

Die Rolle des Geldes in der Marktwirtschaft

**Rede von Peter Praet, Mitglied des EZB-Direktoriums,
im Rahmen des Bargeldsymposiums der Deutschen Bundesbank,
Frankfurt am Main, 10. Oktober 2012**

Sehr geehrte Damen und Herren¹,

ich freue mich sehr, heute auf dem Bargeldsymposium der Deutschen Bundesbank zu Ihnen sprechen zu dürfen. Auch möchte ich den Organisatoren zur Gestaltung eines Programms gratulieren, das ein bemerkenswertes Spektrum an praktischen Aspekten zum Thema Bargeld abdeckt.

Meine Vorredner haben uns bereits an ihrem Fachwissen zu diesen praktischen Aspekten teilhaben lassen. Ihren fundierten Erkenntnissen habe ich nichts hinzuzufügen. Stattdessen möchte ich meinen Vortrag dazu nutzen, einige wesentliche konzeptionelle Fragen im Zusammenhang mit der Bedeutung des Geldes in der modernen Marktwirtschaft aufzugreifen.

Daher möchte ich zunächst kurz darlegen, welche Erklärungen die Wirtschaftswissenschaften dafür gefunden haben, dass Geld in der Geschichte der Menschheit stets eine zentrale Rolle spielte. Hierbei folge ich der gängigen Definition von Geld als all jenen Gütern, die zur Bezahlung von Waren und Dienstleistungen sowie zur Begleichung von Schulden allgemein akzeptiert werden.

Wie sich die Evolution bis zum heutigen Geld vollzogen hat, möchte ich anhand einer einfachen Parabel beschreiben, welche die Entwicklung von einer reinen Tauschwirtschaft über ein Warengeldsystem hin zu einem Papiergeldsystem nachvollziehbar macht. Dabei ist zu beachten, dass der lineare Verlauf dieser Parabel der Veranschaulichung dient. Denn tatsächlich verlief diese Entwicklung in der Menschheitsgeschichte alles andere als linear. Vielmehr wurden – oft nach Kriegen, Hungersnöten oder Finanzkrisen – wichtige Durchbrüche erzielt, auf die dann wiederum Rückschritte zu früheren Entwicklungsstufen folgten.

Geld und Vertrauen

Betrachten wir also zunächst die Situation eines klugen Kaufmanns, der regelmäßig seine Waren auf eine Karre lädt und sich dann auf den Weg zum Markt macht, wo sich alle Kaufleute versammeln. Ohne ein einheitliches Zahlungsmittel ist dieser Markt unglaublich komplex: Wenn ein Kaufmann

¹ Ich danke Massimo Rostagno und Frédéric Holm-Hadulla für ihre Beiträge zur Erstellung dieser Rede.

eine Ware benötigt, die er nicht selbst herstellt, muss er lange nach ihr suchen. So verbringt er den Großteil seiner Zeit damit, einen Handelspartner für ein direktes Tauschgeschäft zu finden, um etwas, das er *nicht* braucht, gegen etwas einzutauschen, das er *braucht*, wie William Stanley Jevons das Problem der „Doppelkoinzidenz der Bedürfnisse“ formulierte.² Doch selbst wenn dies gelingt, kann sich der Geschäftsabschluss noch weiter hinziehen. Denn oft ist eine langwierige Qualitätsprüfung nötig, damit beide Geschäftspartner davon überzeugt sind, dass die zu tauschenden Güter denselben Wert besitzen.

Hierbei könnte eine Preistabelle hilfreich sein, auf der alle Waren nebst möglichen Tauschkombinationen aufgeführt sind. Eine derartige Tabelle nimmt jedoch sehr schnell gigantische Ausmaße an. So ergeben sich bei zehn Tauschgegenständen bereits 45 Tauschkombinationen, bei 20 Gegenständen steigt diese Zahl auf 190 usw. Tatsächlich sind die Kombinationsmöglichkeiten der Tauschpaare praktisch unendlich. Denn Geschäfte können entweder auf der Stelle abgewickelt oder für einen späteren Zeitpunkt vereinbart werden, wobei der Preis bei solchen Termingeschäften je nach Lieferzeitpunkt variiert. Folglich kann eine Preistabelle das Problem der Doppelkoinzidenz der Bedürfnisse nicht beheben.

Allerdings könnte sie unseren klugen Kaufmann zu einer interessanten Erkenntnis führen, nämlich, dass ein bestimmtes Gut häufiger getauscht wird als andere. Dieses Gut zeichnet sich vermutlich dadurch aus, dass es besonders haltbar, leicht zu transportieren und zu lagern ist und seine Qualität relativ einfach überprüft werden kann. Deshalb sind die meisten der auf dem Markt tätigen Kaufleute – selbst jene, die dieses Gut selbst nicht benötigen – bereit, Tauschgeschäfte einzugehen, bei denen es zumindest vorübergehend zum Einsatz kommt.³

Tauschgeschäfte können also in mehreren aufeinanderfolgenden Schritten ablaufen. Marktteilnehmer tauschen ihr Erzeugnis gegen das allgemein beliebte Gut in der Erwartung, dieses wiederum gegen die von ihnen gewünschten Waren eintauschen zu können. Da bei diesem Gut die

² Siehe W.S. Jevons (1875), *Money and the mechanism of exchange*, D. Appleton and Co., New York.

³ Mehrere Beiträge der einschlägigen Fachliteratur nennen die Kosten, die für die Prüfung der Eigenschaften und Attribute einer Tauschware anfallen, als den entscheidenden Faktor, warum sich ein Gegenstand als das gängigste Tauschmittel herauskristallisiert. Siehe beispielsweise K. Brunner und A.H. Meltzer (1971), *The Uses of Money: Money in the Theory of an Exchange Economy*, *American Economic Review*, 61 (5), S. 784-805, sowie A.A. Alchian (1977), *Why money?*, *Journal of Money, Credit and Banking*, 9 (1), S. 133-140. Diese Einschätzung fließt auch in suchtheoretische Modelle ein. Siehe R.A. Jones (1976), *The origin and development of media of exchange*, *Journal of Political Economy*, 84 (4), S. 757-776, und S. Oh (1989), *A theory of generally acceptable medium of exchange and barter*, *Journal of Monetary Economics*, 23 (1), S. 101-119.

Wahrscheinlichkeit, dass ein Handel zustande kommt, subjektiv als am höchsten empfunden wird, akzeptieren es praktisch alle Marktteilnehmer bei ihren Transaktionen.

Wenn sich der Kaufmann also jenem Netzwerk anschließt, bei dem dieses besonders häufig gehandelte Gut als Tauschmittel verwendet wird, muss er weniger Zeit auf dem Markt verbringen, hat mehr Zeit zum Produzieren und kann sich stärker spezialisieren.

Das Gut, welches bei so vielen Geschäften zum Einsatz kommt, avanciert somit nach und nach zum Tauschmittel Nr. 1 – es wird zu Geld. Dank Geld werden die Geschäfte einfacher, da es die Zeit minimiert, die zur Abwicklung einer Transaktion nötig ist. Dies gilt auch für in der Zukunft liegende Transaktionen, bei denen die Waren erst später geliefert werden, da mit Geld eine Recheneinheit zur Verfügung steht, in der alle derartigen Geschäfte ausgedrückt und verbucht werden können.⁴

Rufen wir uns noch einmal in Erinnerung, wie kompliziert es bislang war, Preise für alle möglichen Waren, Mengen und Lieferdaten festzulegen. Jetzt, wo sich alle darauf geeinigt haben, Geschäfte in derselben Ware auszudrücken, ist die Preisbestimmung deutlich einfacher. Auch ist eine solche Wirtschaft im Hinblick auf die intertemporale Verschiebung von Konsummöglichkeiten deutlich effizienter. Daher ist Geld eine Grundvoraussetzung für funktionierende Kreditmärkte.⁵

An einem anderen Tag macht unser kluger Kaufmann eine weitere interessante Feststellung. Anstatt von Warengeld könnte beispielsweise ein Schuldschein als Tauschmittel verwendet werden. Dann könnten sich die Menschen weiterhin den praktischen Tauschaspekt des Geldes zunutze machen und gleichzeitig Einsparungen beim Material – z. B. Gold oder Silber – machen, das für die Herstellung des bisher verwendeten Geldes aufgebraucht wird. In Warengeld eintauschbare Scheine könnten statt – oder zumindest parallel zu – Gold- oder Silbermünzen als Geld verwendet werden.

⁴ Mehrere Autoren haben die These aufgestellt, dass die Funktion als Recheneinheit nicht unbedingt mit der Tauschfunktion des Geldes verknüpft ist. Siehe Wicksell (1906), *Lectures on Political Economy*, London; sowie J. Niehans (1978), *The Theory of Money*, Baltimore. Andererseits dient der Gegenstand, der als Geld verwendet wird, in einer Volkswirtschaft in der Regel auch als Recheneinheit. Das heißt, die Preise werden in Geld angegeben, da ansonsten zusätzliche Transaktionskosten anfallen.

⁵ Theoretisch wäre eine rein kreditbasierte bargeldlose Volkswirtschaft denkbar, in der alle Preise in einer abstrakten Recheneinheit angegeben sind, die ansonsten keinen weiteren Zweck erfüllt. Eine solche Welt beschreibt Eugene Fama in seiner rein finanziellen Theorie des Geldes. Siehe E. Fama (1980), *Banking in the theory of finance*, *Journal of Monetary Economics*, 6 (1), S. 39-57. In der Praxis würden Menschen allerdings nur dann in einer abstrakten Einheit ausgedrückte Gegenstände annehmen, wenn gewährleistet ist, dass sie diese auch in die von ihnen gewünschte Ware umtauschen können. Aus diesem Grund müssen intertemporale Verträge auf Waren basieren, welche die Menschen wertschätzen oder von denen sie mit Sicherheit ausgehen können, dass sie in andere Gegenstände umgetauscht werden können.

Somit könnte ein Teil der beiden Edelmetalle aus der Geldfunktion abgezogen und anderen produktiven Zwecken zugeführt werden.

Nun muss nur noch eine geeignete Institution geschaffen werden, die diese Scheine ausgibt, eine Münzreserve hält und bereit ist, Scheine – wann immer dies gewünscht wird – in Warengeld umzutauschen. Dem Gesetz der großen Zahlen zufolge kann die vorsorglich gehaltene Reserve an Warengeld im Verhältnis zum Gesamtwert der umlaufenden Scheine recht gering sein, da zu einem bestimmten Zeitpunkt jeweils nur ein kleiner Anteil der Wirtschaftssubjekte Scheine in Warengeld umtauschen möchte.

Diese neue Art der Geldschöpfung, die sich das Gesetz der großen Zahlen zunutze macht, ist die Voraussetzung von zwei Kernelementen moderner Volkswirtschaften, nämlich der Entstehung eines privaten Bankensystems und von sogenanntem *Inside Money*. Bei Letzterem handelt es sich um Geld, das von privaten Akteuren geschöpft wird und das mit dem von öffentlichen Institutionen ausgegebenen *Outside Money* koexistiert.⁶

Die Entstehung von Banken lässt sich folgendermaßen erklären: In einem Geschäftsumfeld, in dem sich Menschen zufällig treffen, sich selten zweimal begegnen und jeder nur sein eigenes Geschäftsgebaren kennt, können Akteure, die beispielsweise Schuldscheine ausgeben, nur schwer belangt werden, wenn sie ihre Zahlungsversprechen nicht einhalten. Für einige dieser Akteure kann es sich daher lohnen, ihre Geschäfte nachvollziehbar zu gestalten und sich den Ruf zu erarbeiten, dass sie ihren Versprechen stets nachkommen. Banken können als jene Wirtschaftsakteure verstanden werden, deren bisheriges Geschäftsgebaren allgemein bekannt ist und als verlässlich eingeschätzt wird.⁷ *Inside Money* wiederum resultiert aus der Ausgabe von Schuldtiteln und von Bankeinlagen durch eben diese Banken.

⁶ 1960 veröffentlichten John G. Gurley und Edward S. Shaw ein sehr einflussreiches Buch, *Money in a Theory of Finance*, in dem sie eine Finanztheorie entwickelten, welche die Geldtheorie und eine Theorie von Finanzinstituten umfasste. In diesem Buch wurde erstmals die Unterscheidung zwischen Inside- und Outside Money getroffen.

⁷ Cavalcanti und Wallace erklären die Entstehung von Banken in einem „Random-Matching Modell“ einer geldbasierten Volkswirtschaft. Sie definieren Banken als jene Wirtschaftsakteure, deren bisherige Handelsgeschäfte der Öffentlichkeit bekannt sind. Siehe R.O. Cavalcanti und N. Wallace (1999), *A Model of Private Bank-Note Issue*, *Review of Economic Dynamics*, 2 (1), S. 104-136; die Analyse fußt auf der Suchtheorie von N. Kiyotaki sowie N. und R. Wright (1996), *On Money as a Medium of Exchange*, *Journal of Political Economy* 97, S. 927-954, sowie A. Trejos und R. Wright (1995), *Search, Bargaining, Money and Prices*, *Journal of Political Economy* 103, S. 118-141. Die Autoren zeigen, dass ein soziales Optimum die Ausgabe von Geld durch Banken erfordert. Außerdem wird dieses Geld beim Handeln zwischen Akteuren verwendet, deren

Dabei ist zu beachten, dass die Entstehung von Banken und damit einhergehend von *Inside Money* nicht nur den Banken selbst, sondern der ganzen Gesellschaft nutzt. Denn die Schaffung liquider Bankverbindlichkeiten erweitert den Handelsspielraum der Marktteilnehmer gegenüber einem System, in dem diese Verbindlichkeiten nicht für ihre täglichen Transaktionen zur Verfügung stehen. Damit das neue Reservesystem aber funktionieren kann, müssen die einzelnen Banken und das Bankensystem als Ganzes einen guten Ruf genießen. Insbesondere müssen die Menschen darauf vertrauen können, dass die Banken in der Lage sind, Anleihen, Schuldscheine und Einlagen auch zurückzuzahlen. Vertrauen ist in diesem Zusammenhang unabdingbar. Es ist eine Kerneigenschaft einer soliden Währung.

Kehren wir noch einmal zu unserer Parabel zurück. Der kluge Kaufmann macht eine weitere Beobachtung: Die Scheine, die anstelle von Gold- und Silbermünzen im Umlauf sind, bringen den Kaufleuten einen Nutzen. Aufgrund der *allgemeinen Akzeptanz* dieses Zahlungsmittels können die Kaufleute nämlich den mit dem Handel verbundenen (Zeit)Aufwand minimieren. Diese Tauschfunktion, die Geld innewohnt, hat einen Wert, der *unabhängig* von dem Wert des Materials besteht, aus dem das Geld hergestellt wurde.→

Unter gewissen Umständen würde der Wert des Geldes auch dann nicht verloren gehen, wenn seine Umwandelbarkeit, beispielsweise in Gold, abgeschafft würde. In diesem Falle haben wir die Entwicklungsstufe des ungedeckten Papiergelds erreicht, bei der das Tauschmittel aus einem an sich wertlosen Stück Papier oder einem anderen günstigen Material besteht. Derartiges Papiergeld zirkulierte in der Geschichte der Währungsstandards üblicherweise im Anschluss an Kriege oder tiefe Depressionen. Allerdings sind seit 1971 – dem Jahr, in dem Präsident Nixon die Bindung des US-Dollar an Gold⁸ – Papiergeldsysteme ohne Edelmetalldeckung weltweit zu beobachten.

Voraussetzungen für eine solide Währung

Es versteht sich von selbst, dass unsere Parabel nur als äußerst vereinfachte Karikatur der tatsächlichen Entwicklung hin zum Papiergeld zu verstehen ist. Wichtig ist, festzuhalten, dass diese Evolution nicht ohne Rückschläge verlief, denn es gab immer wieder Zeiten, in denen das Vertrauen in die Währung von Grund auf erschüttert wurde.

bisherige Handelstätigkeit nur ihnen bekannt ist. In dem von den Autoren skizzierten Umfeld ist *Inside Money* erforderlich, um ein soziales Optimum zu erreichen.

⁸ Einzelpersonen konnten den US-Dollar seit 1933 nicht mehr in Gold eintauschen. 1971 beschloss Präsident Nixon, diese Regelung auch auf ausländische Zentralbanken auszuweiten.

Daher stellt sich die interessante Frage, unter welchen Umständen der Fortbestand eines Währungssystems gesichert werden kann. Meiner Meinung nach sind hier drei Punkte entscheidend.

Erstens müssen die Wirtschaftsakteure *Vertrauen* in die Währung haben. Sie müssen davon überzeugt sein, dass der Wert des Tauschmittels in Bezug auf die gehandelten Waren und Dienstleistungen vorhersehbar ist und stabil bleibt. Kann eine Währung dies nicht garantieren, so wird sie nicht mehr *allgemein akzeptiert* und verliert ihre Attraktivität als Wertaufbewahrungsmittel. Somit kann sie wesentliche Funktionen von Geld nicht mehr erfüllen.

Der zweite Punkt ergibt sich direkt aus dem ersten: Papiergeld bedarf einer *Regulierung seitens der öffentlichen Hand* und kann – zumindest in seiner Reinform – nicht ungehindert von privaten Akteuren begeben werden. Für Letztere bestünde nämlich der Anreiz, weitaus mehr Geld zu schaffen als aus gesellschaftlicher Sicht optimal wäre. Denn private Akteure berücksichtigen nicht – oder nur in unzureichendem Maße – die negativen externen Effekte, die sich aus einer erhöhten Geldproduktion und dem damit einhergehenden Wertverlust für die Nutzer der Währung ergeben würden. So würden sie vermutlich so viel Geld drucken, dass der Wert der letzten produzierten Einheit gerade den Grenzkosten ihrer Herstellung entspricht. Und wenn die Ausgabe von Papiergeld beinahe kostenlos ist, impliziert dies eine nahezu unendlich große Geldmenge, denn nur dann geht der Tauschwert der letzten Einheit tatsächlich gegen null. Eine Währung ohne Tauschwert ist jedoch nutzlos.

Selbstverständlich sind Mechanismen denkbar, die derartigen Tendenzen entgegenwirken können. So kann teilweise der Versuchung entgegengesteuert werden, die letzte Einheit einer Währung auf null zu senken. Beispielsweise könnten sich Banken als Emittenten von *Inside Money* dazu verpflichten, Scheine zurückzukaufen, wenn deren Wert im Verhältnis zu einem bestimmten Warenkorb abnimmt. Aufgrund von Zeitinkonsistenz-Problemen erscheinen derartige Mechanismen jedoch ungemein aufwendig. So ließe sich auch erklären, dass meines Wissens bislang noch kein Papiergeld-System beobachtet wurde, in dem ausschließlich von privaten Akteuren geschöpftes *Inside Money* existiert und keine Form von *Outside Money*, die – zumindest ex ante – den Umtausch in Sachwerte vorsieht.⁹

⁹ Bekanntlich sprach sich Friedrich von Hayek für eine „Entnationalisierung“ von Papiergeld aus. Siehe F. von Hayek (1976), *Denationalisation of Money: An Analysis of the Theory and Practice of Concurrent Currencies*, London. Er stellte die These auf, dass – wenn Hindernisse seitens der Regierungen beseitigt werden könnten – ein freier wettbewerbsorientierter Markt für privat emittierte Währungen die optimale Menge (und ein breites Spektrum) an Geldprodukten hervorbringen würde, die allesamt von höherer Qualität als Zentralbankgeld wären.

Als dritte Voraussetzung für eine stabile Währung muss die staatliche Regulierung derart ausgestaltet werden, dass das Marktversagen – mit dem bei einer ungehinderten Geldschöpfung seitens des privaten Sektors zu rechnen ist – nicht einfach durch Politikversagen ersetzt wird. Dazu muss das Recht zur Banknotenemission einer unabhängigen Institution übertragen werden, die außerhalb des Einflussbereichs der Fiskalpolitik liegt, z. B. einer unabhängigen Zentralbank. Diese Zentralbank hat dann die Aufgabe, eine „Technologie“ zu entwickeln, die die Geldmenge in einem bestimmten Verhältnis zum realen Einkommen und Transaktionsvolumen in einer Volkswirtschaft hält und die *allgemeine Akzeptanz* der Währung sicherstellt.¹⁰

Wenn die nominale Geldmenge und das reale Einkommen im gleichen Tempo wachsen, so wird – Veränderungen des Geldmengenmultiplikators einmal ausgenommen – das Geld auf Dauer seinen Wert relativ zu den verfügbaren Waren und Dienstleistungen behalten. Auf das Konzept des Geldmengenmultiplikators komme ich gleich zu sprechen.

Anzumerken ist, dass in einem Währungssystem mit Papiergeld die Unterscheidung zwischen *Inside* und *Outside Money* weiterhin gültig und sinnvoll ist. Der Papiergeldbestand kann hier als Forderungen von Verbrauchern und Anlegern gegenüber der öffentlichen Behörde verstanden werden, die außerhalb der Privatwirtschaft agiert. Aus der Perspektive des privaten Sektors bleibt es also eine externe Forderung. Zudem können auch Banken Papiere ausgeben, die in *Outside Money* umgewandelt werden können. Diese Umwandlung ist nun das monopolistische Vorrecht der regulierten öffentlichen Stelle, also der Zentralbank. In vielen, wenn auch nicht allen modernen Währungssystemen müssen Banken auf ihren Konten bei der Zentralbank Reserven in *Outside Money* halten, die einem bestimmten Anteil des Gesamtbetrags ihrer Kundeneinlagen entsprechen. Somit gibt es eine *Obergrenze* für die Kredite, die Geschäftsbanken insgesamt durch Emission eigener Verbindlichkeiten vergeben können und somit auch einen Deckelbetrag hinsichtlich des *Inside Money*, das sie legal schöpfen dürfen.

Das Verhältnis zwischen dem gesamten *Inside* und *Outside Money* ist der Kehrwert der Mindestreserve – der vorgeschriebenen Mindestreserve zuzüglich der Rate der von der Bank erwünschten Überschussreserven im Verhältnis zu den Einlagen – und wird manchmal als *Geldmengenmultiplikator* bezeichnet. Solange Banken Rechenschaft darüber ablegen müssen, dass sie ihre Schuldtitel zum Nennwert in *Outside Money* begleichen und solange die Menge an *Outside*

¹⁰ Unter gewissen Umständen könnte dies auch rechtliche Interventionen seitens der Regierung erfordern, insbesondere, indem sie eine Währung zum gesetzlichen Zahlungsmittel erklärt. Siehe hierzu P. Moutot (2011), *Systemic risk and financial development in a monetary model*, Working Paper der EZB, Nr. 1352.

Money von öffentlicher Seite überwacht wird, stellt die Existenz des Geldmengenmultiplikators kein Überversorgungsrisiko für die gesamte Geldmenge (d. h. die Summe von *Inside* und *Outside Money*) dar. Wie andere ökonomische Größen ist auch der Geldmengenmultiplikator nicht konstant. Seine starken Schwankungen in wirtschaftlich angespannten Situationen können der Volkswirtschaft erheblichen Schaden zufügen.

Die geldpolitische Orthodoxie besagt, dass es in einem Währungssystem mit Papiergeld bei der Bestimmung des Werts der Währung vor allem darauf ankommt, wie viel Geld der Volkswirtschaft zugeführt wird. Moderne Zentralbanken steuern das Volumen der Geldschöpfung, indem sie den realen Zinssatz kontrollieren, zu dem Banken im Rahmen von Refinanzierungsgeschäften Kredite bei ihnen aufnehmen können oder über die Preise von Vermögenswerten, welche sie im Rahmen ihrer geldpolitischen Maßnahmen erwerben. Vorausgesetzt, dass die Zentralbank den realen Zins bzw. den Preis, zu dem eine Liquiditätszuführung erfolgt, in vollkommener Unabhängigkeit bestimmt und hierbei allein das Ziel der Preisstabilität vor Augen hat, ist es – *zumindest innerhalb gewisser Grenzen* – zweitrangig, ob die Kreditvergabe gegen Sicherheiten des privaten oder des öffentlichen Sektors erfolgt.

Heißt das, dass die Art und Weise, in der die Zentralbankliquidität in der Volkswirtschaft verteilt wird, bedeutungslos ist? Die Antwort auf diese Frage lautet ja – allerdings nur insoweit, als sie die Anreize privater und öffentlicher Wirtschaftssubjekte nicht untergräbt, die Tragfähigkeit ihrer Schulden sicherzustellen.¹¹ Ist Letzteres nicht gegeben, so besteht das Risiko fiskalischer oder finanzieller „Dominanz“, also einer Situation, in der die Zentralbankpolitik nicht ausschließlich auf Preisstabilität abzielen kann. Aus diesem Grund muss die Zentralbank nicht nur die Menge ihrer Verbindlichkeiten, also das *Outside Money*, im Auge behalten, sondern auch die Qualität und die Zusammensetzung der Aktivseite ihrer Bilanz.

Die institutionellen Säulen von solidem Geld

Je nach institutionellem Umfeld bestehen für die emissionsberechtigten Behörden unter Umständen ebenfalls starke Anreize für die Überproduktion von Geld. Nehmen wir beispielsweise an, dass Regierungen selbst zum Gelddrucken befugt sind, wie das über lange Zeit gang und gäbe war. Regierungen können ihre Staatsausgaben zwar über Steuern finanzieren; allerdings setzt dies die Einrichtung kostenintensiver administrativer Strukturen voraus. Stattdessen könnten die Ausgaben

¹¹ Mit der Bedeutung der Zentralbankmaßnahmen für die Kreditversorgung befasst sich z. B. Goodfriend (2011), *Central banking in the credit turmoil: An assessment of Federal Reserve practice*, Journal of Monetary Economics, 58 (1), S. 1-12.

auch durch das Anwerfen der Druckerpresse finanziert werden. Bei ungedeckten Papiergeldsystemen wären die mit dieser Vorgehensweise verbundenen Kosten praktisch null. Der resultierende Nutzen wäre allerdings positiv und entspräche dem Wert der neuen öffentlichen Ausgaben, multipliziert mit den Opportunitätskosten ihrer Finanzierung durch Steuergelder. Der monetäre Wert dieses Nutzens für die Regierung wird als „Seigniorage“ bezeichnet.

Aus ~~der~~ gesellschaftlicher Perspektive wäre die Schaffung von zusätzlichem Geld jedoch mit höheren Kosten verbunden, da die Währung als Wertaufbewahrungs- und Tauschmittel untergraben würde. Wenn es zu häufigen und massiven Änderungen kommt, kann es sogar sein, dass das Währungssystem wieder zu einem System reinen Tauschhandels degeneriert. Historische Erfahrungen aus Zeiten mit Hyperinflation zeigen, dass derartige Entwicklungen das Wirtschaftsleben ernsthaft bedrohen können.

Um den Wert des Geldes zu bewahren, benötigt die Gesellschaft daher starke und unabhängige Institutionen. Insbesondere erfordert das Ziel der Geldwertstabilität einen Mechanismus, der den Unterschied beseitigt, der zwischen den Kosten einer Geldmengenausweitung aus Sicht von Regierungen einerseits und der Gesamtbevölkerung andererseits besteht. Nur wenn ein solcher Mechanismus existiert, wird es möglich sein, wirksam gegen Anreize der Regierungen anzugehen, ihre Berechtigung zum Gelddrucken zu missbrauchen.

Die Überzeugung, dass starke Institutionen die Basis einer soliden Währung darstellen, ist in Deutschland tief verwurzelt. Die „Ordnungspolitik“ wird häufig als Erfolgsrezept für eine stabile und wohlfahrtsfördernde Wirtschaftsordnung genannt. Sie zielt darauf ab, einen geeigneten Rahmen zu schaffen, der gleiche Ausgangsbedingungen für den ökonomischen Wettbewerb liefert und übermäßige Einmischung der Wirtschaftspolitik verhindert. Um mit den Worten Walter Euckens, einem der Begründer des Ordoliberalismus, zu sprechen: *„Alle Bemühungen, eine Wettbewerbsordnung zu verwirklichen, sind umsonst, solange eine gewisse Stabilität des Geldwertes nicht gesichert ist.“*¹² Um dies zu erreichen, sieht die Ordnungspolitik strikte Regeln vor, welche diskretionäre Politikinterventionen begrenzen und auf diese Weise ein stabiles und vorhersehbares Umfeld für private Spar-, Konsum- und Investitionsentscheidungen bieten.

Die erfolgreiche Bilanz dieser wirtschaftspolitischen Auffassung hat die Gestaltung der institutionellen Architektur der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion maßgeblich geprägt. So wurde die Geldpolitik einer unabhängigen Zentralbank übertragen, deren vorrangiges Ziel die

¹² Walter Eucken (1955), *Grundsätze der Wirtschaftspolitik*, Tübingen.

Gewährleistung von Preisstabilität ist. Dieser geldpolitische Rahmen hat sich seit der Euro-Einführung als überaus effektiv erwiesen.

Die Rolle des Geldes in Krisenzeiten

Trotz solider Institutionen ist jedoch kein System vollkommen immun gegen negative Schocks, welche die wirtschaftliche und finanzielle Stabilität vorübergehend untergraben können.

Bei der Suche nach den Gründen hierfür ist es sinnvoll, sich die Doppelrolle des Geldes nochmals zu vergegenwärtigen: Geld dient einerseits als Tauschmittel und andererseits als Wertaufbewahrungsmittel. Eine der größten Herausforderungen für die Währungshüter ergibt sich aus der Tatsache, dass die Gewichtung der beiden Funktionen in Krisenzeiten völlig anders ist als unter normalen Umständen. Um die Strategie einem sich ändernden Umfeld anpassen zu können, muss der Währungshüter selbstverständlich eine klare Vorstellung davon haben, was unter einem normalen Umfeld und was unter einer Krise zu verstehen ist.

In normalen Zeiten halten die Menschen Geld vor allem, um Transaktionen durchführen zu können, also als Tauschmittel. Private Haushalte und Unternehmen investieren für gewöhnlich in Vermögenswerte, bei denen ihre Entscheidung, sich vorübergehend von Bargeld zu trennen, finanziell belohnt wird. Ist das hiermit verbundene Risiko moderat, so ist eine geringe Rendite ausreichend, um Anleger für diese Entscheidung zu entschädigen. Vermögenswerte, die eine Rendite abwerfen, werden daher als Wertaufbewahrungsmittel gegenüber Geld bevorzugt. Wirtschaftsakteure halten Geld in erster Linie aufgrund seines Tauscherts und ihr Bargeldbestand bleibt im Verhältnis zu ihrem gesamten Vermögen in der Regel auf einem Niveau, mit dem sie gerade ihre erwarteten Transaktionen finanzieren können. In Zeiten wie diesen hat die von Quantitätstheoretikern hervorgehobene enge Verbindung zwischen Geldmengenwachstum und Inflation Bestand und schlägt sich in gesamtwirtschaftlichen Statistiken nieder. In normalen Zeiten kann also die Politikempfehlung der Monetaristen, der zufolge die Geldschöpfung in einem engen Verhältnis zum realen Wachstum stehen soll, strikt befolgt werden.

Stellen wir uns aber eine Situation vor, in der die Wirtschaftsakteure mit einem Mal das Vertrauen in andere Vermögenswerte verlieren, die schließlich in erster Linie Forderungen gegenüber privaten Akteuren darstellen. Die aus diesen Anlagen zu erwartenden Geldströme sind nun mit einem hohen Risiko behaftet. Folglich kann es zu einem „Run“ auf Bargeld kommen, da die Anleger versuchen, ihr Risiko zu verringern. Daher versuchen sie, die Zeitspanne zu verkürzen, die laut Vertrag zwischen

dem Erwerb der Forderungen und dem Auszahlungszeitpunkt liegt. Da diese Spanne bei Bargeld am geringsten ausfällt, kommt es zu einer – bisweilen panischen – Ausweitung der Bargeldnachfrage.

Gesamtwirtschaftlich kann dies jedoch verheerende Folgen haben. Denn es ist nicht möglich, dass alle privaten Wirtschaftssubjekte gleichzeitig ihre Forderungen in Bargeld umwandeln. Hinter einem Großteil dieser Forderungen, die z. B. die Form von festverzinslichen Anleihen oder Unternehmensaktien annehmen, stehen langfristige Investitionsprojekte des Emittenten. Zu Beginn ihrer Projekte nehmen Unternehmen beispielsweise Finanzmittel durch die Ausgabe von Schuldtiteln auf. Die Laufzeit dieser Wertpapiere wird so festgelegt, dass sie dem Lebenszyklus der zugrunde liegenden realen Investition entspricht. Letztere kann nicht jederzeit wieder in Liquidität umgewandelt werden, außer durch Notverkäufe, die im Hinblick auf den realisierten Marktwert äußerst ungünstig sein können. Insbesondere wenn ein Großteil der Anleger gleichzeitig versucht, nichtmonetäre Vermögenswerte in Geld umzuwandeln, erodiert ihr Wert und der Anteil von Geld am gesamtwirtschaftlichen Vermögen steigt. In diesem Fall wird Geld zu einem vorrangigen Wertaufbewahrungsmittel.

Welche Form des Geldes wird unter derartigen Umständen besonders stark nachgefragt? Das hängt davon ab, wie stark der Vertrauensverlust ist. In einer Krise wie jener vom Oktober 1987, einem reinen „Aktienmarkt-Schock“, zweifeln Anleger vor allem am Wert von sehr langfristigen Vermögenswerten. Als die Aktienkurse 1987 innerhalb nur weniger Stunden in den Keller rauschten, versuchten die Anleger, ihre Aktienbestände in Geld umzuwandeln, ganz gleich, ob in *Inside* oder *Outside Money*. Unter den damaligen Umständen wurden liquide Bankverbindlichkeiten als sicher genug betrachtet, um das Vermögen der Anleger zu wahren.

Ganz anders sah die Lage bei massiven Banken Krisen aus, wie jener der Jahre 1930-1933 und der Krise, die sich im September 2008 nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers zuspitzte. Hier erschienen den Anlegern liquide Bankverbindlichkeiten ebenso unsicher wie Bankaktien. Der Druck, Verbindlichkeiten zu reduzieren, steigt unter solchen Umständen sehr stark an, sodass die Banken angesichts sinkender Bargeldreserven dazu gezwungen sind, zusätzliche Mittel aufzunehmen, um zu verhindern, dass sie ihren Zahlungsverpflichtungen nicht mehr nachkommen können.

Banken können sich entweder am Geldmarkt zusätzliche Mittel beschaffen oder Kreditlinien bei anderen Banken in Anspruch nehmen. In angespannten Zeiten kann es jedoch sein, dass alle Banken unter hohem Druck stehen und daher nicht in der Lage sind, Kredite zu vergeben. Um an Liquidität zu gelangen, muss die einzelne Bank also unter Umständen Vermögenswerte verkaufen oder kurzfristige Kredite zurückfordern. Beides vernichtet Vermögenswerte und führt zu einer

Verringerung des *Inside-Money*-Bestands in der Volkswirtschaft. Eine derartige Zuspitzung einer Krise kann den gesamten Zahlungsverkehr zum Erliegen bringen, auf den eine Geldwirtschaft angewiesen ist.

Unter den eben beschriebenen Umständen ist die laut der Quantitätstheorie bestehende Verbindung zwischen Geldmengenwachstum und Inflation aufgehoben. Durch das Horten von Bargeld ist die Beziehung zwischen Geld und gesamtwirtschaftlichem Ausgabeverhalten gestört. Der Geldmengmultiplikator nimmt stark ab, das Geldsystem wird an der Wurzel verletzt und sein Nutzen für die Gesellschaft ist in Gefahr. Im Zusammenspiel mit einem Nachfrageeinbruch aufgrund von Vermögenseffekten und verstärkt durch Preis- sowie Lohnrigiditäten, welche Arbeitsplätze vernichten und eine Unterauslastung von produktiven Ressourcen bewirken, kann sich ein Schock im Finanzsektor zu einem gesamtwirtschaftlichen Desaster entwickeln.

Doch wie reagiert eine Zentralbank, die auf Preisstabilität abzielt, unter diesen Umständen am besten? Sie muss dem Liquiditätsengpass, dem Wegfall der Finanzierungsmöglichkeiten und der Vernichtung von Kaufkraft prompt und entschieden begegnen. Zur Gewährleistung von Preisstabilität muss sie die erhöhte Nachfrage nach Liquidität befriedigen. Gleichzeitig muss sie sicherstellen, dass ihr Handeln zu keiner Zeit von fiskalischer oder finanzwirtschaftlicher Seite dominiert wird.

Es ist wichtig zu beachten, dass eine ausgeweitete Liquiditätsversorgung durch die Zentralbank unter diesen Umständen nicht inflationssteigernd wirkt. Wird Geld als Wertaufbewahrungsmittel (nicht als Zahlungsmittel) und als Sicherheitspolster für finanziell angeschlagene Finanzinstitute verwendet, so wird seine Verbindung zu den gesamtwirtschaftlichen Ausgabeentscheidungen vorübergehend gekappt. Wie wir anhand des Beispiels der 1930er-Jahre sehen, ist ein großer Bestand an Zentralbankgeld dann eher ein Zeichen deflationärer Risiken als ein Vorbote künftiger Inflation.

Die Wissenschaft – und Kunst – des Zentralbankwesens besteht darin, den Zeitpunkt zu bestimmen, ab dem wieder Normalität einkehrt und das Geld erneut seine traditionelle Funktion als Zahlungsmittel erfüllt. Wenn *Inside Money* wieder seine traditionelle Rolle bei der Bereitstellung von Liquidität einnimmt und der Multiplikator wieder zunimmt, muss die Zentralbank rasch handeln, um das während der Krise zugeführte Zentralbankgeld wieder abzuschöpfen. Das Geldmengenwachstum muss wieder auf den nach der Quantitätsgleichung angemessenen Pfad zurückgeführt werden.

Schlussfolgerung

Abschließend möchte ich mich dazu äußern, inwiefern diese Erwägungen die derzeit geführte Debatte über ein solideres Fundament für die Wirtschafts- und Währungsunion in Europa beeinflussen.

Eine wirksame Geldpolitik zeichnet sich dadurch aus, dass sie die Inflation stabil auf einem niedrigen Niveau hält. Eine unabhängige Zentralbank ist hierfür eine notwendige, aber keine hinreichende Bedingung. Solide Staatsfinanzen und ein stabilitätsfördernder gesamtwirtschaftlicher Rahmen sind ebenfalls von entscheidender Bedeutung.

Sind diese Voraussetzungen erfüllt, so können sich die Zentralbanken auf ihr Preisstabilitätsmandat konzentrieren. Regierungen müssen *ihrerseits* dafür sorgen, dass ihr haushaltspolitischer Kurs mit der Schuldentragfähigkeit im Einklang steht, ganz gleich, welche realen Zinsen die Zentralbank festlegen mag. Dann können sich die privaten Haushalte und Unternehmen ihren (Geschäfts)Vorhaben widmen, ohne sich Sorgen über plötzliche Kursänderungen der Wirtschaftspolitik machen zu müssen.

Wenn wir diese Ideale zugrunde legen, müssen wir feststellen, dass die Bilanz der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion bislang gemischt ist.

Trotz der großen Herausforderungen, vor denen derzeit viele Euro-Länder stehen, muss betont werden, dass die EZB ihren Auftrag – die Gewährleistung von Preisstabilität – stets erfüllt hat. Die jährliche Teuerungsrate nach dem Verbraucherpreisindex beträgt im Durchschnitt rund 2%. Außerdem hat die EZB während der Krise dazu beigetragen, akute Abwärtsrisiken für die Inflation abzuwenden, welche sich negativ auf die Stabilität der Wirtschaft ausgewirkt hätten. Zu diesem Zweck hat der EZB-Rat die Leitzinsen stark gesenkt und mehrere Sondermaßnahmen eingeführt, welche die Transmission der geldpolitischen Signale auf die Volkswirtschaft sicherstellen sollen. Bei diesen Interventionen waren die vollständige operationelle Unabhängigkeit und die klare Orientierung am Preisstabilitätsmandat der EZB bedeutende Eckpfeiler.

Gleichzeitig zeigen die seit Beginn der Wirtschafts- und Währungsunion gesammelten Erfahrungen, dass auch andere Politikbereiche für die wirtschaftliche Stabilität eine große Rolle spielen. In dem wirtschaftlich günstigen Umfeld, das vor der Krise herrschte, konnte der institutionelle Rahmen nicht verhindern, dass Haushaltsungleichgewichte entstanden, Wettbewerbsfähigkeit vielerorts verloren ging und im Finanzsektor übermäßige Risiken aufgebaut wurden. Als dann die Wirtschafts- und Finanzkrise ausbrach, wurden diese Schwachstellen einigen Ländern zum Verhängnis. Zuletzt hatte

die Zuspitzung der Krise sogar zur Folge, dass einige Beobachter die Integrität der Währung insgesamt infrage gestellt haben.

Daraus ergibt sich eindeutig, dass eine unabhängige Zentralbank mit einem klaren Preisstabilitätsmandat zwar eine Grundvoraussetzung für die Wahrung des Vertrauens in eine Währung ist, dies aber nicht allein erreichen kann.

Die politischen Entscheidungsträger in Europa haben diese Lehren genutzt und weitreichende Reformmaßnahmen zur Stärkung jener Institutionen ergriffen, die für andere Politikbereiche zuständig sind. Zu diesen zählen unter anderem die Stärkung des fiskalpolitischen Rahmens der EU nach dem Vorbild der deutschen Schuldenbremse, ein Mechanismus auf EU-Ebene zur Förderung von Strukturreformen sowie eine engere Integration der Finanzaufsicht.

Die EZB unterstützt diese Bemühungen zur Stärkung der institutionellen Architektur der Wirtschafts- und Währungsunion. Ich bin davon überzeugt, dass eine schnelle und entschlossene Umsetzung dieser Reformen dafür sorgen wird, dass die Solidität unserer gemeinsamen Währung über jeden Zweifel erhaben sein wird.