bank of England should look to the market rate, and make its own rate conform to that. This rule was, indeed, always erroneous. The first duty of the Bank of England was to protect the ultimate cash of the country, and to raise the rate of interest so as to protect it." Zugleich sollten – zu hohen Zinsen – *zusätzliche* Kredite an Marktakteure in Liquiditätsnöten vergeben werden (Bagehot's Rule), um finanziell bedingte Zusammenbrüche auch im Interesse der Vermeidung negativer Rückwirkungen auf die Bank zu verhindern. "This policy may not save the Bank; but if it do not, nothing will save it."<sup>164</sup>

Die Bank von England schien in der Folgezeit mit ihrer Zinspolitik Goschens Vorschlag zu folgen. Gleichwohl ist die verbreitete Meinung zu hinterfragen, die Bank habe sich nun rasch von einer privaten Geschäftsbank zu einer gesamtwirtschaftlich orientierten Notenbank entwickelt und die relative Stabilität im Finanzmarkt sei auf eine verantwortungsvolle Bankpolitik zurückzuführen. Bagehot beklagte, daß die Bankleitung den analytischen Zusammenhang zwischen Zinsen, gesamtwirtschaftlicher Wirtschaftsaktivität, Leistungs- und Kapitalverkehr erst Jahre später verstanden habe. Die Bankdirektoren stritten darüber, ob die Goldbewegungen vom Zins oder vom Kreditvolumen abhingen.<sup>165</sup> Die Bank versuchte wie andere Geschäftsbanken auch, ihre Liquidität phasenweise mit Zinserhöhungen zu verteidigen. Dieses Verhalten hatte weitreichende Wirkungen, da London seit langem zu einem internationalen Geldmarkt, d.h. zu einer Clearing-Stelle transnationaler Zahlungsströme geworden war, ein auf London gezogener Wechsel praktisch wie eine Goldtransaktion selbst galt und die Bank von England eben auch viele ausländische Kredit- und Depositenkunden hatte. Gleichwohl war das Volumen des Diskontgeschäfts der Bank für sich genommen zu gering, um das nationale Zinsniveau (und darüber den Kapitalverkehr) zu steuern. Sie konnte jedoch durch den Verkauf von Wertpapieren die Liquidität im Markt abbauen und damit die übrigen Geschäftsbanken "in die Bank" zwingen, d.h. ebenfalls zu Zinserhöhungen bewegen. Diese berühmte "Zangenpolitik" funktionierte perfekt; die Geschäftsbanken reagierten bald schon mit "vorausseilend" anpassenden Zinserhöhungen auf das Erreichen einer vermuteten Untergrenze der Notenreserve im Banking Department.

---

liche Mengenbeschränkung wird – wie z.B. in Deutschland 1973 und 1981 – kurzzeitig verfolgt, um die Ernsthaftigkeit der Zinspolitik gegenüber den Akteuren im Finanzmarkt unter Beweis zu stellen (vgl. Spahn 1988: 71ff, 105ff).

<sup>164</sup> Bagehot 1873: 155, 97, vgl. 22, 27ff, Mill 1871: 660f, Andréadès 1909: 308f, Clapham 1944b: 258, Kindleberger 1984: 90. Bagehot's Rule (Fall 3) weist im Vergleich zur ursprünglich praktizierten Bankpolitik in der Krise (Fall 2) die umgekehrte Preis-Mengen-Konstellation auf. Etwas überspitzt formulierte Schumpeter (1954: 889), die Theorie des Zentralbankwesens sei nach 1850 "zu einem Kult der Bankrate" erstarrt.

<sup>165</sup> Bagehot 1873: 23, vgl. 17, 89, Clapham 1944b: 236, Ziegler 1990: 13, 24, 119, Stadermann 1994: 89.

Jedoch war die Sicherung der Pfund-Konvertibilität auf dem Devisenmarkt eigentlich nicht "first and foremost motive of the Bank", vielmehr wollte sie verhindern, daß sie infolge einer auftretenden Zinsdifferenz Marktanteile an die Geschäftsbanken abgeben mußte.<sup>166</sup> Die *Intention* der betriebenen Zinspolitik war eher privat- als volkswirtschaftlicher Natur. Verhalten und Verlautbarungen der Bank lassen darauf schließen, daß sie ihren Goldbestand als *eigene*, nicht als nationale Reserve verstand und die Akteure im Finanzsektor grundsätzlich als *Konkurrenten*, nicht als Schutzbefohlene betrachtete. Die Bank lehnte nicht nur – und mit Recht – den Banking-Grundsatz ab, jederzeit gute Wechsel diskontieren zu müssen, sondern gab zuweilen auch zu erkennen, daß sie sich nicht primär in der Rolle des verantwortlichen Akteurs auf dem Geldmarkt sah. Dies lag nicht in erster Linie daran, daß man die übrigen Banken nicht mit der Zusicherung von Liquiditätshilfen zu einer riskanteren Geschäftspolitik verleiten wollte (dieses Moral-Hazard-Problem wurde erst später thematisiert), sondern zunächst einmal an dem Konflikt zwischen privatwirtschaftlichen Geschäftsinteressen und nationalen Zentralbankaufgaben. "Die Sicherung der Zahlungsfähigkeit der Bank-Abteilung und damit die Depositenkonvertibilität der Bank, auf der letztlich das Vertrauen in den 'nationalen' Kredit beruhte, stand der Strategie der Sicherung einer als angemessen erachteten Dividende entgegen."<sup>167</sup>

1858 hatte die Bank von England beschlossen, die Rediskontmöglichkeiten für Diskonthäuser und Wechselmakler zu beschränken, um diese Akteure selbst zu einer Reservehaltung zu bewegen und ihre eigenen Notenreserve vor "unbefugten" Zugriffen zu schützen. Die Bank wurde dabei 1860 vom "Economist" unter dem neuen Chefredakteur Bagehot unterstützt: "As the bill-brokers are the rivals [sic!] of the Bank they cannot expect the Bank should act towards them with special and peculiar favour." Es war so kein Zufall, daß die nächste Krise 1866 durch den Zusammenbruch eines großen Diskonthauses ausgelöst wurde. Auch in dieser Situation protestierten Direktoren der Bank noch gegen die Forderung, Geschäftsbanken in Krisenzeiten zu unterstützen.<sup>168</sup>

Nicht nur, weil die Reserve der Bank von England als *nationale* Währungsreserve absolut unzureichend erschien, sondern auch weil es im Wettbewerb auf dem Bankensektor wohl als "fair" galt, wurde selbst im politischen Raum gefordert, die Geschäftsbanken an den Kosten der Reservehaltung zu beteiligen. Die Vorstellung, die Bank von England solle die Reserven des ganzen Landes halten, war für Bankdirektor Norman noch 1866 "impracticable and unsound in principle". In diesem Zusammenhang wurden die Geschäftsbanken dazu bewegt, Reserven bei der Bank von England zu halten. Ein solches Arrangement verlangte jedoch, daß das Banking Department diese Reserven nicht seinerseits zu einer Kreditexpansion nutzt. Das dazu nötige Vertrauen der Marktakteure wurde aber durch das uneindeutige Verhalten der Bank von England immer wieder gestört, so daß die Geschäftsbanken teilweise zu einer eige-

---

<sup>166</sup> Sayers 1936: 116, vgl. Andréadès 1909: 317ff, Lutz 1936: 46ff, Galbraith 1975: 49f, Ziegler 1990: 18, 117ff.

<sup>167</sup> Ziegler 1990: 140, vgl. 116, Andréadès 1909: 325, 365, Schumpeter 1954: 851.

<sup>168</sup> Es handelte sich um die angesehene Firma Overend, Gurney & Co, die den Beschluß von 1858 als "Kriegserklärung" der Bank von England aufgefaßt und ihrerseits entsprechend reagiert hatte: Um ihre Machtstellung zu demonstrieren, zog sie große Mengen von Noten ab, gefährdete so die Liquiditätsposition der Bank von England und zahlte die Noten alsbald großmütig auf einen Schlag wieder ein – jede in zwei Hälften zerschnitten (vgl. Clapham 1944b: 234ff, 241ff, 263, Ziegler 1993: 483ff, Andréadès 1909: 326n, 353ff).

nen – volkswirtschaftlich ineffizienten – Geldhorte zu Reservezwecken übergangen.<sup>169</sup>

Damit drohte ein Rückfall in ein einstufiges Free-Banking-System ohne Zentralbank – ein System, das im Grunde auch von Thornton und Bagehot präferiert wurde. Dezentrale Reservehaltung ist jedoch gegenüber einem Pooling bzw. einer Versicherungslösung mikroökonomisch wenig effizient. Zudem tendiert ein reines Konkurrenzbankensystem zur Instabilität, weil in der Krise eine einzelne Bank keine Anreize und Ressourcen hat, eine stabilisierende Funktion als Lender of Last Resort auszuüben. Zugunsten eines Systems konkurrierender Bankwährungen wurde häufig angeführt, daß es eher gegen Inflation schütze: Banken mit einem zu expansiven Geschäft könnten zwar (in ihrer Währung gemessen) Preissteigerungen auslösen, würden jedoch durch höhere Zinsforderungen ihrer Einleger davon abgehalten. Makroökonomisch ähnelt dieser Fall einem System flexibler Wechselkurse, in dem es durchaus unterschiedliche Inflationsraten geben kann. Aus mikroökonomischen Gründen ist es jedoch unwahrscheinlich, daß unterschiedliche Währungen in einem Wirtschaftsraum dauerhaft nebeneinander bestehen können, weil dabei hohe Informations- und Transaktionskosten auftreten und die externen Effekte zu einer Monopollösung tendieren. Im Fall der englischen Country Banks lauteten deren Noten auch auf Pfund Sterling, so daß Preissteigerungen eben nicht der Emission einzelner Banken zugeschrieben wurden. In einem solchen System lohnt sich deshalb für eine einzelne Bank keine Zurückhaltung, weil sie damit nur unbezahlte Vorleistungen für das öffentliche Gut "Geldwertstabilität" erbringt, aber auf Geschäftsprofite verzichtet.<sup>170</sup>

Das Grundproblem des englischen Bankensystem war, daß sich die Bank von England aufgrund ihrer im Kern privatwirtschaftlichen Unternehmensverfassung, d.h. weil sie das Renditeziel nur schwer zurückstellen konnte, praktisch bis zum Ende des 19. Jahrhunderts als Konkurrentin der übrigen Geschäftsbanken verstand und erst spät zu einem Selbstverständnis als Zentralbank fand.<sup>171</sup> Eine effiziente Stabilisierungs- und Überwachungsfunktion im Finanzmarkt setzt jedoch voraus, daß die hier operativ tätigen Akteure die Zentralbank als Sachwalterin des *allgemeinen Interesses* akzeptieren. Dazu muß jedoch diese Bank ihr ursprünglich profitorientiertes Verhalten aufgeben. Notwendig ist also die Herausbildung einer aus der "Theorie des Clubs" bekannten Konstellation, in der sich eine Branche auf einen *neutralen* Sprecher und Sachwalter einigt, der ihre allgemeinen Interessen im politischen Raum durchzusetzen versucht, aber selbst keine partikularen Ziele innerhalb der Branche verfolgt. Es ist bis heute umstritten, ob sich dieses Ergebnis eines marktwirtschaftlich-institutionellen Evolutionsprozesses einstellt oder aber der staatlichen Mithilfe bedarf.<sup>172</sup> Das englische Beispiel zeigt, daß auch wohlmeinende wirtschaftspolitische Regulierungen wie das Peelsche Gesetz von 1844 die Herausbildung einer effizienten Allokation von öffentlichen und privatwirtschaftlichen Aufgaben über lange Zeit verhindern kann.

<sup>169</sup> Vgl. Andréadès 1909: 340, Bagehot 1873: 19, 50, Clapham 1944b: 285, Ziegler 1990: 125ff.

<sup>170</sup> Vgl. Andréadès 1909: 287f, Kindleberger 1984: 89f, Goodhart 1988: 13ff, 28, 48, Laidler 1991: 37f, De Grauwe 1996: 7.

<sup>171</sup> Vgl. Clapham 1944b: 372f, 426f, Cairncross 1988.

<sup>172</sup> Goodhart (1988: 45, 69ff) vertritt die erste, Ziegler (1993) die zweite These, wobei er insbesondere auch auf die Geschichte der Preußischen Bank verweist.

## IV Zur Theorie der Geldwirtschaft

### Neutralität des Geldes versus Nominalwirtschaft

The most serious challenge that the existence of money poses to the theorist is this: the best developed model of the economy cannot find room for it. The best developed model is, of course, the Arrow-Debreu version of a Walrasian general equilibrium.

*Frank H. Hahn*<sup>173</sup>

An economy where money is created by banking processes that finance the acquisition of capital assets and the production of investment outputs has essentially a nominal core.

*Hyman P. Minsky*<sup>174</sup>

Was die Individuen letztlich interessiert, ist ihre Güterversorgung. Man muß sich das in der Geldtheorie immer wieder vor Augen halten.

*Rudolf Richter*<sup>175</sup>

Eine umfassende und allgemein akzeptierte *Theorie der Geldwirtschaft* existiert bis heute nicht. Dies ist vermutlich darauf zurückzuführen, daß in der ökonomischen Profession keine einhellige Meinung darüber besteht, ob es überhaupt das Erkenntnisobjekt einer solchen Theorie – nämlich die *Geldwirtschaft* – gibt. Dies wird zwar dem fachökonomischen Laien als paradox erscheinen; in der ökonomischen Profession herrscht jedoch die Grundüberzeugung vor, daß eine Geldwirtschaft lediglich eine in ihren Tauschbeziehungen *Geld verwendende* Wirtschaft ist, die in ihrem realwirtschaftlichen Kern wie eine reine Tauschwirtschaft funktioniert. Dementsprechend wurden neben den realökonomischen Theorien der Produktion, des Konsums, des Handels, des Wachstums etc. auch eine Theorie des Geldes entwickelt, die zum einen die Verwendung des Geldes durch die Marktakteure (Theorie der Geldnachfrage) und zum anderen die Bereitstellung des Geldes durch den Bankensektor (Theorie des Geldangebots) thematisiert.

Die Existenz einer besonderen Geldtheorie bedeutet jedoch gerade nicht, daß Wirtschaften als ein in monetären Einheiten strukturierter Prozeß gesehen wird; vielmehr hat die Geldtheorie umgekehrt die Funktion, den "harten Kern" der Theorie realwirtschaftlicher Tauschakte gegenüber der empirischen Erfahrung einer scheinbaren Dominanz geldlicher Interessen abzusichern. Die populistische Redeweise einer angeblichen "Abkoppelung" der Finanzmärkte von der "wirklichen" Wirtschaft bestätigt ungeachtet ihres eher ökonomie- und gesellschaftskritischen Tenors auch noch das Bild eines (aus wohlfahrtstheoretischer Sicht mit versorgungs- und beschäftigungspolitischen Aufgaben überfrachteten) Produktionsprozesses, der nötigenfalls durch institutionelle Vorkehrungen vor den Eigensinnigkeiten und Übertreibungen der Finanzmärkte geschützt werden müsse.

Das wissenschaftsinterne Pendant zu dieser normativ-praktischen Grenzziehung ist das

---

<sup>173</sup> Hahn 1982: 1.

<sup>174</sup> Minsky 1984: 454.

<sup>175</sup> Richter 1990: 31.

Axiom bzw. die These einer *Neutralität des Geldes*. Sie gibt die zentrale Begründung und forschungspolitische Legitimation dafür, die Geldsphäre nur als eine Überformung der Realsphäre zu betrachten. Der Begriff der Neutralität kam explizit erst in der neoklassischen Ära auf<sup>176</sup> und bezeichnet dort die Unabhängigkeit der güterwirtschaftlichen Gleichgewichtslösung, d.h. des Vektors der relativen Preise von der exogen gegebenen Geldmenge. Die *Existenz* von Geld hat infolge der höheren Transaktionseffizienz gegenüber der Tauschwirtschaft einen Einmaleffekt auf die Produktivität (qualitative Nichtneutralität), seine *Vermehrung* erhöht lediglich das Preisniveau (quantitative Neutralität). Die realwirtschaftliche Gleichgewichtslage, insbesondere das Beschäftigungsniveau, bleibt im Kern von Geldmengenänderungen unberührt. Das realwirtschaftlich bestimmte Gravitationszentrum der Ökonomie ist über den Arbeitsmarkt durch die "natürliche" bzw. strukturelle Arbeitslosenquote gegeben, in einer wachsenden Wirtschaft durch eine allgemein vom Ressourcenangebot und seiner Produktivität abhängigen "natürlichen" Wachstumsrate.

#### *Exkurs: Die Allgemeine Gleichgewichtstheorie und das Geld*

Die neoklassische Ökonomie nahm zunächst an, daß sich im Prinzip Arbeitsteilung, interindustrielle Verflechtungen und Lieferungen, Leistungen und Güterentnahmen der Akteure mit Hilfe eines umfassenden, mit unendlicher Geschwindigkeit arbeitenden Informationssystems organisieren ließen. Güter und Dienste könnten - auch in intertemporaler Beziehung - direkt gegeneinander getauscht oder zum Tausch angemeldet werden, ohne daß ein tauschvermittelndes Medium notwendig wäre. Die technische Abwicklung der zahllosen Markttransaktionen ist ohne Geld vorstellbar. Walras interpretierte - um die theoretische Möglichkeit eines allgemeinen Gleichgewichts aufzuzeigen - die Marktorganisation als Börse, auf der alle Angebots- und Nachfragewünsche zusammenlaufen; nachdem der "Auktionator" zu einem bestimmten Zeitpunkt die relativen Preise, d.h. Tauschrelationen, berechnet hat, die eine allgemeine Markträumung ermöglichen, könnten die Tauschakte im Grunde ohne das Dazwischentreten des Geldes vollzogen werden. Deshalb spielt Geld in diesem theoretischen Entwurf direkt keine Rolle, weil die Interessen der Akteure letztlich auf die Nutzung realer Ressourcen gerichtet sind; Geld ist nicht nötig und besitzt demnach keinen Eigenwert.

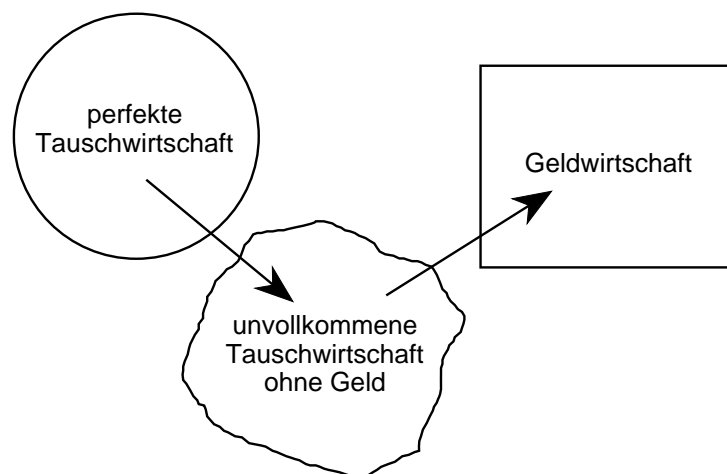
"Real existierende" Volkswirtschaften werden als unvollkommene Varianten dieses idealen Tauschsystems begriffen. Das Marktsystem ist unvollkommen, weil sich Gesellschaft nicht in Ökonomie erschöpft, d.h. weil soziale Institutionen und Verhaltensnormen - vom Standpunkt der ökonomischen Perspektive aus betrachtet - Friktionen und Abweichungen vom kostenlos erreichbaren Tauschoptimum mit sich bringen. Ohne ein zentral organisiertes perfektes Informations- und Verrechnungssystem ist ein direkter Gütertausch umständlich und ineffizient, weil der Aufwand bei Kalkulationsrechnungen enorm steigt, viele Transaktionen wegen der mangelnden aktuellen Verfügbarkeit von angebotenen bzw. nachgefragten Gütern nicht zustande kommen und sich möglicherweise für viele potentielle Aktivitäten gar keine Märkte bilden.

Die Einbettung des ökonomischen Systems in ein gesellschaftliches Umfeld blockiert jedoch nicht das ökonomische Prinzip, sondern bildet - eben aufgrund der Wirksamkeit dieses Prinzips - ein "Problemlösungsmittel" in Form des Geldes heraus. Seine Verwendung in dezentralen Tauschprozessen ermöglicht (im Vergleich zum hypothetischen Ausgangspunkt) eine Absenkung der Transaktionskosten und bewirkt somit eine Wohlfahrtssteigerung. In diesem qualitativen Sinne ist Geld nicht-neutral; es übernimmt gleichsam die Funktion des Auktionators. Geld soll als "Schmiermittel" die Funktionsweise der Ökonomie verbessern, ohne jedoch ihren wesentlichen Charakter zu verändern: "The inefficiency of barter was often attributed to friction, and money was compared to the lubricant that would reduce that friction. In a frictionless economy, therefore, monetary exchange

<sup>176</sup> Patinkin/Steiger (1989) vermerken, daß der Begriff zuerst von Hayek (1931: 30) geprägt wurde. Zwar erachteten auch die Klassiker Geld im Prinzip als unwichtig; aber insoweit ein produziertes Wangeld betrachtet wird, kann das System der relativen Güterpreise nicht so scharf vom absoluten, aggregierten Geldwert abgegrenzt werden, wie dies in der neoklassischen Theorie geschieht (vgl. Mill 1871: 488, 501ff, Laidler 1991: 10f).

would have no advantage over barter."<sup>177</sup> Bereits Pigou deutete aber auf die Widersprüchlichkeit dieser Vorstellung hin: "The conception of a neutral money, which shall allow everything to proceed as it would do if there were no money at all is parallel to that of a 'neutral' lubricant, whose presence shall make no difference to anything. The only lubricant which 'makes no difference' is a non-existent lubricant. A perfect lubricant generates no frictions and is thus, in a sense, passive. But nobody imagines that the search for a perfect lubricant will lead to the discovery of a 'neutral' one!"<sup>178</sup>

Diese Forschungsstrategie, die Geldwirtschaft als verbesserte Version einer unvollkommenen Variante einer hypothetischen Idealform des Wirtschaftens aufzufassen, ist offensichtlich erkenntnistheoretisch problematisch. Bereits Hayek betonte, daß "Geld immer einen bestimmenden Einfluß auf die Richtung des Wirtschaftsverlaufes nimmt, daß die für die geldlose Wirtschaft abgeleiteten Sätze daher nur mit großen Einschränkungen auch für die Geldwirtschaft gelten".<sup>179</sup> Die "Einführung" des Geldes in die Wirtschaft bewegt das System nicht wieder näher an den analytischen Ausgangspunkt heran, sondern gerade von diesem weg (*Abbildung 7*). Damit gerät die ökonomische Theorie in ein Dilemma:



*Abbildung 7: Postulierte Evolution zur Geldwirtschaft*

Die Forschungspraxis verlangt bei einem empirisch unmittelbar nicht greifbaren Gegenstand wie "der Wirtschaft" eine modellhafte Abstraktion auf die wesentlichen Funktionsbeziehungen. Da diese in den güterwirtschaftlichen Zusammenhängen gesehen werden, bleibt auf der Grundlagenebene des Theoriegebäudes kein Platz für die Einbeziehung des Geldes. Damit wird Geld zum "letzten Rätsel der Nationalökonomie"<sup>180</sup>, weil keine *wesensmäßige* Verknüpfung mit der Kategorie des Wirtschaftens hergestellt wird. Die Verwendung von Geld stellt aus Sicht der neoklassischen Ökonomie ein "soziales Phänomen" dar, das gewissen Marktunvollkommenheiten geschuldet ist, die sich aus der Einbettung der Wirtschaft in einen gesellschaftlichen Rahmen ergeben; aber diese Verwendung von Geld berührt nach dem Verständnis der tradierten ökonomischen Theorie im Kern nicht die grundlegenden (güter-) wirtschaftlichen Zusammenhänge.

Die Analyse geldlicher Phänomene macht es deshalb notwendig, "Friktionen" in die Betrachtung einzuführen. Aber es ist a priori unklar, welche Unvollkommenheiten des Marktsystems notwendig und hinreichend für den Regimewechsel zu einer Geldwirtschaft sind. Diese Unvollkommenheiten sind allein negativ bestimmt: als Abweichungen vom walrasianischen Konzept eines Gleichgewichts auf einem perfekten Konkurrenzmarkt. Reines Papiergeld kann einen positiven Wert haben, wenn sich Wirtschaftssubjekte in einem Kontinuum dezentraler und sequenzieller Transaktionsschritte bei unvollkommener Information durch die Zeit bewegen und eine Geldhaltung wegen der Unvorhersehbarkeit des Auftretens von vorteilhaften Transaktionsmöglichkeiten als nützlich ansehen. "*Die Geld-*

<sup>177</sup> Niehans 1978: 3.

<sup>178</sup> Pigou 1933: 188n.

<sup>179</sup> Hayek 1928: 66.

<sup>180</sup> Riese 1995.

*haltung und ihre Nutzenstiftung beruhen folglich ausschließlich auf Elementen der Ungewißheit.*"<sup>181</sup> Über die Eigenschaften des Geldmediums selbst erfährt man in diesem Ansatz freilich wenig: "One must assume [!] that money has certain unique properties which make it more suitable than other assets or goods as a medium of exchange in at least some transactions."<sup>182</sup>

Das forschungspolitische Problem ist, daß in diesem Modell zufälliger Tauschakte zentrale Fundamente der neoklassischen Gleichgewichtstheorie nicht länger gelten: Es gibt keine gegebenen Konkurrenzpreise, kein "law of one price"; die Wirtschaftssubjekte verhalten sich als aktive Preissetzer. Zugleich werden jedoch Theorien, die aus dem reinen güterwirtschaftlichen Tauschmodell abgeleitet wurden, weiterhin als für die Geldwirtschaft prinzipiell gültig angesehen. Aussagen etwa zur Marktäumungstendenz sollen so die "langfristig" wirksamen Marktgesetze beschreiben, obwohl nicht unmittelbar einsichtig ist, auf welche Weise eine evolutorische Sequenzökonomie zu einem walrasianischen Auktionsmarktgleichgewicht konvergiert.

Das Postulat einer Neutralität des Geldes wird auf zwei Arten durchbrochen:

- Bei Existenz von Informations- und Anpassungsproblemen werden kurz- und mittelfristig Abweichungen vom realwirtschaftlichen Gleichgewicht auftreten.<sup>183</sup>
- Analytisch interessanter ist die Möglichkeit, daß sich dieses realwirtschaftliche Gleichgewicht selbst infolge derartiger Abweichungen verändert. Schwankungen im Auslastungsgrad der Ressourcen haben vermittelt über quasi-technische Verfallsfunktionen und ökonomische Anreize Rückwirkungen auf den Ressourcenbestand und seine Reproduktionsrate; dies gilt beim Sach- wie beim Humankapital. Im Extremfall wird der fundamentale Gleichgewichtswert einer Variablen völlig unbestimmt (*Hysteresis*).<sup>184</sup> Da solche Rückwirkungsmechanismen praktisch nie ausgeschlossen werden können (und heute mehr denn je als wahrscheinlich gelten), wird dem Konzept der Geldneutralität die Grundlage entzogen.

Aber diese Kritikpunkte bleiben letztlich oberflächlich, weil Existenz und Veränderung einer Geldmenge so zwar die güterwirtschaftliche Leistungsfähigkeit und den Entwicklungspfad der Ökonomie berühren können, diese selbst aber im Hinblick auf die Verhaltensweisen und Interaktionsformen der Akteure in wesentlichen noch wie eine Tauschwirtschaft zu funktionieren scheint. Güterwirtschaftliche Zusammenhänge – Arbeit, Produktion, Konsum – sind jedoch universell. Sie finden sich neben der Marktwirtschaft auch in Robinsonaden, pri-

<sup>181</sup> Claassen 1970: 102.

<sup>182</sup> Hellwig 1993: 238.

<sup>183</sup> Temporäre Mengeneffekte infolge einer monetären Expansion sind deshalb für gemäßigte Monetaristen selbstverständlich (vgl. Neumann 1983, Meltzer 1995). Für klassische Ökonomen galt aus zwei Gründen Ähnliches: Zum einen stellte das Arbeitsmarktgleichgewicht wegen des erst in der Neoklassik entwickelten Arbeitsangebotskalküls noch kein eindeutiges Gravitationszentrum der Wirtschaft dar, zum anderen war das Konzept rationaler Erwartungen noch unbekannt. Lucas (1996) erteilt in diesem Zusammenhang David Hume eine "Nachhilfestunde".

<sup>184</sup> Formal läßt sich der Zusammenhang durch

$$x^* = \bar{x} + \lambda(x_{-1} - \bar{x}) = (1 - \lambda)\bar{x} + \lambda x_{-1}$$

ausdrücken: Der Gleichgewichtswert einer Variablen  $x^*$  (eine Niveaugröße oder eine Wachstumsrate) hängt neben ihrem realwirtschaftlich bestimmten Fundamentalwert  $\bar{x}$  auch von Auslastungsschwankungen z.B. in der Vorperiode ab. Der Parameter  $\lambda$  ( $0 \leq \lambda \leq 1$ ) mißt den Grad des Hysteresiseffektes. Im Grenzfall  $\lambda=1$  kann so z.B. die gleichgewichtige (strukturelle bzw. "natürliche") Arbeitslosenquote vollständig durch die (von monetären Nachfrageeffekten beeinflusste) konjunkturelle Arbeitslosenquote der Vorperiode bestimmt sein. "High unemployment is even worse than we thought, because it raises the NAIRU, and lower unemployment is even better than we thought because it reduces the NAIRU" (Stiglitz 1997: 8, vgl. Spahn 1999a: 194ff).



mitiven Stammesgesellschaften und sozialistischen Planwirtschaften. In diesen Systemen herrscht ein ausgesprochen realwirtschaftliches Kalkül bei den Entscheidungen über Einsatz und Verwendung von Ressourcen vor. Überall wird auch die technische Ergiebigkeit der Produktion durch den Einsatz von Hilfsmitteln erhöht, die in der neoklassischen Literatur unbefangen als "Kapitalgüter" bezeichnet werden.<sup>185</sup> In diesem Sinne leben auch die Affen im Kapitalismus, weil sie die Bananen mit Stöcken von den Bäumen schlagen.

Die Besonderheit der Geldwirtschaft liegt jedoch nicht in ihrer vergleichsweise höheren Leistungsfähigkeit, sondern darin, daß Kalkulation und Interaktion wirtschaftlicher Tätigkeiten in *nominellen* Einheiten bzw. Kontrakten erfolgen. Leistungen, Güter und Schuldverpflichtungen werden gegen Übertragung von Geld abgegeben. Damit ist – im Vergleich zur Tauschwirtschaft – überhaupt erst die Unterscheidung von Kauf und Verkauf möglich. Gegen die im *Zahlungsvorgang* angelegte Hierarchisierung der Geld- gegenüber der Gütersphäre hat sich die neoklassische Ökonomie stets instinktiv gestraubt und auf der *Tauschmittelfunktion* beharrt: "Wird die Funktion des Geldes als den Waren- und Kapitalverkehr vermittelndes Verkehrsobjekt [...] im Auge behalten [...]: so fehlt es an jedem Bedürfnis und jeder Berechtigung, von einer bevorzugten Benützung, oder gar von einer Funktion des Geldes als *Zahlungsmittel* noch besonders zu handeln."<sup>186</sup>

Die Existenz von in nominellen Geldeinheiten abgeschlossenen Arbeits-, Kauf- und Schuldverträgen wird daher im Lichte der fundamentalen Prinzipien des Wirtschaftens grundsätzlich dahingehend interpretiert, "that agents negotiate nominal contracts, but care only about real values".<sup>187</sup> Jede Kritik an dieser Interpretation wird gemeinhin mit dem Vorwurf der Unterstellung von Geldillusion zurückgewiesen. Aber wenn die Marktteilnehmer nur an "real values" interessiert sind, ist umgekehrt zu fragen, warum sie nicht direkt in Güterbündeln zu "zahlende" Gegenleistungen festsetzen. Offensichtlich wünschen sie dies gerade nicht und beharren auf einer Bezahlung ihrer Leistungen *in Geld*. Sie erliegen dabei auch keineswegs (notwendigerweise) einer Geldillusion, sondern verlangen lediglich eine Zahlung in einem Medium, das sie vor den Informations-, Transaktions- und Vertrauensproblemen bewahrt, die bei Vereinbarungen über direkte gegenseitige Güterleistungen auftreten. Die Bezahlung in Geldeinheiten verschafft den Verkäufern darüber hinaus den Vorteil der Erlangung eines *Optionsrechts*, weil die Verfügung über Geld als dem "allgemeinen Äquivalent"<sup>188</sup> die Flexibilität einer beliebigen Verwendung einschließlich der Geldvermögensbildung beinhaltet. Dieses Optionsrecht verleiht in einer Marktwirtschaft dem Geldbesitzer i.d.R. eine gegenüber dem Ressourcenbesitzer stärkere Marktstellung. Insofern ist der Umstand, daß die Marktkontrakte in Geld festgesetzt werden, für die Ordnung der Wirtschaft in der Tat von entscheidender Bedeutung.<sup>189</sup>

---

<sup>185</sup> Vgl. Richter 1990: 38.

<sup>186</sup> Menger 1909: 579, vgl. dagegen Riese 1995, Luhmann 1988: 196f.

<sup>187</sup> So Goodhart (1994: 103) in einer kritischen Analyse der modernen Theorie der Geldpolitik.

<sup>188</sup> Marx 1890: 83.

<sup>189</sup> "The terms in which contracts are made matter. In particular, if money is the good in terms of which contracts are made, then the prices of goods in terms of money are of special significance. This is not the case if we consider an economy without a past and without a future. Keynes wrote that 'the importance of money essentially flows from it being a link between the present and the future' [...]. If a serious monetary theory comes to be written, the fact that contracts are indeed made in terms of money will be of considerable importance" (Arrow/Hahn 1971: 357).

Natürlich bilden die Marktakteure bei der Festsetzung von nominalen Kontrakten Erwartungen über den Realwert der vereinbarten Geldzahlungen (dabei kann hier offenbleiben, ob diese Erwartungsbildung nach einem bestimmten Modell erfolgt). Diese Realwertorientierung hat zwei Aspekte: Zum einen umfaßt sie die Vorstellung eines allgemeinen güterwirtschaftlichen Äquivalents einer Geldsumme (gemessen durch das Preisniveau), zum anderen die Veränderung dieses Realwertes im Zeitablauf (gemessen durch die Inflationsrate). Beide Aspekte spielen bei der Interessenverfolgung funktional verschiedener Wirtschaftssubjekte eine unterschiedliche Rolle:

Die *Arbeitsanbieter* ziehen aus naheliegenden Gründen eine Entlohnung im "allgemeinen Äquivalent" der Überlassung eines Teils der selbst produzierten Güter vor. Es ist jedoch keineswegs selbstverständlich, daß sie *nicht* in diesen Gütern "bezahlt" werden. Die Durchsetzung des Wunsches nach Geldentlohnung bedeutet, daß das Risiko der Realisierbarkeit eines Verkaufs dieser Güter gegen Geld auf die *Unternehmen* abgewälzt wird (so daß diese mit dem Liquiditätsproblem einer Zahlung von Geldlöhnen belastet werden). Dieses Vertragsarrangement setzt sich gleichwohl durch, weil die zentrale Vermarktung durch das Unternehmen effizienter und deshalb der Verteilungsspielraum größer ist. Beide Vertragsparteien müssen jedoch infolge der temporären Fixierung einer nominalen Lohnzahlung Erwartungen über die zeitliche Entwicklung des realen Geldwertes anstellen, um den Konsumenten- bzw. Produzentenreallohn kalkulieren zu können.

Läßt man zur Vereinfachung die finanzielle Intermediation (vor allem der Banken) außer Betracht, geht es im Kreditkontrakt um eine temporäre Überlassung des Anspruchsrechts auf Güteraneignung. Dieser aktuelle Realwert der Kreditsumme steht in erster Linie für den *Kreditnehmer* im Vordergrund.<sup>190</sup> Für den *Geldvermögensbesitzer* ist hingegen das Preisniveau bei der Kreditangebotsentscheidung irrelevant, da er nicht zwischen Geldhaltung und Güternachfrage, sondern zwischen Geldhaltung und einer Kreditforderung wählt.<sup>191</sup> Hingegen ist für beide Seiten die Entwicklung des Preisniveaus während der Laufzeit des Kredits wichtig, da hier für den Gläubiger eine Realentwertung seines Finanzvermögens und für den Schuldner eine reale Aufwertung seiner Schuldenlast droht. Die Berücksichtigung der erwarteten Inflationsrate im Kreditzins dient der Kompensation dieser Vermögensumverteilungen; auch hierbei wird ein in *Geldeinheiten* zu zahlender Ausgleich angestrebt. Gleich ob jedoch in laufenden oder konstanten Preisen gerechnet wird – entschieden wird auf dem Vermögensmarkt stets über monetäre Wertgrößen.

Damit weist auch der Produktionsprozeß grundsätzlich einen monetären Charakter auf: Er muß sich für den Unternehmer stets in einem *Geldergebnis* niederschlagen, weil dieser sich Produktionsmittel mit Geld zu beschaffen und als Schuldner jeden Kredit in Geldeinheiten zu tilgen hat. Dies folgt wiederum daraus, daß der Gläubiger einen *Geldbetrag* verleiht und nur die Rückerstattung dieses allgemeinen Optionsrechts – nicht aber eine Güterlieferung – ihn in

---

<sup>190</sup> Dies ist besonders in der klassischen Ökonomie betont worden: "Fast alle verzinslichen Darlehen werden in Geld, sei es in Papier oder Gold und Silber gemacht. Was der Entleiher aber wirklich braucht, und was der Darleiher ihm in der Tat verschafft, ist nicht das Geld, sondern des Geldes Wert, oder die Güter, die er damit kaufen kann. [...] Mittelst des Darlehns überweist der Darleiher sozusagen dem Entleiher sein Recht auf einen gewissen Anteil am jährlichen Boden- und Arbeitsprodukte des Landes, den der Entleiher nach seinem Belieben gebrauchen kann" (Smith 1786b: 109).

<sup>191</sup> Die Kreditvergabe erfolgt – worauf noch einzugehen sein wird – stets aus einem Geldvermögensbestand; die Sparentscheidung berührt die Höhe, aber nicht die Struktur dieses Bestandes.

seinen Vermögensstatus zurückversetzt. Dieser schlichte Sachverhalt wird durch die Marx'sche Formel  $G-W-G'$  ausgedrückt, die später von Keynes aufgegriffen wurde: Der kapitalistische Wirtschaftskreislauf beginnt und endet nicht wie in der Tauschökonomie mit der Ware, wobei das Geld nur einen Zwischenschritt markiert; umgekehrt stellt die Produktion von Waren ein Durchgangsstadium im Verwertungsprozeß des Geldvermögens dar. "An entrepreneur is interested, not in the amount of product, but in the amount of *money* which will fall to his share. He will increase his output if by so doing he expects to increase his money profit, even though this profit represents a smaller quantity of product than before".<sup>192</sup>

Indem Geld den Anfangs- und Endpunkt von Produktionsprozessen bildet, werden diese unter die Logik des Vermögensmarktes subsumiert. "Das Marktsystem bedarf einer uniformen Kategorie, in der die Kontrakte ausgedrückt werden, um eine Konkurrenz zwischen den Kontrakten zu ermöglichen. Diese uniforme Kategorie bildet Geld. Kapitalkonkurrenz begründet eine (Theorie der) Geldwirtschaft."<sup>193</sup> Das in Geldeinheiten gemessene Wirtschaften wird schließlich zum allgemeinen (auch die sozialen Verhaltensweisen der Gesellschaftsmitglieder prägenden) Erfolgskriterium. Durch die Verwendung von Geld verringern sich somit gegenüber der (Fiktion einer) Tauschwirtschaft nicht nur die Transaktionskosten, sondern es tritt eine qualitative Veränderung ein, die eine *ordnungstheoretische und -politische Dimension* aufweist.<sup>194</sup> Geld ist kein bloßes Hilfsmittel und potentieller Störfaktor eines güterwirtschaftlich handelnden Systems, sondern begründet den formalen und inhaltlichen Zusammenhang zwischen den Wirtschaftssubjekten in einer besonderen Wirtschaftsordnung.

---

<sup>192</sup> Keynes 1933: 82, vgl. 81, Marx 1890: 162ff, Luhmann 1988: 196f.

<sup>193</sup> Riese 1987: 172.

<sup>194</sup> Sie ist vergleichbar mit der Institutionalisierung des Prinzips der Rechtsstaatlichkeit in einem Gemeinwesen: Damit erhalten formale Verfahrensregeln wie etwa die Gleichheit vor dem Gesetz, die formale (nicht materielle) Gerechtigkeit oder die parlamentarische (nicht imperative) politische Willensbildung einen zentralen Stellenwert; entscheidend für die Akzeptanz der Ergebnisse eines gesellschaftlichen Prozesses, z.B. bei den Einkommenspositionen, ist nicht ihr Inhalt, sondern die *Form* ihres Zustandekommens.

## Zeit, Zins und Geld: Der Mythos der intertemporalen Ökonomie

Denn das Geld ist um des Tausches willen erfunden worden, durch Zins vermehrt es sich aber durch sich selbst. [...] Diese Art des Gelderwerbes ist also am meisten gegen die Natur.

*Aristoteles*<sup>195</sup>

The element of Time [...] is the centre of the chief difficulty of almost every economic problem.

*Alfred Marshall*<sup>196</sup>

Interest on money *means* precisely what the books on arithmetic say that it means; [...] it is simply the premium obtainable on current cash over deferred cash, so that it measures the marginal preference (for the community as a whole) for holding cash in hand over cash for deferred delivery. No one would pay this premium unless the possession of cash served some purpose, i.e. had some efficiency. Thus we can conveniently say that interest on money measures the marginal efficiency of money measured in terms of itself as a unit.

*John Maynard Keynes*<sup>197</sup>

In der vorklassischen Ära der Nationalökonomie wurde unter "Kapital" die in ein Geschäft eingebrachte Geldsumme verstanden, der Zins war ein dem Geldgeber überlassener Teil des Geschäftsprofits. Systematische Begründungen für die Kapitaleinkommen Zins und Profit fehlten. Immerhin lassen sich in den Ausnahmen vom kirchlichen Zinsverbot, die sich zwischen dem 12. und 15. Jahrhundert durchsetzten, indirekt Elemente ökonomischer Begründungen für einen positiven Zins finden, die insbesondere auf die *Risiken* des Kreditgeschäfts abstellten: Der Fall "periculum sortis" bezog sich auf das Rückzahlungsrisiko, das "damnum emergens" auf die Schäden bei verspäteter Tilgung und die "ratio incertudinis" auf die Unsicherheiten im Kreditgeschäft überhaupt. Daneben war nach der *opportunitätskostentheoretischen* Argumentation eine Zinsnahme im Falle des "lucrum cessans" erlaubt, wenn anstelle des Kredits bei einer anderen Anlage ein Gewinn entstanden wäre. Schließlich konnte der Zins als "stipendium laboris" auch als eine Art *Unternehmerlohn* gesehen werden.<sup>198</sup>

Die Klassiker machten sich dann daran, den "Geldschleier zu lüften", und interpretierten das *Kapital als Produktionsmittel*, was in einer Epoche des Übergangs vom Handels- zum Industriekapitalismus, vor dem Hintergrund der neuen Erfahrung einer historisch beispiellosen Steigerung der güterwirtschaftlichen Leistungsfähigkeit in den sich konstituierenden Volkswirtschaften, durchaus naheliegend schien. Zwar wurde die eigentliche physische Quelle der Wertbildung in der *Arbeit* gesehen (während bei den Physiokraten diese Rolle noch vom Boden übernommen wurde), aber nur mit dem Einsatz von Maschinen war es eben möglich, aus der Beschäftigung von Arbeit einen "Überschuß" zu erzielen, der sich aus der Differenz zwischen ihrer durchschnittlichen Produktivität und ihrer (realen) Entlohnung ergab.

<sup>195</sup> Aristoteles 1955: 42.

<sup>196</sup> Marshall 1920: vii.

<sup>197</sup> Keynes 1937c: 101.

<sup>198</sup> Vgl. Priddat 1993: 25f.

Dieser Erklärungsansatz inspirierte die Sozialisten zu der Kritik, die Arbeiter würden um das "Recht auf den vollen Arbeitsertrag" betrogen, während die Neoklassik, allen voran Böhm-Bawerk, die Verwechslung von physischer und wertmäßiger Produktivität monierten: Ein durch den Einsatz von Produktionsmitteln erzielbares Mehrprodukt verschafft ihrem Besitzer kein dauerhaftes Reineinkommen, weil der Wettbewerb um diese Erträge (bei Fehlen anderweitiger Beschränkungen) zu weiteren Markteintritten und Produktionsausweitungen führt, bis schließlich die Besitzer *knapp* werdender, d.h. nicht reproduzierbarer Produktionsfaktoren den gesamten "Mehrwert" über steigende Faktorpreise an sich ziehen. In Ricardos Stagnationsszenario waren dies die Grundbesitzer, im anderen Fall, bei erreichter Vollbeschäftigung, wären dies die Arbeitskräfte. Im Gleichgewicht gibt es somit nur noch *Renten*, d.h. auf *Mengenknappheit* beruhende Einkommen, jedoch keinen *Zins*, d.h. ein auf eine *Wertgröße* bezogenes Einkommen.

Damit war es die Aufgabe der Kapitaltheorie, eine spezifische Knappheit auf der Angebotsseite des Produktionsprozesses zu benennen, die verhindert, daß die Produktion bis zur Erosion des Profits, d.h. zur Entknappung reproduzierbarer Hilfsmittel vorangetrieben wird. Die klassische Attitüde, die Knappheit des Sachkapitals einfach vorauszusetzen, bot offensichtlich keine Lösung, sondern allenfalls eine Illustration des Problems. "Die eigentliche theoretische Schwierigkeit besteht [...] im Erklären, wie unter stationären Verhältnissen das Kapital ein beständig Lohn erhaltender Produktionsfaktor bleiben kann und der Kapitalbesitz folglich eine permanente Einkommensquelle bleibt."<sup>199</sup>

An dieser Stelle wurde die *Zeit* ins Spiel gebracht. Jevons bemühte den Umstand, daß bestimmte, insbesondere landwirtschaftliche Produktionsprozesse bis zur Ausreifung des Produkts *Zeit* benötigen, um Kapital mit *Zeit* gleichzusetzen. Der Output  $Y$  ließ sich so als eine (partielle) Funktion des Verstreichens der *Zeit* darstellen:  $Y = f(t)$ , der Produktionszuwachs bei Verlängerung der *Zeit* demnach als  $f(t + \Delta t) - f(t)$ . Bezieht man diesen auf die Produktionsmenge, die eine Zeiteinheit länger im Reifeprozess belassen, d.h. einer direkten Nutzung entzogen wird, so erhält man das "Grenzprodukt des Kapitals", d.h. der *Zeit*. Dieser *Realzins*  $r$  ist der güterwirtschaftliche Ertrag des Produktionsprozesses:

$$r = \frac{f(t + \Delta t) - f(t)}{\Delta t f(t)} \Rightarrow r = \frac{df(t)}{dt} \frac{1}{f(t)} = \frac{f'(t)}{f(t)}$$

Ein Physiokrat hätte dieses Konzept vermutlich eher als mathematisch verkleidetes Plagiat denn als analytischen Fortschritt erachtet. Kein Ökonom hatte je geleugnet, daß Produktionsprozesse eine *Zeitdimension* aufweisen – die allerdings nicht in ihrer ökonomischen Qualität gewürdigt wurde. Jevons ersetzte in der physiokratischen Rententheorie die Leistung der Natur durch diejenige der *Zeit*, lieferte damit jedoch letztlich nur eine Variante der von Turgot und Thünen vorgestellten naiven Produktivitätstheorien des Zinses. Aber es ist eine unzulässige Verallgemeinerung agrarwirtschaftlicher Zusammenhänge, anzunehmen, daß der *Zeitablauf* stets die *Quantität* oder *Qualität* eines Produkts erhöht (in bestimmten chemischen Verfahren kann das Umgekehrte gelten). Später wurde auch deutlich, daß die scheinbare Eindeutigkeit dieser Zinsformel bei – im Hinblick auf den Einsatzzeitpunkt von *Arbeit* und "*Kapital*" – komplizierteren Verfahren verschwindet und daß im allgemeinen wiederum zunächst ein in-

<sup>199</sup> Wicksell 1901: 218, vgl. Bliss 1975: 3f.

soweit exogener Zinssatz gegeben sein muß, um die optimale Länge des Produktionsprozesses bestimmen zu können.<sup>200</sup>

Schon bei Böhm-Bawerk (der freilich noch selbst mit dem Argument einer "Mehrgiebigkeit der Produktionsumwege" zur Zinserklärung beizutragen glaubte) findet sich dann die Verlagerung des Zeitarguments auf die Nachfrageseite, die für die weitere theoretische Diskussion richtungsweisend war: Produktionsfaktoren und Ressourcen sind zum Zweck der Kapitalakkumulation für die Produzenten knapp, wenn und weil die Ressourcenbesitzer eine Alternativverwendung dieser Güter zum Konsum vorziehen. Die "Ungeduld" der Subjekte, ihre mangelnde Bereitschaft, temporären Konsumverzicht zu leisten und zu "warten", hält die zur Investition verfügbaren Ressourcen knapp, so daß die Kapitalsättigung nicht erreicht wird.

Der entscheidende Unterschied zum klassischen Ansatz ist aber, daß nicht länger der Kapitaleinsatz selbst über seinen Effekt auf die physische Leistungsfähigkeit die "Ursache" des Zinses ist, sondern allein die *Zeitpräferenz* der Konsumenten: Sie erzeugt auf einer dem Produktionsprozeß vorgelagerten Ebene ein Kostenelement in Gestalt des Zinses, dem damit ein Mindestprofit als nicht wegzukonkurrierende Ertragsrate des Sachkapitals entspricht.<sup>201</sup> Diese ist im Prinzip *unabhängig* von der güterwirtschaftlichen Produktivität und wird über einen entsprechenden Abzug vom Reallohn letztlich von den Konsumenten getragen.

Im intertemporalen Modell der Allgemeinen Gleichgewichtstheorie werden die Güter neben sachlichen und räumlichen auch nach zeitlichen Dimensionen unterschieden. Auf dem "Zukunftsmarkt" finden Tauschakte auf der Zeitachse statt. Die Nachfrage nach Zukunftsgütern richtet sich dabei - da diese Güter zum gegenwärtigen Zeitpunkt selbst noch nicht vorhanden sind oder gewünscht werden - auf den Erwerb eines Verfügungsrechtes, das zu einem bestimmten Termin die Güterlieferung zusichert. Das Tauschverhältnis zwischen Gegenwarts- und Zukunftsgütern drückt den Grad der Zeitpräferenz aus. Dieser relative Preis wird als Realzins definiert. Er gibt den "Güterüberschuß" an, den derjenige erhält, der seine Güternutzung aufschiebt und einem anderen Akteur einen vorgezogenen Konsum ermöglicht. Diese Ertragsrate übernimmt in kapitaltheoretischer Sicht die Funktion des Mehrprodukts im physiokratisch-klassischen Ansatz. Läßt man - um einen Zusammenhang zur Geldwirtschaft herzustellen - im Modell neben dem direkten intertemporalen Gütertausch auch geldliche Transaktionen zu, so kann ein nominaler Geldzins abgeleitet werden, der via Arbitrage von der Zeitpräferenz und etwaigen Veränderungen der Geldpreise abhängt.

#### Exkurs: Intertemporale Preise, Zeitpräferenz und Zins

Die direkte Austauschbeziehung zwischen zwei Gütern, die sich lediglich in ihrer zeitlichen Verfügbarkeit unterscheiden, hängt von der Zeitpräferenz der Wirtschaftssubjekte ab. Bei einer als positiv unterstellten Diskontierungsrate  $\delta$  muß ein Verzicht auf eine Gutseinheit heute mit einer Lieferung von  $1 + \delta$  Einheiten morgen entgolten werden (*Abbildung 8*). Drei Transaktionswege sind sachlich äquivalent:

- Im einfachsten Fall (keine Verwendung von Geld) wird heute eine Gütermenge direkt gegen ein

<sup>200</sup> Vgl. Jevons 1879: 240f, Böhm-Bawerk 1900: 566ff, Hayek 1927 und kritisch hierzu Knight 1934, Schumpeter 1954: 409ff, 795ff, Riese 1988, Kurz 1998.

<sup>201</sup> Der Bruch zwischen der klassischen und neoklassischen Kapitaltheorie, d.h. der Widerspruch zwischen der Vorstellung einer Zahlung des Zinses aus einer "produktiven" Kapitalverwertung und der umgekehrten Bestimmung der Profitrate durch den Zins, ist deutlich spürbar im Werk von John Stuart Mill (vgl. Spahn 1999b).

Forderungsrecht getauscht, das morgen eingelöst wird.

- Das Gut wird heute auf dem Spotmarkt zum Geldpreis  $p_1$  verkauft und der Erlös wird unmittelbar zum heutigen Terminkauf verwendet, der morgen zum Bezug des Zukunftsgutes berechtigt. Aus dem Tauschgleichgewicht zwischen je Einheit des Gegenwarts- und Zukunftsgutes ergibt sich die atemporale Gleichgewichtsbedingung zwischen heutigem Spot- und heutigem Terminpreis  $p_2^T$ :

$$p_2^T = \frac{1}{1 + \delta} p_1 \quad [1]$$

- Das Gut wird heute zum Geldpreis  $p_1$  verkauft und der Erlös wird unmittelbar zu einer verzinslichen Geldanlage (z.B. eine Kreditvergabe zum Geldzins  $i$ ) verwendet; diese wird morgen aufgelöst (Kredittilgung) und einschließlich der Zinszahlung zum Güterkauf eingesetzt. Der morgige Spotpreis  $p_2^e$  muß dann gegeben sein durch:

$$p_2^e = \frac{1 + i}{1 + \delta} p_1 \quad [2]$$

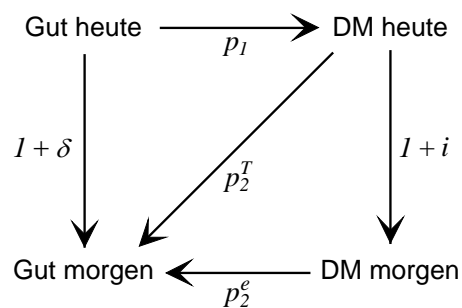


Abbildung 8: Alternative Transaktionsverfahren<sup>202</sup>

Da  $p_2^e$  jedoch aus heutiger Sicht eine Erwartungsgröße und insoweit exogen ist, läßt sich [2] unter Verwendung der definitorischen (erwarteten) Inflationsrate  $\hat{p}^e = p_2^e / p_1 - 1$  umschreiben zu der *intertemporalen Gleichgewichtsbedingung*:

$$1 + i = (1 + \delta) (1 + \hat{p}^e) \quad [3]$$

Dies entspricht der Nominalzinsbestimmung, die von Fisher gefordert wurde, um bei einem vorgegebenen Realzins (der hier durch die Diskontrate repräsentiert wird) eine ökonomische Gleichstellung zwischen Finanz- und Sachinvestitionen bei erwarteten Preisänderungen zu gewährleisten. Wird keine Inflation erwartet, muß der Geldzins mit der Diskontrate übereinstimmen ( $i = \delta$ ).

Die Beziehungen [1] und [2] implizieren schließlich auch noch eine Relation zwischen Geldzins, erwartetem Spot- und heutigem Terminpreis:

$$p_2^T = \frac{p_2^e}{1 + i} \quad [4]$$

Zeitpräferenz und Inflationserwartung sind die unabhängigen Größen des Systems. Eine *Zunahme der Zeitpräferenz* bedeutet definitionsgemäß einen höheren Realzins  $r$ :

$$\delta = \frac{i - \hat{p}^e}{1 + \hat{p}^e} := r \quad [5]$$

Zugleich steigt offensichtlich auch  $p_1$ , weil sich die Nachfrage in der ersten Periode erhöht. Der Effekt auf den Nominalzins läßt sich aus dem totalen Differential von [3] ersehen. Dabei ist zur Vereinfachung die im Ausgangspunkt bestehende Preisrelation  $p_2^e / p_1$ , die eine von der Präferenzänderung unabhängige, monetär bedingte Preisänderung im Zeitablauf anzeigt, gleich Eins gesetzt.

<sup>202</sup> Vgl. Richter 1990: 159.

$$di = d\delta + (1 + \delta) \left( \frac{dp_2^e}{p_1} - \frac{dp_1}{p_1} \right) \quad [6]$$

Drei Fälle sind nun zu unterscheiden:

- Wenn  $dp_2^e = 0$ , wirken zwei gegenläufige Effekte auf den Nominalzins: Er steigt über den Zeitpräferenzeneffekt  $d\delta$  und sinkt aufgrund der aktuellen Preissteigerung, die eine negative Inflationsrate verheißt. Im Spezialfall

$$\frac{dp_1}{p_1} = \frac{d\delta}{1 + \delta} \quad [7]$$

bleibt der Nominalzins konstant.

- Die Präferenzänderung kommt am klarsten durch  $dp_2^e = -dp_1$  zum Ausdruck: Der heutigen Mehrnachfrage entspricht eine abnehmende Zukunftsnachfrage. Der Deflationseffekt auf den Nominalzins verdoppelt sich entsprechend und es ergibt sich:

$$di = d\delta - 2(1 + \delta) \frac{dp_1}{p_1} \quad [8]$$

- Wenn aber der Zukunftspreis nicht bereits heute per Kontrakt bestimmt ist, sondern dem Gegenwartspreis per "random walk" folgt (jede Periode baut auf dem Preisniveau der Vorperiode auf), so wirkt eine heutige Nachfrage- und Preissteigerung nicht (zwingend) negativ auf den Zukunftspreis. Bleibt  $p_2^e/p_1$  bei Eins (d.h.  $dp_2^e = dp_1$ ), so steigt der Nominalzins mit der Diskontrate bzw. dem Realzins:

$$di = d\delta = dr \quad [9]$$

Dieser Fall, in dem die Preise praktisch immer erst in der laufenden Periode bestimmt werden, widerspricht allerdings dem Grundgedanken der intertemporalen Ökonomie, in der alle Zukunftskonstellationen bereits in der Gegenwart in ökonomischen Kontrakten abgebildet werden. "The assumption that all intertemporal and all contingent markets exist has the effect of collapsing the future into the present."<sup>203</sup>

Die Aussagefähigkeit dieses Modells intertemporaler Wirtschaftsbeziehungen ist in mehrfacher Hinsicht in Frage zu stellen:

Bei mehreren Gütern gibt es keinen *einheitlichen* Realzins, sondern lediglich einen *Vektor* relativer Preise. Dies wurde schon früh von Hicks gesehen; später wurde konsequenterweise vorgeschlagen, nicht länger von *dem* Kapitalzins, sondern von einem intertemporalen Preissystem zu sprechen.<sup>204</sup> Die verschiedentlich geäußerte Kritik, die Neoklassik sei somit nicht in der Lage, die in der Klassik noch zentrale einheitliche Profitrate des Kapitals zu erklären<sup>205</sup>, hinterläßt gleichwohl einen zwiespältigen Eindruck: Die Kritiker registrieren, daß diese Ertragsrate nach dem Scheitern produktivitätstheoretischer Ansätze auch nicht aus einer Analyse der Konsumpräferenzen abzuleiten ist; dabei gerät ihnen jedoch aus dem Blickfeld, daß der neoklassische Ansatz ausdrücklich den *Realzins* thematisiert – und sie kommen gar nicht erst auf die Idee, einem möglichen Zusammenhang zwischen *Geldzins* und Profitrate nachzugehen.

Unabhängig von der Zahl der Güter läßt sich die *Zwangsläufigkeit einer positiven Diskontrate* bestreiten. Vage Hinweise auf psychologische "Erkenntnisse" über eine angebliche

<sup>203</sup> Hahn 1980: 132.

<sup>204</sup> Vgl. Hicks 1946: 154, Bliss 1975: 10, Richter 1990: 44f.

<sup>205</sup> Vgl. Robinson 1971: 20, Schefold 1976: 182, Milgate 1982: 22, 129ff, 139.



Minderschätzung künftiger Bedürfnisse reichen zur Begründung fundamentaler Zusammenhänge in einer ökonomischen Kapitaltheorie kaum aus. Eine positive Zeitpräferenz ist nicht generell rational; stets müßte man morgen bereuen, was man heute entschieden hat.<sup>206</sup> Wiederrum ist es im Rahmen eines tauschtheoretischen Ansatzes für sich genommen auch völlig unerheblich, ob nun der Realzins positiv oder negativ ist. Nur wenn zugleich ein *nicht negativer Geldzins* existiert, ergibt sich das Problem, das die intertemporale Gleichgewichtsbedingung [3] bei negativem Realzins nur erfüllt sein kann, wenn die Inflationsrate ausreichend hoch ist. Damit wird die Geldsphäre zum Störfaktor; zudem gibt das Tauschmodell keine Aufschlüsse über die Ursache der Untergrenze des Geldzinses.

Die *Existenz von Geldkrediten* in einem intertemporalen Tauschmodell impliziert, daß – den Usancen des Bankgeschäfts zufolge – Kreditnehmern monetäre Anspruchsrechte auf Ressourcen eingeräumt werden, ohne daß andere Wirtschaftssubjekte zuvor einen Ressourcenverzicht deklarieren müssen. Die Liquidität des Banksektors – als entscheidende Restriktion der Kreditvergabe – ist zudem praktisch unabhängig vom Ausmaß des Konsumverzichts (per Saldo findet beim Sparvorgang nur eine Umstrukturierung bei den Bankdepositen statt). Damit ändert sich die logische und zeitliche "Reihenfolge" von Sparen und Investieren; es treten preissteigerungsbedingte Zwangssparprozesse auf. Die Aktivität der Geldbehörde kann sich dann nicht mehr darin erschöpfen, eine endogene, flexible Buchgeldmenge zur Verfügung zu stellen; vielmehr muß eine aktive Politik der Geldwertstabilisierung betrieben werden.<sup>207</sup>

Die *Zulassung von geldlichen Kontrakten in einem System güterwirtschaftlicher Zukunftsmärkte* erweckt grundsätzlich den Verdacht, daß dieses System "Defekte" aufweist. Entweder es ist den Akteuren möglich, alle Transaktionen direkt in Gütereinheiten festzulegen – dann bleibt unklar, welchen Dienst Geld erfüllen soll; oder aber die Existenz von Geld deutet auf die Unvollkommenheit und Unmöglichkeit direkter Austauschbeziehungen, vor allem in intertemporaler Sicht, hin – dann wird die markttheoretische Qualität der Aussagen des güterwirtschaftlichen Tauschmodells brüchig. Laufen die intertemporalen Transaktionen (wie in der Geldwirtschaft üblich) allein über monetäre Gläubiger-Schuldner-Beziehungen, hängen die zukunftsbezogenen Präferenzen hinsichtlich der Güternachfrage praktisch in der Luft. Terminkäufe, nach denen die Unternehmen ihr zukünftiges Marktangebot gestalten können, spielen praktisch keine Rolle. An die Stelle dieser Informationen treten bloße *Ertragserwartungen* der Investoren, während sich die Zeitpräferenz der Haushalte in der Konsumneigung niederschlägt. Sie beeinflusst jedoch nicht intertemporale relative Güterpreise, sondern unmittelbar die Einkommensverwendung in der laufenden Periode. Veränderungen im Grad der

---

<sup>206</sup> "There is literally no 'sense' in the notion of an inherent reluctance to postpone, or preference to future enjoyment, as a general principle embedded in human nature, rational or sentimental. Jevons saw this clearly. [...] The permanent and cumulative saving and investment we actually and typically find in the world cannot be explained in any degree through comparison between present and future enjoyment, or 'waiting' and being paid for waiting. [...] Wealth, viewed socially and objectively, is perpetual income capitalised, but what it means psychologically to the individual accumulator is a problem outside the sphere of the price theorist" (Knight 1934: 272n, vgl. Friedman 1969: 36f, Lutz/Niehans 1980, Richter 1990: 46f)

<sup>207</sup> Obgleich eine Knappheit von Geld in einem perfekten System von Zukunftsmärkten gar keinen Sinn macht, erhält auch in Richters Darstellung des intertemporalen Tauschmodells die Geldbehörde die Aufgabe, ein Preisziel zu fixieren; dabei bleibt für Richter (1990: 141ff, 326) eine Papiergeld emittierende Notenbank freilich ein "Fremdkörper" in der Marktwirtschaft, der staatlich beaufsichtigt werden müsse.

Zeitpräferenz können in diesem System den Investoren eher "falsche" Signale vermitteln.<sup>208</sup>

Die Zinseffekte derartiger Veränderungen in der Geldwirtschaft lassen sich mit denjenigen im intertemporalen Tauschmodell aufgrund der unterschiedlichen Organisation der Marktsysteme kaum vergleichen. In einem System güterwirtschaftlicher Zukunftsmärkte haben Kreditvergabe und Arbeitsangebot der Haushalte praktisch den gleichen Stellenwert: Sie verzichten auf Teile ihres Bestandes an Erstausrüstungen und liefern den Unternehmen Güter und Dienste als Produktionsinputs. Das Einkommen der Haushalte – die mit den Gleichgewichtspreisen bewertete Erstausrüstung – bleibt davon im Prinzip unberührt, da eine Eigennutzung dieser Ressourcen möglich ist. In der Geldwirtschaft begründet dagegen der Arbeitskontrakt das Haushaltseinkommen, die Ersparnis einen Einkommensverlust der Unternehmen und die Kreditvergabe eine Form der Vermögenshaltung.

Eine steigende Zeitpräferenz wird i.d.R. auch in der Geldwirtschaft den nominalen Geldzins erhöhen; jedoch ist dies die Folge eines Transaktionskasseneffektes bei konstanter Geldmenge – ein Effekt, der im intertemporalen Tauschmodell gar nicht auftritt, weil dort keine (abgrenzbare und konstant zu haltende) Geldmenge existiert. Selbst wenn die zusätzliche Güternachfrage das Preisniveau erhöht, bleibt die Entwicklung der Inflationsrate und damit die Veränderung des Realzinses unbestimmt. Dieser Realzins wiederum ist eine rein statistische Größe, die sich aus dem nominalen Geldzins und einer Inflationserwartung "berechnen" läßt; er kann umkehrt jedoch nicht als gegebene Marktvariable zur Ableitung des Geldzinses herangezogen werden. *Eine güterwirtschaftliche intertemporale Ertragsrate, an die sich der Geldzins anpassen könnte, existiert somit nicht.* Umgekehrt ist der Geldzins die einzige marktmäßig effektive Größe, die eine zukunftsrelevante Beziehung ausdrückt. Sie erlegt den Unternehmen als Geldschuldner eine Verpflichtung auf, die den Produktionsprozeß in einen monetär-vermögenswirtschaftlichen Rahmen stellt.

---

<sup>208</sup> "Ein Akt einzelner Ersparnis bedeutet sozusagen einen Entschluß, heute kein Mittagessen zu haben. Aber er bedingt *keinen* Entschluß, nach einer Woche oder einem Jahr ein Mittagessen zu haben oder [...] irgendeine bestimmte Sache an irgendeinem bestimmten Zeitpunkt zu verbrauchen. Er bedrückt somit das Geschäft der Zubereitung des heutigen Mittagessens, ohne das Geschäft der Vorsorge für einen zukünftigen Verbrauchsakt anzuregen. [...] Überdies stützt sich die Erwartung künftigen Verbrauches so stark auf die laufende Erwartung gegenwärtigen Verbrauches, daß eine Verminderung des letzteren voraussichtlich die erstere herunterdrücken wird, mit der Folge, daß der Akt der Ersparnis nicht nur den Preis der Verbrauchsgüter drücken und die Grenzleistungsfähigkeit des bestehenden Kapitals unberührt lassen wird, sondern tatsächlich dazu neigen kann, auch die letztere herunterzudrücken" (Keynes 1936: 176, vgl. 161f, Kregel 1980).

## Kapital als Geldvorschuß: Die monetäre Zinstheorie

Kapital stellt einen Geldvorschuß dar, der zur Durchführung der Produktion notwendig ist. Folglich ist auch die Profitrate ein Preis für die Aufgabe von Liquidität, ist ein monetär bestimmter Zinssatz oder [...] ein sich auf dem Gütermarkt herausbildender Zinssatz.

*Hajo Riese*<sup>209</sup>

The question why capital is scarce is [...] best regarded as being, in the long run, the same question as why the rate of interest exceeds zero.

*John Maynard Keynes*<sup>210</sup>

Jede Zahlung ist mit dem Verlust des Optionswertes verbunden, der darin besteht, daß man die entsprechenden Mittel auch anders verwenden könnte. Jede Nichtzahlung ist mit dem Verlust von Gelegenheiten verbunden, hier und jetzt Bedürfnisse zu befriedigen.

*Niklas Luhmann*<sup>211</sup>

Der neoklassische Versuch der Erklärung eines *einheitlichen Kapitalzinses* scheiterte nicht nur deshalb, weil bei heterogenen Kapitalgütern als Produktionsfaktoren nur ein *Vektor* von Kapitalerträgen ableitbar ist, sondern vor allem, weil die Elemente in der Produktionsfunktion physische *Mengen* sein sollten und somit – dem Grenzproduktivitätskonzept zufolge – lediglich *Renten* bestimmt werden können. Wicksell sah sich deshalb zu einer die Einheitlichkeit der Einkommenslehre zerstörenden "theoretischen Verkehrtheit" gezwungen, bei Arbeit und Boden zwar Faktormengen als Erstaussstattungen vorzugeben, hingegen als Kapital eine Wertgröße, die dann in Abweichung von den übrigen Faktoren in einem Prozentsatz entlohnt wird. Kapital wird somit bei Wicksell – wie schon bei Marx – zu einem *Geldvorschuß* des Produktionsprozesses. "Alle diese Requisiten [d.h. produzierte Kapitalgüter] haben auf den ersten Blick hin nur eine einzige Eigenschaft gemeinsam, nämlich die, gewisse *Tauschwertmengen* zu bilden, sodaß sie sich zusammen als eine einzige *Wertsomme* auffassen lassen, die eine gewisse Menge Tauschmittel, Geld, repräsentiert".<sup>212</sup>

Die allgemeine Profitrate wird folglich – allerdings im Gegensatz zu Marx – durch den Geldzins bestimmt. Sie ist direkt kein Knappheitspreis für Realkapital i.S. der Grenzproduktivitätstheorie, sondern ein zur Überwälzung kalkulierter Kostenzins, der eine Knappheit von Geldkapital reflektiert.<sup>213</sup> Eine besondere Leistungsfähigkeit oder Lagerente einzelner Kapi-

---

<sup>209</sup> Riese 1987: 163.

<sup>210</sup> Keynes 1934: 456.

<sup>211</sup> Luhmann 1988: 224f.

<sup>212</sup> Wicksell 1901: 208, vgl. 212f, Kurz 1998.

<sup>213</sup> Riese fällt in diesem Zusammenhang allerdings wieder stellenweise auf die klassische Position zurück, nach der eine positive Profitrate nur bei einer Knappheit von Realkapital möglich ist, die Arbeitskräfte überschüssig hält. Er spricht von "der marktlogischen Notwendigkeit, daß das Knapphalten von Geld den Einsatz an Ressourcen begrenzen muß, damit die Preise über die Kosten steigen können und ein Profit entsteht", und versteht Unterbeschäftigung als "notwendige Bedingung dafür, daß der Profit nicht wegkonkurriert wird" (Riese 1988: 386, Riese 1995: 57, vgl. 49). Eine derartige "makroökonomische Cournot-Lösung" verträgt sich jedoch nicht mit einer keynesianischen Kapitaltheorie, die bei linearen Produktionsbedingungen den Profit auf dem Gütermarkt als bloßes Spiegelbild eines

talgüter beeinflusst ihre Preise, nicht aber den Zins. Die entscheidende Frage ist nun, wie eine Knappheit dieses Geldvorschusses begründet werden kann; wie man sehen wird, ist dies zugleich die Frage nach der Erklärung des Zinssatzes. Bei der Beantwortung dieser Frage ist es sinnvoll, den Grad der institutionellen Ausdifferenzierung des Banksystems mit zu bedenken.

Betrachtet man zunächst die ressourcengedeckte Kreditvergabe eines merkantilistischen Kaufmanns- oder Bankhauses, so erscheint diese (neben der bereits diskutierten Fähigkeit der Kreditnehmer zur Hinterlegung von "Sicherheiten") als durch den Reservebestand und die Risikoneigung des Kreditgebers beschränkt: Immerhin emittiert dieser Anspruchsrechte gegen sein Privateigentum und setzt sich somit der Gefahr von Vermögensverlusten aus. Er hat auf die Tilgung des Kredits, d.h. die Rückgabe der Anrechtsscheine zu achten, damit diese nicht per Saldo in den Besitz von nicht bei ihm verschuldeten Akteuren gelangen. Aus dieser Perspektive erscheint der *Zins als Prämie für die Belastung des Privateigentums*. Er ist keine preisliche Steuerungsgröße bei der Disposition über finanzielle Aktiva und Geld, vielmehr entsteht Geld – als zinsbelastetes Forderungsrecht auf ein Privateigentum – überhaupt erst bei der Vergabe eines Kredits. "Entscheidend war, daß Banknoten nicht durch Tausch von produzierten Gütern in die Zirkulation gelangten, wie es die Klassik und Neoklassik sich dachten, sondern durch Ausleihe gegen Zinsen. Dabei waren die Zinsen nicht durch die Bedingungen der Produktion bestimmt, sondern sie bestimmten selbst die Bedingungen der Produktion."<sup>214</sup>

Diese "Eigentumstheorie des Zinses" bestätigt ungewollt die bereits erwähnte Warnung Schumpeters, man solle nicht dem Irrglauben erliegen, frühere, "einfach" strukturierte Epochen des Wirtschaftslebens würden das Wesen eines ökonomischen Phänomens in noch unverhüllter Klarheit offenbaren.<sup>215</sup> Tatsächlich können sie es dadurch verdunkeln, daß die Evolution noch nicht zu einer effizienten Ausdifferenzierung ökonomischer Funktionsbeziehungen geführt hat. Die Zuweisung der Geldfunktion an Schuldscheine bekannter Privateigentümer in der Entstehungsphase der modernen Geldwirtschaft suggeriert nämlich in zinstheoretischer Hinsicht den Fehlschluß, die Belastungsprämie des Eigentums bei der Geldentstehung als das *Wesen* des Zinses anzusehen. Da diesem Eigentum als "realer Deckung" des Geldes aber selbst nur eine – wie sich historisch zeigen sollte: substituierbare – Hilfsfunktion bei der Herstellung der gesellschaftlichen Akzeptanz eines Geldmediums zukommt, kann auch das Kostenelement seiner temporären Belastung für das Zinsphänomen nicht wesentlich sein (ohne leugnen zu müssen, daß es phasenweise die Zinshöhe beeinflusst haben mag).

Die entscheidende Frage wird in diesem Ansatz gar nicht thematisiert: Welche Stellung hat ein als Geld anerkanntes Aktivum in Relation zu anderen Forderungsrechten im Portfolio der Geldnachfrager?<sup>216</sup> Denn selbst die unmittelbare Entstehung des Geldes z.B. aus einem Kreditverhältnis zwischen merkantilistischer Bank und Schuldner schließt ja nicht aus, daß dieses Geld, d.h. das Forderungsrecht gegen die Bank, im Marktverkehr via Güterverkauf in

---

vermögensmarktbestimmten Zinssatzes begreift.

<sup>214</sup> Stadermann 1994: 89, vgl. Heinsohn/Steiger 1996: 133ff.

<sup>215</sup> Schumpeter 1970: 16ff.

<sup>216</sup> Schon die Zulässigkeit dieser Frage wird mit dem Argument bestritten, daß sie immer schon die Existenz von Geld voraussetze (Heinsohn/Steiger 1996: 181ff, 192ff). Damit wird aber deutlich, daß die Eigentumstheorie des Zinses den Vorgang der Geldentstehung bzw. -schöpfung mit der Allokationsanalyse des Vermögensmarktes vermengt und die "Werbungskosten" der Reputationspflege eines Geldmediums mit den preistheoretischen Konsequenzen des Liquiditätsgrades von vorhandenen Finanzaktiva verwechselt.

den Besitz von Dritten gelangt, die im Rahmen der Disposition über ihr Geldvermögen die "Qualität" alternativer Finanzanlagen einschließlich der Geldhaltung zu bewerten haben.

Die Eigentumstheorie des Zinses benennt mit den angebotsseitigen Kosten der Geldentstehung in der Frühphase der Bankentwicklung ein Problem, das sich in analoger Form den Kreditinstituten im zweistufigen Banksystem stellt: Die bei der Kreditvergabe eingeräumten Ansprüche richten sich hier zwar nicht auf das Reinvermögen, sondern auf die Zentralbankgeldreserve der Banken. Sie sind jedoch ebenso gezwungen, die (Zins-) Kosten der Reservesicherung und -beschaffung auf die Kreditkunden abzuwälzen, wobei deutlich wird, daß diese Überwälzung des Zinses nicht die Ursache des Zinses sein kann.

Damit können die Geschäftsbanken bei der Frage nach der ökonomischen Begründung des Zinses überhaupt ausgeblendet werden. Das Geldvermögensportfolio der privaten Wirtschaftssubjekte besteht dann aus Bargeld und Wertpapieren; eine zusätzliche Kreditvergabe verlangt eine Umstrukturierung des Portfolios. Dabei kann nicht davon ausgegangen werden, daß die Akteure bezüglich der Wahl zwischen Geld und Kreditforderungen indifferent sind; vielmehr wird i.d.R. eine *Zinszahlung* notwendig sein, um den Vermögensbesitzer zu einer Geldleihe zu bewegen. "The rate of interest [...] has to be established at the level which, in the opinion of those who have the opportunity of choice – i.e. of wealth-holders – equalises the attractions of holding idle cash and of holding the loan."<sup>217</sup>

Unter *Risikogesichtspunkten* handelt es sich um eine Entscheidung zwischen einem allgemeinen Zugriffsrecht auf Ressourcen und einer spezifischen Forderung gegen einzelne Schuldner. Das Ausfallrisiko muß deshalb einen preistheoretischen Niederschlag finden. "If there is any doubt about repayment, there must be interest; for no one will voluntarily part with money [...] in return for anything less than a 100 per cent probability of the principle being repaid. [...] The greater the risk of default, the higher (other things being equal) will be the rate of interest."<sup>218</sup> Insoweit erscheint der Zins als Risikoprämie, wobei eine Versicherbarkeit dieses Risikos (die allerdings angesichts der kumulativen Verbundenheit der Schadensfälle wie bei der Arbeitslosigkeit problematisch ist) nichts an dem Charakter des Zinses (bzw. der Versicherungsprämie) als einem dem Produktionsprozeß vorgelagerten Kostenelement ändern würde.

Der Aspekt der *Fristigkeit* knüpft am neoklassischen Modell des intertemporalen Gütertauschs an. Zur Erklärung eines positiven Zinssatzes im Falle einer Geldleihe kann jedoch das Argument der güterwirtschaftlichen Zeitpräferenz (unabhängig von seiner oben geschilderten Fragwürdigkeit) nicht umstandslos herangezogen werden. Bereits das Halten von Geld beinhaltet einen ebensolchen Verzicht auf eine unmittelbare Ressourcennutzung wie das Halten einer Kreditforderung; insoweit ist die möglicherweise vorhandene Abneigung gegen einen Genußaufschub für die *Struktur* des Geldvermögensbestandes irrelevant. Die Zeitpräferenz kann allenfalls ein (negatives) Motiv für die *Vermögensbildung* als solche sein; andererseits ist aber die Aussicht auf ein Zinseinkommen angesichts der vielfältigen mit dem Vermögensbesitz verbundenen Annehmlichkeiten nicht einmal eine zwingende Voraussetzung für die Spartätigkeit.

Der *gesamtwirtschaftliche* Geldvermögensbestand bleibt ohnehin von der Spartätigkeit der

---

<sup>217</sup> Keynes 1937a: 213, vgl. Hicks 1989: 64ff.

<sup>218</sup> Hicks 1969: 73f. Ähnlich auch Riese (1988: 383): "Die Liquiditätsprämie läßt sich [...] als preistheoretischer Ausdruck der Kalkulation der Sicherheit des Vermögensrückflusses interpretieren."

Haushalte unberührt, da bei Konstanz der übrigen Nachfragegrößen die Unternehmensersparnis aus saldenmechanischen Gründen direkt gegenläufig reagiert. Notwendig für die Zunahme des Geldvermögensbestandes ist somit eine *kreditär* angestoßene Erweiterung der Einkommensbildung mit der daraus folgenden Spartätigkeit<sup>219</sup> oder aber die Kapitalisierung von Ertragserwartungen: "Kapitalistische Vermögen [werden] üblicherweise nicht durch das Sparen und Ansammeln verdienster Dollars gebildet, sondern durch die Schaffung neuer Quellen für Erträge, deren kapitalisierter Wert dann ein 'Vermögen' darstellt."<sup>220</sup>

Der Fristenaspekt bedeutet somit nur, daß der Vermögensbesitzer – bei *gegebener* grundsätzlicher Bereitschaft zur Vermögenshaltung – für eine bestimmte Zeitdauer zugunsten eines Wertpapiers auf die Geldhaltung verzichtet. Dieser Verzicht ist (unabhängig vom Risikoaspekt) mit einer Zinszahlung zu entgelten, weil Geld eine *Liquiditätsprämie* trägt, d.h. *Zahlungsfähigkeit* garantiert. Der Kreditschuldner ist bereit, einen Zins zu zahlen, um über Geld verfügen zu können, weil er sich nicht mit seinem eigenen Schuldschein, sondern nur mit Geld Ressourcen aneignen kann. Der Geldvermögensbesitzer verlangt den Zins, weil er während der Laufzeit des Kreditvertrages auf das Optionsrecht verzichtet, sein Vermögen nach Maßgabe neuer Informationen oder Präferenzänderungen umzustrukturieren. "There is thus a probability that a portfolio choice, once made, is not optimal in light of what will be learned. This consideration, when combined with transaction costs, leads to a premium on 'liquid' or low-transaction-cost assets. This premium is in nature of an option purchase."<sup>221</sup>

Damit wird der *Charakter des Zinses als Optionspreis* deutlich. Er mißt einen Liquiditätsabschlag für nicht-liquide Aktiva. Der Zins wird für das Recht bezahlt, *in der laufenden Periode* über Geld verfügen zu können; entsprechend müssen die Unternehmen in jeder Periode den Zins in den Produktionspreisen erwirtschaften, um die Dienstleistung des laufenden Geldvorschusses zu bezahlen. Während die Tilgung den Zeitaspekt des Kreditvertrags ausdrückt, hat der Zins in Wahrheit nichts mit dem Verstreichen der Zeit zu tun, ebenso wie Profitrate nichts mit dem Zeitaspekt des Produktionsprozesses zu tun hat (ohne bestreiten zu wollen, daß Produktion Zeit braucht). Die Liquiditätsprämie ist keine intertemporale Kategorie: Es geht nicht darum, "lieber heute als morgen", sondern stets zahlungsfähig zu sein. Dies schließt nicht aus, daß das Liquiditätsbedürfnis in zeitlicher Hinsicht variiert (was entspre-

<sup>219</sup> Die Theoriegeschichte hat sich in diesem Zusammenhang lange Zeit gesträubt, die Bedeutung der Kreditschöpfung der Banken anzuerkennen, nicht zuletzt weil dies den tradierten Glauben an die Tugenden des Sparens unterhöhlte. Um diesem Normenkonflikt zu entgehen, wurden dann später die Halter von Bankeinlagen zu *Sparern* stilisiert, obgleich sie den Banken lediglich *Liquidität* zur Verfügung stellen (vgl. Schumpeter 1954: 1352, Chick 1983: 239).

<sup>220</sup> Schumpeter 1954: 701. Diese Schaffung von Vermögen "aus dem Nichts" wurde schon von Knight (1934: 277) betont: "The amount of capital is always the capitalised value of an expected future stream of services. When conditions change, capital simply appears or/and disappears, and is written up or written down without reference to 'production'."

<sup>221</sup> Hahn/Solow 1995: 144, vgl. Davidson 1994: 97ff, Riese 1995. Kregel (1998: 123) verknüpft den Optionsaspekt der Geldhaltung mit Keynes' Konzept der "Gebrauchskosten": "Buying investment goods, or consumption goods, or buying financial assets [...] or repaying debt means that money will no longer be available to be 'used' at a future date when the prices of the assets or goods will be different. The 'user cost' of expending money today can then be defined as the present value of the potential future gain or loss that has been foregone or avoided by parting with money today. [...] The user cost of money could thus be defined as the equivalent of a call option on a deposit at the current interest rate. Alternatively, holding money uninvested in a portfolio allows you to avoid the sale of an investment asset to meet an unanticipated need for liquid funds."

chende Auswirkungen auf die *Zinsstruktur* hat). Allgemein ist der Zins jedoch ein aus dem laufenden Einkommen zu zahlender atemporaler Preis für die Eindämmung der Liquiditätspräferenz. Den Akteuren muß im Zins die Liquiditätsprämie bezahlt werden, um sie zur "Aufgabe" von Geld, d.h. zur Hinnahme von Illiquidität zu bewegen. "Liquidity preference is the reason why ready money commands a premium over bills or bonds – is the cause, therefore, of the existence of a rate of interest."<sup>222</sup>

Die Position des Keynesianismus bleibt in diesem Punkt ambivalent. Zwei Jahre nach Veröffentlichung seiner "General Theory" stimmte Keynes seinem Schüler Townshend dahingehend zu, daß der Zins nicht als Preis für das Risiko eines Vermögensverlustes am Ende der Laufzeit eines Schuldvertrages, sondern als Preis für den Liquiditätsverzicht *während* dieser Periode anzusehen sei.<sup>223</sup> Zuvor hatte er jedoch ausdrücklich das Geld als "Verbindungsglied zwischen Gegenwart und Zukunft" bezeichnet und die Geldhaltung als eine vom Vorsichtsmotiv bestimmte Vermögensform, als Reflex auf die unkalkulierbare *Unsicherheit der Zukunft* dargestellt. Der keynesianische Fundamentalismus hat dann später diesen Gedanken aufgegriffen und Wirtschaften als einen in historischer Zeit ablaufenden Evolutionsprozeß dargestellt, der sich einer allokatons- und gleichgewichtstheoretischen Erfassung entziehe.<sup>224</sup> So knüpft der Keynesianismus unfreiwillig am Mythos der neoklassischen Ökonomie an, die glaubte, die Zeit als ökonomisches Argument einführen zu müssen, um den Zins erklären zu können. Tatsächlich aber ist der Zins der Preis für die Sicherstellung von Zahlungsfähigkeit in der Gegenwart.

Der Vermögensbesitzer ist indifferent zwischen Geld und solchen nominal fixierten Finanzaktiva, die selbst eine Zahlungsmittelfunktion tragen; dies erklärt die geringe bzw. nicht gegebene Verzinsung bestimmter Bankdepositen. Im Fall *handelbarer* Kreditforderungen muß das Optionsrecht der Zahlungsfähigkeit mit dem Risiko von Kursverlusten erkaufte werden. Der Zins steuert die Bestandshalteentscheidung zwischen Kasse und Wertpapieren. Daraus folgt die preistheoretische Überlegenheit der Liquiditätspräferenz- gegenüber der Loanable-Funds-Theorie: Zinsbewegungen sind keineswegs an Veränderungen der Relation zwischen den *Stromgrößen* Ersparnis und Investition gebunden, sondern ergeben sich zumeist durch Umbewertungen der *Finanzkapitalbestände* in privaten Portfolios.<sup>225</sup>

Damit kann schließlich wieder die Fragestellung Wicksells aufgenommen werden: Er verknüpfte sein Konzept eines monetären Kapitalbegriffs mit der traditionellen Idee, daß die

---

<sup>222</sup> Hicks 1982: 240, vgl. Hicks 1989: 52. Da Schumpeter nie einen Zugang zur Kategorie der Liquiditätsprämie fand, blieb seine monetäre Kapital- und Zinstheorie stets auf der Angebotsseite offen. Zwar arbeitet er klar heraus, "daß der Zins am Geld hängt und nicht an Gütern" (1934: 241); im Gegensatz zu den ausführlich analysierten Motiven der Kreditnachfrage bleiben jedoch die Opportunitätskosten der Kreditanbieter preistheoretisch unterbelichtet.

<sup>223</sup> "A liquidity premium [...] is a payment, not for the expectation of increased tangible income at the end of the period, but for an increased sense of comfort and confidence during the period" (Keynes 1938: 294). Townshend hatte geschrieben: "The reluctance to part with liquid money – the property of liquidity which gives it exchange value and enables people to obtain interest by parting with money under contract – has its origin in the doubts of wealth-owners as to what may happen to values *before the end of any interval, however short*; and I suggest that the basic cause of interest is bound up with this" (1938: 291, vgl. Heinsohn/Steiger 1996: 183).

<sup>224</sup> Vgl. Keynes 1936: 248, Keynes 1937b, Davidson 1978: 7, 12, 362, Robinson 1980, Filc 1992: 33ff.

<sup>225</sup> Vgl. Keynes 1937a, Townshend 1937.

Knappheit dieses Kapitalwertes eines Tages durch das Sparen beseitigt werden könne (obgleich ihm der Zusammenhang zwischen Zeitpräferenz, Zins und Ersparnis als ein "ein gar sehr verwickeltes Phänomen" erschien); die fortlaufende Akkumulation werde das Kapital entknappen und den Zins sinken lassen.<sup>226</sup> Dieses Bild einer Verwendungskonkurrenz zwischen Gegenwarts- und Zukunftsgütern ist aber für eine Geldwirtschaft unangemessen, weil sich niemand direkt wie im intertemporalen Tauschmodell zwischen Konsum- und Kapitalgütern entscheidet und die kreditfinanzierte Investition häufig auch via Zwangssparprozessen den Konsum real zurückdrängt. Vor allem aber ist von einem Wachsen des Kapitalstocks kein Sinken des Zinses zu erwarten, weil eben der Zins entgegen einem oft beschworenen Mythos nicht die relative Knappheit eines Produktionsfaktors Kapital, sondern die relative Knappheit von Zahlungsmitteln ausdrückt.

Selbst Keynes erlag dieser Verwechslung: Während er einerseits die Liquiditätsprämie als Erklärung dafür nannte, daß "die Welt nach verschiedenen Jahrtausenden beständigen Sparens der Einzelnen so arm an angehäuften Kapitalwerten ist", erhoffte er sich andererseits, daß eine anhaltende Investitionstätigkeit die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals heruntbringen und darüber den "sanften Tod des Rentiers" herbeiführen werde; dabei vergaß er offenbar, daß er selbst den Geldzins als *unabhängig* von der Profitrate herausgestellt hatte. Weil er als sozialromantischer Reformier die "anstößigen Formen des Kapitalismus" (u.a. die hohen Kapitaleinkommen) loswerden wollte, bemühte er das Argument, daß Kapitalzinsen "heute keine Belohnung für ein wirkliches Opfer" mehr seien, und fiel so hinter eigene Erkenntnisse zurück.<sup>227</sup>

---

<sup>226</sup> Wicksell 1901: 237, 280, vgl. Marshall 1920: 483.

<sup>227</sup> "Es ist viel zweckmäßiger zu sagen, daß das Kapital während seines ganzen Bestandes ein seine ursprünglichen Kosten übersteigendes Erträgnis hat, als es *produktiv* zu nennen. Denn der einzige Grund, warum ein Vermögenswert seine Aussicht bietet, während seines Bestandes Dienste von einem größeren Gesamtwert als dem ursprünglichen Angebotspreis zu leisten, ist seine *Knappheit*; und es wird knapp gehalten wegen des Wettbewerbs um den Zinsfuß auf Geld. Wird das Kapital weniger knapp, so vermindert sich das überschüssige Erträgnis, ohne daß es – wenigstens im stofflichen Sinne – weniger produktiv geworden ist" (Keynes 1936: 178f, vgl. 184f, 202, 316f, Keynes 1933/34).



## Gleichgewicht und Beschäftigung in einer Geldwirtschaft

Nicht die Politik einer Notenbank schafft den Diskont, sondern der Bankdiskont ist wesentlich bestimmt von den wirtschaftlichen Verhältnissen eines Landes [...]. Die Zentralnotenbank kann deshalb mit ihrem Zins- und Diskontsatz im allgemeinen [...] dem Zinsfuß des Geldmarktes nur folgen, sie kann ihn konstatieren [...] und nur unter Umständen und innerhalb maßvoller Grenzen kann sie ihn beeinflussen.

*Reichsbankpräsident Havenstein*<sup>228</sup>

Der marktlogische Gehalt der monetären Theorie der Produktion läßt sich so zusammenfassen, daß Geld die generelle Budgetrestriktion des Marktsystems bildet und dadurch der *Zins* zu einem *monetären* Phänomen wird.

*Hajo Riese*<sup>229</sup>

Money as a store of wealth stands as a barrier of full production, that is, unemployment is caused by money.

*Dudley Dillard*<sup>230</sup>

Rieses Motto "Geld ist kein Kredit, entsteht aber aus dem Kredit"<sup>231</sup> verweist darauf, daß Geld als zinsbelastetes Aktivum aus der Interaktion zwischen Zentralbank und privaten Schuldnern hervorgeht (wobei den Geschäftsbanken lediglich eine intermediäre Funktion zufällt). Die Knappheit von Zahlungsmitteln zeigt sich auf dem Geldmarkt in der Höhe des Zinssatzes, der in einem zweistufigen Banksystem praktisch durch die Zentralbank bestimmt wird. Dies bedeutet nicht, daß die Zentralbank den Zins "verursacht"; durch die Vorgabe des Zinses versucht sie jedoch phasenweise, dem Finanzmarkt eine gewisse Orientierung zu geben. Dabei stellt sich eine Reihe von Problemen:

Notenbanken müssen lernen, *Geldschöpfung und Zinspolitik an den Marktbedingungen auszurichten*. Es geht nicht darum, durch Eingriffe auf dem Kapitalmarkt die Rentabilität des Kapitals oder die Produktionsbedingungen zu beeinflussen, sondern um eine Kontrolle des Geldmarktes. Dabei ist es nur eine Frage der Technik der Geldmarktsteuerung, ob die Notenbank ihren Refinanzierungszins oberhalb oder unterhalb des kurzfristigen Marktzinses hält und somit entweder Lender of Last Resort oder Lender of First Resort ist. Die Kunst der Geldpolitik besteht darin, gleichzeitig die *Zahlungsfähigkeit des Banksystems* und die *Stabilität des Wertstandards* zu sichern; zugleich sind dabei die *Zinsansprüche der Geldvermögensbesitzer* zu beachten, da offensichtlich jederzeit Diskrepanzen zwischen Geldzins und durchschnittlicher Liquiditätsprämie im Nichtbankenbereich auftreten können.

Nun läßt sich aus der für die Funktionsfähigkeit einer Geldwirtschaft notwendigen Knappheit der Geldmenge kein bestimmter Zinsanspruch der Geldvermögensbesitzer ableiten; jedoch können sie bei freiem Kapitalverkehr Zinsdifferenzen zwischen verschiedenen Währungsgebieten ausnutzen und darüber die betreffenden Notenbanken unter Anpassungsdruck

---

<sup>228</sup> Havenstein 1908, zitiert nach Borchartd/Schötz 1991: 181n.

<sup>229</sup> Riese 1988: 381f.

<sup>230</sup> Dillard 1955: 12.

<sup>231</sup> Riese 1995: 56, 59.

setzen. In einem Regime fester Wechselkurse leitet dies über zu den Problemen der Funktionsweise von Leitwährungssystemen.<sup>232</sup> Im Falle flexibler Kurse kann ein vom Kapitalabstrom getriebener Abwertungsprozeß seitens der Notenbank durchaus hingenommen werden, solange es keine Anzeichen für einen fortschreitenden Funktionsverlust der heimischen Währung gibt.

Damit schließt sich die Frage an, ob die Funktionsfähigkeit und Akzeptanz einer Währung einen bestimmten Grad an Geldwertstabilität verlangt. Die Knappheit des Geldes läßt sich immer nur relativ zum Preisniveau definieren. Grundsätzlich zeigt sich hier der potentiell systemgefährdende Stellenwert des *Deflationsproblems*: Kommt es z.B. infolge allgemeiner Angebotsüberschüsse zu einem anhaltenden Absinken der Marktpreise, verliert die Notenbank die Kontrolle über den Geldmarkt. Solange die Geschäftsbanken ihre Liquidität aufrechterhalten können, werden sie eine Geldvernichtung über eine Entschuldung gegenüber der Zentralbank betreiben, wobei die Zinsen sinken und dennoch die realwirtschaftliche Erholung infolge der ungünstigen Ertragserwartungen ausbleibt. Können jedoch Bankkredite aufgrund des unzureichenden Cash Flow der Unternehmen nicht zurückgezahlt werden, geraten die Banken in die Liquiditätskrise. Der Zusammenbruch droht, wenn (infolge der pekuniären Erträge der Geldhaltung) die Geldnachfrage zunimmt und (infolge der Furcht vor der realen Überschuldung) die Kreditnachfrage zusammenbricht, so daß die Banken bei zunehmenden Barabzügen ihre refinanzierungsfähigen Aktiva verlieren.

Schließt man eine derartige Instabilität aus, so wird gleichwohl die Volatilität der Zinspolitik der Zentralbank mit dem Grad der Preisniveauflexibilität zunehmen. Ein gewisses Maß an *Rigidität der nominalen Preise* ist daher auch von dieser Seite für die Stabilität einer Geldwirtschaft von Vorteil. Bei im Niveau völlig flexiblen Preisen wäre eine Knappheit von Geld nicht kontrollierbar und der Nominalzins selbst unbestimmt. In einem idealen neoklassischen System spielt der Nominalzins auch deshalb eine untergeordnete Rolle und wird über eine Inflationserwartung aus dem Realzins abgeleitet.<sup>233</sup>

Viele Investitionsprojekte sind einzelwirtschaftlich auch und gerade bei *Inflation* erfolgreich, eben weil das Erfolgskriterium lediglich in einem Vergleich von monetären Werten besteht. Daß eine Volkswirtschaft makroökonomisch an Angebotsbeschränkungen stößt, kann für die (erwartete oder realisierte) Rentabilität von Produktionsprozessen durchaus unerheblich sein. Im Gegenteil: Nähert sich das System einer Vollauslastung der Ressourcen, d.h. einem güterwirtschaftlichen Gleichgewicht, so können auftretende Engpässe und Knappheitspreise Gewinnchancen signalisieren und darüber die Aktivität auf den Märkten weiter antrei-

---

<sup>232</sup> Vgl. Spahn 1998.

<sup>233</sup> Friedman (1969) zufolge ist die Geldfunktion an die *reale* Geldmenge gebunden und diese sei – als potentiell freies Gut – den Wirtschaftssubjekten aus wohlfahrtstheoretischen Gründen bis zur Sättigungsmenge zur Verfügung zu stellen. Dies wiederum verlangt einen Nominalzins von Null. Damit bei einem vorgegebenen [sic!] positiven Realzins ein Vermögensmarktgleichgewicht erreichbar ist, muß eine Deflation durchgesetzt werden. Kritisch ist gegenüber diesem Ansatz anzumerken, daß die Wertstandard- und Zahlungsmittelfunktion durch Geld als ein *Nominalmedium* erfüllt wird, selbst wenn die Wirtschaftssubjekte ihre Transaktionskasse verhaltenstheoretisch am Preisniveau orientieren und insoweit eine reale Geldmenge nachfragen. Zudem ist ein positiver Nominalzins notwendig, um den in der Interaktion zwischen Zentralbank und Geschäftsbanken ablaufenden Geldschöpfungsprozeß zu beschränken. Könnten sich die Geschäftsbanken zum Nullzins refinanzieren, wäre makroökonomisch kaum eine Deflation aufrechtzuerhalten. Friedman liefert eine bloße wohlfahrtstheoretische Bedingungsanalyse, ohne ihre markttheoretische Konsistenz zu prüfen.

ben.

Der Prozeß wird dadurch instabil, daß die erwartete und tatsächliche Wertveränderung des Geldes (d.h. die Eigenbewegung des in einer Tauschökonomie gar nicht vorhandenen Preisniveaus) ihrerseits Rückwirkungen auf die Güternachfrage auslöst, z.B. um Realwertverlusten bei finanziellen Aktiva zu entgehen. Eine Verdrängung der heimischen Währung als Medium der Geldvermögensbildung zeigt einen fortschreitenden Funktionsverlust des Geldes an, der auch die Zahlungsmittel- und Wertstandardfunktion auf Güter- und Arbeitsmärkten aushöhlt, so daß schließlich die Kontrakte in anderen Medien festgesetzt werden (damit verliert auch eine Hyperinflation ihre Wirkung im ökonomischen Prozeß).<sup>234</sup> Das Problem ist hier eine vom Nominalstandard Geld ausgehende *Nicht-Neutralität* (die von der Frage der Mengenwirkungen monetärer Impulse zu unterscheiden ist): Die Wirtschaftssubjekte schreiben der Verwendung des Geldes reale Effekte zu, die nicht zu seinen eigentlichen formalen Ordnungsfunktionen gehören. Pointiert formuliert: Der Übergang zu Realwertüberlegungen bei der Verwendung einer Währung zeigt den Beginn ihres Funktionsverlustes an. Daraus folgt, daß die Stabilität einer Geldwirtschaft Stabilität in den Nominalkategorien verlangt (ohne daß dies freilich eine absolute Preisniveaunkonstanz erfordert).

Bereits am Ende des 19. Jahrhunderts, als er mit seiner Analyse einer "Idealbank" die Zukunftsvision eines reinen Papierstandards entwarf, wurde Wicksell zum Begründer einer monetären Makroökonomie, indem er erkannte, daß in einer vom Kredit getriebenen Ökonomie die Wertstabilität des Wertstandards Geld nicht endogen über die Marktkräfte gewährleistet ist und deshalb ihre Sicherung zu einer primären Aufgabe der Geldpolitik werden muß. Wicksells Forschungsprogramm markiert den Übergang vom neoklassischen Tauschmodell zu einer Theorie der Geldwirtschaft; die Fragestellung wandelt sich von der intertemporalen Güternutzung zur Stabilisierung von Geldpreisen – ein Problem, das in "pure future economies" gar nicht auftaucht.<sup>235</sup> Der Geldzins wird zu einer Steuerungsgröße der makroökonomischen Aktivität *in der laufenden Periode* und damit zu einem geldpolitischen Stabilisierungsinstrument, das vermittelt über den Vermögensmarkt auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage einwirkt. Die Notwendigkeit einer Stabilisierungspolitik ergibt sich daraus, daß die *nominale* Wirtschaftsaktivität im Falle der Übernachfrage auf Güter- und Arbeitsmärkten auch bei einer passiven Geldpolitik (bei konstantem Geldmengenwachstum) nicht zwingend auf endogene Weise – nämlich durch den Realkasseneffekt – gedämpft wird.

Jedoch ist eine solche Konstellation der Übernachfrage nicht der Regelfall in einer Geldwirtschaft. Die empirische Erfahrung vermittelt eher den Eindruck einer weltweiten *Tendenz zur Überschüssigkeit von Ressourcen*. Diese Konstellation ist allgemein damit zu erklären, daß die bloße Existenz ungenutzter Produktionsfaktoren nicht zwingend Ertragserwartungen auslöst, die ihre Ökonomisierung, d.h. ihren Einsatz im Produktionsprozeß nach sich ziehen; dabei spielt auch eine Rolle, daß insbesondere der Preis des Faktors Arbeit z.T. aus mikroökonomischen Effizienzgründen nicht unmittelbar auf eine Unterauslastung des Arbeitspotentials reagiert und – soweit er es doch tut – seinerseits negative Rückwirkungen auf nominale Erträ-

---

<sup>234</sup> Vgl. Schumpeter 1970: 219, 224f, Robinson 1938.

<sup>235</sup> Vgl. Wicksell 1898: 190ff, Hawtrey 1926: 387, Hicks 1989: 102ff, Holtfrerich 1989, Seccareccia 1998. Hayek (1928, 1931: 22ff) hielt dagegen an der Notwendigkeit von Preisniveauperänderungen in der Zeit fest. Ein "gleichgewichtiges Fortschreiten der Wirtschaft" verlange, daß Verbesserungen in den Produktionsbedingungen zu fallenden Preisen führen; die Möglichkeit, Produktivitätsgewinne in steigenden Nominallöhnen zu verteilen, kam ihm dabei nicht in den Sinn.

ge und Ertragserwartungen haben kann. Aber dies heißt wiederum nicht, daß die Marktmechanismen in einer Geldwirtschaft *notwendigerweise* zu einer Unterbeschäftigungskonstellation tendieren. Die Logik des Systems ist einfach indifferent gegenüber der Ressourcenauslastung, weil Ertragserwartungen und eine vom Einkommen unabhängige Kreditvergabe die handlungsleitenden Faktoren insbesondere des unternehmerischen Wirtschaftens bilden – Ausgangspunkt und unmittelbare Zielsetzungen der Akteure bestehen nicht im Tausch gegebener Erstausrüstung von Ressourcen.

#### *Exkurs: Geld und Arbeitslosigkeit*

In der keynesianischen Literatur wird die Hypothese vertreten, daß eine Geldwirtschaft aus systematischen Gründen zu einer Unterauslastung des Faktors Arbeitskraft neigt. Dabei lassen sich *drei Argumentationslinien* unterscheiden.

(1) Keynes betonte, daß der langfristige Zins über Jahrzehnte zu hoch für die Vollbeschäftigung sein könne. Er hat dies aus zwei besonderen Eigenschaften des Geldes abzuleiten versucht: Die *niedrige Produktionselastizität des Geldes* zeigt eine Durchbrechung von Says Gesetz an; eine vermehrte Nachfrage nach Geld als Wertaufbewahrungsmittel wird zu einem "bodenlosen Ausguß für die Kaufkraft", weil Geld nicht privat produziert werden kann. Dabei verhindert die *niedrige Substitutionselastizität des Geldes*, daß der Preiseffekt einer steigenden Geldnachfrage zu einer Verlagerung der Nachfrage nach anderen, produzierbaren Vermögensgütern führt. Denn fallende Preise als Folge eines Güternachfragerückgangs steigern den Geldwert und lassen die Geldhaltung noch vorteilhafter erscheinen. "Arbeitslosigkeit entwickelt sich, weil die Menschen dem Mond nachjagen; – es ist nicht möglich, Menschen zu beschäftigen, wenn der Gegenstand des Verlangens (das heißt Geld) etwas ist, was nicht erzeugt werden kann, und dessen Nachfrage nicht ohne weiteres unterdrückt werden kann."<sup>236</sup>

Aber gerade das zweite Argument entzieht dem ersten den Boden: Wenn Geldnachfrage und fallende Preise positiv miteinander verkoppelt sind, so nimmt eben der *reale* Geldbestand zu, selbst wenn die nominelle Geldmenge unveränderlich sein sollte. Dies führt zu einem Sinken des Zinses und müßte für sich genommen letztendlich doch einen stabilisierenden, nachfragefördernden Effekt auslösen. Um das Erreichen von Vollbeschäftigung auszuschließen, muß Keynes wiederum auf Lohn- und Preisrigiditäten sowie adverse Erwartungseffekte rekurrieren. Das aber heißt: Es gibt kein zwingendes preistheoretisches Argument für die Unausweichlichkeit von Arbeitslosigkeit, sondern "nur" eine Unbestimmtheit der endogenen Anpassungsmechanismen im Falle des Auftretens von Arbeitslosigkeit.<sup>237</sup>

(2) Die postkeynesianische Theorie der Mengenrationierung geht von der hypothetischen Annahme aus, daß im perfekten System einer reinen Tauschwirtschaft keine unfreiwillige Arbeitslosigkeit auftreten könne: Weil die Entlohnung direkt in Gütern erfolgt, können die beiden Arbeitsmarktparteien direkt über den realen Kern des Beschäftigungskontraktes verhandeln, wobei der Unternehmer bereits bei der Beschäftigungsentscheidung den "Verkauf" der produzierten Güter kalkulieren kann. Faktisch werden so Arbeits- und Gütermarkt zu einem Markt integriert, auf dem Arbeitsleistungen gegen Güter getauscht werden. Und da es auf jedem isolierten Partialmarkt einen markträumenden Preis gibt, muß sich eine mit den Präferenzen der Beteiligten übereinstimmende Tauschrelation einpendeln. Zumeist wird dabei noch die wohlfahrtstheoretische Qualität dieses Gleichgewichts mit den Annahmen abgesichert, daß nicht kontrahierte Arbeitsleistungen einen Eigenwert für ihre Eigentümer behalten (Freizeitkonsum) und daß eine Reproduktion der Arbeitskraft auch mit Eigenarbeit möglich ist.

Auch die Existenz von Geld steht dieser Tendenz zur Vollbeschäftigung nicht im Wege. Smith schrieb: "Güter können zu manchen anderen Zwecken dienen als zum Gelderwerb, Geld aber dient zu keinem anderen Zwecke, als zum Gütererwerb. Das Geld folgt also notwendig den Gütern, aber die Güter folgen nicht immer oder nicht notwendig dem Gelde. Wer kauft, ist nicht stets gewillt, wie-

<sup>236</sup> Keynes 1936: 194, 197, vgl. 171, 186ff, Dillard 1955, Dillard 1987, Davidson 1978: 221ff, Chick 1983: 293ff.

<sup>237</sup> Vgl. Barends 1988, Gijssels/Haslinger 1988, Kromphardt 1988.

der zu verkaufen, sondern will oft nur gebrauchen oder verzehren, wogegen der, welcher verkauft, immer wieder zu kaufen beabsichtigt."<sup>238</sup>

Im Gegensatz dazu bewirkt die Einführung des Geldes in Clowers *Rationierungsmodell* wieder eine Trennung zwischen Arbeits- und Gütermarkt. "Money buys goods and goods buy money; but goods do not buy goods."<sup>239</sup> Damit entsteht die Möglichkeit eines *Koordinationsversagens*: Arbeitslose werden nicht eingestellt – nicht weil der (erwartete) Reallohn zu hoch wäre, sondern weil die Unternehmen kein Signal über die *nach* der Lohnzahlung erfolgende Konsumnachfrage erhalten. Diese Erklärung von Arbeitslosigkeit aus dem Charakter der Ökonomie als Geldwirtschaft ist jedoch aus mehreren Gründen unbefriedigend:

- Zunächst ist bei einer beliebigen Vorgabe von Erstaussstattungen keineswegs sicher, daß alle Ressourcen einen positiven Gleichgewichtspreis haben, d.h. eine ausreichend hohe Eigen- oder Fremdnachfrage besteht; somit könnte Arbeitskraft schon in einer Tauschwirtschaft durchaus überschüssig sein.
- Zudem wäre das Nachfrageproblem wohl nur im hypothetischen Fall einer Ein-Gut-Tauschwirtschaft gelöst. Im Regelfall konsumiert der Arbeiter jedoch nicht die Güter, zu deren Produktion er beschäftigt wird. Die Koordinations- und Nachfrageprobleme wären somit in einer differenzierten Tauschökonomie viel höher. Um diese Probleme zu lösen, hat der Markt (zumindest der neoklassischen Theorie zufolge) ja das Geld erfunden!
- Schließlich wird die Möglichkeit einer temporär aus Transfers, Vermögensauflösung oder Kredit resultierenden Güternachfrage ausgeschlossen: "Will Clower Champagner kaufen, so kann er das den Champagnererzeugern durchaus mitteilen, indem er Champagner auf Konsumkredit kauft und dann mehr arbeitet, um den Kredit abzustottern."<sup>240</sup>

(3) Die Theorie des monetären Keynesianismus leitet von der funktional notwendigen Knappheit des Geldes als Zahlungsmittel die weitergehende Vorstellung ab, daß Geld als "generelle Budgetrestriktion des Marktsystems" den Einsatz von Ressourcen dominiere; die Effektivität dieser Budgetrestriktion scheint dann zu verlangen, daß *Geld eine engere Beschränkung setzt als der Vektor der Erstaussstattung mit Ressourcen* (der im neoklassischen System zusammen mit den gleichgewichtigen Tauschpreisen das Einkommen bestimmt), womit Unterbeschäftigung gleichsam zum Systemmerkmal einer Geldwirtschaft wird.<sup>241</sup>

Diese Verknüpfung von Geld und Arbeitslosigkeit deutet jedoch immer noch auf die "Eierschalen" des Konzepts einer Ressourcenökonomie hin. Es ist zweifellos sinnvoll, die nominale Einkommensbildung von der Nachfrageseite über eine Portfoliotheorie der Vermögenshaltung und nicht angebotsseitig durch die Disposition über Ressourcen zu erklären. Allerdings ist nicht Geld als "revolvierender Fonds", sondern das Kreditvolumen die für die Einkommensbildung entscheidende Größe. Fragwürdig wird der Ansatz insbesondere durch seine Bezugnahme auf das Realeinkommen:

- Ein unmittelbarer Vergleich zwischen der Geldmenge als Wertgröße und der physischen Erstaussstattung ist nicht möglich. Zunächst müssen wiederum rigide Preise sowie eine konstante Technik vorausgesetzt werden, um überhaupt eine Beziehung zwischen Kreditvergabe und Beschäftigung ableiten zu können.
- Grundsätzlich ist aber unklar, wie und warum Vermögensbesitzer bzw. Kreditanbieter bei ihren Entscheidungen den Beschäftigungsgrad in ihr Kalkül einbeziehen sollten. Ihr Interesse ist auf eine reale, d.h. inflationsgesicherte Vermögenshaltung und -verwertung gerichtet; die zentrale Variable ist damit der Zins, nicht die Arbeitslosenquote. Selbst wenn jeder Kreditanbieter infolge eines gleichgerichteten Verhaltens aller Vermögensbesitzer letztlich eine Inflationsgefahr für sein individuelles Vermögen erwarten sollte, so verhindert doch die Free-Rider-Problematik eine arbeitsmarktorientierte Umstrukturierung der individuellen Portfolios.

Arbeitslosigkeit ist zwar kein zwingendes Charakteristikum der *Marktmechanismen* einer Geldwirtschaft, wurde aber immer wieder von Seiten der Geldpolitik mit dem Ziel der Infla-

<sup>238</sup> Smith 1786b: 213.

<sup>239</sup> Clower 1967: 207f.

<sup>240</sup> Streißler 1983: 464, vgl. Robinson 1971: 23, Hahn 1977, Hellwig 1993.

<sup>241</sup> Riese 1987: 158, vgl. Riese 1988, Riese 1995, Herr 1993 und kritisch dazu Heering 1991: 99ff.

tionsbekämpfung verursacht. Das ist das Erbe der Botschaft Wicksells. Indem anstelle des nicht beobachtbaren "natürlichen Zinssatzes" die Preisniveaustabilität zum grundlegenden Ziel avancierte, rückte die Bewahrung des Güter- und Arbeitsmarktgleichgewichts ins Zentrum des geldpolitischen Interesses, weil jenseits dieses güterwirtschaftlichen Gleichgewichts eine akzelerierende Geldentwertung droht. Nachdem über Jahrhunderte nominale interne und externe Wechselkurse, d.h. Bindungen der Währungseinheit an einen Goldpreis oder an eine fremde Währung, die Richtschnur des Notenbankverhaltens bildeten, schien sich mit der Ausrichtung der Geldversorgung am Produktionspotential bzw. der "natürlichen Rate" der Arbeitslosigkeit eine Orientierung der Geldpolitik am realökonomischen Geschehen anzubahnen.

Die Geschichte der modernen Stabilisierungspolitik seit den 70er Jahren hat jedoch den Eindruck vermittelt, daß Versuche der monetären Steuerung einer – im Sinne der Geldwertstabilität – optimalen Auslastung der Ressourcen nicht ohne Auswirkungen auf den Wachstumspfad der Ressourcenausstattung bleiben.<sup>242</sup> Die Zweifel an der Separierbarkeit von Zyklus und Trend haben sich verstärkt; "natürliche" Wachstums- oder Unterbeschäftigungsraten lassen sich nicht analog zu den Erstausstattungen im neoklassischen Tauschmodell vorgeben. Aus Sicht der Notenbank ist die Ökonomie nicht dann im Gleichgewicht, wenn sie ihren offiziell berechneten NAIRU-Wert realisiert hat, sondern wenn die Geldwertstabilität unter Kontrolle ist. Der Nominalcharakter des gesamtwirtschaftlichen Gleichgewichts in der Geldwirtschaft findet seinen institutionellen Ausdruck in den immer stärker betonten gesetzlichen Verpflichtungen der Notenbank auf die Preisstabilität. Das Gravitationszentrum einer solchen Ökonomie besteht damit letztlich in der vom Notenbankpräsident noch für tolerabel befundenen Inflationserwartung.

---

<sup>242</sup> Vgl. Bean 1989, Setterfield 1997, Stiglitz 1997.

## Ein Schlußwort: Zahlungswirtschaft und Geldpolitik

Wirtschaften in einer Marktökonomie spiegelt sich aus gesellschaftstheoretischer Sicht in einem Kontinuum von Zahlungsvorgängen wider, die den ökonomischen (und teilweise auch den sozialen) Zusammenhang zwischen den Wirtschaftssubjekten und die Vereinbarkeit individuell geplanter Markthandlungen herstellen. Wahl und Existenz eines Zahlungsvermittlungsmediums haben keineswegs nur technisch-institutionelle Auswirkungen; der ökonomische Gehalt des Faktums, daß das Marktsystem realiter als *Zahlungswirtschaft* fungiert, ist von der Wirtschaftswissenschaft kaum hinreichend gewürdigt worden. Schon die Entscheidungen zugunsten bestimmter Zahlungsmittel prägten große Kapitel der Wirtschaftsgeschichte. Dies verdeutlicht, daß die Anforderungen an ein funktionsfähiges Zahlungsvermittlungsmedium außerordentlich hoch sind und daß seine Bereitstellung mit vielfältigen politisch-ökonomischen Interessen verknüpft ist. Die Organisation der Marktökonomie als Geldwirtschaft impliziert darüber hinaus, daß die Einkommensbildung nicht von der Ressourcenausstattung der Akteure, sondern – nachfrageseitig – von der Bereitschaft zur Geldausgabe abhängt. Dies ist denn auch der eigentliche Grund dafür, warum in der Marktwirtschaft im Prinzip die Güter reichlich, Arbeit als Produktionsfaktor tendenziell überschüssig und das Geld knapp sind, während in der Planwirtschaft die Güter stets Mangelware darstellten – und das Geld kein Geld war.

Infolge der lange Zeit aus Gründen der Vertrauenswahrung betriebenen Bindung des Geldes an eine "letzte" Vermögensreserve haben Notenbanken ihre primäre Aufgabe darin gesehen, einen gegebenen Preis dieses Aktivums zu verteidigen, um dem Publikum die Möglichkeit einer Einlösbarkeit ihrer Währung zu suggerieren. An die Stelle der Verteidigung dieses internen Wechselkurses trat dann später die Anbindung an eine fremde, reputierliche Währung über die Fixierung eines externen Wechselkurses auf dem Devisenmarkt. Nach dem Scheitern der drei großen Leitwährungsordnungen des 20. Jahrhunderts (deren Gründen an anderer Stelle nachgegangen wurde) markiert nun die Europäische Währungsunion den groß angelegten Versuch, die Geldpolitik direkt auf die Preisniveaustabilisierung zu verpflichten. Aber Geld ist kein neutraler, außerhalb des Marktes stehender Wertmesser, sondern selbst Medium der Vermögensbildung und -haltung. Deshalb bleibt auch die Geldpolitik in die privatwirtschaftliche Interessenverfolgung auf den Vermögensmärkten einbezogen.

Das Kernproblem besteht jedoch darin, daß eine am Geldwert orientierte Geldpolitik notwendigerweise auch in die Interessenkonflikte auf Güter- und Arbeitsmärkten eingreifen muß: Die Stabilisierung des Preises eines Güterbündels, genannt Sozialprodukt, ist substantiell verschieden von der Stabilisierung des Preises eines einzelnen Gutes, z.B. Gold, weil es im letzteren Fall um die Knapphaltung der Währung auf dem Vermögensmarkt, im ersten Fall jedoch um eine nur indirekt zu bewerkstellende Knapphaltung der Produktion in Relation zur Ressourcenausstattung geht. Die Geldpolitik wandelt sich damit von der Währungs- zur Nachfragepolitik, kann sich nicht länger darauf beschränken, mit dem Zins den Markt für Finanzvermögensbestände zu stabilisieren, sondern muß darüber hinaus Leistungsströme kontrollieren. Somit liegt eine Ironie der geldwirtschaftlichen Evolution darin, daß der Schritt zur Orientierung der Geldpolitik auf ihr ureigenstes Ziel der Wahrung von Geldwertstabilität es der Notenbank gerade nicht erlaubt, sich als scheinbar nur ordnungspolitisch handelnde Währungshüterin aus dem wirtschaftspolitischen Tagesstreit herauszuhalten.

## Literatur

- Albert, H. (1961): Die Problematik der ökonomischen Perspektive. *Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft*, 117, 438-467.
- Andréadès, A. (1909): *History of the Bank of England – 1640 to 1903*. 4. Aufl. New York 1966.
- Aristoteles: *Politik und Staat der Athener*. Zürich / Stuttgart 1955.
- Arrow, K. J. / Hahn, F. H. (1971): *General Competitive Analysis*. San Francisco.
- Bagehot, W. (1873): *Lombard Street – A Description of the Money Market*. Westport 1979.
- Barens, I. (1988): Die (doppelte) Rolle des Geldes bei Keynes. In: Hagemann, H. / Steiger, O., Hg.: *Keynes' General Theory nach fünfzig Jahren*. Berlin, 217-236.
- Bean, C. R. (1989): Capital Shortages and Persistent Unemployment. *Economic Policy*, 8, 11-53.
- Binswanger, H. C. (1982): Geld und Wirtschaft im Verständnis des Merkantilismus – Zu den Theorien von John Locke (1632-1704) und John Law (1671-1729). In: Neumark, F., Hg.: *Studien zur Entwicklung der ökonomischen Theorie II*. Schriften des Vereins für Socialpolitik, 115/II, Berlin, 93-129.
- Blaug, M. (1995): Why Is the Quantity Theory of Money the Oldest Surviving Theory in Economics. In: Ders. u.a.: *The Quantity Theory of Money – From Locke to Keynes and Friedman*. Aldershot, 27-49.
- Bliss, C. (1975): *Capital Theory and the Distribution of Income*. Amsterdam u.a.
- Bofinger, P. u.a. (1996): *Geldpolitik – Ziele, Institutionen, Strategien und Instrumente*. München.
- Böhm-Bawerk, E. von (1900): *Capital und Capitalzins*. Bd. 1: Geschichte und Kritik der Capitalzinstheorien. 2. Aufl. Innsbruck.
- Borchardt, K. / Schötz, H. O., Hg. (1991): *Wirtschaftspolitik in der Krise – Die (Geheim-) Konferenz der Friedrich-List-Gesellschaft im September 1931 über Möglichkeiten und Folgen einer Kreditausweitung*. Baden-Baden.
- Born, K. E. (1993): Geld und Währungen im 19. Jahrhundert. In: Pohl, H., Hg.: *Europäische Bankengeschichte*. Frankfurt, 177-195.
- Burchardt, M. (1985): Die Currency-Banking-Kontroverse – Beitrag Nr. X. *Kredit und Kapital*, 18, 457-477.
- Cairncross, A. (1988): The Bank of England – Relationships with the Government, the Civil Service, and Parliament. In: Toniolo, G., Hg.: *Central Banks' Independence in Historical Perspective*. Berlin / New York, 39-72.
- Chick, V. (1983): *Macroeconomics after Keynes*. Oxford.
- Claassen, E. M. (1970): *Probleme der Geldtheorie*. Berlin u.a.
- Clapham, Sir J. (1944a): *The Bank of England – A History*. Bd. 1: 1694-1797, Cambridge.
- Clapham, Sir J. (1944b): *The Bank of England – A History*. Bd. 2: 1797-1914, Cambridge.
- Clover, R. W. (1967): Foundations of Monetary Theory. in: Ders., Hg.: *Monetary Theory – Selected Readings*. Harmondsworth 1973, 202-211.
- Coleman, J. S. (1990): *Foundations of Social Theory*. Cambridge / London 1994.
- Davidson, P. (1978): *Money and the Real World*. 2. Aufl. London / Basingstoke.
- Davidson, P. (1994): *Post Keynesian Macroeconomic Theory*. Aldershot.
- De Grauwe, P. (1996): *International Money*. 2. Aufl. Oxford.
- Deutsche Bundesbank (1995): *Die Geldpolitik der Bundesbank*. Frankfurt.
- Dillard, D. (1955): The Theory of a Monetary Economy. In: Kurihara, K. K., Hg.: *Post-Keynesian Economics*. London, 3-30.
- Dillard, D. (1987): Money as an Institution of Capitalism. *Journal of Economic Issues*, 21, 1623-1647.
- Dow, S. / Rodriguez-Fuentes, C. (1998): The Political Economy of Monetary Policy. In: Arestis, P. / Sawyer, M., Hg.: *The Political Economy of Central Banking*. Cheltenham / Northampton, 1-19.
- Ehrenberg, R. (1896a): *Das Zeitalter der Fugger*. Bd. I, Hildesheim u.a. 1990.
- Ehrenberg, R. (1896b): *Das Zeitalter der Fugger*. Bd. II, Hildesheim u.a. 1990.
- Ehrenberg, R. (1909): Die Banken vom 11. bis zum 17. Jahrhundert. In: *Handwörterbuch der Staatswissenschaften*, Bd. 2, 3. Aufl. Jena, 360-366.



- Eltis, W. (1995): John Locke, the Quantity Theory of Money and the Establishment of a Sound Currency. In: Blaug, M. u.a.: *The Quantity Theory of Money – From Locke to Keynes and Friedman*. Aldershot, 4-26.
- Filc, W. (1992): *Theorie und Empirie des Kapitalmarktzins*. Stuttgart.
- Fischer, S. (1986): Friedman versus Hayek on Private Money. *Journal of Monetary Economics*, 17, 433-439.
- Foxwell, H. S. (1908): Preface. In: Andréadès 1909: xxiii-xlii.
- Friedman, M. (1969): Die optimale Geldmenge. In: Ders.: *Die optimale Geldmenge und andere Essays*. Frankfurt 1976, 9-76.
- Friedman, M. / Schwartz, A. J. (1963): *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton 1990.
- Fullarton, J. (1845): Die Regelung der Währung. In: Diehl, K. / Mombert, P., Hg.: *Vom Gelde*. Neuausgabe Frankfurt u.a. 1979, 90\*-115\*.
- Galbraith, K. (1975): *Money – Whence It Came, Where It Went*. Harmondsworth u.a. 1976.
- Gijssels, P. de / Haslinger, F. (1988): Keynes' monetäre Begründung unfreiwilliger Arbeitslosigkeit. In: Hagemann, H. / Steiger, O., Hg.: *Keynes' General Theory nach fünfzig Jahren*. Berlin, 237-252.
- Goodhart, C. A. E. (1988): *The Evolution of Central Banks*. Cambridge.
- Goodhart, C. A. E. (1994): Game Theory for Central Bankers – A Report to the Governor of the Bank of England. *Journal of Economic Literature*, 32, 101-114.
- Grantham, G. u.a. (1977): On the Microeconomics of the Supply of Money. *Oxford Economic Papers*, 29, 339-356.
- Hahn, F. H. (1977): Keynesische Theorie und Allgemeine Gleichgewichtstheorie – Überlegungen zu einigen aktuellen Debatten. In: Hagemann, H. u.a., Hg.: *Die neue Makroökonomik – Marktungleichgewicht, Rationierung und Beschäftigung*. Frankfurt / New York 1981, 240-259.
- Hahn, F. H. (1980): General Equilibrium Theory. *Public Interest*, Special Issue, 123-138.
- Hahn, F. H. (1982): *Money and Inflation*. Oxford.
- Hahn, F. H. / Solow, R. M. (1995): *A Critical Essay on Modern Macroeconomic Theory*. Oxford.
- Hankel, W. (1993): Geld – der Entwicklungsmotor. In: Stadermann, H.-J. / Steiger, O., Hg.: *Der Stand und die nächste Zukunft der Geldforschung*. Berlin, 439-448.
- Hardach, G. (1989): Der lange Abschied vom Gold – Geldtheorie und Geldpolitik in Deutschland, 1905-1930. In: Schefold, B., Hg.: *Studien zur Entwicklung der ökonomischen Theorie VIII*. Schriften des Vereins für Socialpolitik, 115/VIII, Berlin, 141-170.
- Hawtrey, R. G. (1926): *Währung und Kredit*. 2. Aufl. Jena.
- Hayek, F. A. von (1927): Zur Problemstellung der Zinstheorie. *Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik*, 58, 517-532.
- Hayek, F. A. von (1928): Das intertemporale Gleichgewichtssystem der Preise und die Bewegungen des "Geldwertes". *Weltwirtschaftliches Archiv*, 28, 33-76.
- Hayek, F. A. von (1931): *Preise und Produktion*. Wien / New York 1976.
- Hayek, F. A. von (1960): *Die Verfassung der Freiheit*. Tübingen 1971.
- Hayek, F. A. von (1963): Arten der Ordnung. In: Ders.: *Freiburger Studien*. Tübingen 1969, 32-46.
- Hayek, F. A. von (1968): Der Wettbewerb als Entdeckungsverfahren. In: Ders.: *Freiburger Studien*. Tübingen 1969, 249-265.
- Hayek, F. A. von (1977): *Entnationalisierung des Geldes – Eine Analyse der Theorie und Praxis konkurrierender Umlaufmittel*. Tübingen.
- Heering, W. (1991): *Geld, Liquiditätsprämie und Kapitalgüternachfrage – Studien zur entscheidungstheoretischen Fundierung einer Monetären Theorie der Produktion*. Regensburg.
- Heering, W. (1997): *Privateigentum, Vertrauen und Geld – Überlegungen zur Genese von Zahlungsmitteln in Marktökonomien*. Manuskript, Berlin.
- Heinsohn, G. / Steiger, O. (1996): *Eigentum, Zins und Geld – Ungelöste Rätsel der Wirtschaftswissenschaft*. Reinbek.
- Heinsohn, G. / Steiger, O. (1998): Wie mächtig wird die Europäische Zentralbank? *Wirtschaftsdienst*, 78, 277-283.
- Hellwig, M. F. (1985): What Do We Know about Currency Competition? *Zeitschrift für Wirtschafts-*

- und Sozialwissenschaften, 105, 565-588.
- Hellwig, M. F. (1993): The Challenge of Monetary Theory. *European Economic Review*, 37, 215-242.
- Hellwig, M. F. (1998): Systemische Risiken im Finanzsektor. In: Duwendag, D., Hg.: *Finanzmärkte im Spannungsfeld von Globalisierung, Regulierung und Geldpolitik*. Schriften des Vereins für Socialpolitik, 261, Berlin, 123-151.
- Herr, H. (1993): Makroökonomische Budgetbeschränkung und Kreditmarkt. In: Stadermann, H.-J. / Steiger, O., Hg.: *Der Stand und die nächste Zukunft der Geldforschung*. Berlin, 257-268.
- Hicks, J. R. (1946): *Value and Capital*. 2. Aufl. Oxford.
- Hicks, J. R. (1969): *A Theory of Economic History*. Oxford.
- Hicks, J. R. (1982): The Foundations of Monetary Theory. In: Ders.: *Money, Interest and Wages – Collected Essays on Economic Theory*. Bd. 2, Oxford, 236-275.
- Hicks, J. R. (1989): *A Market Theory of Money*. Oxford.
- Hirschman, A. O. (1977): *Leidenschaften und Interessen – Politische Begründungen des Kapitalismus vor seinem Sieg*. Frankfurt 1980.
- Holtfrerich, C.-L. (1989): Zur Entwicklung der monetären Konjunkturtheorien – Wicksell, Schumpeter, Hahn, Mises und Hayek. In: Schefold, B., Hg.: *Studien zur Entwicklung der ökonomischen Theorie VIII*. Schriften des Vereins für Socialpolitik, 115/VIII, Berlin, 103-140.
- Homer, S. (1977): *A History of Interest Rates*. 2. Aufl. New Brunswick.
- Issing, O. (1999): Hayek – Currency Competition and European Monetary Policy. In: Deutsche Bundesbank, Hg.: *Auszüge aus Presseartikeln*, Nr. 36, Frankfurt, 27.5.99, 9-17.
- James, H. (1998): Die Reichsbank 1876 bis 1945. In: Deutsche Bundesbank, Hg.: *Fünfzig Jahre Deutsche Mark – Notenbank und Währung in Deutschland seit 1948*. München, 29-90.
- Jevons, W. S. (1879): *The Theory of Political Economy*. 2. Aufl., Neuausgabe Harmondsworth u.a. 1970.
- Kaldor, N. (1985): How Monetarism Failed. *Challenge*, 28, 3, 4-13.
- Keynes, J. M. (1930): *Vom Gelde*. Berlin 1931.
- Keynes, J. M. (1933): The Distinction between a Co-operative Economy and an Entrepreneur Economy. In: Moggridge, D., Hg.: *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Bd. 29: The General Theory and After – A Supplement. London / Basingstoke 1979, 76-87.
- Keynes, J. M. (1933/34): Quasi-Rent and the Marginal Efficiency of Capital. In: Moggridge, D., Hg.: *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Bd. 29: The General Theory and After – A Supplement. London / Basingstoke 1979, 111-120.
- Keynes, J. M. (1934): The Propensity to Invest. In: Moggridge, D., Hg.: *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Bd. 13: The General Theory and After, Teil I: Preparation. London / Basingstoke 1973, 450-456.
- Keynes, J. M. (1936): *Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes*. Berlin.
- Keynes, J. M. (1937a): Alternative Theories of the Rate of Interest. In: Moggridge, D., Hg.: *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Bd. 14: The General Theory and After, Teil II: Defence and Development. London / Basingstoke 1973, 201-215.
- Keynes, J. M. (1937b): The General Theory of Employment. In: Moggridge, D., Hg.: *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Bd. 14: The General Theory and after, Teil II: Defence and Development. London / Basingstoke 1973, 109-123.
- Keynes, J. M. (1937c): The Theory of the Rate of Interest. In: Moggridge, D., Hg.: *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Bd. 14: The General Theory and After, Teil II: Defence and Development. London / Basingstoke 1973, 101-108.
- Keynes, J. M. (1938): Letter to Hugh Townshend. In: Moggridge, D., Hg.: *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Bd. 29: The General Theory and After – A Supplement. London / Basingstoke 1979, 293-294.
- Kindleberger, C. P. (1967): The Politics of International Money and World Language. In: Cohen, B. J., Hg.: *The International Political Economy of Monetary Relations*. Aldershot 1993, 294-304.
- Kindleberger, C. P. (1978): *Manias, Panics and Crashes*. New York 1981.
- Kindleberger, C. P. (1984): *A Financial History of Western Europe*. London 1987.
- Kiyotaki, N. / Wright, R. (1992): Acceptability, Means of Payment, and Media of Exchange. In: Newman, P. u.a., Hg.: *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*. London / New York, Bd.

- 1, 3-5.
- Knapp, G. F. (1909): Geldtheorie, staatliche. In: *Handwörterbuch der Staatswissenschaften*, Bd. 4, 3. Aufl. Jena, 610-618.
- Knight, F. H. (1934): Capital, Time, and the Interest Rate. *Economica*, 1, 257-286.
- Kregel, J. A. (1980): Markets and Institutions as Features of a Capitalistic Production System. *Journal of Post Keynesian Economics*, 3, 32-48.
- Kregel, J. A. (1985): Hamlet without the Prince – Cambridge Macroeconomics without Money. *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 75, 133-139.
- Kregel, J. A. (1998): Aspects of a Post Keynesian Theory of Finance. *Journal of Post Keynesian Economics*, 21, 111-133.
- Kromphardt, J. (1988): Keynes' Analyse monetärer Produktionswirtschaften und die Erklärung andauernder Arbeitslosigkeit. In: *Ökonomie und Gesellschaft*, Jahrbuch 6: Die Aktualität keynesianischer Analysen. Frankfurt / New York, 99-120.
- Krugman, P. R. (1996): Making Sense of the Competitiveness Debate. *Oxford Review of Economic Policy*, 12, 3, 17-25.
- Kurz, H. D. (1998): Über das "Perpetuum mobile des Volkswirtschaftsmechanismus" und eine "theoretische Verkehrtheit" – Knut Wicksell und die Einheit von Produktions- und Distributionstheorie. In: Streißler, E. W., Hg.: *Studien zur Entwicklung der ökonomischen Theorie XVIII – Knut Wicksell als Ökonom*. Schriften des Vereins für Socialpolitik, 115/XVIII, Berlin, 131-186.
- Laidler, D. (1989): Dow and Saville's "Critique of Monetary Policy" – A Review Article. *Journal of Economic Literature*, 27, 1147-1159.
- Laidler, D. (1991): *The Golden Age of the Quantity Theory – The Development of Neoclassical Monetary Economics 1870-1914*. New York u.a.
- Laidler, D. / Rowe, N. (1980): Georg Simmel's "Philosophy of Money" – A Review Article for Economists. *Journal of Economic Literature*, 18, 97-105.
- Laum, B. (1924): *Heiliges Geld – Eine historische Untersuchung über den sakralen Ursprung des Geldes*. Tübingen.
- Law, J. (1705): *Money and Trade Considered*. Edinburgh.
- Leijonhufvud, A. (1977): Costs and Consequences of Inflation. In: Ders.: *Information and Coordination*. New York 1981, 227-269.
- Locke, J. (1690): *Zwei Abhandlungen über die Regierung*. Frankfurt 1967.
- Loyd, S. J. (Lord Overstone) (1844): Gedanken über die Trennung der Bank von England. In: Diehl, K. / Mombert, P., Hg.: *Vom Gelde*. Neuausgabe Frankfurt u.a. 1979, 72\*-89\*.
- Lucas, R. E. (1996): Nobel Lecture – Monetary Neutrality. *Journal of Political Economy*, 104, 661-682.
- Luhmann, N. (1988): *Die Wirtschaft der Gesellschaft*. Frankfurt 1996.
- Lutz, F. A. (1936): Das Grundproblem der Geldverfassung. In: Ders.: *Geld und Währung*. Tübingen 1962, 28-102.
- Lutz, F. A. / Niehans, J. (1980): Faktorpreisbildung II – Zinstheorie. In: *Handwörterbuch der Wirtschaftswissenschaften*, Bd. 2, Stuttgart, 530-548.
- Macleod, H. D. (1855): *The Theory and Practice of Banking*. Bd. 1, London.
- Macleod, H. D. (1882): *Lectures on Credit and Banking*. London.
- Macleod, H. D. (1889): *The Theory of Credit*. London.
- Marshall, A. (1920): *Principles of Economics*. 8. Aufl., Neuausgabe London / Basingstoke 1982.
- Marx, K. (1890): *Das Kapital – Kritik der politischen Ökonomie*. Bd. 1, 4. Aufl., Marx-Engels-Werke, Bd. 23, Berlin 1962.
- McKinnon, R. I. (1996): *The Rules of the Game – International Money and Exchange Rates*. Cambridge / London.
- Meltzer, A. H. (1995): Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes – A Monetarist Perspective. *Journal of Economic Perspectives*, 9, 4, 49-72.
- Menger, C. (1909): Geld. In: *Handwörterbuch der Staatswissenschaften*, Bd. 4, 3. Aufl. Jena, 555-610.
- Meyer, F. W. u.a., Hg. (1979): *Die Verfassung der Freiheit*. Ordo, 30, Stuttgart / New York.

- Milgate, M. (1982): *Capital and Employment*. London.
- Mill, J. S. (1871): *Principles of Political Economy*. 7. Aufl., Neuausgabe Fairfield 1987.
- Minsky, H. P. (1980): Money, Financial Markets, and the Coherence of a Market Economy. *Journal of Post Keynesian Economics*, 3, 21-31.
- Minsky, H. P. (1984): Frank Hahn's "Money and Inflation" – A Review Article. *Journal of Post Keynesian Economics*, 6, 449-457.
- Moore, B. J. (1988): The Endogenous Money Supply. *Journal of Post Keynesian Economics*, 10, 372-385.
- Müller, A. H. (1816): *Versuche einer neuen Theorie des Geldes*. Jena 1922.
- Myrdal, G. (1976): *Das politische Element in der nationalökonomischen Doktrinbildung*. 2. Aufl. Bonn - Bad Godesberg.
- Neumann, M. J. M. (1983): Monetaristische Theorie der kurzen Frist und die Rolle der Erwartungen. In: Bombach, G. u.a., Hg.: *Makroökonomik heute – Gemeinsamkeiten und Gegensätze*. Tübingen, 183-209.
- Niehans, J. (1978): *The Theory of Money*. Baltimore / London 1980.
- North, M. (1994): *Das Geld und seine Geschichte – Vom Mittelalter bis zur Neuzeit*. München.
- Patinkin, D. / Steiger, O. (1989): In Search of the "Veil of Money" and the "Neutrality of Money" – A Note on the Origin of Terms. *Scandinavian Journal of Economics*, 91, 131-146.
- Pigou, A. C. (1933): *The Theory of Unemployment*. London.
- Polanyi, K. (1957): Die Semantik der Verwendung von Geld. In: Ders.: *Ökonomie und Gesellschaft*. Frankfurt 1979, 317-345.
- Priddat, B. P. (1993): *Zufall, Schicksal, Irrtum – Über Unsicherheit und Risiko in der deutschen ökonomischen Theorie vom 18. bis ins frühe 20. Jahrhundert*. Marburg.
- Ricardo, D. (1810): Der hohe Preis der Edelmetalle – Ein Beweis für die Entwertung der Banknoten. In: Diehl, K. / Mombert, P., Hg.: *Vom Gelde*. Neuausgabe Frankfurt u.a. 1979, 62-103.
- Ricardo, D. (1824): Plan for the Establishment of a National Bank. In: Andréadès 1909: 417-427.
- Richter, R. (1990): *Geldtheorie – Vorlesung auf der Grundlage der Allgemeinen Gleichgewichtstheorie und der Institutionenökonomie*. 2. Aufl. Berlin u.a.
- Riese, H. (1978): Strukturwandel und unterbewertete Währung in der Bundesrepublik Deutschland. *Konjunkturpolitik*, 24, 143-169.
- Riese, H. (1983): Geldökonomie, Keynes und die Anderen – Kritik der monetären Grundlagen der Orthodoxie. In: *Ökonomie und Gesellschaft*, Jahrbuch 1: Die Neoklassik und ihre Herausforderungen. Frankfurt / New York, 103-160.
- Riese, H. (1987): Keynes als Kapitaltheoretiker. *Kredit und Kapital*, 20, 153-178.
- Riese, H. (1988): Keynesianische Kapitaltheorie. In: Hagemann, H. / Steiger, O., Hg.: *Keynes' General Theory nach fünfzig Jahren*. Berlin, 377-401.
- Riese, H. (1990): *Geld im Sozialismus*. Regensburg.
- Riese, H. (1993): Bagehot versus Goodhart – Warum eine Zentralbank Geschäftsbanken braucht. *Diskussionsbeiträge zur gesamtwirtschaftlichen Theorie und Politik*, N.F. Nr. 22, Universität Bremen.
- Riese, H. (1995): Geld – Das letzte Rätsel der Nationalökonomie. In: Schelkle, W. / Nitsch, M., Hg.: *Rätsel Geld – Annäherungen aus ökonomischer, soziologischer und historischer Sicht*. Marburg, 45-62.
- Ritter, J. A. (1995): The Transition from Barter to Fiat Money. *American Economic Review*, 85, 134-149.
- Robinson, J. (1933): The Theory of Money and the Analysis of Output. *Review of Economic Studies*, 1, 22-26.
- Robinson, J. (1938): The Economics of Hyper-Inflation. In: Dies.: *Collected Economic Papers*, Bd. 1, Oxford 1951, 69-77.
- Robinson, J. (1971): *Ökonomische Theorie als Ideologie*. Frankfurt 1974.
- Robinson, J. (1980): Time in Economic Theory. *Kyklos*, 33, 219-229.
- Rogers, T. (1887): *The First Nine Years of the Bank of England*. Oxford.
- Sargent, T. J. / Velde, F. R. (1995): Macroeconomic Aspects of the French Revolution. *Journal of Political Economy*, 103, 474-518.

- Sayers, R. S. (1936): *Bank of England Operations 1890-1914*. London.
- Sayers, R. S. (1957): *Central Banking after Bagehot*. London.
- Schefold, B. (1976): Nachworte. In: Sraffa, P.: *Warenproduktion mittels Waren*. Frankfurt, 129-226.
- Schremmer, E. (1993): Über "stabiles Geld". In: Ders., Hg.: *Geld und Währung vom 16. Jahrhundert bis zur Gegenwart*. Stuttgart, 9-44.
- Schumpeter, J. A. (1934): *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung*. 4. Aufl. Berlin.
- Schumpeter, J. A. (1954): *Geschichte der ökonomischen Analyse*. Göttingen 1965.
- Schumpeter, J. A. (1970): *Das Wesen des Geldes*. Göttingen.
- Seccareccia, M. (1998): Wicksellian Norm, Central Bank Real Interest Rate Targeting and Macroeconomic Performance. In: Arestis, P. / Sawyer, M., Hg.: *The Political Economy of Central Banking*. Cheltenham / Northampton, 180-198.
- Setterfield, M. (1997): Should Economists Dispense With the Notion of Equilibrium? *Journal of Post Keynesian Economics*, 20, 47-76.
- Simmel, G. (1889): Zur Psychologie des Geldes. In: Dahme, H.-J., Hg.: *Georg Simmel – Aufsätze 1887 bis 1890*. Frankfurt 1995, 49-65.
- Simmel, G. (1907): *Philosophie des Geldes*. 2. Aufl., Neuausgabe Frankfurt 1991.
- Skaggs, N. T. (1997): Henry Dunning Macleod and the Credit Theory of Money. In: Cohen, A. u.a., Hg.: *Money, Financial Institutions and Macroeconomics*. Boston u.a., 109-123.
- Skidelski, R. (1995): J. M. Keynes and the Quantity Theory of Money. In: Blaug, M. u.a.: *The Quantity Theory of Money – From Locke to Keynes and Friedman*. Aldershot, 80-96
- Smith, A. (1786a): *Eine Untersuchung über Wesen und Ursachen des Volkswohlstandes*. 4. Aufl., Buch I. Neuausgabe, Bd. 1, Jena 1923.
- Smith, A. (1786b): *Eine Untersuchung über Wesen und Ursachen des Volkswohlstandes*. 4. Aufl., Buch II-IV. Neuausgabe, Bd. 2, Jena 1923.
- Spahn, H.-P. (1988): *Bundesbank und Wirtschaftskrise – Geldpolitik, gesamtwirtschaftliche Finanzierung und Vermögensakkumulation der Unternehmen 1970-1987*. Regensburg.
- Spahn, H.-P. (1996): Zinspolitik in Leitwährungssystemen – Goldstandard, Bretton Woods und EWS aus spieltheoretischer Sicht. *Diskussionsbeiträge aus dem Institut für Volkswirtschaftslehre*, Nr. 120, Universität Hohenheim, Stuttgart.
- Spahn, H.-P. (1998): Leadership and Stability in Key Currency Systems – A Simple Game-Theoretic Approach. In: Arestis, P. / Sawyer, M., Hg.: *The Political Economy of Central Banking*. Cheltenham / Northampton, 67-82.
- Spahn, H.-P. (1999a): *Makroökonomie – Theoretische Grundlagen und stabilitätspolitische Strategien*. 2. Aufl. Berlin u.a.
- Spahn, H.-P. (1999b): Profit und Zins bei John Stuart Mill. In: Streißler, E. W., Hg.: *Studien zur Entwicklung der ökonomischen Theorie XIX*. Schriften des Vereins für Socialpolitik, 115/XIX, Berlin (i.E.)
- Sprenger, B. (1993): Harmonisierungsbestrebungen im Geldwesen der deutschen Staaten zwischen Wiener Kongreß und Reichsgründung. In: Schremmer, E., Hg.: *Geld und Währung vom 16. Jahrhundert bis zur Gegenwart*. Stuttgart, 121-142.
- Stadermann, H.-J. (1987): *Ökonomische Vernunft – Wirtschaftswissenschaftliche Erfahrung und Wirtschaftspolitik in der Geschichte*. Tübingen.
- Stadermann, H.-J. (1994): *Die Fesselung des Midas – Eine Untersuchung über den Aufstieg und Verfall der Zentralbankkunst*. Tübingen.
- Stavenhagen, G. (1969): *Geschichte der Wirtschaftstheorie*. 4. Aufl. Göttingen.
- Steuart, J. (1770a): *Untersuchung über die Grundsätze der Volkswirtschaftslehre*. Bd. 2, Jena 1913.
- Steuart, J. (1770b): *Untersuchung über die Grundsätze der Volkswirtschaftslehre*. Bd. 3, Jena 1913.
- Stiglitz, J. E. (1997): Reflections on the Natural Rate Hypothesis. *Journal of Economic Perspectives*, 11, 1, 3-10.
- Streißler, E. W. (1980): Kritik des neoklassischen Gleichgewichtsansatzes als Rechtfertigung marktwirtschaftlicher Ordnungen. In: Streißler, E. W. / Watrin, C., Hg.: *Zur Theorie marktwirtschaftlicher Ordnungen*. Tübingen, 38-69.
- Streißler, E. W. (1983): Stagnation – Analyse und Therapie. In: Bombach, G. u.a., Hg.: *Makroökono-*

- mik heute – Gemeinsamkeiten und Gegensätze*. Tübingen, 457-476.
- Tobin, J. (1969): Ein allgemeiner Gleichgewichtsansatz zur Geldtheorie. In: Brunner, K. u.a., Hg.: *Geldtheorie*. Köln 1974, 219-234.
- Townshend, H. (1937): Liquidity-Premium and the Theory of Value. *Economic Journal*, 47, 157-169.
- Townshend, H. (1938): Letter to Keynes. In: Moggridge, D., Hg.: *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Bd. 29: The General Theory and After – A Supplement. London / Basingstoke 1979, 289-293.
- Vilar, P. (1960): *A History of Gold and Money – 1450 to 1920*. London / New York 1991.
- Wallerstein, I. (1974): *Das moderne Weltsystem – Die Anfänge kapitalistischer Landwirtschaft und die europäische Weltökonomie im 16. Jahrhundert*. Frankfurt 1986.
- Weber, M. (1976): *Wirtschaft und Gesellschaft – Grundriß der verstehenden Soziologie*. 5. Aufl. Tübingen.
- Wicksell, K. (1898): *Interest and Prices – A Study of the Causes Regulating the Value of Money*. New York 1936.
- Wicksell, K. (1901): *Vorlesungen über Nationalökonomie auf der Grundlage des Marginalprinzipes*. Lund 1913.
- Wray, L. R. (1992): Commercial Banks, the Central Bank, and Endogenous Money. *Journal of Post Keynesian Economics*, 14, 297-310.
- Ziegler, D. (1990): *Das Korsett der "Alten Dame" – Die Geschäftspolitik der Bank von England 1844-1913*. Frankfurt.
- Ziegler, D. (1993): Zentralbankpolitische "Steinzeit"? Preußische Bank und Bank von England im Vergleich. *Geschichte und Gesellschaft*, 19, 475-505.