

# zfsö

## ZEITSCHRIFT FÜR SOZIALÖKONOMIE

- Christoph Deutschmann **3** Der kollektive Buddenbrooks-Effekt – Sozialstrukturelle Hintergründe der Wirtschaftskrise
- Ferdinand Wenzlaff **11** Vorläufer der Geldreform
- Daniel Pavlic **18** Die sozial-liberale Wirtschaftsordnung nach Maurice Allais
- Helmut Creutz **24** Geldschöpfung in öffentlicher Hand – Gedanken zum gleichnamigen Buch von Joseph Huber & James Robertson
- Dirk Löhr **40** Vollgeld, Freigeld und Assetpreisinflationen
- Fabian Thiel **55** „Landgrabbing“ – und was dagegen zu tun ist
- Dirk Lambach **60** Betriebliche Partnerschaft als unternehmerisches und gesellschaftliches Konzept
- 63** Bücher – Personalie – Veranstaltungen

# Zu kurz gesprungen – Von Vollgeld, Freigeld und Assetpreisinflationen

Dirk Löhr

## 1 Geldschöpfung „aus dem Nichts?“

### 1.1 Geld: Eine Definitionsfrage

In der heterodoxen Szene ist einmal mehr eine Debatte entbrannt – wieder einmal geht es dabei um die Geldschöpfung. Der Diskurs hat einen konkreten Anlass, nämlich das sog. „Vollgeld“. Die prominentesten Exponenten des Vorschlages sind Huber<sup>1</sup> und die Gruppe der Monetative; Paroli geboten wurde v.a. von Creutz. Im Umfeld der Kontrahenten wurde wieder einmal darüber diskutiert, welches denn die „richtige“ und die „falsche“ Gelddefinition sei. Allerdings können Definitionen grundsätzlich nicht „richtig“ oder „falsch“ sein, sondern allenfalls zweckmäßig oder unzweckmäßig mit Blick auf den Erkenntnisgegenstand. Creutz meint, Geld würde schon heute durch den Staat geschöpft (s. auch den Beitrag von Creutz im vorliegenden Heft).<sup>2</sup> Huber stellt das bezüglich Zentralbankgeld gar nicht in Abrede, sondern prangert an, dass die vom Geschäftsbankensystem geschaffenen Sichteinlagen eben faktisch auch Geldfunktion haben. Dabei emanzipiere sich das Bankensystem zunehmend von der Kontrolle durch die Zentralbank. Die weite Gelddefinition Hubers halte ich mit Blick auf die Zahlungsmittelfunktion des Geldes durchaus für begründet. Ungeachtet aller Unterschiede in den Gelddefinitionen, die zwischen den verschiedenen Zentralbanken existieren, gelten Sichtguthaben von Nichtbanken bei Banken auch international durchweg als „Geld“. Im Übrigen lehnen beide Kontrahenten die „Geldkontinuums-These“ ab, wonach der Übergang zwischen Geld und Geldkapital fließend sei.<sup>3</sup> Beide stehen zudem in der Tradition der Currency-Theorie<sup>4</sup>, wonach der Zentralbank die Kontrolle über Geldmenge zustehen sollte. Grundsätzlich äußert sich Creutz ja auch nicht ablehnend zum Vollgeld-Vorschlag.<sup>5</sup> Die Kontrahenten sind in bestimmten

Fragen also gar nicht so weit voneinander entfernt.

### 1.2 Endogene Geldschöpfung und Geldschöpfung „aus dem Nichts“

Die Kritik von Creutz setzt demnach weniger am Vollgeldvorschlag selber an, sondern an der Behauptung der Autoren der Monetative, dass Geld unabhängig von vorheriger Ersparnisbildung „geschöpft“ werden kann.<sup>6</sup> Dasselbe behauptet Huber in seinen neueren Werken zum Thema<sup>7</sup> und wendet sich hiermit von seinen Äußerungen in seinem 1998 erschienenen Buch „Vollgeld“<sup>8</sup> ab, wo er noch meint: „Es wird in diesem Zusammenhang immer wieder die Frage diskutiert, wie weit es den Banken möglich sei, ihr Aktivgeschäft von ihrem Passivgeschäft abzukoppeln. Buchhalterisch ist etwas Derartiges unmöglich.“<sup>9</sup> Die Behauptung einer „Geldschöpfung aus dem Nichts“ hat, wenn man sie wortwörtlich nimmt, weitreichende Konsequenzen: Investitionen wären ohne vorherige Ersparnisbildung möglich, die von Proudhon und Gesell vorgenommene kreislauftheoretische Betrachtung der Wirtschaft wäre hinfällig. Gleiches gilt für die Analyse des Mismatch von Ersparnis und Investition durch Keynes. Schließlich bedeuten Ersparnisse und Investitionen die Verfügung über reale Werte; eine Investition ohne vorherige Ersparnisbildung würde also implizieren, dass über reale Werte verfügt würde, die noch gar nicht vorhanden sind. Die Befürworter der These der Geldschöpfung aus dem Nichts stützen ihre Argumente mit Buchungstechnik: Vergibt eine Bank einen Kredit, bucht sie ja „Kredit (also Aktivseite) an Sichtguthaben (also Passivseite)“.<sup>10</sup>

Diese Argumentation blendet allerdings die vor- und nachgelagerten Buchungen aus. Nehmen wir an, eine Geschäftsbank verfügt über 100

Geldeinheiten (GE) Zentralbankgeld und möchte einen Kredit über 90 GE an Herrn Moser vergeben. Nehmen wir weiter an, sie hält einen Reservesatz von 10% für den Fall plötzlicher Abzüge vor (warum eigentlich, wenn Geld „aus dem Nichts“ geschöpft werden könnte?). In diesem Falle würde die Buchung „Kredit Moser 90 GE an Sichtguthaben Moser 90 GE“ voraussetzen, dass die Bank schon 100 GE besitzt, z.B. durch Kreditaufnahme bei der Zentralbank. Das nachstehende Schema verdeutlicht die Vorgänge:

Aktivseite	Geschäftsbank	Passivseite
Zentralbankgeld 100	Verbindlichkeiten	100
Kredit Moser 90	Sichtguthaben Moser	90

**Abb. 1: Kreditvergabe – Abbildung in der Bilanz einer Geschäftsbank**

Definiert man Sichtguthaben als Geld, so wurde mit der betreffenden Buchung tatsächlich Geld von Geschäftsbanken „geschöpft“ oder – um die Terminologie aus Hubers Buch „Vollgeld“ heranzuziehen – es wurden „Sichteinlagen geschaffen“.<sup>11</sup>

Tatsächlich ist der oben buchungstechnisch beschriebene „Geldschöpfungsakt“ jedoch nur ein technischer Vorgang: Ohne diese Buchung, mit der Moser ein Guthaben eingeräumt wird, könnte der Kreditnehmer Moser nämlich gar nicht über den eingeräumten Kreditbetrag verfügen! Verfügt Moser über sein Konto, kommt es (die Abwesenheit von Clearing unterstellt) zu einem Abfluss von Zentralbankgeld i.H.v. 90 GE. Abbildung 2 zeigt, dass die Geschäftsbank am Ende nicht mehr verleihen können, als die selbst ausgeliehen haben. Es ergibt sich nach also:

Aktivseite	Geschäftsbank	Passivseite
Zentralbankgeld 100-90= 10	Verbindlichkeiten	100
Kredit Moser 90	Sichtguthaben Moser	90-90= 0

**Abb. 2: Verfügung des Kreditnehmers über den Kredit**

Die Behauptung der „Geldschöpfung aus dem Nichts“ ist also weder vor dem realwirtschaft-

lichen noch vor dem buchungstechnischen Hintergrund überzeugend. Bleibt man auf den Füßen der Lehrmeinung stehen, so basiert der Kreditvergabeprozess auf dem „Rohstoff“ Zentralbankgeld. M.E. ist daher auch die herkömmliche Lehrmeinung zutreffend, dass letztlich (also unter Betrachtung aller Buchungen) nicht die einzelne Bank, sondern nur das Bankensystem als Ganzes Sichtguthaben (als Kreditgeld) schaffen kann.<sup>12</sup> Qualifiziert man die geschaffenen Sichtguthaben als „Geld“, so kann eben das gesamte Geschäftsbankensystem relativ autonom Geld schöpfen.

Dies wird in den Lehrbüchern durch Multiplikatorprozesse beschrieben, die (in Abhängigkeit von der Reservehaltung der Banken und des Bargeldabzugs der Nichtbanken) eine Obergrenze des Kreditschöpfungs- bzw. Einlagenschöpfungsprozesses beschreiben. Die Autoren der Monetative führen ihre fehlerhafte Betrachtung allerdings konsequent weiter, wenn sie – wie übrigens unverständlicherweise auch Creutz<sup>13</sup> – ebenfalls das Multiplikatormodell ablehnen. Hier findet wieder ein Rückschritt gegenüber Hubers Buch „Vollgeld“ statt, in dem er das Multiplikatormodell noch grundsätzlich akzeptierte. Huber schreibt hier, „dass auf der Basis einer gegebenen freien Überschussreserve ein Vielfaches davon aus Giroguthaben dargestellt werden kann.“<sup>14</sup>

Bleibt der Einwand, dass das Clearing für die Abkopplung der Geldschöpfung von der Versorgung mit Zentralbankgeld verantwortlich ist. Allerdings ändert sich an den oben beschriebenen Grundzügen auch durch das Clearing, also der Verrechnung von Zahlungsströmen zwischen den Geschäftsbanken im Grundsatz nichts. Hubers Argumentation (in seinem Buch „Vollgeld“) ist jedoch insoweit zuzustimmen, dass aufgrund des Clearing sowie der Rückflüsse von Zentralbankgeld in die Banken (geringer Bargeldabzugskoeffizient) die freie Überschussreserve derselben nur sehr gering in Anspruch genommen wird. Daraus resultiert eine immer weitergehende Unabhängigkeit der Geschäftsbanken von der Zentralbankpolitik (die letztlich nur über den immer schwächeren Hebel der Zentralbankgeldversorgung auf die Kreditvergabe und Einlagenschaffung Einfluss nehmen kann). Dadurch, dass die

Geschäftsbanken die Zirkulation von (sodann gebundenen) Reserven vermeiden, emanzipieren sie sich immer weitergehender von der Zentralbank.<sup>15</sup> Huber: „Die Leine zwischen Zentralbank-Geld und Banken-Sichtguthaben verschwindet nicht, aber sie wird immer länger.“<sup>16</sup> Dies ist aber etwas vollkommen anderes als die These der „Geldschöpfung aus dem Nichts“<sup>17</sup>, die gleichbedeutend mit der Behauptung ist, dass ein solches Band gar nicht existiert!

**2 Buchgeld und Assetpreisinflationen**  
**2.1 Freiwirtschaft: Eine Fußnote in der Geschichte der Lehrmeinungen?**

**a. Freiwirtschaftliche Fehldiagnose?**

Huber weist mit Recht darauf hin, dass die endogene Buchgeldschöpfung gefährliche Assetpreisinflationen (also die berühmten „Finanzblasen“) alimentieren kann. Gleichzeitig behauptet er, dass die von Gesell thematisierten Schwankungen der Geldumlaufgeschwindigkeit unbedeutend sind. Konsequenterweise lehnt er deswegen auch eine Umlaufsicherungsgebühr auf Vollgeld ab. Inwieweit hat Huber Recht oder Unrecht, was folgt hieraus für die freiwirtschaftliche Theoriebildung?

Nun sind Dispute über die Geldumlaufgeschwindigkeit nichts Neues. Tatsächlich weist die Geldumlaufgeschwindigkeit, wie sie aus der Fisher-Verkehrsgleichung als Residuale abgeleitet wird, eine sachlogische Ungereimtheit auf:

$$\text{Geldumlaufgeschwindigkeit} = \frac{\text{Nominelles BIP (oder eine andere Größe}^{18})}{\text{Geldmenge}^{19} \text{ (hier: M1)}}$$

Bei der vorstehenden Gleichung passt nämlich der Zähler (z.B. Inlandsprodukt) sachlogisch nicht zum Nenner (Geldmenge, hier verwendet in der Abgrenzung M1).<sup>20</sup> Die Problematik wird durch Tabelle 1 illustriert: Die Geldmenge (Nenner) bewegt nämlich das gesamte Transaktionsvolumen einer Volkswirtschaft, also auch solche Bestandteile, die gar nicht im Inlandsprodukt (Zähler) enthalten sind! Der Umschlag aller Zahlungen (für Ströme und Bestände) ergibt die sog. „Zahlungsfrequenz“.<sup>21</sup> Tabelle 1 verdeutlicht auch, dass sich die Zahlungsfrequenz aus der sog. „Kreislauffrequenz“<sup>22</sup> (s. Feld b. – als Meßgröße für die offiziell erfasste wirtschaftliche Aktivität) und einer „Restfrequenz“ (eigene Bezeichnung) zusammensetzt (Felder c. und d.).

Die herkömmliche freiwirtschaftliche Betrachtung ist jedoch nur auf Feld a. fixiert. Dies ist augenscheinlich eine Verkürzung; insoweit ist Huber zuzustimmen. Im einzelnen ist es schwierig, die Beiträge der Felder a., c. und d. aus Tabelle 1 zur sinkenden Geldumlaufgeschwindigkeit zu bestimmen. Hier sind vertiefende Untersuchungen unter Zuhilfenahme statistischer Methoden notwendig.

**b. Kreislauf- und Restfrequenz**

Bis auf Weiteres ergeben sich jedoch die folgenden Anhaltspunkte:

Die Kreislauffrequenz scheint deutlicher durch kurzfristige, konjunkturelle Faktoren bestimmt zu sein als die Restfrequenz. Änderungen der Kreislauffrequenz und Schwankungen der wirtschaftlichen Aktivität hängen eng miteinander zusammen. Dies belegt allein schon die untenstehende Abbildung 3, in der die Änderungen des no-

Transaktionssumme („Zahlungsfrequenz“, Nenner in der Gleichung): <sup>23</sup>	Strom-Größen	Umschlag von Bestandsgrößen
Einbezogen („Kreislauffrequenz“)	Feld a. (Zähler in der Gleichung): Inlandsprodukt, Volkseinkommen etc.	Feld b.: nicht einbezogen <sup>24</sup>
Nicht einbezogen („Restfrequenz“)	Feld c.: Subventionen, Sozialleistungen, Steuern und andere Transfers; Schatten- und Untergrundwirtschaft	Feld d.: Umschichtungen von Beständen (Immobilien, Aktien und sonstige Wertpapiere, Gold zu Anlagezwecken etc.)

Tabelle 1: Zahlungsfrequenz des Geldes

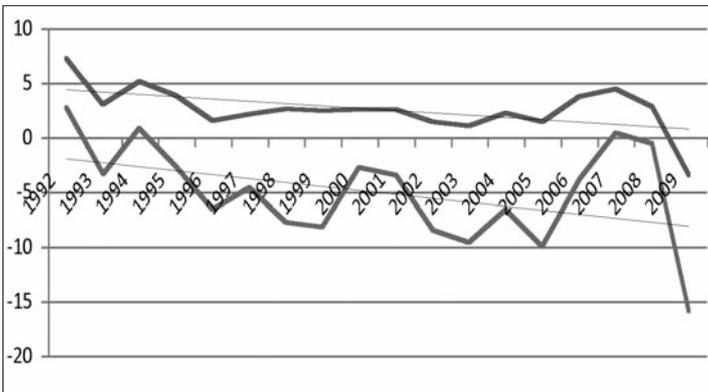
minalen BIP denjenigen der Geldumlaufgeschwindigkeit gegenübergestellt werden. Dabei besteht im betrachteten Zeitraum eine hochgradige Korrelation (0,91) zwischen den Änderungen der wirtschaftlichen Aktivität und den Änderungen der Geldumlaufgeschwindigkeit.

Anders, als Huber annimmt<sup>25</sup>, ist also offenbar das Halten Zahlungsmitteln (Bargeld und, mittlerweile wohl wichtiger: Sichtguthaben) auch in der „modernen Wirtschaft“ nach wie vor bedeutsam für Änderungen der wirtschaftlichen Aktivität.

kommen abgekoppelt. Einiges spricht dafür, dass Letzteres einen Rückgang von rentablen Investitionsmöglichkeiten in einer ausgereiften Wirtschaft widerspiegelt (s.auch Tabelle 2 - Seite 45).<sup>26</sup>

Der hohe statistische Zusammenhang zwischen Geldumlaufgeschwindigkeit und wirtschaftlicher Aktivität könnte im Umkehrschluss darauf hindeuten, dass die Restfrequenz relativ stark durch Trendfaktoren bestimmt wird.

Empirische Evidenz für den jeweiligen Einfluss von Feld c. und d. auf die Restfrequenz liegt



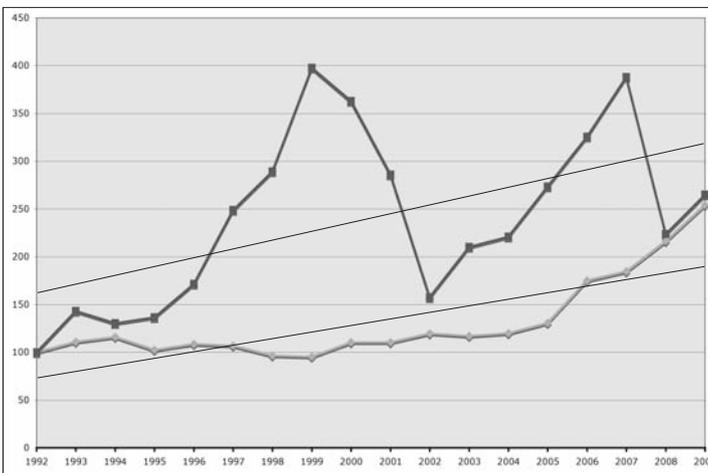
**Abb. 3: Änderungen des nominalen BIP und der Geldumlaufgeschwindigkeit M1**

**obere Kurve:**  
Veränderungen BIP (nominal) in v.H.

**untere Kurve:**  
Veränderungen U (M1) in v.H.

Abbildung 3 indiziert eine tendenziell sinkende Geldumlaufgeschwindigkeit und tendenziell sinkende Wachstumsraten der realwirtschaftlichen Aktivität (s. die Trendlinien). Offenbar ist demnach die Kreislauffrequenz nicht vom Trend der sinkenden Geldumlaufgeschwindigkeit voll-

allerdings meines Wissens bislang nicht vor. Die einerseits augenscheinlich vergleichsweise hohe Dynamik (Abbildung 4) des Bestandshandels in Feld d. (Tabelle 1) und die andererseits offensichtliche Abhängigkeit der Vorgänge in Feld c. (Tabelle 1) von Änderungen des institutionellen



**Abb. 4: Trendmäßig steigende Assetpreise (Index, Basis 1992)**

**obere Kurve:**  
Deutscher Aktienindex DAX

**untere Kurve:**  
Goldpreisindex

Rahmens sind jedoch Anhaltspunkte dafür, dass der sinkende Trend der Restfrequenz v.a. durch die Entwicklung des Bestandshandels (Feld d.) determiniert ist. An dieser Stelle besteht jedoch noch Forschungsbedarf.

Mensching entwickelte in diesem Zusammenhang die These, dass die Aufblähung des Finanzsektors möglicherweise ähnliche Effekte nach sich zieht wie eine Reduzierung der Ersparnisbildung durch Horten von Geld.<sup>27</sup> Er unterscheidet dementsprechend zwischen Geldhortung im engeren Sinne und der Geldhortung im weiteren Sinne.<sup>28</sup> Der Gleichklang von trendmäßigem Absinken der Geldumlaufgeschwindigkeit (Abbildung 3) einerseits und Assetpreisinflation (Abbildung 4) andererseits auf einen Bedeutungszuwachs der „Geldhortung im weiten Sinne“ bzw. der schon von N.A.L.J. Johannsen thematisierten „störenden Sparform“ hin.<sup>29</sup>

Festzuhalten bleibt, dass offenbar sowohl die traditionell von den Anhängern der Freiwirtschaft betrachtete (und von Huber vernachlässigte) Form der „Geldhortung“ als auch die von Huber und Mensching thematisierte (und von der freiwirtschaftlichen Orthodoxie vernachlässigte) Aufblähung des finanziellen Sektors von Bedeutung ist.

## 2.2 Assetpreisinflation: Anatomie einer Blasenkrankheit

### a. Die Nachfrageseite

Betrachten wir noch einmal Feld d. aus Tabelle 1. Das hier wirksame Geld dient hier nicht mehr dem Umschlag von Gütern und Dienstleistungen, sondern dem Umschlag von Beständen. Analysiert man die Assetpreisinflationen der Vergangenheit, so werden folgende Faktoren für die Nachfrage nach Beständen deutlich<sup>30</sup>:

- Die Nachfrage v.a. nach Aktien wird offenbar besonders durch entsprechende realwirtschaftliche Bedingungen angeregt, die hohe Gewinne versprechen. Von besonderer Bedeutung sind hier Technologieschübe und/oder gewisse Monopolsituationen (incl. Patente zur „Absicherung“ von Innovationsgewinnen).

- Umgekehrt kann es zu einer verstärkten Nachfrage nach Beständen (neben Aktien v.a. Immo-

bilien) gerade angesichts eines Mangels an attraktiven realwirtschaftlichen Investitionsmöglichkeiten kommen (s. auch Tabelle 2 - Seite 45), wenn die Marktteilnehmer „im Gleichschritt marschieren“.

- Ein weiterer, schwer zu quantifizierender Beitrag stellen einkommenspolitische Schieflagen dar. Hohe Einkommen bedingen eine höhere Sparquote (und eine geringere Konsumquote). Dabei ist der Begriff „Sparen“ jedoch euphemistisch – in Wirklichkeit wird auch das Spielcasino Finanzwirtschaft in hohem Maße dotiert. In Deutschland sind die preisbereinigten Nettolöhne seit 1991 kaum mehr gestiegen, im Gegensatz zu den Einkommen aus Unternehmertätigkeit und Vermögen (die dementsprechend von den Produktivitätsfortschritten profitierten).<sup>31</sup>

- Am wichtigsten scheint jedoch „leichtes Geld“ zu sein, welches den Zugang zu billigen Krediten ermöglicht. Werden billige Kredite zu realwirtschaftlichen Investitionen (neue Fabriken, Maschinen etc.) verwendet, so wird zwar neues Geld geschaffen; dem stehen jedoch auch zusätzliche Güter und Dienstleistungen gegenüber. Aus der Brille der Fisher-Verkehrsgleichung ergibt sich insoweit kein Problem. Anders, wenn keine neuen Güter und Dienstleistungen erzeugt, sondern nur Bestände (Aktien, Immobilien etc.) gehandelt werden: Hier wird lediglich der Preis dieser Bestände aufgeblasen und nichts Neues erzeugt. Ist die Preissteigerung der Assets (bzw. die Indexrendite) größer als der zu zahlende Fremdkapitalzinssatz, kann durch die Aufnahme von Fremdkapital ein entsprechender Eigenkapitalhebel (Leverage-Effekt) dargestellt werden, mit dem die Eigenkapitalverzinsung entsprechend gesteigert werden kann. Platzt die Blase, kann der Hebel aber auch in die Gegenrichtung wirken.

### b. Die Angebotsseite

Was macht eigentlich bestimmte Assets wie z. B. Tulpen, Immobilien<sup>32</sup>, Aktien, Rohstoffen etc. zum Gegenstand der spekulativen Begierde? Die Antwort: Das Angebot kann – bezogen auf den jeweiligen Zeithorizont – nur schwerlich ausgeweitet werden, wenn die Nachfrage nach den betreffenden Assets und damit auch deren Preise steigen („preisunelastisches“ Angebot):

- Steigt beispielsweise die Nachfrage nach Wohngebäuden, so dauert es einige Jahre, bis das Angebot nachgezogen ist, sofern dies wegen der Beschränktheit von Grund und Boden bzw. angesichts der durch die Raum- und Bauplanung gesetzten Schranken überhaupt möglich ist.

- Steigt die Nachfrage nach Aktien, so kann eine Erhöhung des Angebots nur durch Kapitalerhöhungen oder zusätzliche Börsengänge stattfinden; auch dies benötigt Zeit, wenn sie denn überhaupt stattfinden. Sind attraktive realwirtschaftliche Investitionsmöglichkeiten vorerst nicht in Sicht, so werden die Unternehmen trotz hoher und weiter steigender Aktienkurse auch keine Kapitalerhöhungen vornehmen. Ganz im Gegenteil geht dann der Trend in Richtung Rückkauf von Eigenkapital (Erhöhung des Eigenkapitalhebels) und höheren Ausschüttungen an die verbleibenden Aktionäre, also einer Verknappung des Angebots.<sup>33</sup>

- Selbst die Bereitstellung einer entsprechenden Anzahl blütefähiger Tulpen der gefragten Qualität (s. die „Tulpomanie“, 1634-1637) dauerte seinerzeit mehrere Jahre, was bei entsprechender Nachfrage die nötige Knappheit garantierte.<sup>34</sup>

- Auch bei wichtigen lagerfähigen Wirtschaftsgütern (v.a. Rohstoffen) kann die Produktion auf kurze Sicht kaum variiert werden. Beispielsweise ist die Erntemenge an Weizen oder die Produktionskapazität für Rohöl begrenzt.<sup>35</sup> Allerdings sind bei Rohstoffen aufgrund der Lagerbarkeit (prozyklische) Variationen des effektiven Angebots möglich. In der Vergangenheit stieg nämlich gerade bei wachsender Knappheit (bzw. steigenden Preisen) die Nachfrage nach Lagerkapazitäten – augenscheinlich wurden die Rohstoffe vom Markt genommen. Die spekulative Verknappung des Angebots sorgte für einen weiteren Preisauftrieb. Bei fallenden Preisen waren gegenläufige Reaktionen festzustellen.<sup>36</sup>

Die betreffenden Güter sind im Übrigen auch schwer ersetzbar: Würde, um ein extrem absurdes Beispiel zu bringen, beispielsweise in Kinderpuppen spekuliert, würden eben andere Kinderspielzeuge Verwendung finden. Bei Immobilien oder Nahrungsmitteln ist dies hingegen schwer vorstellbar. Allerdings können Aktien und Immobilien untereinander als Anlagesubstitute dienen

(in manch einem Entwicklungsland trug der unterentwickelte Kapitalmarkt auch zur Steigerung der Landpreise bei.<sup>37</sup> Keynes leitete aus den beiden Eigenschaften: beschränkte Produktionselastizität und beschränkte Substitutionselastizität seine berühmt-berüchtigte Liquiditätsprämie ab.<sup>38</sup>

Das preisunelastische Angebot (im Angebots-Nachfragekreuz durch eine steile Angebotskurve skizziert) führt dazu, dass relativ geringe Nachfrageschwankungen zu hohen Preisausschlägen bewirken. Das Angebot kann hierbei kaum nachziehen und dämpfend auf die Preise einwirken. Die verstärkte Nachfrage nach derartigen Assets (v.a. Immobilien und Aktien) führt dann zur Bildung finanzieller Blasen.

### 3 Gefahren von Assetpreisinflationen

Assetpreisinflationen können vielfältige wirtschaftliche und soziale Fehlsteuerungen bewirken:

- In der Vergangenheit wurde im Zuge von Assetpreisinflationen oftmals die Jagd nach einer hohen Indexrendite in den Vordergrund gestellt und die realwirtschaftlichen Aktivitäten dabei zunehmend vernachlässigt.<sup>39</sup>

Jahr	BIP, nominales Wachstum p.a. in v.H.	DAX, nominales Wachstum p.a. in v.H.
1961-1980	8,50 %	1,10 %
1981-1995	5,90 %	11,20 %
1996-2006	2,10 %	12,60 %

**Tabelle 2: Realwirtschaftliche Wachstumsraten und Indexrendite<sup>40</sup>**

Tabelle 2 gibt einen Hinweis darauf, wie weit die wirtschaftlichen Aktivitäten (v.a. Investitionen) von der Realwirtschaft hin zur Finanzwirtschaft verlagert wurden.

- Mit der Blasenbildung hebt der finanzielle vom realwirtschaftlichen Sektor ab; vergleichsweise immer mehr Geld wird für finanzwirtschaftliche Transaktionen benötigt, immer weniger steht für realwirtschaftliche Transaktionen zur Verfügung. Werden solche Blasen monetär alimentiert (egal ob durch die Geldschöpfung des Bankensystems oder die Bereitstellung von Liquidität durch die Zentralbank), wird jedoch

auch die unterschwellige Gefahr einer die Realwirtschaft erfassenden Inflation in die Welt gesetzt.

- Von besonderer Bedeutung sind die Gefahren, die entstehen, wenn die Assetpreisblasen irgendwann platzen. Dabei muss nicht jede geplatze Blase gravierende realwirtschaftliche Folgen nach sich ziehen.<sup>41</sup> Anscheinend hängen die realwirtschaftlichen Folgen jedoch stark von der Dauer der Blasenbildung und der Intensität ab, mit der der realwirtschaftliche Sektor involviert ist. So sind v.a. Immobilienblasen deswegen gefährlich, weil sie über viele Jahre hinweg eine Fehlallokation von Ressourcen bewirken können (so wurde in Spanien während der Boomphase des Immobilienbooms mehr neue Wohnungen gebaut als in Deutschland, Frankreich und Italien zusammen<sup>42</sup>). Zudem werden enorme Kreditketten aufgebaut (Leverage-Effekt, s. oben), deren Zusammenbrechen für bestimmte Kreditinstitute existenzgefährdend werden kann.

- Die spekulationsbedingten Umverteilungswirkungen bleiben solange auf die Teilnehmer im Spielcasino Finanzwirtschaft beschränkt, solange nicht die Realwirtschaft in Mitleidenschaft gezogen wird. Ist dies der Fall (Firmenzusammenbrüche, Verlust von Ersparnissen), wird wahrscheinlich die Einkommens- und Vermögensverteilung v.a. zum Schaden der sozial Schwachen verändert. Dies gilt insbesondere auch hinsichtlich der Spekulation mit Rohstoffen und Nahrungsmitteln.

- Die Spekulation in Rohstoffen und Nahrungsmitteln kann die wirtschaftliche Entwicklung behindern (z.B. durch steigende Preise von Mineralien oder Rohöl). Insbesondere weniger zahlungskräftige Entwicklungs- und Schwellenländer sind in besonders hohem Maße betroffen. Speziell die Spekulation mit nachwachsenden Rohstoffen kann zudem die Ernährungssicherheit („food security“) in vielerlei Hinsicht gefährden.<sup>43</sup>

## 4 Der Vollgeldvorschlag

### 4.1 Was ist „Vollgeld“?

Die Befürworter des Vollgeldes beanspruchen nun, ein wirksames Mittel gegen diese Blasenbildung gefunden zu haben. Im Verständnis von

Huber et al. ist v.a. die monetäre Alimentierung durch die endogene Schaffung von Buchgeld / Kreditgeld für die Blasenbildung verantwortlich. Nachfolgend wird der Vollgeldvorschlag nur knapp umrissen (s. die ausführlicheren Darstellungen von Creutz in diesem Heft).

Der Vollgeldvorschlag zielt darauf ab, nicht nur das Zentralbankgeld, sondern auch die Buchgeldschaffung zu „verstaatlichen“. Der Zentralbank soll nicht nur die volle Kontrolle über die Emission des Bargeldes, sondern auch des Buchgeldes gegeben werden. Banken dürfen – anders als heute – keine Sichteinlagenkonten mit Geldcharakter für ihre Kunden führen. Die Zahlungsmittelfunktion übernimmt neben dem Bargeld das Buchgeld, das – anders als heute – von der Zentralbank als gesetzlich anerkanntes, schuldtilgendes Geld ausgegeben wird. Die Geschäftsbanken übernehmen nur noch unterstützende administrative Funktionen (im Rahmen der Verwaltung der Buchgeldkonten bei der Zentralbank, z.B. bei Überweisungen). Will eine Geschäftsbank mit dem Geld des Kunden arbeiten, so setzt dies voraus, dass dieser der Bank explizit die Verfügungsmacht über das Buchgeld im Rahmen einer Einlage überträgt.<sup>44</sup>

### 4.2 Eine technische Kritik

Der Vollgeldvorschlag erscheint interessant; allerdings wirft ein näherer Blick einige Fragen auf, die erst einmal von den Vertretern der Monetative beantwortet werden sollten. Viele Aussagen wurden von den Vertretern der Monetative lediglich in verbalisierter Form und ohne konkrete Aussagen über die Buchungstechnik getroffen. Dementsprechend weit ist bislang der Raum für Fehlinterpretationen; es ist an den Vertretern der Monetative, eventuelle Missverständnisse zu korrigieren.

#### a. Schuldenfreie Geldemission?

Nach Huber und Robertson soll das Vollgeld an den Staat (nicht wie bisher an die Geschäftsbanken) als nicht zweckgebundener und zinsfreier „ewiger Kredit“ vergeben werden.<sup>45</sup> Grundsätzlich ist m.E. Creutz zuzustimmen, dass keine Notwendigkeit besteht, den bewährten Emissionsmechanismus (ständiger Kontakt zwischen Zentral-

bank und Geschäftsbanken, laufendes „Abtasten“ des Marktes etc.) auf den Kopf zu stellen (s. den Beitrag von Creutz in diesem Heft). Im Übrigen ist die Behauptung von Huber/Robertson widersprüchlich, das Geld käme „schuldenfrei“ und ohne Zentralbankkredit in den Umlauf.<sup>46</sup> Offenbar besteht ja im Konzept von Huber et al. ein Kreditverhältnis zwischen Staat und Zentralbank; lediglich sind die Staatsschulden gegenüber der Zentralbank unverzinst und der Kredit nicht rückzahlbar. Dementsprechend ergeben sich Ungeheimheiten. Unterstellt man beispielsweise, dass das derzeitige, auf Wachstum basierende Wirtschaftsmodell nicht auf Dauer durchzuhalten ist oder es zu einer unfreiwilligen Schrumpfung kommt: Wie soll eigentlich das Geld wieder aus dem Verkehr genommen werden, wenn die Kreditvergabe auf „ewig“ erfolgt, also tilgungsfrei ist?<sup>47</sup> Hubers Vorstellung diesbezüglich ist, dass der Staat das Geld aus dem laufenden Steueraufkommen abzweigt und an die Zentralbank zurückschickt.<sup>48</sup> Dies würde u.a. voraussetzen, dass der Finanzminister entsprechende Anweisungen des Notenbankchefs auszuführen hat – mit der von Huber et al. propagierten Vorstellung der prinzipiellen Unabhängigkeit von Exekutive und „Monetative“ ist die hierfür erforderliche „umgekehrte Abhängigkeit“ (des Finanzministeriums von der Notenbank) wohl kaum zu vereinbaren. Problematisch gestaltet sich hierbei auch das Zusammenspiel von Monetative und der Budgethoheit des Parlaments.

### **b. Vereinnahmung der „originären Seignorage“?**

Wenn Huber und Robertson betonen, das Vollgeld gelange über „Seignorage“ anstatt über Zentralbankkredit in den Umlauf, so meinen sie die „originäre Seignorage“, verstanden als Differenz zwischen Produktionskosten der Zahlungsmittel einerseits und der Kaufkraft andererseits. Diese soll dadurch realisiert werden, dass der Staat neu geschöpfte gesetzliche Zahlungsmittel durch öffentliche Ausgaben in Umlauf bringt.<sup>49</sup> Ein ausschüttungsfähiger Geldschöpfungsgewinn des Staates könnte jedoch nur dann entstehen, wenn der Staat in fiktiven oder tatsächlichen Bilanzen (Doppik) die Überlassung des Buchgeldes

nicht als Verbindlichkeit, sondern als Ertrag gegenbuchten würde (Buchung: Forderungen Zentralbank an Ertrag). Im Prinzip handelt es sich um einen Mechanismus, wie wir ihn heute schon mit dem staatlichen Münzregal bzw. dem Münzgewinn kennen.<sup>50</sup> Andererseits lehnt Huber aber eine Ausweitung des staatlichen Geldregals auf Banknoten und Buchgeld als „feudalistisches Relikt“ ab. Es bleibt offen, wie die Vereinnahmung der Seignorage buchungstechnisch erfolgen soll. Gesetzlich, die Autoren der Monetative würden dem Vorschlag einer Ausweitung des staatlichen Geldregals folgen, so müssten sie sich eine weitere Frage gefallen lassen: Wie soll das Vollgeldkonzept denn funktionieren, wenn (wie heute schon die Scheidemünzen – im Gegensatz zum Banknoten- und Buchgeld) sämtliche Geldbestände bei der Zentralbank auf der Aktivseite ausgewiesen würden? Im Vollgeldvorschlag befinden sich nämlich die Geldbestände auf der Passivseite der Zentralbankbilanz und werden laufend auf andere Inhaber umgeschrieben. Solange keine überzeugende Gegendarstellung gegeben wird, scheint mir „weniger mehr zu sein“. Vor dem Hintergrund des augenblicklichen Standes der Diskussion würde es dem Vollgeldkonzept m.E. gut tun, sich von der Idee der Verfügbarmachung der originären Seignorage durch den Staat zu verabschieden.

### **c. Privatisierung der „fiskalischen Seignorage“!**

Bei einer zinsfreien Überlassung von Buchgeld via Kredit durch eine unabhängige Zentralbank an den Staat kann offenbar noch nicht einmal die fiskalische Seignorage (Zinsgewinn) für den Staat verfügbar gemacht werden (Zentralbankgewinn)<sup>51</sup>, zumal weder ein Erfolgskonto bei der Zentralbank noch beim Staat angesprochen wird – bei beiden Parteien werden lediglich Bestandskonten angebuht.

In Bezug auf den Vorschlag von Huber et al. entstünde in diesem Kontext noch ein weiteres Problem: Würde man von weitergehenden Regulierungen wie z.B. einer Demurrage auf das Vollgeld absehen und das Vollgeld mit denselben Eigenschaften wie das heutige stoffliche Geld ausstatten (Huber hält ja eine Demurrage nicht für notwendig), müsste aufgrund der Liquiditäts-

prämie des Vollgeldes der Zins im Rahmen der Geldzirkulation entstehen. Die Begründungen hierfür (Überlegenheit des Geldes über die Ware bei Gesell und Proudhon, die hohe Differenz zwischen Liquiditätsprämie und Durchhaltekosten bei Keynes, der Jokervorteil bei Suhr, der von mir an anderer Stelle beschriebene Optionsvorteil etc.) wurden in dieser Zeitschrift wiederholt erörtert. Die zinsfreie Emission des Geldes bedeutet jedenfalls nicht zugleich die Zinslosigkeit seines Umlaufs und der Wirtschaft, sehr wohl allerdings den Verzicht auf die fiskalische Seignorage (Zentralbankgewinn, s. oben). Entsteht der Zins jedoch erstmalig im Geldumlauf anstatt bei der Geldemission, stellt dies nichts anderes dar als eine diffuse Privatisierung der fiskalischen Seignorage. Dies kann nicht im Sinne der Urheber des Vollgeldvorschlags sein.

#### **d. Fristentransformationspolitik:**

##### **Ein Griff in die administrativ-wirtschaftliche Mottenkiste**

Kritik ist auch an der Huber'schen Fristentransformationspolitik zu üben, die wie ein Griff in die administrativwirtschaftliche Mottenkiste erscheint: Zwar feiern Huber und Robertson das Vollgeld als Abschied vom fraktionalen Reservesystem. Tatsächlich müssen die Geschäftsbanken aber nach wie vor Fristentransformation betreiben. Aus der Fristentransformation entsteht (in Hubers Variante, ohne Demurrage) wie heute auch im Vollgeldsystem ein Liquiditäts- und ein Zinsänderungsrisiko: Tätigen die Einleger kurzfristige Anlagen, besteht hingegen Nachfrage nach langfristigen Krediten, muss auch im Vollgeldsystem mit einem Abzug der Einlagen und ihrer Umwandlung in Buchgeld gerechnet werden. Dementsprechend wären von den Geschäftsbanken Reserven in Zentralbank- oder Buchgeld vorzuhalten. Freilich wollen Huber/Robertson kurzfristige Kreditbeziehungen zwischen Kunden und Geschäftsbanken „unterbinden“. <sup>52</sup> Huber propagiert eine administrative Regulierung („Fristenpolitik“). <sup>53</sup> Die an sich wünschenswerte Trennung zwischen Geld und Einlagen (s. auch den Beitrag von Creutz in diesem Heft) wird eigentlich erst durch diese „plump“ anmutende Regelung vollzogen (dies könnte – unabhängig vom Vollgeld –

theoretisch schon heute vollzogen werden). Das Fristentransformationsrisiko besteht jedoch nicht nur bei Sicht-, sondern zumindest im Mittelfristbereich auch bei Termineinlagen – wenngleich in geringerem Ausmaß als heute.

Eine Umlaufsicherung des Vollgeldes („Vollfreigeld“ <sup>54</sup>, s. Kap. 6.2.) würde dieses Problem beheben: An anderer Stelle wurde ausführlich beschrieben, wie die Neutralisierung der Liquiditätsprämie des Bargeldes durch eine Umlaufsicherungsgebühr eine Zinstreppe entstehen lassen würde. <sup>55</sup> Auch eine Umlaufsicherung des Vollgeldes würde eine Zinstreppe bewirken, die das Vollgeld in längerfristige Anlagen „drängt“ – unter Verzicht auf administratives Regulierungsdickicht.

Keiner der dargestellten Kritikpunkte stellt das Vollgeldkonzept jedoch grundsätzlich in Frage; es geht um das „wie“, nicht um das „ob“.

## **5 Die Reichweite einer isolierten Vollgeldreform**

### **5.1 Das Problem**

Eine interessantere Frage ist, ob das Vollgeldkonzept in Hubers „Rohzustand“, d.h. auf sich gestellt und ohne weitere Reformen, seinem Anspruch, Assetpreisinflationen wirksam zu bekämpfen, wirklich erfüllen kann. Kommen wir hierbei noch einmal auf die Analyse aus Kap. 2.2. zurück:

Angebotsseite: Durch den Vollgeldvorschlag wird nichts an den Eigenschaften der betreffenden Vermögensgegenstände (Aktien, Immobilien etc.) geändert. Die Angebotsseite bleibt ohne weitere Reformen so, wie sie heute ist.

Nachfrageseite: Das zentrale Problem eines auf sich gestellten Vollgeldvorschlags ist hierbei, dass die Zentralbank nicht zwischen der Geldversorgung, die sie dem realwirtschaftlichen Kreislauf und der Geldversorgung, die sie dem finanzwirtschaftlichen Kreislauf zukommen lässt, differenzieren kann. Die Zentralbank kann im Rahmen des Vollgeldvorschlags lediglich die Geldversorgung als Ganzes erhöhen oder reduzieren:

Möchte sie die Geldversorgung ausweiten, um den realen Wirtschaftskreislauf zu stützen, nimmt

sie damit auch die Alimentierung von Assetpreisinflationen in Kauf.

Reduziert sie die Geldversorgung, um Assetpreisinflationen zu bekämpfen, riskiert sie zugleich eine Geldunterversorgung des realwirtschaftlichen Sektors.

Konsequenterweise müsste der Vollgeldvorschlag daher von einer Reform der Realwirtschaft (der Eigenschaften der in spekulationsgeeigneten Gegenstände) begleitet sein; isoliert ist der Vollgeldvorschlag überfordert.

## 5.2 Vollfreigeld?

Wengleich Gesell die Buchgeldproblematik nicht „auf dem Schirm“ hatte, liegt doch der Gedanke der Vergesellschaftung des Buchgeldes sehr auf seiner Linie. Dementsprechend haben sich einige seiner Anhänger (so auch Creutz) für die Kombination von Vollgeld und Freigeld („Vollfreigeld“, s. Kap. 5.2.) ausgesprochen.<sup>56</sup> Ändert aber eine isoliert vorgenommene „Vollfreigeldreform“ etwas an dem zuvor in Kap. 6.1. getroffenen Urteil? M.E. entstehen ohne eine Reform der Angebotsseite auch bei „Vollfreigeld“ mindestens zwei zusammenhängende Probleme:

### a. Kein Absinken des Zinsniveaus bis gegen Null

Ein Absenken des Zinsniveaus bis gegen Null lässt sich mit Vollfreigeld alleine nicht erreichen. Zur Nachvollziehbarkeit der Argumentation verwende ich den Referenzrahmen der Keynes'ischen Theorie, wonach es auf die Eigenzinssätze der Vermögensgegenstände ankommt, und die Eigenzinssätze sich auch über Arbitrageprozesse ausgleichen müssen. Der Eigenzinssatz setzt sich aus dem Ertragsatz eines Aktivums sowie der Differenz aus Liquiditätsprämie und Durchhaltekosten zusammen.<sup>57</sup> Mittels des Konzepts der Eigenzinssätze kann begründet werden, warum z. B. Liquidität trotz Ertraglosigkeit gehalten wird und es zu keinen Umschichtungen hin zu ertragreicheren Vermögensgegenständen kommt. Der Vermögensgegenstand mit der höchsten Differenz zwischen Liquiditätsprämie (also der Prämie, die für die Aufgabe der Liquiditätsvorteile gefordert wird) und den Durchhaltekosten ist da-

bei für die Höhe des landesüblichen Zinssatzes bestimmend. Nach Keynes weist das Geld die höchste Differenz zwischen Liquiditätsprämie und Durchhaltekosten auf. Die Liquiditätsprämie des Geldes schätzte er auf ca. 2,5% bis 3%, die Durchhaltekosten hingegen als unbeachtlich ein. In meinem Aufsatz „Geldreform ohne Reform der Bodenordnung?“ (Humane Wirtschaft 6/2009, S. 18-24) diskutierte ich bereits den von Keynes stammenden (und von den Vertretern der Freiwirtschaft immer wieder beiseitegeschobenen) Gedanken ausgeführt, dass auch andere Vermögenswerte als Geld eine hohe Differenz zwischen Liquiditätsprämie und Durchhaltekosten aufweisen können.<sup>58</sup> Bei einer Beschränkung der Reformen auf umlaufgesichertes (Voll-) Geld würde Grund und Boden oder, wie Keynes richtigerweise hervorhob, auch andere Wirtschaftsgüter mit ähnlichen Eigenschaften insoweit in die Fußstapfen des Geldes treten, als dass sie dann den Standard für den landesüblichen Zinssatz setzen. Dies erläutert noch einmal Tabelle 3: Keynes ging davon aus, dass insbesondere Grund und Boden eine hohe Differenz zwischen Liquiditätsprämie und Durchhaltekosten besitzt. In Tabelle 3 kann die Liquiditätsprämie von Zentralbank- und Buchgeld durch „Vollfreigeld“ bis gegen Null abgesenkt werden. Dennoch kann ein Nullzinssniveau nicht erreicht werden. Der Grund ist die verbleibende Differenz zwischen Liquiditätsprämie und Durchhaltekosten bei Grund und Boden, sofern dieses in Privateigentum verbleibt. Hinsichtlich der detaillierten Begründung sei auf den Text in Humane Wirtschaft 6/2009 verwiesen.

### b. Assetpreisinflationen

Das in Tabelle 3 dargestellte Gefälle der Eigenzinssätze zwischen Geld und anderen Vermögensgegenständen würde bewirken, dass Geld wahrscheinlich wesentlich stärker als heute in die in Kap. 2.2. beschriebenen kritischen Vermögenswerte wandern würde. Das Schwergewicht würde weg von der Erzielung laufender Renditen hin zur Erzielung von Indexrenditen (also Preissteigerungen der Vermögensgegenstände gehen). Dabei würde – noch extremer als heute – mit hohem Fremdkapitaleinsatz hohe Renditehebel für das eingesetzte Eigenkapital erzeugt. Die Assetpreisinfla-

Vermögensgegenstand	Eigenzinssatz	=	Ertragssatz	+	Liquiditätsprämie	-	Durchhaltekosten
Vollfreigeld	0 %	=	0 %	+	3 %	-	3%
Sichtverbindlichkeiten	2 %	=	0 %	+	2 %	-	0%
Terminverbindlichkeiten	2 %	=	1 %	+	1 %	-	0%
Langfr. Verbindlichkeiten	2 %	=	2 %	+	0 %	-	0%
Grund und Boden	2 %	=	0 %	+	2 %	-	0%

**Tabelle 3: Vollgeld mit Demurrage, aber bei Beibehaltung von Privateigentum an Grund und Boden**

tion würde durch eine isoliert vorgenommene Vollfreigeldreform dementsprechend nicht reduziert, sondern erst richtig angekurbelt. Wenn das Finanzcasino richtig in Fahrt gerät, würde die Realwirtschaft ausgetrocknet („Geldhortung im weiten Sinne“, s. oben): Der positive Realzinssatz könnte nicht beseitigt werden.

## 6 Begleitende Reformen

Auch Vollfreigeld kann also ohne begleitende realwirtschaftliche Reformen nicht zur Wirkung gelangen. Eine vollständige Abhandlung der notwendigen Reformen ist vorliegend nicht möglich. Grundsätzlich sollten diese aber in zwei Richtungen gehen:

- Entkapitalisierung der kritischen Vermögensgegenstände und
- Internalisierung von (Spekulations-) Risiken.

### 6.1 Entkapitalisierung der kritischen Vermögensgegenstände

Oben wurde beschrieben, dass die kritischen Vermögensgegenstände allesamt schwer reproduzierbar oder ersetzbar sind. Die viel beschworenen „segensreichen Wirkungsmechanismen des Wettbewerbs“ können nur aber nur bei leicht vermehrbaren und ersetzbaren Wirtschaftsgütern wirken. Taucht ein neuer Bedarf auf und findet sich ein Pionierunternehmer zur Abdeckung dieses Bedarfs, wird dieser zunächst Pioniergewinne erzielen. Diese Extragewinne ziehen Imitatoren an, die in den betreffenden Markt eintreten. Am Ende ist der neue Bedarf gedeckt, und die Konkurrenz der – solcher Hand vermehrten – Kapitalien hat die Gewinne wieder auf ein übliches

Maß reduziert.<sup>59</sup> Die Marktwirtschaft hat insofern auch eine „Entkapitalisierungsfunktion“. Diese kann aber bei bestimmten Vermögensgegenständen nicht zur Wirkung gelangen. In diesen Fällen bedarf es einer Änderung des Eigentumsregimes. Beispiele für kritische Assets:

- Grund und Boden ist grundsätzlich nicht vermehrbar und nur beschränkt ersetzbar, da jede Lage einzigartig ist. Dementsprechend können Bodenrenten durch den marktwirtschaftlichen Wettbewerb grundsätzlich nicht angegriffen werden. Ähnliches gilt übrigens auch für Rechte an Quellen für nicht erneuerbaren Ressourcen (Öl, Wasser, Mineralien etc.). Die oben erwähnten Immobilienkrisen waren zugleich auch Krisen des in den allermeisten Staaten bestehenden Bodenrechts. Dementsprechend sollte verstärkt über eine breite Verwendung von Erbbaurecht- und Pachtmodellen mit entsprechenden Heimfallregelungen (nicht nur der Spekulation mit Boden, sondern auch mit aufstehenden Gebäuden kann der Zahn gezogen werden) oder wenigstens über eine Bodenwertsteuer nachgedacht werden.

- Patente gewähren ein rechtlich begründetes, temporäres Verwertungsmonopol. An anderer Stelle habe ich gezeigt, warum auch das Patentrecht viele Parallelen zum Bodenrecht aufweist.<sup>60</sup> Aktienbooms, die durch High-Tech-Mania ausgelöst wurde, haben auch in diesen „Schutzpositionen“ (vor dem Wettbewerb) eine Ursache. Patentpools, Ausschreibungen oder Forschungsgutscheine sind Beispiele für Arrangements, die das Verwertungsmonopol brechen und dennoch eine Entlohnung der Erfindungsleistung garantieren.

- Dem Grundeigentum nachgebildet sind z.B. auch handelbare Emissionsrechte, handelbare Wasserrechte etc.<sup>61</sup>

- Der Wettbewerb funktioniert ebenfalls nicht bei netzgebundenen natürlichen Monopolen, wenn sie sich in privater Hand befinden. Beispiele sind die Energieversorgungsunternehmen, oder Wasser- wie Schienennetze in privater Hand. Das Eigentum an solchen Netzen (nicht unbedingt der Betrieb) gehört in öffentliche Hand.
- Auch über eine Regulierung des Handels mit Edelmetallen<sup>62</sup> und Kunstgegenständen<sup>63</sup> sollte nachgedacht werden.
- Etc. etc.

Gemeinsam ist sämtlichen genannten Vermögensgegenständen, dass sie nur eingeschränkt reproduziert oder ersetzt werden können. Erhöhungen der Nachfrage bewirken deshalb lediglich einen Anstieg der Renten und Preise, ohne dass (zumindest kurzfristig) das Angebot ausgeweitet wird. Die erhöhten Renten und Preise kommen den (privaten) Eigentümern zugute mit der Folge einer Einkommens- und Vermögensumverteilung; im Übrigen ändert sich an der Versorgungssituation zunächst wenig.

Privilegien, die durch den Wettbewerbsmechanismus nicht angegriffen werden können, haben in einer marktwirtschaftlichen Ordnung nichts zu suchen. „Privateigentum für alle Situationen“, „möglichst viel Markt und Privateigentum“, „one size fits all“ ist Ideologie. Jenseits von Privateigentum können vielfältige Regimes von Gemeineigentum und öffentlichem Eigentum geschaffen werden; auf die Details kann vorliegend nicht eingegangen werden.

## 6.2 Internalisierung von (Spekulations-)Risiken

Assetpreisinflationen liegt regelmäßig eine Spekulation in der Hoffnung zugrunde, dass die Assetpreise weiter steigen und entsprechende Indexrenditen realisiert werden können. Ist die Spekulation an sich dabei nützlich oder schädlich?

Selbstverständlich gibt es „nützliche Spekulation“: Soweit Spekulanten bereit sind, Risiken (durch das Eingehen „offener Positionen“) zu tragen, können sie die Realwirtschaft dementsprechend entlasten.

Die im Zusammenhang mit der finanziellen Blasenbildung dominierenden Formen der Speku-

lation haben aber einen anderen Charakter: Gewinnchancen werden privatisiert, zugleich aber die damit zusammenhängenden Risiken beschränkt. Aus individueller Sicht gewähren solche Rechtsinstitute optionsähnliche Positionen (potentiell unbeschränkte Gewinnchancen, aber beschränktes Verlustrisiko). Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht sind jedoch mit individuellen „Haftungsbeschränkungen“ eben keine Risikobeschränkungen verbunden. Genau genommen wird das Risiko (oftmals in diffuser Weise) nur auf andere Wirtschaftsteilnehmer verschoben – ohne dass diese ihr Einverständnis gegeben hätten oder eine vertragliche Vereinbarung mit diesen bestehen würde. Wo derartige Externalisierungseffekte ungehindert zur Wirkung gelangen können, ist eine massive Fehlsteuerung vorprogrammiert. Auf der Hand liegen dabei die Mängel des Gesellschaftsrechts:

So ermöglichen Rechtsformen ohne Haftungsbeschränkung das Eingehen von Risiken (mit entsprechenden Gewinnchancen) bei begrenztem Kapitaleinsatz. Nicht zufällig ist so die GmbH in der Insolvenzstatistik<sup>64</sup> immer vorne dabei. Banken führten mit ihren Zwischengesellschaften vor, wie man bei beschränkter Haftung mit wenig Eigenkapital einen hohen Renditehebel erzeugen kann. So ist nicht nur die US-amerikanische, sondern auch die irische Bankenkrise (ebenfalls ausgelöst durch ein Platzen der Immobilienblase) maßgeblich auf die leichtfertige Vergabe von Immobilienkrediten zurückzuführen. In Tabelle 4 sind die Grundzüge einer Reform des Gesellschaftsrechts beschrieben: Diese basieren auf den Säulen des Prinzips persönlicher Verantwortung (bei nicht rückzahlbarem Eigenkapital)<sup>65</sup> und der Rückzahlbarkeit des Nominalbetrages bei mezzaninen Formen sowie bei Fremdkapital. Im Falle persönlicher Haftung ist ein spekulativ motiviertes Investment in ein Unternehmen uninteressant. Dasselbe gilt für den Fall beschränkter Haftung, wenn die Chancen von Vermögenszugewinnen begrenzt sind, weil nur der Nominalbetrag zurückgezahlt wird. Wenngleich mehr intuitiv sieht auch Huber in seinem Buch „Vollgeld“, dass mit der Unternehmensverfassung offenbar etwas im Argen liegt.<sup>66</sup> In der in Tabelle 4 umrissenen Unternehmensverfassung hätten Aktien in der heutigen Form keinen Platz.

Charakter	Eigenkapital	Eigen- oder Fremdkapital / Mezzanin	Fremdkapital
<b>Rückzahlbarkeit</b>	Nicht rückzahlbar	Rückzahlbar	Rückzahlbar
<b>Haftung und Mitsprache</b>	Persönliche Haftung und unbeschränkte Mitsprache	Beschränkte persönliche Haftung und beschränkte Mitsprache	Keine persönliche Haftung und keine Mitsprache
<b>Vermögenschancen und -risiken (Wertschwankungen)</b>	Potentiell unbeschränkt	Beschränkt	Grundsätzlich ausgeschlossen
<b>Gewinnbeteiligung</b>	Ausschließlich erfolgsabhängig	Beschränkt erfolgsabhängig	Grundsätzlich erfolgsunabhängig
<b>Handel</b>	Ja, aber nicht organisiert (Börse) und spekulativ (Haftung!)	Auch in organisierter Form, aber dennoch nicht spekulativ wegen beschränkter Vermögenschancen	

Tabelle 4: Grundzüge einer Reform des Gesellschaftsrechts

Die notwendigen Reformen gehen jedoch weit darüber hinaus. Einige Beispiele:

- Im Zusammenhang mit der Internationalisierung des Kapitalverkehrs bzw. der Globalisierung wurden v.a. Großbanken gefördert. Hiermit unterstützte man jedoch auch das Entstehen von Gebilden, die wegen ihrer Systemrelevanz faktisch außerhalb der marktwirtschaftlichen Sanktionsmöglichkeit der Insolvenz liegen. Zu überdenken wären hier andere Leitbilder, die sich an kleineren, nicht systemrelevanten und mehr regionenbezogenen Strukturen orientieren.

- Bankenmanager bekamen (und bekommen nach wie vor) hohe Erfolgsprämien, haften aber nicht im Fall des Misserfolgs. Auch dies förderte riskante Strategien, deren Konsequenzen im Fall des Misserfolgs andere Wirtschaftsteilnehmer „ausbaden“. Generell sind auch hohe Managervergütungen nur dann zu rechtfertigen, wenn ein Haftungsrisiko für Fehlentscheidungen besteht. Die absolute Höhe von Managervergütungen sollte jedoch nicht politisch festgelegt werden.

- In diesem Kontext ist auch noch die Weitergabe von Risiken über Finanzinnovationen zu nennen. Die betreffenden Risiken wurden im Vorfeld der Finanzkrise oftmals vollkommen intransparent alloziiert; dabei wurden von den betreffenden Banken hohe Gewinne realisiert. Allerdings wiesen sie die Verantwortung für die Folgen der betreffenden Intransparenz von sich. Ratingagen-

turen, zwischen denen kaum ein wirksamer Wettbewerb bestand, wurden von den Kreditinstituten bezahlt, deren Produkte sie bewerteten. Somit bestand keine wirklich unabhängige Kontrolle. Irgendeine Verantwortung für die Folgen von Fehlbewertungen wurde auch von den betreffenden Agenturen abgelehnt. Alle wollten am Geschäft mit den verpackten Risiken verdienen, aber niemand wollte Verantwortung tragen.<sup>67</sup> Im Finanzbereich sollte jedoch – was heute nur ansatzweise der Fall ist – jedermann, der ein eigenes oder fremdes Risiko weitergibt verpflichtet sein, dieses im Rahmen von Zusatzinformationen oder eines Prospektes transparent zu machen. Diese Verpflichtung sollte sowohl Endkunden als auch anderen Unternehmen gegenüber gelten. Unvollständige oder falsche Informationen sollten Ansprüche der (potenziell) Geschädigten begründen, für die grundsätzlich auch immer auch eine natürliche Person geradestehen sollte. Bei Derivaten sind Sicherheiten für offene Risikopositionen sinnvoll, deren Wert sich am Maximalrisiko orientiert.<sup>68</sup> Die Möglichkeit der quantitativen Begrenzung entsprechender Kontrakte (Positionslimits) wie auch das Verbot von Leerverkäufen sollte im finanzpolitischen Instrumentenkasten präsent sein. Insbesondere vom rohstoffbezogenen Derivatehandel sollten solche Marktteilnehmer ausgeschlossen werden, die keine realwirtschaftlichen Risiken abzudecken haben ("Fi-

nanzinvestoren"). Schließlich wäre ein zentrales Risikomonitoring durch staatliche Stellen wünschenswert. Interessenskonflikte bei Rating-Agenturen sollten ausgeschlossen werden.<sup>69</sup>  
- Etc. etc.

Hazardeure müssen mit den Kosten ihrer gemeingefährlichen Geschäftsstrategien verursachungsgerecht belastet werden. Institutionen, die die Externalisierung von Risiken erlauben, gehören abgeschafft. Wer ein Risiko in die Welt setzt, sollte grundsätzlich hierfür haften, und zwar persönlich. Privilegien irgendwelcher Art – egal ob natürliche Monopole in privater Hand oder Haftungsprivilegien – sollten keinen Platz in einer Marktwirtschaft haben.

## 7 Schlussbemerkungen

Die Vollgeldidee ist gesund. Leider wurde in der Diskussion um das Vollgeld unnötig polarisiert. Die Idee ist auch tragfähig, ohne unbedingt sämtliche Säulen der bisherigen Erkenntnisse (Kreislaufdenken, Multiplikatormodell etc.) umstürzen zu müssen. Das Konzept sollte nicht mit viel unnötigem Ballast beschwert werden (eingangs die Idee des Grundeinkommens, später der Seigniorage etc.). Allerdings kann die Vollgeldidee nur zur Wirkung gelangen, wenn sie mit anderweitigen Reformen verbunden wird. Diese dürfen sich nicht auf die Umlaufsicherung beschränken (Demurrage), sondern müssen bis in die Eigentumsverfassung der Wirtschaft reichen. Auf sich alleingestellt kann das Vollgeld die gesetzten Erwartungen nicht erfüllen.

## Anmerkungen

- 1 <http://www.monetative.de> (eingesehen im Januar 2011).
- 2 J. Huber, „Monetative – Geldschöpfung in öffentliche Hand“, in: Humane Wirtschaft 01/2010, S. 20.
- 3 J. Huber, Vollgeld – Beschäftigung, Grundsicherung und weniger Staatsquote durch eine modernisierte Geldordnung, Berlin 1998, S. 189 ff.- H. Creutz, Vollgeld und Grundeinkommen, in: Zeitschrift für Sozialökonomie 133/2002, S. 14-19, hier: S. 15.
- 4 J. Huber, ebenda, S. 202.
- 5 So in: H. Creutz, Vollgeld und Grundeinkommen, a.a.O., S. 15. – S. auch das Schlusskapitel seines Beitrags im vorliegenden Heft.
- 6 H. Creutz, „Vollgeld und Umlaufsicherung gehören zusammen“, Fairconomy 4/2010, S. 18. – Monetative, „Geldschöpfung in öffentliche Hand“ – Erwiderung auf Helmut Creutz, Humane Wirtschaft 03/2010, S. 14.

- 7 Z.B. J. Huber, Monetäre Modernisierung – Zur Zukunft der Geldordnung, Marburg 2010, S. 50.
- 8 Vgl. auch die kurze Fassung in: J. Huber, Reform der Geldschöpfung – Wiederherstellung des staatlichen Geldregals durch Vollgeld, in: Zeitschrift für Sozialökonomie 142/2004, S. 13-21.
- 9 J. Huber, Vollgeld ..., a.a.O., S. 219. – In Humane Wirtschaft 03/2010 wird auf S. 20 aus dem Buch von Scheytt zitiert, der sich ebenfalls gegen die Vorstellung einer „Geldschöpfung aus dem Nichts“ wendet.
- 10 J. Huber/J. Robertson, Geldschöpfung in öffentlicher Hand, Kiel 2008, S. 75.
- 11 J. Huber, Vollgeld ..., a.a.O., S. 198.
- 12 Vgl. auch ebenda, S. 213.
- 13 An dieser Stelle muss Creutz in seiner ablehnenden Haltung widersprochen werden. Ohne eine multiplikative (Sicht-)Einlagenschaffung wären z.B. „Runs“ auf Banken in Zeiten der Krise kein Problem.
- 14 J. Huber, Vollgeld ..., a.a.O., S. 214 ff.
- 15 J. Huber, Vollgeld ..., a.a.O., S. 209 und 213 f.
- 16 Ebenda, S. 214.
- 17 Monetative, „Geldschöpfung in öffentliche Hand“ ..., a.a.O., S. 14. – J. Huber, Monetäre Modernisierung ..., a.a.O., S. 52.
- 18 Die Geldumlaufgeschwindigkeit kann z.B. auch auf das Volkseinkommen bezogen werden.
- 19 Die Geldumlaufgeschwindigkeit kann auch mit Bezug auf andere Geldaggregate abgeleitet werden.
- 20 Vgl. W. Eichmann, Sinkt die Geldumlaufgeschwindigkeit?: in: Wirtschaftsdienst 2/2002, S. 99-101, hier: S. 100.
- 21 Vgl. W. Eichmann, ebenda.
- 22 Vgl. W. Eichmann, ebenda.
- 23 Vgl. O. Veit, Reale Theorie des Geldes, Tübingen 1966.
- 24 Die „Kreislauffrequenz“ soll eine Stromgrößenbetrachtung darstellen. Der Umschlag von Beständen wird absichtsvoll nicht einbezogen.
- 25 Vgl. J. Huber, Monetäre Modernisierung ..., a.a.O., S. 120.
- 26 D. Löhrl, Nullwachstum und Nullzins – Renaissance einer alten Idee, in: Zeitschrift für Sozialökonomie, 166-167/2010, S. 3 ff. – H. Fürstenwerth, Geld arbeitet nicht – Wer bestimmt über Geld, Wirtschaft und Politik? Aachen 2007, S. 214 ff.
- 27 C. Mensching, Geldhortung als Nachfrageausfall in der Stromgrößensphäre, in: Zeitschrift für Sozialökonomie 142/2004, S. 24 ff. – Ähnliches wird schon seit Jahren von Thomas Huth, Universität Lüneburg vertreten.
- 28 C. Mensching, ebenda, S. 24.
- 29 Vgl. N.A.L.J. Johannsen, Die Steuer der Zukunft, I. Teil: Die Geldsteuer, Berlin 1913, S. 3 ff. Johannsen war im Übrigen auch Keynes bekannt. – Vgl. auch C. Mensching, ebenda, S. 22-29.
- 30 Einen guten Überblick über die Geschichte der Spekulationsblasen liefert: H. Putnoki, Große Spekulationsblasen und ihre Folgen – Von der Tulpomanie bis zur neuen Weltwirtschaftskrise, Weinheim 2010.
- 31 H. Fürstenwerth, Geld arbeitet nicht – Wer bestimmt über Geld, Wirtschaft und Politik? Aachen 2007, S. 292. – N. Schwarz, Einkommensentwicklung in Deutschland – Konzepte und Ergebnisse der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen, in: Wirtschaft und Statistik 3/2008, S. 197-206, hier: S. 199.
- 32 Anders als in anderen Ländern waren allerdings Immobilienblasen in Deutschland bislang nicht von größerer Bedeutung. Eine wesentliche Ursache hierfür ist die nachhaltig ausgelegten Finanzierungskultur (Langfrist- und Festsatzfinanzierungen dominieren). Somit wurde der deutsche Immobilienmarkt von Spekulanten immer als eher „langweilig“ eingestuft.
- 33 H. Fürstenwerth, Geld arbeitet nicht ..., a.a.O., S. 211 ff.
- 34 Dies liegt nicht zuletzt am Züchtungsprozess und den beschränk-

- ten Reproduktionsmöglichkeiten im Zuge steigender Nachfrage. – Interview mit K. Gerner, Agrarökonom. Vgl. auch S. Segal: Die Botanik der Tulpe. In: André van der Goes (Hrsg.): Tulpomanie. Die Tulpe in der Kunst des 16. und 17. Jahrhunderts. Uitgeverij Waanders, Zwolle 2004, S. 31. – H. Putnoki, Große Spekulationsblasen und ihre Folgen ..., a.a.O., S. 9 ff.
- 35 Speziell bei Rohstoffen kommt auch noch eine relativ geringe Preiselastizität der Nachfrage hinzu. Weizen oder Öl wird immer nachgefragt.
- 36 T. I. Palley, Den Ölbaronen ein Schnippchen schlagen, in: Project Syndicate 16.06.2008, online: <http://http://www.project-syndicate.org/commentary/palley5/German>
- 37 So z.B. in Kambodscha im ersten Jahrzehnt des neuen Jahrtausends. – Vgl. D. Lühr, Land Markets in Cambodia – Recent Developments and their Impacts on Land Policy, Land Poverty Alleviation and Food Security, Studie für die GTZ, Phnom Penh 2010, S. 11-12.
- 38 Vgl. J. M. Keynes, Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes, 6. Aufl., Berlin 1983, S. 193 ff.
- 39 Ältere Beispiele: Tulpomanie; jüngere Beispiele: Die Finanzmarkt-orientierung angelsächsischer Staaten.
- 40 H. Fürstenwerth, Geld arbeitet nicht ..., a.a.O., S. 311.
- 41 Vgl. H. Putnoki, Große Spekulationsblasen und ihre Folgen ..., a.a.O., S. 105 ff.
- 42 R. Schinnerl, Auswirkungen der Subprime-Krise auf die europäischen Immobilienmärkte, in: RisikoManager 2008, online: [http://www.risiko-manager.com/index.php?id=162&tx\\_ttnews\[cat\]=95&tx\\_ttnews\[tt\\_news\]=11211&tx\\_ttnews\[backPid\]=161&cHash=3c9a4e5d02&print=1&no\\_cache=1](http://www.risiko-manager.com/index.php?id=162&tx_ttnews[cat]=95&tx_ttnews[tt_news]=11211&tx_ttnews[backPid]=161&cHash=3c9a4e5d02&print=1&no_cache=1)
- 43 o.V.: Lebensmittel-Spekulation: Agrarökonom warnt vor Hungerkrise, Spiegel Online vom 21.8.2010, online: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/0,1518,713090,00.html>
- 44 Zur Buchungstechnik vgl. D. Lühr, Vollgeld – von „Allzweckwaffen“ und „blinden Flecken“ (Teil 1), in: Humane Wirtschaft 01/2011, S. 34 ff.
- 45 J. Huber/J. Robertson, Geldschöpfung in öffentlicher Hand, a.a.O., S. 14.
- 46 Ebenda, S. 20, 28, 31, 37. Monetative, „Geldschöpfung in öffentliche Hand“ ..., a.a.O., S. 13.
- 47 Ebenda, S. 12. – Zur Kritik des Wachstumsfetisch s. auch H. Peukert, Die große Finanzmarktkrise – Eine staatswissenschaftlich-soziologische Untersuchung, Marburg 2010, S. 24, 32, 42-43 und 500-510.
- 48 Vgl. J. Huber, Monetäre Modernisierung ..., a.a.O., S. 123.
- 49 J. Huber, ebenda, S. 19.
- 50 Der Staat verbucht hier einen Ertrag; für die Notenbank als Agent des Staates stellt sich der Vorgang als Bilanzverlängerung dar. Vgl. M. E. Hartmann, Elektronisches Geld und Geldpolitik, Diss., Karlsruhe 2004, S. 141.
- 51 J. Huber/J. Robertson, Geldschöpfung in öffentlicher Hand, a.a.O., S. 22 und 56.
- 52 J. Huber/J. Robertson, Geldschöpfung in öffentlicher Hand, a.a.O., S. 52.
- 53 Vgl. J. Huber, Monetäre Modernisierung ..., a.a.O., S. 119. – Ders., Vollgeld ..., a.a.O., S. 280-286.
- 54 Vgl. H. Creutz, „Vollgeld und Umlaufsicherung gehören zusammen“, a.a.O., S. 19.
- 55 Vgl. D. Lühr/J. Jenetzky, Neutrale Liquidität, Frankfurt a.M. u.a. 1995, S. 98 ff. – Vgl. auch N. Olah, T. Huth, D. Lühr, Geldpolitik mit optimaler Zinsstruktur, in: Zeitschrift für Sozialökonomie, 164-165/2010, S. 13-22, hier: 14 ff.
- 56 Vgl. o.V., Vollfreigeld, <http://www.systemfehler.de/vollgeld.htm>. – H. Creutz, „Vollgeld und Umlaufsicherung gehören zusammen“, a.a.O.
- 57 J.M. Keynes, Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes, Berlin 1936, S. 188 ff.
- 58 J.M. Keynes, ebenda, S. 302.
- 59 Die Zuweisung der betreffenden Gewinne an den Pionierunternehmer bzw. an die Imitatoren geschieht über Eigentumsrechte.
- 60 D. Lühr, Die neue Landnahme – Patente als virtueller Grundbesitz, in: Zeitschrift für Sozialökonomie, 162-163/2009, S. 11-29.
- 61 Ebenda.
- 62 Der Staat sollte die Aufsicht über den Handel übernehmen, um Gold und anderen Metallen den Charakter als Anlage- und Spekulationsgegenstand zu nehmen. Wegweisend sind die Befürchtungen der heutigen Profiteure: Vgl. W. Weber, Das Goldverbot der anderen Art, 31.07.2009, online: <http://www.fondsdiscount.de/produkte/edelmetalle/artikel/2009-07-31.php> (eingesehen im Januar 2011).
- 63 Der Staat sollte das Verwertungsmonopol an sich nehmen. Im Gegenzug sollte er Kultur- und Kunstschaffende (als öffentliche Güter) entsprechend fördern.
- 64 <http://www.buergel.de/presse/studien-analysen/442-firmenin-solvenzen-2009.html> (eingesehen im Januar 2011).
- 65 W. Eucken/K.P. Hensel (Hrsg.): Grundsätze der Wirtschaftspolitik, Orig.: Tübingen 1952, 5. Aufl. 1975, S. 279 ff.
- 66 J. Huber, Vollgeld ..., a.a.O., S. 366-372.
- 67 Vgl. H. Fürstenwerth, Geld arbeitet nicht ..., a.a.O., S. 186.
- 68 Bei bestimmten Derivaten ist diese Forderung schwer umzusetzen. Der Stillhalter von Kaufoptionen geht ein potentiell unbeschränktes Risiko ein. Dennoch können aus der Volatilität der Vergangenheit Anhaltspunkte für das Maximalrisiko gefunden werden.
- 69 Vgl. S. Dullien/H. Herr, Die EU-Finanzmarktreform – Stand und Perspektiven im Frühjahr 2010, Friedrich-Ebert-Stiftung, April 2010.

### Prof. Dr. Oskar Negt: „In dieser Gesellschaft brodelt es.“

„Wir befinden uns in einer Phase des Umbruchs und vor allen Dingen auch in einer Zwischenwelt der Ratlosigkeit. Die Probleme unserer Arbeitsgesellschaft spitzen sich derart krisenhaft zu, dass der innere Zusammenhalt des demokratischen Gemeinwesens nicht mehr gesichert scheint. In dieser brisanten Lage zwischen einem Nicht-Mehr und einem Noch-Nicht müsste die gesellschaftliche Phantasie eigentlich alle Kräfte darauf konzentrieren, Auswege zu suchen und zu finden.“

Interview mit Prof. Dr. Oskar Negt, in: Der Spiegel Nr. 32/2010, S. 98-101, hier: S. 98.