



*Aaron Sahr (Hrsg.)*

# Geldpolitik im Umbruch

Aaron Sahr (Hrsg.)  
Geldpolitik im Umbruch

Schriftenreihe Band 11064

Aaron Sahr (Hrsg.)

# Geldpolitik im Umbruch

Informationen über den Herausgeber sowie die Autorinnen und Autoren finden sich auf S. 269 f.

Die Entscheidung über den Umgang mit geschlechtergerechter Sprache wurde den Autorinnen und Autoren überlassen. Die meisten der Beitragenden verwenden einen Doppelpunkt (z.B. Schuldner:innen), um auch auf Geschlechter jenseits binärer Zuschreibungen hinzuweisen. Einzelne Beiträge weichen hiervon ab. Auch hier sind z.B. im generischen Maskulinum andere Geschlechter miteinbezogen.

Diese Veröffentlichung stellt keine Meinungsäußerung der Bundeszentrale für politische Bildung dar. Für die inhaltlichen Aussagen tragen die Autorinnen und Autoren die Verantwortung. Beachten Sie bitte auch unser weiteres Print- sowie unser Online- und Veranstaltungsangebot. Dort finden sich weiterführende, ergänzende wie kontroverse Standpunkte zum Thema dieser Publikation.

Die Inhalte der zitierten Internetlinks unterliegen der Verantwortung der jeweiligen Anbieter. Für eventuelle Schäden und Forderungen können die Bundeszentrale für politische Bildung, der Herausgeber sowie die Autorinnen und Autoren keine Haftung übernehmen.

Bonn 2024

© Bundeszentrale für politische Bildung  
Bundeskanzlerplatz 2, 53113 Bonn

Projektleitung und Redaktion bpb: Lorenz Abu Ayyash, Christoph Rasemann  
Redaktionelle Mitarbeit: Viktoria Peter, bpb  
Lektorat: Eik Welker, Münster

Umschlaggestaltung: Michael Rechl, Kassel

Umschlagfoto: © picture alliance / Boris Roessler / dpa

Hologrammstreifen einer 10-Euro-Banknote im Geldmuseum der Bundesbank in Frankfurt am Main

Satz: le-tex publishing services GmbH, Leipzig

Druck und Bindung: Druck- und Verlagshaus Zarbock GmbH & Co. KG,  
Frankfurt am Main

ISBN 978-3-7425-1064-8

[www.bpb.de](http://www.bpb.de)

# Inhalt

Aaron Sahr

## **Einleitung**

Die Politik des Geldes ist in Bewegung ..... 7

Florian Schmidt & Luca Kokol

## **Die Sprache der Geldpolitik**

Ein einführendes Glossar ..... 27

Lukas Haffert

## **1923 als Trauma?**

Die Hyperinflation im kollektiven Gedächtnis der Deutschen ..... 53

Carolin Müller

## **Warum ist Geld politisch?**

Monetäre Theorien und die Institutionen der Geldschöpfung ..... 75

Isabel Feichtner

## **Politisch, aber undemokratisch?**

Zur öffentlich-rechtlichen Architektur des Geldes ..... 99

Waltraud Schelkle

## **Besser als sein Ruf?**

Der Euro im Zentrum geldpolitischer Spannungen ..... 125

Leon Wansleben

## **Jenseits der Langeweile**

Zentralbanken als Verteilungspolitiker, Erwartungsmanager und Bankiers  
des Finanzsystems ..... 147

Andrea Binder

## **Das Vermächtnis des Dollar-Öl-Standards**

Die internationale Geldordnung zwischen staatlicher und privater Macht ..... 171

Aaron Sahr

## **Waffenfähige Ansprüche**

Zur Militarisierung des Geldes im Ukrainekrieg ..... 195

Florian Kern

## **Fiat-, Krypto- oder Goldstandard?**

Wer von welchem Geld profitiert ..... 217

Jakob Feinig

## **Das Ende der Schweigsamkeit**

Ein Plädoyer für die Demokratisierung der Geldschöpfung ..... 245

**Autorinnen und Autoren ..... 269**

Aaron Sahr

# Einleitung

## Die Politik des Geldes ist in Bewegung

Die Inflation ist zurückgekehrt: Nach vielen Jahren mehr oder weniger stabiler Preise musste die europäische Gemeinschaftswährung Euro zu ihrem 20-jährigen Jubiläum 2022 mit Teuerungsraten im hohen einstelligen, in der Spitze sogar zweistelligen Prozentbereich kämpfen (Abb. 1). Als das Präsidiumsmitglied der Europäischen Zentralbank (EZB) Isabel Schnabel zum Beginn dieses Anstiegs Ende 2021 noch vorsichtig darauf hinwies, dass die Inflationsrate viele Jahre unter dem eigentlich vereinbarten Zielwert von zwei Prozent pro Jahr gelegen habe und damit auf lange Sicht eigentlich immer noch zu niedrig sei, schlugen ihr Wellen der Empörung entgegen. Die Boulevardpresse warf Schnabel prompt lebensweltliche Entrückung vor und konterte unter anderem mit einem Porträt der Rentnerin Ulla (80 Jahre, aus Halle/Saale), die sich aufgrund der gewissenlosen Geldpolitik von Schnabel und ihrer Chefin Christine Lagarde an den Festtagen nicht einmal mehr einen Weihnachtsbaum leisten könne.<sup>1</sup> Der 2022 neu ins Amt berufene Bundesbankpräsident Joachim Nagel schien demselben Boulevardblatt hingegen als natürlicher Verbündeter, nachdem er öffentlich vor einer sich fortsetzenden Teuerungsspirale gewarnt hatte. Das zum Titel geronnene Stoßgebet „Herr Nagel, stoppen Sie die Hammer-Inflation!“<sup>2</sup> fand Gehör, zumindest rhetorisch: Schon in seiner Antrittsrede machte Nagel klar, dass er die bisherige Politik der Europäischen Zentralbank mit ihren Nullzinsen und großzügigen Ankaufprogrammen für Staatsschulden und Unternehmensanleihen im Angesicht der Inflation für fahrlässig hielt. Er rief die Arbeitnehmer:innen zur Zurückhaltung bei Lohnforderungen und die EZB zum Handeln auf. Letztere solle die Leitzinsen anheben und die digitalen Druckerpressen drosseln, um den Preis für neues Geld zu erhöhen und auf diese Weise – so die damit verbundene Hoffnung – auch die Kosten für Weihnachtsbäume zu senken.

► Abb. 1 Rückkehr der Inflation



Quelle: Eurostat. Indikator: Harmonisierter Verbraucherpreisindex

Die Adressierung der Europäischen Zentralbank kommt nicht von ungefähr, wird „Geldpolitik“ und das mit ihr eng verbundene Ziel der Preisstabilität doch in der Regel als Synonym für deren Tätigkeitsfeld verwendet. Bemüht man beispielsweise das Online-Lexikon *Wikipedia*, heißt es dort unter dem Eintrag „Geldpolitik“ schlicht, der Begriff beziehe sich auf alle „Maßnahmen, die eine Zentralbank ergreift, um ihre Ziele zu verwirklichen“.<sup>3</sup> Im *Lexikon der Wirtschaft* auf der Website der Bundeszentrale für politische Bildung heißt es, Geldpolitik seien „alle Maßnahmen, mit denen vor allem die Zentralbank den Geldumlauf und die Geld- und Kreditversorgung der Wirtschaft steuert“, um die „Stabilität der Kaufkraft“ zu garantieren.<sup>4</sup> „Geldpolitik“ meint also (vor allem) das, was Zentralbanken tun, um Inflation (einen Anstieg des Preisniveaus) und Deflation (ein zu starkes Absinken des Preisniveaus) zu verhindern und dadurch die Kaufkraft der jeweiligen Währung zu erhalten. Diese durchaus übliche Vorstellung von Geldpolitik primär als Tätigkeitsfeld der Zentralbank mit einem eindeutigen, fast schon „technischen“ Ziel, kann man eine *enge* Definition von Geldpolitik nennen.

Mit dieser engen und technischen Definition liegt es nahe, Geldpolitik nicht als gesellschaftliche Aufgabe zu thematisieren, sondern der Kompetenz von Finanz- und Währungsingenieur:innen wie Schnabel oder Lagarde zu

überlassen, die dann, wenn es doch zu Teuerungen kommt, auch die folgerichtigen Ansprechpartner:innen für Kritik sind, da sie dann ihre geldpolitischen Aufgaben offensichtlich nur unzureichend erledigen. Diese Ingenieur:innen arbeiten außerdem in einer Institution, die sich – in dieser Sichtweise – nicht den Irrungen und Wirrungen von Parteipolitik und Wahlkämpfen hingeben muss, weil sie schlicht nicht gewählt werden. Mehr noch: Sie sollen und dürfen sich, eingespielten Erzählungen entsprechend, solchen Irrungen und Wirrungen auch nicht hingeben, um ihre Arbeit überhaupt professionell erledigen zu können. Zentralbanken wie die EZB sind schließlich unabhängig, weil uns die Geschichte gelehrt hat, die Stabilität der Kaufkraft besser nicht in die Hände von Politiker:innen zu legen. Auf der Internetseite der EZB heißt es dazu:

„Als Hüter der Preisstabilität schaffen die Zentralbanken die Voraussetzung für eine gesunde und stabile Wirtschaft. Hätten die Regierungen direkte Kontrolle über die Zentralbanken, könnte dies Politiker dazu verleiten, die Zinssätze zu ihren Gunsten anzupassen, um einen kurzfristigen wirtschaftlichen Aufschwung herbeizuführen, oder Zentralbankgeld zur Finanzierung von politischen Maßnahmen zu nutzen, die große Unterstützung in der Bevölkerung finden. Dies würde der Wirtschaft langfristig erheblichen Schaden zufügen. Um zu gewährleisten, dass die EZB die Interessen der Bürgerinnen und Bürger in Europa wahrt, wurde sie ausdrücklich als eine unabhängige Institution eingerichtet.“<sup>5</sup>

Dementsprechend wird Geldpolitik als ein notwendigerweise abseits normaler politischer Willensbildungsprozesse gestelltes Handlungsfeld betrachtet, als ein Spielfeld technischer Expertise, über die sich kaum mehr sinnvoll streiten lässt, weil sowohl Zweck als auch Mittel klar und beide fast schon unpolitisch zu sein scheinen: Es geht um Preisstabilität im Auftrag aller durch die Mittel der Zentralbank. Punkt. Geldpolitik ist dementsprechend wenig überraschend nur selten Gegenstand von Parteiprogrammen, Talkshows oder privaten Gesprächsrunden in der Kneipe oder in der Arbeitspause – sieht man einmal ab von Beschwerden über das Führungspersonal der Europäischen Zentralbank und deren (vermeintliche) Zögerlichkeit wie im oben zitierten Beispiel. Denn in solchen Beschwerden geht es schließlich am Ende nur darum, diesem Führungspersonal mangelnde Kompetenz oder mangelnden Einsatz bei der Erfüllung ihrer klar definierten Aufgaben vorzuwerfen, nicht aber darum, die Organisation und Zukunft eines Politikfeldes zum Gegenstand von Aushandlungsprozessen zu machen.

Man könnte also sagen: Die Rede von „Geldpolitik“ folgt in solchen Fällen – und in den Definitionen der *Wikipedia*, des *Lexikons der Wirtschaft* und der Internetpräsenz der EZB – einem engen Verständnis des Begriffs, das im Englischen gemeinhin mit *monetary policy* übersetzt werden würde. Die englische Sprache kennt allerdings noch eine zweite mögliche Übersetzung von „Geldpolitik“, deren Bedeutung im deutschen Begriff oft unsichtbar bleibt: *monetary politics*, sozusagen die „Politik des Geldes“. Gemeint sind damit die politischen Prozesse und Machtkonflikte zur Gestaltung und Umgestaltung der Geldordnung. Geldordnung meint hier die Institutionen, Verfahren, Regeln und Praktiken, in deren Rahmen Geld produziert, bewahrt, verteilt und wieder vernichtet wird. Die Geldordnung ist also jenes sozioökonomische Arrangement, das ermöglicht und bestimmt, wie und für wen Geld produziert, wie es in seiner Funktionalität aufrechterhalten und wie und in welchem Umfang es der Wirtschaft wieder entnommen wird. Produktion, Distribution, Funktionserhalt und Vernichtung sind aus der Perspektive einer „Politik des Geldes“ nie bloß ingenieurstechnische Verfahrensfragen, sondern stets Teil von machtpolitischen Auseinandersetzungen, bei denen Partikularinteressen miteinander im Konflikt stehen. Für die Ausrichtung dieses Buches ist diese Lesart zentral: Wenn sein Titel von einer „Geldpolitik im Umbruch“ spricht, dann im Sinne des englischen Ausdrucks *monetary politics*.

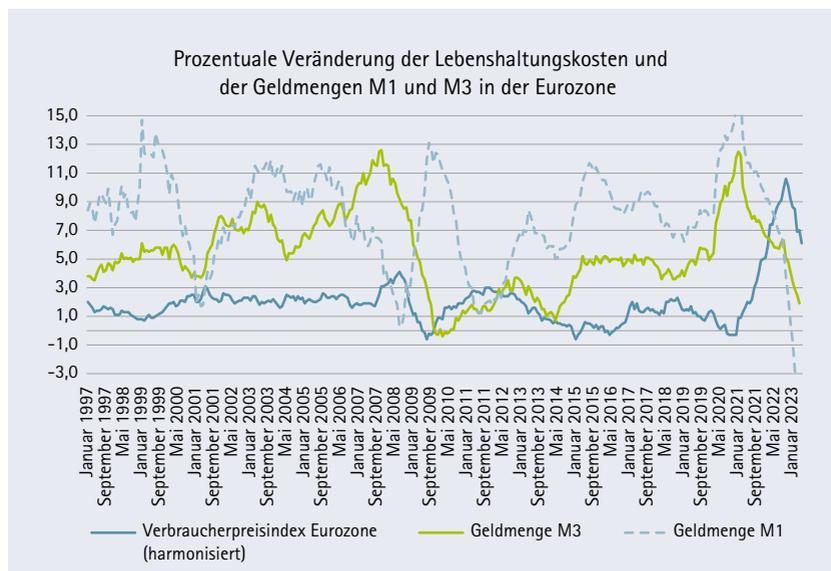
Die vorgeschlagene Differenzierung kann durch einen Vergleich mit dem Feld der Verkehrspolitik ausgeleuchtet werden. Die enge Definition von „Geldpolitik“ im Sinne einer Stabilisierung der Kaufkraft (vor allem durch die Zentralbank) entspräche einem Begriff von „Verkehrspolitik“, der sich lediglich auf die administrative Arbeit der Straßenverkehrsbehörde und deren Aufgabe beziehen würde, den Straßenverkehr durch Beschilderungen, Ampelschaltungen und Kontrollen so zu organisieren, dass er sicher und zügig fließt. Fraglos eine wichtige Tätigkeit, aber niemand würde sich wohl damit zufriedengeben, „Verkehrspolitik“ so eng zu deuten, wo uns allen doch im Hinblick auf die Fortbewegung sofort zahlreiche relevante und politisch umstrittene Themen in den Sinn kommen, die dieses Politikfeld ausmachen – sei es die ökologische Verkehrswende und die Frage der Elektromobilität und der E-Fuels, der Ausbau (oder Nichtausbau) von Autobahnen, Schienennetzen und Wasserstraßen oder die hochgradig umstrittene Frage der Einführung eines allgemeinen Tempolimits auf Schnellverkehrswegen. Verkehrspolitik, das wissen wir, ist jenes Politikfeld, in dem wir verhandeln, wie wir uns fortbewegen wollen und wie viel Überwachung unsere gemeinsame Fortbewegung braucht. Mehr noch,

Verkehrspolitik betrifft die Gestaltung unserer Städte und Landschaften und das Verhältnis von privat und öffentlich, man denke man nur an die bauliche Leitlinie der „autogerechten Stadt“ in den 1960er- und 1970er-Jahren oder an Enteignungen von Wohneigentum für den Autobahnbau. Den Begriff „Verkehrspolitik“ auf die administrative Arbeit einer einzelnen Behörde zu beschränken, käme uns wegen alldem wohl gar nicht erst in den Sinn. Überträgt man diese Einsicht nun auf „Geldpolitik“, ist unter dem weiten Verständnis des Begriffs dementsprechend das Feld der gesellschaftlichen Verhandlung (*politics*) des „Designs“<sup>6</sup> der Geldordnung und ihre Einbettung und Verflechtung mit dem gesellschaftlichen Zusammenleben insgesamt gemeint, nicht nur die fachmännische Umsetzung einer bestimmten Politikinhalt (*policy*).

Die Differenz eines engen und eines weiten Begriffs von Geldpolitik kann man auch an einem beliebigen Missverständnis über die Ursachen und die Bekämpfung von Inflation verdeutlichen. Die vertraglich festgelegte Aufgabe der EZB ist in der Tat die Sicherstellung von Preisstabilität. Man spricht hier auch vom primären Mandat, das von einem sogenannten sekundären Mandat zu unterscheiden ist: Die EZB soll vorrangig die Lebenshaltungskosten stabilisieren (also die Kaufkraft des Euro bewahren) und sich nur nachgeordnet um die Unterstützung allgemeiner wirtschaftspolitischer Ziele der Währungsunion bemühen. Heißt: Solange die Preise stabil sind, kann und darf die EZB auch geldpolitische Entscheidungen treffen, die andere Ziele verfolgen, etwa das Wachstum zu fördern. In der Öffentlichkeit kursiert oftmals die Vorstellung, das Preisniveau – grob gesagt: die Lebenshaltungskosten – würde über die Geldmenge gesteuert. Vermutet wird also, ein Anstieg der Preise sei vornehmlich auf ein Übermaß an Geldschöpfung durch die Zentralbank zurückzuführen (zumeist als „Gelddrucken“ verächtlich gemacht) und könne durch eine entsprechende Drosselung der Neuproduktion von Zahlungsmitteln oder gar ihre Reduktion bekämpft werden. Die Annahme dahinter: Geld und Güter stehen sich als mehr oder weniger fixe Mengen gegenüber, wodurch ein Anstieg nicht einzelner, sondern aller Preise dann ausgelöst wird, wenn die Geldmenge steigt, also zu viel Geld zu wenige Güter „jagt“.<sup>7</sup> Diese Hypothese entstammt der Denktradition des Monetarismus, die wissenschaftlich als überholt gilt. Im politischen Diskurs hat diese Inflationstheorie allerdings ein Eigenleben entwickelt und kann in diesem Kontext als „politischer Monetarismus“<sup>8</sup> bezeichnet werden. Eine solche monetaristische Vorstellung prägt auch den bereits erwähnten Beitrag im *Lexikon der Wirtschaft*. Dort heißt es: „Wichtigstes Ziel [der Geldpolitik, A. S.] ist dabei die Sicherung der Währung, also die Erhaltung

des Geldwertes innerhalb der Volkswirtschaft (Preisniveaustabilität) und die Stabilität der Kaufkraft nach außen. Das erfordert vor allem die Steuerung der umlaufenden Geldmenge.“ Dieser Nachsatz ist kurios, auch im Hinblick auf das Publikationsdatum des Lexikons 2016, schließlich hat sich etwa die Deutsche Bundesbank bereits in den 1980er-Jahren vom Versuch eine Geldmengensteuerung zur Inflationsbekämpfung verabschiedet. Spätestens mit der Strategieüberprüfung der EZB im Jahr 2003 wurde die Abkehr von der Geldmenge auch als Indikator der Preisentwicklung unübersehbar. Die Entwicklung der Geldmenge, so befand die Europäische Zentralbank damals, stehe nicht in einem hinreichenden Zusammenhang mit der Entwicklung der Lebenshaltungskosten, um für die Inflationspolitik wirklich von Nutzen zu sein. Ein Blick in die Daten zeigt, dass sich Geldmenge und Güterpreise nicht im Gleichklang bewegen, sondern je eigene Bewegungsmuster aufweisen (Abb. 2).

► Abb. 2 Geldmenge und Inflation in der Eurozone



Die Geldmenge M1 umfasst das Bargeld im Eurogebiet und alle Guthaben auf traditionellen Bankkonten (so genannte Sichteinlagen der Nichtbanken). Die Geldmenge M3 umfasst verschiedene Geldanlagen, über die in der Regel nur mit einer Kündigungsfrist verfügt werden kann, Anteile an Geldmarktfonds und weitere, manchmal auch als „geldnah“ bezeichnete Vermögenswerte mit hoher Liquidität. *Quelle:* EZB / eigene Darstellung

Die Zentralbanken wissen freilich um diese Umstände und versuchen deswegen schon lange nicht mehr, die Geldmenge zum Zwecke der Preispolitik zu steuern.<sup>9</sup> Was Zentralbanken heute stattdessen tun, ist Erwartungsmanagement: Da die Zentralbank die Preise für Güter und Dienstleistungen nicht direkt steuern kann, muss sie versuchen, sie indirekt zu beeinflussen, primär, indem sie den Leitzinssatz festlegt. Weil sich Banken zu diesem Preis neues Zentralbankgeld leihen können, unterstellt man dem Leitzinssatz eine Signalwirkung, der die Kreditaufnahme in der Privatwirtschaft insgesamt entweder vergünstigt (und damit erleichtert) oder verteuert (und damit erschwert). Eine Änderung des Leitzinses soll entweder eine (durch günstigere Kredite bedingte) Zunahme oder (durch teurere Kredite bedingte) Abschwächung gesamtwirtschaftlicher Wachstumsdynamiken bewirken, die dann – so die Hoffnung – die Preise stabilisieren: Teurere Kredite führen letztendlich zu weniger Nachfrage und damit einem vergünstigten Angebot (oder eben umgekehrt). Der Zentralbank obliegt es, die Märkte zu „entmutigen“, das heißt mithilfe wohl dosierter Furcht vor einem ökonomischen Abschwung Unternehmen von der Erhöhung ihrer Produktpreise und Arbeiter:innen von zu hohen Lohnforderungen abzubringen. Deswegen wird Inflation und Inflationspolitik in den Sozialwissenschaften auch gemeinhin als Verteilungskonflikt interpretiert. In einem Beitrag dieses Buches greift LEON WANSLEBEN diese konflikttheoretische Perspektive auf Inflation auf und ordnet sie nicht nur historisch ein, sondern zeigt auch ihre Grenzen in der Gegenwart auf: Zentralbanken, so WANSLEBEN, müssen heute gleichsam als Agenten eines Verteilungskonflikts, Stützen des Finanzwesens und gesamtökonomische Erwartungsmanager verstanden werden. Sie lassen sich keiner dieser Einzellogiken vollständig unterordnen und damit auch nicht durch allzu einfach gestrickte politische Begehren einspannen.<sup>10</sup> Zentralbanken operieren am Kreuzungspunkt vielschichtiger Konfliktlinien um Geldbedarf, Preise und Finanzstabilität. Sie schlicht als Agenten eines vermeintlichen Gemeinwohls (der Preisstabilität) zu interpretieren, greift zu kurz.

Als infolge des völkerrechtswidrigen russischen Angriffskrieges gegen die Ukraine im Februar 2022 die Energie- und Lebensmittelpreise explodierten und die Inflation in Deutschland auf bis zu acht Prozent anstieg, nahm auch der politische Druck auf die EZB zu. Der bayerische Ministerpräsident Markus Söder rief mit seiner (historisch höchst fragwürdigen und mindestens unpräzisen) Rede von einer sich bereits vollziehenden „Hyperinflation“ die im deutschen kollektiven Bewusstsein fest verankerte Erinnerung an den Kollaps der Deutschen Reichsmark in der echten Hyperinflation von 1923 wach, die – so die

häufig als Warnung vor Inflation erzählte Fabel – zum Zusammenbruch der Weimarer Republik sowie zum Aufstieg Hitlers und der Katastrophe des Nationalsozialismus geführt hat. Diesen vermeintlichen Bedrohungszusammenhang bringen volkswirtschaftliche Mahner:innen seit Jahren immer wieder ins Spiel, um die „unkonventionelle“ Geldpolitik zu kritisieren, zu der sich nicht nur die EZB seit der Finanzkrise 2008 gezwungen sah. Damals brach das Vertrauen auf dem globalen Finanzmarkt zusammen, wodurch immer mehr Kredite und Anlagen auszufallen drohten. Die EZB sprang, wie andere große Zentralbanken, zur Notfallversorgung ein: Sie senkte ihre Leitzinsen stark ab, sodass sich die Banken praktisch zum Nulltarif refinanzieren konnten. Außerdem kaufte sie in großem Umfang Wertpapiere auf und stabilisierte so zwar deren Preise, machte aber die Märkte auch gewissermaßen abhängig von dieser „ultralockeren“ Geldversorgung. So wurde der Notfallplan zur neuen Normalität des billigen Geldes. Mit der Rückkehr der Inflation brach sich die bereits schwelende Missbilligung dieser Politik Bahn. Ihr Tenor: Wenn Lagarde und Schnabel jetzt nicht handeln, das Geld verteuern und seine Produktion drosseln, werde der Preisanstieg außer Kontrolle geraten, die Wähler:innen werden um ihr Hab und Gut fürchten müssen und sich eventuell erneut radikalen politischen Optionen zuwenden.

Die historische Erinnerung an die Weimarer Hyperinflation allerdings erweist sich bei genauerer Betrachtung als fragwürdige Lehrmeisterin: Der Soziologe LUKAS HAFFERT rekonstruiert in seinem Beitrag zu diesem Band, wie die Preisexplosion von 1923 in der deutschen Erinnerungskultur zu einem Mahnmal wurde, das sich heute, einhundert Jahre danach, immer noch als Horrorzenario im politischen Diskurs aufrufen lässt. Nun bedeutet dies allerdings gerade nicht, dass wir uns heute aufgrund einer gewissenhaft betriebenen Erinnerungsarbeit besonders gut an die Katastrophe von 1923 erinnern können, sondern im Gegenteil, dass das Mahnmal der Hyperinflation ein soziales Eigenleben entwickelt hat, das wenig mit der historischen Realität gemein hat.

Die Rückkehr der Inflation in den Jahren 2022 und 2023 befeuerte bereits laufende Debatten über die Neuausrichtung, die Potenziale, Gefahren und die Zukunft der Geldpolitik. Die steigenden Preise trafen auf eine geschwächte Wirtschaft. Geringe Wachstumsraten seit der Finanzkrise von 2008 (man denke hier etwa an die anhaltend hohen Arbeitslosenraten besonders in Südeuropa), eine mehrjährige Störung von globalen Lieferketten und lokaler Nachfrage durch die Corona-Pandemie seit Frühjahr 2020 und der nicht zuletzt die angespannte Situation auf dem Lebensmittel- und Energiemarkt dramatisch

verschärfende Angriffskrieg Russlands gegen die Ukraine haben zur Fragilität der Konjunktur beigetragen. Eine schlagartige Verteuerung von Krediten durch die Anhebung des Leitzinses hätte in einer solchen Situation nach Meinung einiger Expert:innen diese Fragilität zu einer waschechten Weltwirtschaftskrise verdichten können. Insbesondere, wenn, wie in Deutschland geschehen, der Einbruch privater Investitionen durch staatliche Sparmaßnahmen verstärkt würde. Kein Wunder also, dass gerade im Fall der Lebensmittel- und Energiepreise wiederum „unkonventionelle“ Maßnahmen der Inflationsbekämpfung wie Preiskontrollen, preisbremsende Steuern auf Übergewinne und Kriegsgewinnler oder die Vergesellschaftung von Schlüsselindustrien in die Öffentlichkeit getragen wurden.

Das Dilemma der häufig als für die Geldpolitik alleinverantwortlich wahrgenommenen und mit einem engen Handlungskorsett ausgestatteten Zentralbanken verstärkt sich durch den Umstand, dass die jahrelange lockere („unkonventionelle“) Geldpolitik nicht durch (zu niedrige) Preise, sondern durch die anhaltende Instabilität des Finanzsektors nach 2008 begründet war und ist. Die EZB hat mit ihren 2015 begonnenen umfangreichen Ankaufprogrammen für (vornehmlich) Unternehmensschulden und Staatsanleihen (zusammengefasst als Asset Purchase Programme, APP) die Risiken privater Investitionen gedrückt, indem sie durch ihr praktisch unlimitiertes Versprechen, diese Papiere zu kaufen, eine Art Preisuntergrenze eingeführt hat. Private Investoren wurden also vor dem Zahlungsausfall der Unternehmen oder Länder, in die sie investierten, geschützt. Die EZB hat aber damit auch die Refinanzierungskosten der Euroländer auf vergleichbar niedrigem Niveau gehalten und so den politischen Fliehkräften der Währungsgemeinschaft entgegengewirkt.<sup>11</sup> Nur mit dem in Finanzkreisen berühmt gewordenen Ausspruch des ehemaligen EZB-Präsidenten und zwischenzeitlichen italienischen Ministerpräsidenten Mario Draghi, man würde alles tun, um den Euro zu erhalten („Whatever it takes“), war es gelungen, die heimischen Geldmärkte zu beruhigen und den Austritt von Euroländern aus der Gemeinschaftswährung zu verhindern. Als mit der Pandemie der nächste globale Schock folgte, musste die EZB wieder zur Stelle sein und der Ankündigung Taten folgen lassen: Von einem Tag auf den anderen wurden neue Milliardensummen für den Kapitalmarkt zur Verfügung gestellt (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP). Die Lehre des vergangenen Jahrzehnts lautet: Stabiles Geld braucht nicht nur stabile Preise, sondern muss auch praktisch unbegrenzt zur Verfügung stehen, sonst kollabiert ein notorisch fragiles Finanzsystem (zur Ausdehnung der EZB-Bilanz siehe Abb. 3).

► Abb. 3 Ausdehnung der EZB-Bilanz



Gezeigt werden die Marktpreise der von der EZB aufgekauften Vermögenstitel (in der Mehrheit Staatsschulden und Unternehmensschulden) in Millionen Euro. *Quelle:* EZB

Wie und ob die EZB und andere Zentralbanken den Zielkonflikt zwischen Preisstabilität und Finanzfragilität (alleine) lösen können, ist mehr als fraglich – schließlich gibt es nicht zuletzt einen anhaltenden Rechtskonflikt um die Zulässigkeit der unkonventionellen, aber stabilitätspolitisch notwendigen Maßnahmen im Hinblick auf das Preisstabilitätsmandat. Die Beiträge von LEON WANSLEBEN und WALTRAUD SCHEKLE werfen auf je eigene Weise ein Licht auf die ökonomischen Spannungen und politischen Konflikte, unter denen Zentralbanken heute Geldpolitik betreiben müssen. In seinem Beitrag verortet LEON WANSLEBEN den Primärauftrag der Inflationsbekämpfung im Kontext der umfangreichen Aufgaben der Zentralbanken: Sie müssen gleichzeitig in Verteilungskonflikten agieren, ihre Stabilitätsaufgaben wahrnehmen und als Bankiers eines Finanzsystems operieren, das von der Versorgung mit billigem Geld abhängig geworden ist. Dadurch lassen sie sich keinesfalls mehr hinreichend in simplifizierenden ökonomischen Modellen abbilden, sondern müssen als gesellschaftliche Institutionen und Organisationen ernst genommen werden. WANSLEBEN offeriert damit auch ein starkes Plädoyer für mehr soziologische Expertise in wirtschaftspolitischen Debatten.

SCHELKLE verteidigt die Europäische Zentralbank und ihre Geldpolitik gegen eine allzu einfache, aber dennoch beliebte Kritik: Die EZB lege ihre geldpolitischen Maßnahmen für die Eurozone als Ganze fest, obwohl die in ihr versammelten Länder häufig divergierende Bedürfnisse hätten. Auch in der aktuellen Teuerungsepisode sieht man, wie sich die Inflationsraten je nach Mitgliedsland unterscheiden. So hatte beispielsweise Estland im August 2022 einen Anstieg der Lebenshaltungskosten von über 20 Prozent, Frankreich hingegen von nur 6,6 Prozent zu verkraften. Da die EZB die Kreditkosten nur insgesamt und für alle beeinflussen kann, ist es möglich und vielleicht sogar wahrscheinlich, dass ihre Maßnahmen manchen mehr helfen als anderen oder in manchen Volkswirtschaften sogar Schäden anrichten. SCHELKLE argumentiert, dass die Problematik dieser einheitlichen Geldpolitik erstens nicht der Eurozone eigen ist, sondern bereits für Nationalökonomien mit unterschiedlich schnell wachsenden Regionen gilt, und zweitens ein einheitliches Vorgehen als politischer Kompromiss gewürdigt werden muss – und deswegen nicht ohne Weiteres für flapsige Euroskepsis instrumentalisiert werden darf.<sup>12</sup>

Die politische Welt des Geldes ist also in Bewegung, und diese Bewegungen gehen weit über die Frage hinaus, wie scharf oder gelassen Schnabel und Lagarde auf die Rückkehr der Inflation reagieren, also wie schnell die Leitzinsen der Zentralbank in einer Teuerungsphase angehoben und wie lange sie hoch bleiben sollten. Der Anstieg der Lebenshaltungskosten ab 2022 traf wie gesagt auf Zentralbanken, die sich seit der Finanzkrise von 2008 – und noch einmal verstärkt durch die Corona-Pandemie ab 2020 – als potente Geldproduzenten gezeigt, die Unternehmens- und Staatsanleihen für gewaltige Summen aufgekauft und damit die Märkte konsequent und anhaltend mit frischen Zahlungsmitteln versorgt hatten (Abb. 3). Die damals noch moderaten Preisentwicklungen schufen den Spielraum für Zentralbanken, sich mit dieser freigiebigen Politik der Geldversorgung als Garanten der Finanzstabilität und – in der Pandemie – als Stützen der Staatshaushalte zu gerieren. Mit der Rückkehr der Teuerungsspiralen müssen sie nun ihre traditionelle Aufgabe der Inflationsbekämpfung und ihre neue Rolle als freigiebige Garanten für Finanzstabilität unter einen Hut bringen.

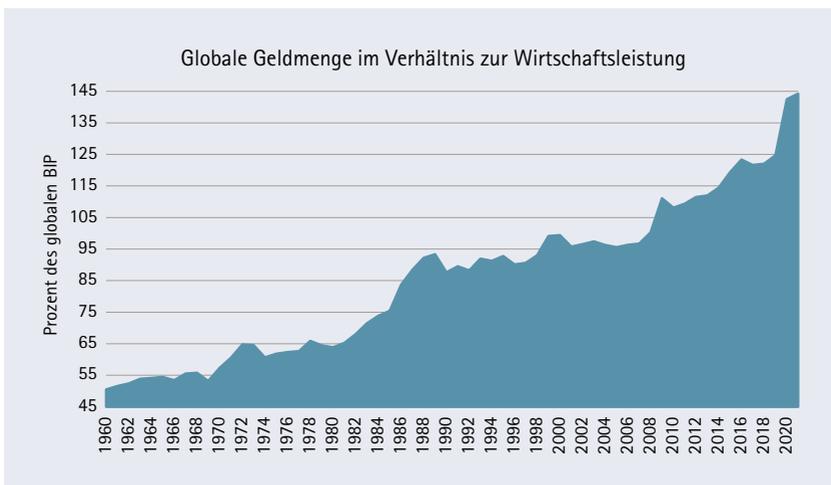
Allerdings hat die lange Phase so offensichtlicher Potenz dieser Schlüsselinstitutionen des Geldsystems auch neue Begehrlichkeiten geweckt: So wurden etwa – auch innerhalb der Zentralbanken – Forderungen laut, die Macht öffentlicher Geldschöpfung in den Dienst des ökologischen Wandels zu stellen, also „grüne Geldpolitik“ zu betreiben. Mit dieser Öffnung der Debatte um die

Ausrichtung und Gestaltungsmacht der Geldschöpfung wurden natürlich weitere Fragen angerissen, etwa die Fortsetzung des Einsatzes von Zentralbankgeld für das Aufkaufen von Staatsschuldpapieren und damit die Erleichterung von Fiskalausgaben. Nicht nur der Klimawandel, auch anhaltende Wachstumsschwächen in den Ökonomien des globalen Nordens und neuerdings auch intensivierte Sicherheitsinteressen im Zuge der russischen Aggression begründen einen Bedarf an staatlichen (Mehr-)Ausgaben. Warum, so könnte man im Angesicht unkonventioneller Zentralbankmaßnahmen in den vergangenen 15 Jahren ganz naiv fragen, kann die EZB die anfallenden Rüstungskosten nicht genauso mit Geldproduktion stützen, wie sie jahrelang private Investments gestützt hat? Das Tabu einer solchen „monetären Staatsfinanzierung“ bröckelt.<sup>13</sup>

Solche lang tabuisierten Instrumente verweisen auf die wachsende Unsicherheit ob des – traditionell scharf getrennten – Verhältnisses von Geld- und Fiskalpolitik. In ihrem Beitrag zeigt ISABEL FEICHTNER, wie die Abtrennung der Geldpolitik von der Haushaltspolitik (Fiskalpolitik) durch das Ideal der Unabhängigkeit der Zentralbank im öffentlichen Recht gerechtfertigt, rationalisiert und damit zementiert wird – und warum man genau diesen Zusammenhang auf den Prüfstand heben sollte. In diesem Sinne kommuniziert FEICHTNERS Beitrag mit denen CAROLIN MÜLLERS und JAKOB FEINIGS, die die öffentliche Geldschöpfung als politisches Thema ausloten und erklären. MÜLLER entfaltet, wie unterschiedlich sich die Geldordnung als politischer Gegenstand und als gesellschaftliche Gestaltungsaufgabe darstellt, je nachdem ob man klassisch liberale ökonomische Perspektiven anlegt, die den Diskursraum Geldpolitik seit Langem dominieren, oder ob man heterodoxe Beiträge aus Ökonomik und Sozialwissenschaften bemüht, die auf Basis empirischer Befunde und ideologiekritischer Rekonstruktion diese Denkdominanz aufzubrechen versuchen. FEICHTNER demonstriert, dass das öffentliche Recht auf Basis orthodoxer Annahmen über das Geld, die aus eben jener liberalen Theorietradition stammen, ein Demokratiedefizit der monetären Ordnung institutionalisiert und verteidigt hat. Dieses Defizit, so FEICHTNER, komme insbesondere in Zeiten drängender sozio-ökologischer Wandlungs- und Finanzierungsbedarfe zum Tragen und gehöre so gesellschaftlich (zunächst) besprochen und (anschließend) verändert. FEINIG schließlich veranschaulicht an historischen Beispielen bereits erprobte und geliebte Alternativen, in denen Gemeinschaften die Produktion und Verteilung des Geldes nicht als technisches Abstraktum verdrängt, sondern als kollektive Aufgabe debattiert und entschieden haben. Sein Beitrag ist ein starkes Plädoyer für mehr öffentliche Kontrolle über die Geldschöpfung.

Betrachtet man die Entwicklung der Geldversorgung in einem längeren Zeitraum zeigt sich eine folgenreiche Dynamik. Private Geschäftsbanken produzieren seit Jahrzehnten mehr oder weniger autonom von den Vorgaben der Zentralbank eigenes Geld – das sogenannte Giralgeld auf dem ganz normalen Girokonto – im operativen Geschäft, wenn sie Kredite vergeben oder Vermögenstitel erwerben. Zentralbanken kontrollieren nicht, wie viel Geld auf die Märkte kommt – das ist, wie man von niemand Geringerem als der Deutschen Bundesbank lernen kann, zwar regulatorisch gerahmt, letztendlich aber der Nachfrage nach Geld und dem „Gewinnmaximierungskalkül“<sup>14</sup> des Privatsektors überlassen. Insbesondere durch den Abbau von Kreditkontrollen und anderen Begrenzungs- und Steuerungsmaßnahmen für die private Kreditvergabe seit den späten 1970er-Jahren steigt die Geldmenge nicht nur kontinuierlich an (und das trotz langfristig sinkender Inflationsraten), sondern sie vermehrt sich auch schneller als die Wirtschaft wächst und damit der allgemeine Wohlstand zunimmt (Abb. 4). Wie Studien zeigen, schöpfen Geschäftsbanken anteilig weniger Geld für produktive Investments und immer mehr für den spekulativen

► Abb. 4 Die Geldversorgung wächst schneller als die Wirtschaft



Zu sehen ist das Verhältnis der global verfügbaren Geldmenge zur weltweiten Wirtschaftsleistung. Konkret sieht man hier den Indikator „Broad Money to GDP“ aus der Datenbank der Weltbank, der Bankguthaben, Bargeld, Termin- und Sparguthaben sowie Reiseschecks und dergleichen umfasst. Die Summen werden als Prozentanteil der globalen Wirtschaftsleistung (Bruttoinlandsprodukt) darstellt. *Quelle:* Weltbank

Handel mit Vermögenswerten wie Aktien und – vor allem – Immobilien.<sup>15</sup> Diese geldschöpfungsfinanzierten Steigerungsspiralen haben Auswirkungen auf die Stabilität des Geld- und Finanzwesens und verstärken die Einkommens- und Vermögensungleichheit. Kritiker:innen scheint es deswegen notwendig, die Verfahren und Privilegien der Geldschöpfung politisch neu zu verhandeln und zu reorganisieren. Die drei zuletzt genannten Beiträge nehmen diesen wichtigen Debattenstrang explizit auf: CAROLIN MÜLLER erklärt, wie die Machtgewinne privater Geldschöpfer und die Verteufelung öffentlicher Geldschöpfung theoretisch legitimiert wurden – wie also Ideen von Geld und politische Rechtfertigungsmuster zusammenhängen. ISABEL FEICHTNER arbeitet systematisch heraus, wie das öffentliche Recht in Deutschland einen Keil zwischen gesellschaftlichen Ansprüchen an die Steuerung der Geldschöpfung und die Arbeitsweise und Freiheitsgrade des Bankensystems geschlagen hat – alles im Namen der Freiheit –, und sie deutet an, wie es anders gehen könnte. Auch JAKOB FEINIG führt uns Alternativen vor Augen, und zwar historische: Er berichtet aus seiner Forschung zur Geldgeschichte der nordamerikanischen Kolonien und deren zahlreichen Initiativen, Geldschöpfung in den Dienst kollektiver Ziele zu stellen.

Doch nicht nur die Rückkehr der Inflation, die geldpolitische Abhängigkeit des Finanzsystems und die ökonomisch und sozial destabilisierende Geldschöpfung führen zum Befund einer Geldpolitik in Bewegung: Neue Zahlungsmittel betreten die Bühne und fordern traditionelle Geldformen heraus. Die Digitalisierung verdrängt das Bargeld, Kryptowährungen wie Bitcoin bieten sich als neue private und globale Alternative zu klassischen Währungen an und werden seit Kurzem von staatlicher Seite teils massiv attackiert, teils bereitwillig empfangen. El Salvador (2021) und die Zentralafrikanische Republik (2022) haben Bitcoin (vorübergehend) zum gesetzlichen Zahlungsmittel erklärt, USA, EU und China haben begonnen, das Schürfen (*mining*) von und den Handel mit Kryptovermögen einzuschränken. Auch die Pläne des Facebook-Konzerns Meta, mit „Diem“ (zuvor: „Libra“) eine eigene, weltweit verfügbare Privatwährung herauszubringen, haben nationalstaatliche Souveränitätsreflexe provoziert, die das Projekt wohl vorerst beerdigt haben. Nichtsdestotrotz ergänzen und unterlaufen privatwirtschaftliche Anbieter immer wieder die traditionellen Infrastrukturen des Zahlungssystems, auch weil ihre Angebote vielfach attraktiver erscheinen als jene der konventionellen Geldordnung. FLORIAN KERN nimmt diese Erwartungen einer kryptografischen Zukunft des Geldes und der Geldpolitik in seinem Beitrag kritisch unter die Lupe. Er vergleicht

systematisch die Funktionsweise unseres gegenwärtigen „Fiat-Standards“, eine Geldordnung, die auf letztendlich staatlich gestützte, aber an sich wertlose Zeichen als Zahlungsmittel setzt, mit den Hoffnungen, die vielfach im Hinblick auf algorithmisch gesteuerte Digitalgelder wie Bitcoin gesetzt werden – häufig, so KERN, zu Unrecht.

Oft bleibt nicht nur auf den ersten Blick unklar, ob es sich bei den unzähligen Initiativen auf diesem Krypto-Markt um neue Spekulationsobjekte, Schneeballoperationen zur Generierung von Einnahmen oder wirklich neue Geldformen handelt – in jedem Fall sind Regulationsbehörden und Gesetzgeber gut beraten, hier zu beobachten und zu gestalten, also: Geldpolitik zu betreiben. Über 100 Länder weltweit reagieren auf die digitale Konkurrenz und die abnehmende Nachfrage nach dem guten alten Papier- und Münzgeld mit Plänen für digitales Zentralbankgeld (sogenannte Central Bank Digital Currencies, CBDCs), das der Idee nach als eine Art virtuelles Bargeld die althergebrachte Brieftasche zum Auslaufmodell werden lassen könnte. Elf Länder haben im Sommer 2023 bereits eigene CBDCs herausgegeben, etwa Nigeria (eNaira), die Bahamas (SandDollar) oder Jamaica (JAM-DEX), mehr als 20 haben Pilotprojekte mit begrenztem Zugang gestartet, etwa China (e-Yuan), Russland (Digitaler Rubel) oder Indien (Digitale Rupie). Die Europäische Kommission und die EZB haben im Sommer 2023 die Intensivierung der Arbeiten am Digitalen Euro angekündigt.

Weil durch solche über das Internet direkt zugänglichen Währungen der bisher auf den globalen Märkten übliche Umweg über den US-Dollar und das US-Bankensystem – der US-Dollar wird für die Abwicklung der allermeisten globalen Geschäfte verwendet – nicht mehr alternativlos ist, sehen viele Beobachter:innen in den (privaten und öffentlichen) Digitalwährungen auch Triebkräfte zur Neugestaltung der internationalen Geldordnung. Die mutmaßliche Erosion der globalen Dominanz des US-Dollars verschärfte sich jüngst durch den „Finanzkrieg“ (Adam Tooze) gegen Russland und gab Prognosen und Spekulationen einer bevorstehenden Regionalisierung der Weltwirtschaft Auftrieb. ANDREA BINDER ordnet diese Erwägungen in eine Konfliktgeschichte des US-Dollars als Weltgeld ein, die zwei Pointen setzt: Die Geschichte des US-Dollars (und auch die Zukunft internationaler Zahlungsbeziehungen) ist eng verflochten mit dem Thema Energiegewinnung. Der Aufstieg des US-Dollars zur weltweit wichtigsten Handels- und Reservewährung, so ihre These, hängt mit dem Zeitalter fossiler Energieträger zusammen, weswegen man seine Zukunft auch im Hinblick auf die Energiewende betrachten muss. Geldpolitik

und Energiepolitik fließen ineinander. Außerdem lenkt BINDER unsere Aufmerksamkeit auf private Akteure. Euro oder US-Dollar werden nämlich keineswegs nur von der EZB oder der US-amerikanischen Federal Reserve Bank (Fed) produziert (oder von Geschäftsbanken in den jeweiligen Ländern), sondern auch von Finanzfirmen in anderen Ländern, zum Beispiel in Steueroasen. Die Thematisierung dieser „Offshore“-Geldproduktion gerade der Weltreservewährung US-Dollar, so zeigt es BINDER, ist für ein Verständnis der Geopolitik des Geldes und ihrer Zukunft entscheidend.<sup>16</sup>

Die Geopolitik des Geldes ist auch in einem weiterem Feld in Bewegung: Als Länder wie die USA und die Staatengemeinschaft der Europäischen Union wegen des russischen Einmarschs in die Ukraine als Sanktionen die Abkopplung des Angreifers von den internationalen Zahlungsströmen und das „Einfrieren“ der Währungsvermögen der russischen Zentralbank beschlossen, schlugen Finanzexpert:innen und Politikspezialist:innen Alarm: Die internationale Geldordnung werde durch diese Militarisierung eigentlich neutraler Infrastrukturen des Welthandels brüchig – Geldpolitik im Sinne der Organisation von Zahlungsbeziehungen zwischen souveränen Nationen geriet in Bewegung. AARON SAHR versucht sich in seinem Beitrag an einer geldsoziologischen Reflexion und Einordnung dieser Maßnahmen und stellt heraus, was aus seiner Sicht durch die „monetäre Kriegsführung“<sup>17</sup> in Gefahr gerät: der monetäre Friede, basierend auf einer notwendigen Fiktion der Objektivität von Zahlungsverprechen.

Behäbig wachsender Wohlstand bei steigenden Geldmengen und zunehmender Ungleichheit, die anhaltende Abhängigkeit der Finanzmärkte von der Versorgung durch die Zentralbank, die Forderungen nach einer „grünen Geldpolitik“ in Zeiten der Rückkehr der Inflation bei gleichzeitig enormem öffentlichen Geldbedarf wegen pandemischer, militärischer oder klimatischer Notlagen, das Auftreten neuer digitaler Konkurrenten traditioneller Währungen und die Bruchlinien monetärer Geopolitik – all das fordert ein Nachdenken über die Bausteine unserer Geldordnung. Und das geht nicht ohne eine Vermessung und Evaluation des Politikfeldes Geldpolitik, seiner institutionellen Ordnung und der in ihm verhandelten und ergriffenen Maßnahmen und Möglichkeiten. Die beginnenden, sich entfaltenden oder womöglich nur vermeintlichen Kontinentalverschiebungen der politischen Welt des Geldes stellen die demokratische Öffentlichkeit vor wichtige Entscheidungen, die aber als solche abseits spezialisierter Zirkel kaum bis gar nicht aufgeworfen und verhandelt werden. Während also unter Insider:innen und Expert:innen immer hitziger werdende Auseinandersetzungen über die Gestaltung der politischen Zukunft des Geldes

geführt werden, in denen konkurrierende Entwicklungspfade, Risiken und Chancen abgewogen werden, die uns alle betreffen, erreichen monetäre Themen und Argumente in der breiten Öffentlichkeit oft nicht die Aufmerksamkeit, die ihrer tatsächlichen Relevanz für demokratische Willensbildung entspräche. Dafür sind freilich einerseits unmittelbare Wissensdefizite verantwortlich: Wie eine repräsentative Befragung in Österreich zeigte (vergleichbare Daten liegen für Deutschland leider nicht vor), wird die Vorstellung, die man sich in der Allgemeinheit von der monetären Ordnung macht, durch Fehlinformationen und Unschärfen bestimmt. Etwa 68 Prozent der Befragten geht dieser Studie des Teams um den Grazer Soziologen Klaus Kraemer zufolge auch 50 Jahre nach dem Ende des Goldstandards von Bretton Woods 1973 noch davon aus, dass Guthaben durch Gold gedeckt seien, was nicht nur nicht stimmt, sondern auch verzerrte Erwartungen an und Einschätzungen von geldpolitischen Instrumenten bedingen dürfte. Während gut 80 Prozent der Befragten die Zentralbank außerdem richtigerweise als mit der Geldschöpfung beauftragte Institution identifizieren, wissen nur etwa zwölf Prozent, dass in unserem zweistufigen Bankensystem auch private Geschäftsbanken in ihrem operativen Geschäft neues Geld schöpfen.<sup>18</sup>

Neben Wissensdefiziten haben wir es andererseits aber auch mit einer Verengung gesellschaftlicher Diskurse und Gesprächsriten auf Geldpolitik im engeren Sinne (*monetary policy*) zu tun, die eine Debatte über grundsätzliche Fragen zur Gestaltung der monetären Ordnung – Geldpolitik im weiteren Sinne (*monetary politics*) – wenigstens erschwert, wenn nicht gar verhindert. In der kritischen politischen Ideengeschichte und in der Sozialforschung wird diese Problematik unter Stichworten wie „Entdemokratisierung“ oder „Depolitisierung“ des Geldes diskutiert, JAKOB FEINIG spricht in diesem Band sehr treffend von einer monetären „Sprachlosigkeit“, die es zu überwinden gilt.<sup>19</sup> Gründe dafür gibt es genug: Wie die aufgerufenen tektonischen Verschiebungen zeigen und die kritischen Einwürfe der versammelten Beiträge unterstreichen, umfasst der politische Charakter des Geldes stets mehr als das enge Aufgabenprofil einer unabhängigen Fachbehörde. Geldpolitik ist – vergleichbar mit den Feldern Energie-, Verkehrs- oder Sozialpolitik – der Name sowohl für ein komplexes Gefüge aus Akteur:innen und Institutionen als auch für ein Konfliktfeld, in dem widerstreitende gesellschaftliche Interessen verhandelt und Machtverhältnisse verändert oder reproduziert werden. Genauso, wie wir uns im Feld der Verkehrspolitik gesellschaftlich darüber austauschen, wie die Mobilität der Zukunft aussehen soll und kann, geht es im Feld der Geldpolitik um die

Gestaltung der Institutionen, Regeln und Prozesse des Geldes – und natürlich ihrer Grenzen. In der Geldpolitik wird ausgehandelt, zu welchem Preis, zu welchen Konditionen, in welcher Form und in welchem Umfang von wem und für wen Zahlungsmittel bereitgestellt und wie sie funktional stabilisiert werden. Die tektonischen Spannungen und Bewegungen unserer Geldordnung fordern eine kritische Reflexion und gesellschaftliche Diskussion eingespielter geldpolitischer Erwartungen und Instrumente, weil sie das Zusammenleben in unserer Gesellschaft im Kern betreffen.

Der vorliegende Band soll ein Beitrag dazu sein, die Voraussetzungen für eine solche gesellschaftliche Auseinandersetzung zu schaffen. Um sowohl die Lektüre der folgenden Beiträge als auch den Einstieg in geldpolitische Debatten insgesamt zu erleichtern, beginnt das Buch im Anschluss an diese Einleitung mit einem einführenden Glossar von LUCA KOKOL und FLORIAN SCHMIDT, das sich darum bemüht, zentrale Vokabeln und Begrifflichkeiten nicht in einer technischen, sondern in einer politischen Sprache vorzustellen.

## Anmerkungen

- 1 Philip Fabian / Benedikt Weimer / Kai Franzke Jr. / Martin Wiegers, Geld: Notenbankerin Isabel Schnabel ist Inflation zu niedrig, 1.12.2021, <https://www.bild.de/geld/wirtschaft/politik-inland/trotz-30-jahres-hochs-maechtigster-geldpolitikerin-ist-inflation-zu-niedrig-78394794.bild.html>, abgerufen am 6.6.2022.
- 2 Johannes C. Bockenheimer, Neuer Chef der Bundesbank – Herr Nagel, stoppen Sie die Hammer-Inflation!, 20.12.2021, <https://www.bild.de/geld/wirtschaft/wirtschaft/neuer-chef-der-bundesbank-herr-nagel-stoppen-sie-die-hammer-inflation-78603438.bild.html>, abgerufen am 6.6.2022.
- 3 Geldpolitik, <https://de.wikipedia.org/wiki/Geldpolitik>, abgerufen am 6.6.2023.
- 4 Geldpolitik, <https://www.bpb.de/kurz-knapp/lexika/lexikon-der-wirtschaft/19456/geldpolitik>, abgerufen am 21.6.2023, laut dortigen Angaben basierend auf Duden Wirtschaft von A bis Z: Grundlagenwissen für Schule und Studium, Beruf und Alltag, Mannheim, 6. Auflage 2016.
- 5 Warum ist die EZB unabhängig?, [https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/ecb\\_independent.de.html](https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/ecb_independent.de.html), abgerufen am 21.6.2023.
- 6 Christine Desan, Über die Verfasstheit des Geldes. Die Produktion der modernen Welt und die Gestaltung von Geld, in: *Mittelweg* 36, 18 (2019) 3–4, S. 103–130.
- 7 Im Englischen gibt es die gebräuchliche Formulierung „too much money chasing too few goods“.
- 8 J. Bradford de Long, The Triumph of Monetarism?, in: *Journal of Economic Perspectives*, 14 (2000) 1, S. 83–94; Benjamin Braun, Speaking to the People? Money, Trust, and Central Bank Legitimacy in the Age of Quantitative Easing, in: *Review of International Political Economy*, 23 (2016) 6, S. 1064–1092.
- 9 Siehe dazu auch die Rekapitulation der sich verändernden Bedeutung der Geldmenge für die Arbeit der Zentralbank im Hinblick auf Preisstabilität im Monatsbericht der Deutschen Bundesbank vom Januar 2023 (Jahrgang 75, Ausgabe 1, S. 15–53).

- 10 Siehe auch Leon Wansleben, *The Rise of Central Banks, State Power in Financial Capitalism*, Cambridge, Massachusetts 2023.
- 11 Die damals vor allem, aber nicht nur, in Bezug auf Griechenland im Raum stehende Vorstellung war, dass einige Mitgliedsländer der Eurozone ihre Situation nur dann in den Griff bekommen würden, wenn sie wieder eine eigene Währung einführen, die sie gegen den Euro abwerten könnten. Die Maßnahmen der EZB drückten die Refinanzierungskosten der Staatsschulden, indem sie durch ihr Kaufversprechen hohe Zinsaufschläge für finanziell unsichere Mitgliedsländer verhinderte.
- 12 Siehe dazu auch Waltraud Schelkle, *The Political Economy of Monetary Solidarity, Understanding the Euro Experiment*, Oxford, United Kingdom 2017.
- 13 Siehe dazu beispielhaft den Umstand, dass das Verhältnis geldschöpfender Zentralbanken und Fiskalausgaben auch in etablierten Institutionen wie dem Internationalen Währungsfonds wieder evaluiert wird: Damiano Sandri / Itai Agur / Damien Capelle / Giovanni Dell’Ariccia, *Monetary Finance, Do not Touch, or Handle With Care?*, International Monetary Fund, Washington, D.C. 2022.
- 14 Deutsche Bundesbank, Monatsbericht April 2017, <https://www.bundesbank.de/de/publikationen/berichte/monatsberichte/monatsbericht-april-2017-665284>, abgerufen am 6.6.2022, S. 23.
- 15 Vgl. Aaron Sahr, *Keystroke-Kapitalismus. Ungleichheit auf Knopfdruck*, Hamburg 2017.
- 16 Andrea Binder, *Offshore finance and state power*, Oxford 2023.
- 17 Aaron Sahr, *Monetäre Kriegsführung*, in: *Aus Politik und Zeitgeschichte*, (2022) 18–19, S. 40–45.
- 18 Klaus Kraemer / Luka Jakelja / Florian Brugger / Sebastian Nessel, *Money Knowledge or Money Myths? Results of a Population Survey on Money and the Monetary Order*, in: *European Journal of Sociology / Archives Européennes de Sociologie*, 61 (2020) 2, S. 219–267.
- 19 Zur „Entdemokratisierung“ oder „Depolitisierung“ des Geldes siehe etwa Stefan Eich, *The Currency of Politics. The Political Theory of Money from Aristotle to Keynes*, Princeton 2022; Jakob Feinig, *Moral Economies of Money, Politics and the Monetary Constitution of Society*, Stanford, California 2022; Aaron Sahr, *Die monetäre Maschine. Eine Kritik der finanziellen Vernunft*, München 2022.



# Die Sprache der Geldpolitik

## Ein einführendes Glossar

Geldpolitik gilt, im Gegensatz zu anderen Politikbereichen, häufig als Sache von Expert:innen. Dabei nehmen wir alle täglich am Geldverkehr teil. Doch die Alltagserfahrung der Geldverwendung, zum Beispiel an der Supermarktkasse, bietet wenige Einsichten in die Finanzierung von Staatshaushalten oder die Regulierung von Bankenkrediten. Darüber hinaus besteht die Sprache der Geldpolitik aus Begriffen, die unverständlich und unzugänglich erscheinen. Es ist die Sprache der Wirtschaftswissenschaft. Derivate, Reserven, Quantitative Lockerung, Zentralbank-Swaps – derart technische Begriffe laden nicht gerade zur Diskussion ein. Dass die wirtschaftlichen und monetären Prozesse, die solche Begriffe beschreiben sollen, soziale und daher grundsätzlich veränderbare Prozesse sind, gerät hinter diesem Jargon leider allzu oft in Vergessenheit. Das folgende Glossar bietet zwar keine hinreichende Einführung in die Geldpolitik, erklärt aber eine Auswahl in diesem Band vorkommender geldpolitischer Begriffe auf eine Weise, die ihnen den autoritativen Anschein nimmt, die Unstrittenheit ihrer Beschreibungen oder der beschriebenen Phänomene aufzeigt und somit zur Mitsprache ermuntern soll.

- **Banken:** Das Geld, das wir heute kennen und verwenden – Münzen, Scheine, Kontoguthaben – wird von zwei verschiedenen Typen von Banken, wie es fachlich heißt: emittiert, also produziert und bereitgestellt: Zentralbanken und privaten Geschäftsbanken (Deutsche Bank, Postbank, Hamburger Sparkasse etc.). Banken sind also als Produzenten unseres Geldes und Abwickler des unbaren Zahlungsverkehrs die Schlüsselspieler und der Kern der „Infrastruktur“ Geld. Die Zentralbank bringt das Bargeld und die unbaren → *Einlagen* von Geschäftsbanken, ausländischen Zentralbanken und Regierungen

als → *Verbindlichkeiten* in Umlauf. Geschäftsbanken emittieren die von uns verwendeten Giro- und Sparkonten als Verbindlichkeiten. Siehe auch die Einträge zu → *Geldformen* und → *Geldschöpfung durch Kreditvergabe* sowie → *Schattenbanken(-system)*.

- **Bilanzgeschäfte:** Ein- und Ausbuchen von Vermögen oder → *Verbindlichkeiten* in eine Bilanz, in unserem Kontext hier: Bankbilanz. Bilanzen sind schlichte Tabellen, in deren linker Spalte man die Vermögenswerte eines Unternehmens, in diesem Fall einer Bank, und in deren rechter Spalte die Zahlungsverpflichtungen, also die Verbindlichkeiten, notiert. Die Differenz von Vermögen und Schulden bildet das Kapital, das in der rechten Spalte angegeben wird. Theoretisch könnte man das gesamte globale Finanzsystem als ein Netzwerk verschiedener Bilanzen, sprich Vermögensansprüche und Verbindlichkeiten darstellen. Siehe dazu die Einträge → *Geldschöpfung durch Kreditvergabe* und → *Quantitative Lockerung*.
- **Bitcoin:** → *Kryptowährungen*
- **Bretton-Woods-System:** → *Dominanz des US-Dollars*
- **Derivate:** Auf den → *Finanzmärkten* werden keine Güter gehandelt, sondern Zahlungsverprechen, also etwa Kredite und Wertpapiere von Privatpersonen, Unternehmen oder Staaten. Derivate sind eine besondere Form von Zahlungsverprechen, die in ihrer Grundform die Möglichkeit bieten, sich gegen Marktrisiken zu versichern. Zum Beispiel kann ein Bauer, der sich Sorgen macht, dass der Preis seiner Waren im nächsten Erntejahr fallen könnte, sich gegen dieses Risiko versichern, indem er die zukünftige Ernte heute schon zu einem festgelegten Preis verkauft. Dieser Preis liegt meistens unter dem aktuellen Schätzwert des jeweiligen Gegenstandes (etwa dem von Weizen), sodass der Bauer Abnehmer:innen finden wird. Durch einen sogenannten Derivatvertrag verkauft der Bauer sein Risiko, während die Abnehmerin das Risiko kauft, weil sie darauf wettet, dass sich der Markt zu ihren Gunsten entwickeln wird, Weizen im nächsten Jahr also teurer sein wird. Außerdem – und das ist von großer Bedeutung – kann sie den Derivatvertrag wiederverkaufen.

Derivate können verschiedene Formen annehmen: Die Grundform im Bauernbeispiel nennt sich *Forwards*. *Futures* sind nichts anderes als standardisierte *Forwards*, was ihren Handel an Börsen ermöglicht. *Options* verleihen die Entscheidungsfreiheit, den zugrunde liegenden Gegenstand zu einem gegebenen Zeitpunkt und einem vorab festgelegten Preis zu kaufen (*call option*), zu verkaufen (*put option*) oder eben auf beides zu verzichten.

*Swaps* tauschen Zahlungsströme, zum Beispiel zwischen einer risikoaffinen Person A, die langfristige und höhere Zinsen zahlen muss, und einer risikoaversen Person B, deren Zinsen variabel und dafür etwas niedriger sind. Person A würde lieber das Risiko variabler Zinsen eingehen, Person B würde lieber nachts ruhig schlafen können und erklärt sich für die Planungssicherheit bereit, ein höheres Zinsniveau hinzunehmen. Also vereinbaren die beiden einen Swap. Gemein ist den verschiedenen Derivatformen, dass sie Annahmen über die ungewisse Zukunft in handelbare Werte übersetzen. Das Risiko wird durch Derivate jedoch nicht gebannt, sondern in Form handelbarer Zahlungsversprechen lediglich vermarktet. Tatsächlich übertrifft der spekulative Gebrauch von Derivaten ihre Nutzung zur Risikoabsicherung um ein Vielfaches.

- **Devisen(-märkte):** Um grenzübergreifend Handel treiben zu können, benötigen Unternehmen und Staaten die Währungen aus den Staaten der jeweiligen Handelspartner. Die unterschiedlichen Währungen werden auf Devisenmärkten gehandelt. „Devisen“ bezeichnen zunächst alle Guthaben in einer ausländischen Währung. Je nachdem, wie stark die Nachfrage nach einer spezifischen Währung ist, steigt oder sinkt der relative Wert der jeweiligen Währung und damit auch der entsprechende Wechselkurs zu anderen Währungen.

Die Nachfrage nach einer Währung hängt von vielen Faktoren ab. Zum einen wirkt sich die Wirtschaftskraft des jeweiligen Währungsgebiets positiv auf die Nachfrage aus. So hat etwa der Renminbi mit dem ökonomischen Aufschwung Chinas an Wert gewonnen. Da ein wachsender Teil des Welthandels in Renminbi abgewickelt wird, steigt dementsprechend die Nachfrage nach Einlagen oder Anlagen in dieser Währung. Ein weiterer entscheidender Faktor bei der Bewertung von Währungen sind Erwartungen und Spekulation, also Annahmen darüber, wie sich die Wirtschaft eines Landes entwickeln wird. Wenn also an den Devisenmärkten das Gerücht umher geht, dass ein Staat in ökonomische Schwierigkeiten geraten könnte, kommt es womöglich zu einer selbsterfüllenden Prophezeiung. In dem Fall werden die jeweiligen Währungsreserven abgestoßen, ihre Nachfrage sinkt, sodass sich die Wechselkurse verschlechtern und es einem Staat erschwert wird, seine in US-Dollar gemachten Schulden zu tilgen.

Vulnerabel erscheint das internationale Devisengeschäft nicht nur gegenüber folgenreichen Spekulationen hinsichtlich ungewisser Zukünfte: Als → *Einlagen* im Ausland stellen Devisen Ansprüche gegen ausländische

Bankensysteme dar. Das sogenannte „Einfrieren“ von Devisenreserven, etwa der der Russischen Zentralbank nach dem Angriff auf die Ukraine, besagte nichts anderes, als dass die beteiligten Bankensysteme (vor allem die Europäische Zentralbank und die US-amerikanische Federal Reserve) die russischen Ansprüche nicht mehr akzeptieren würden. Eine Entscheidung, die den reibungslosen Fortbestand von Devisengeschäften als Handel international gültiger Zahlungsverprechen infrage stellt.

- **Dominanz des US-Dollars:** Die US-amerikanische Währung nimmt eine besondere Stellung in der Welt ein. Seit dem Zweiten Weltkrieg fungiert der US-Dollar als globale Reservewährung. Auf der Bretton-Woods-Konferenz 1944 wurde eine internationale Geldordnung verabschiedet, die vorsah, dass der US-Dollar zu einem festgelegten Kurs in Gold eintauschbar ist und alle anderen Währungen zu einem festgelegten Wechselkurs an den US-Dollar gebunden sind. Um den Wechselkurs aufrechtzuerhalten, benötigten die Zentralbanken US-Dollar-Reserven. Doch auch seit dem Zusammenbruch von Bretton Woods 1973 bleibt der US-Dollar globale Reservewährung: Laut Internationalem Währungsfonds macht er 60 Prozent aller Auslandsreserven weltweit aus (Stand: Q1, 2023).

Der Grund dafür ist, dass ein Großteil des weltweiten Handels in US-Dollar abgewickelt wird. Wer also am Handel teilhaben will, benötigt dafür höchstwahrscheinlich die US-amerikanische Währung. Weil Exporte in die USA und durch → *Kapitalmarktliberalisierung* erhoffte Kapitalzuflüsse oftmals nicht ausreichen, um den Bedarf an US-Dollar in einem Währungsraum zu decken, sondern US-Dollar in größerem Umfang abfließen (→ *Leistungsbilanz*), leihen sich Staaten vor allem aus dem Globalen Süden die notwendigen Dollar-Devisen. Sie nehmen also Dollarkredite auf.

Der mit US-Dollar abgewickelte weltweite Handel betrifft nicht nur Güter wie Rohöl, sondern auch Finanzprodukte wie Aktien. Die New Yorker Wall Street steht emblematisch für Finanzmarktgeschäfte, die in US-Dollar denominiert sind. An solchen Finanzmarktgeschäften können sich auch ausländische Akteur:innen und Institutionen beteiligen und beispielsweise US-amerikanische Aktien erwerben. Dafür benötigen sie US-Dollar, die von den entsprechenden Geschäftsbanken im Ausland bereitgestellt werden. Aus diesem Grund halten auch Geschäftsbanken außerhalb der Vereinigten Staaten Dollarreserven.

Einige Zentralbanken erhalten durch sogenannte Zentralbank-Swaps eine direkte Verbindung zur US-amerikanischen Zentralbank – der Federal

Reserve – und somit einen privilegierten Zugriff auf US-Dollar (zu Swaps siehe auch → *Derivate*). Auch wenn bereits in den 1960er-Jahren direkte Zahlungskonäle zwischen der Federal Reserve und ausländischen Bankensystemen errichtet wurden, können Zentralbank-Swaps als Erfindung im Zuge der Finanzkrise 2008 gelten. Damals mangelte es nicht nur Banken in den Vereinigten Staaten, sondern auch ausländischen Banken an US-Dollar. Die Federal Reserve beabsichtigte, jene Banken über den Weg der Zentralbank-Swaps mit Dollartransfusionen zu versorgen. Wie das englische Wort „swap“ andeutet, können ausgewählte Zentralbanken US-Dollar gegen ihre eigene Währung „tauschen“, ihrem jeweiligen Bankensektor die benötigten US-Dollar bereitstellen und ihn somit stabilisieren. Ein derart privilegierter Dollarzugriff wird jedoch nicht allen, sondern vor allem Zentralbanken der G7-Staaten zuteil.

- **Einlagen:** Mit Geld haben wir im Alltag vor allem als Kontostand bei einer Geschäftsbank zu tun, also mit einem Guthaben auf dem Spar- oder Girokonto. Wir wissen, dass dieses Guthaben nicht in Form eines Tresors voller Goldmünzen besteht. Aber was besitzen wir dann eigentlich genau? Bei Geld, von dem wir heute im Zusammenhang mit Geldpolitik reden, handelt es sich um Zahlungsverprechen. Wenn wir einen Kredit aufnehmen, versprechen wir die Rückzahlung eines Betrags zu einem festgelegten Termin, bei Einlagen verspricht uns wiederum die Bank, entsprechende Beträge (etwa für die Miete) an andere Banken zu überweisen oder in Form von Bargeld (→ *Zentralbankgeld*) auszusahlen. Kurzum, wir besitzen das Zahlungsverprechen der Geschäftsbank. Die Einlage stellt schließlich unser Vermögen in Form eines Anspruchs gegen die Geschäftsbank dar, auch Forderung genannt, die in der Bilanz der Bank dementsprechend als Schuld, das heißt als → *Verbindlichkeit* verbucht ist. In diesem Sinne besteht zumindest der größte Teil unseres Geldes aus Geschaftsbankschulden.
- **Eurobonds:** Wenn heutzutage von Eurobonds die Rede ist, wird die Möglichkeit gemeinsamer europäischer Staatsanleihen adressiert. Unterschiedliche Kreditkonditionen (etwa hohe Zinsen für Italien und niedrige Zinsen für Deutschland) würden durch gemeinsame Schuldpapiere eingegebenet. Lange vor der Gründung des Europäischen Währungssystems wurde mit Eurobonds etwas anderes bezeichnet, nämlich Anleihen in US-Dollar, die außerhalb der Vereinigten Staaten emittiert wurden. Historisch fand das vor allem in Europa statt, was den Eurobonds ihren mittlerweile irritierenden Namen gab.

- **Europäisches Währungssystem / Europäischer Währungsraum:** Man könnte meinen, dass das Europäische Währungssystem und der Europäische Währungsraum lediglich Synonyme sind. Tatsächlich beschreiben sie unterschiedliche Phasen der europäischen Integration. 1979 wurde zunächst das Europäische Währungssystem gegründet. Seine Geburt kann man als Reaktion auf das Ende des → *Bretton-Woods-Systems* und der damit einhergehenden Abschaffung der Golddeckung des US-Dollars sowie seines festgelegten Verhältnisses zu den Währungen der Teilnehmerstaaten verstehen. Auch ohne die Rückkopplung an den Goldwert gewann der US-Dollar weiter an Einfluss und behielt die einflussreichste Stellung in der internationalen Währungshierarchie. Um dieser US-amerikanischen Dominanz etwas entgegenzusetzen, etablierten die Staaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft (EWG) einen Wechselkursmechanismus zwischen ihren nationalen Währungen. Dieser legte mit etwas Spielraum die Wechselkurse fest und sollte somit starke Fluktuationen zwischen ihren Währungen verhindern.

Der Europäische Währungsraum, auch Währungsunion oder Eurozone genannt, wurde 1999 gegründet und überführte den gemeinsamen Wechselkursmechanismus in eine gemeinsame Währung: den Euro. Nun gaben zunächst elf Staaten ihre nationale Währung und damit verbunden auch ihre souveräne Geldpolitik auf, um sich unter der Eurozone zu verbinden. Durch die Gründung einer gemeinsamen Zentralbank (EZB) war die Entscheidungsgewalt hinsichtlich der Wechselkurse und Geldversorgung von nationalen Zentralbanken an eine supranationale Institution übergegangen. Ob die Einführung der Währungsunion einige ihrer Mitgliedstaaten bevorteilt und andere benachteiligt oder ob die allgemeinen geldpolitischen Vorteile überwiegen, wird seither debattiert.

- **Eurozone:** → *Europäisches Währungssystem / Europäischer Währungsraum*
- **Fiatgeld:** → *Geldformen*
- **Finanzmarkt, Geldmarkt, Kapitalmarkt:** Diese drei Begriffe bezeichnen keine klar unterscheidbaren „Orte“ oder Akteurskonstellationen, sondern eher verschiedene Formen von Finanzgeschäften, die teilweise von denselben Unternehmen oder Akteur:innen angeboten oder nachgefragt werden. Stets haben wir es dabei mit Zahlungsverprechen zu tun. Allgemein gesprochen treffen auf dem *Finanzmarkt* Akteur:innen auf der Suche nach Finanzierungsmitteln (Schuldner:innen) auf Anbieter von Finanzierungsmitteln (Gläubiger:innen); ebenso findet hier die Risikoabsicherung (oder

Spekulation) mit → *Derivaten* statt. Den Markt für kurzfristige Schuldpapiere (siehe auch → *Schattenbanken*) nennt man *Geldmarkt*, den Markt für langfristige Anleihen, etwa langfristige Staats- oder Unternehmensanleihen beziehungsweise Aktien, hingegen *Kapitalmarkt*.

- **Finanzzyklen / Kreditzyklen:** Finanzzyklen beschreiben Auf- und Abschwünge des Finanzmarkts, die sich etwa in erhöhter oder zögerlicher Verschuldungsbereitschaft (Kreditzyklen) abbilden. Finanzzyklen können also als die Konjunkturen der Finanzmärkte verstanden werden. Klassischerweise wird davon ausgegangen, dass Finanzzyklen mit den Konjunkturen in der Realwirtschaft zusammenhängen, wenngleich ihre Auf- und Abschwünge längere Zeiträume umfassen. Demnach repräsentieren Finanzkrisen nur Durchgangsstadien und der Finanzmarkt nähert sich – äquivalent zum Gütermarkt – einem Gleichgewichtszustand. Demgegenüber erkennen andere Denkschulen in der Wiederkehr von Krisen selbst eine Eigendynamik des Finanzmarkts. Auf solche finanzspezifischen Instabilitäten wies etwa der Ökonom Hyman Minsky hin. Er beschrieb, wie die Profiterwartungen und damit die finanzielle Risikoaffinität im Verlauf eines wirtschaftlichen Aufschwungs steigt. Je länger die letzte Krise her sei, desto sicherer fühlten sich Spekulant:innen und gingen immer größere finanzielle Risiken ein, bis es zu einem Crash komme. Von Minsky stammt die pointierte Aussage: „Solange eine Wirtschaft kapitalistisch ist, wird sie finanziell instabil sein.“<sup>1</sup>
- **Fiskalpolitik:** Wenn über Steuern oder Regierungsausgaben debattiert wird, dann geht es um Fiskalpolitik. Die ökonomische Lehre grenzt die Fiskalpolitik als Handlungsfeld von der Geldpolitik ab. Fiskalpolitik könne kurzfristige Zwecke verfolgen, Geldpolitik (verstanden als Entscheidung über den → *Leitzins*) solle möglichst langfristig orientiert sein. Folglich obliege Fiskalpolitik den gewählten Regierungen und Parlamenten, Geldpolitik den unabhängigen Zentralbanken. Die Praxis aber widerspricht einer scharfen Trennung: Immer wieder wirkt die Zentralbank als geldpolitischer Akteur auf die Regierung als fiskalpolitischen Akteur ein. Besonders markant wurde ein solches Einwirken, als der damalige Präsident der Europäischen Zentralbank Jean-Claude Trichet im Jahr 2011 dem italienischen Ministerpräsidenten Silvio Berlusconi dazu aufforderte, den geplanten Haushalt zu überarbeiten. Umgekehrt kann die Zentralbank durch Senkung der Leitzinsen das fiskalpolitische Vorhaben schuldenfinanzierter Mehrausgaben unterstützen. Zuletzt wird die scharfe Trennung von Geld- und Fiskalpolitik durch die Geschichte infrage gestellt: Dass sich Staaten verschulden und als

Schuldner durch die Erfindung der Zentralbanken besonders glaubwürdig erscheinen konnten, lag auch in ihrer einzigartigen Fähigkeit zur Steuereintreibung begründet. In ihrer Entstehung hingen geldpolitische und fiskalische Institutionen stets eng zusammen. Es spricht also einiges dafür, Fiskal- und Geldpolitik nicht voneinander zu separieren, sondern ihre Wechselwirkungen allgemeiner als Politik des Geldes zu begreifen.

- **Geldformen:** Wenn von Geldformen die Rede ist, kann damit sowohl auf unterschiedliche Emittenten (etwa Giralgeld, Zentralbankgeld) als auch auf materielle Eigenschaften des Geldes (etwa Goldbindung, Fiatgeld) verwiesen werden. Modernes Geld entsteht zunächst als besonderes Zahlungsverprechen, nämlich als Kredit (→ *Geldschöpfung durch Kreditvergabe*). Verschiedene Institutionen können Kredite vergeben. Aus den unterschiedlichen Legitimationsgraden der geldschöpfenden Institutionen ergeben sich unterschiedliche Geldformen, die sich hierarchisch darstellen lassen. Zentralbanken genießen als öffentliche Institutionen den höchsten Grad von Legitimität, → *Zentralbankgeld* stellt somit die sicherste Geldform dar. Es steht uns allerdings nur als Bargeld zur Verfügung, für die meisten Transaktionen (etwa Mietzahlungen) verwenden wir *Giralgeld*, also Geld, das als → *Einlagen* auf Girokonten liegt und von der Geschäftsbank per Knopfdruck hergestellt werden kann. Die Sicherheit weiterer Geldformen hängt vor allem davon ab, wie ihre Verbindung zum Zentralbankgeld geregelt ist und ob sie in Krisensituationen durch Zentralbankeingriffe stabilisiert werden können. → *Kryptowährungen* sind kein offizielles Geld, sondern entsprechen eher einer Anlagemöglichkeit, da sie nicht mit der Legitimität der Zentralbanken ausgestattet sind. Im Krisenfall können Kryptowährungen demzufolge auch nicht durch Zentralbankeingriffe stabilisiert werden.

Außerdem findet der Begriff „Geldformen“ im Hinblick auf die Frage Verwendung, woraus der Wert beziehungsweise inwieweit er sich auf den Wert eines bestimmten Stoffes bezieht. In diesem Sinne wird das Papier- und Bankgeld nach dem Ende des → *Goldstandards* als Fiatgeld bezeichnet, von lateinisch „fiat“, was so viel heißt wie „es werde“. Fiatgeld wird von öffentlichen und privaten Banken als → *Verbindlichkeit* emittiert, ohne dass diese Kontoeinträge auf etwas Materielles verweisen würden. Mitunter wird daher stoffwertloses Fiatgeld gern von stoffwertvollem Waren- oder Naturalgeld unterschieden; diese Unterscheidung ist aber umstritten.

- **Geldmarkt:** → *Finanzmarkt, Geldmarkt, Kapitalmarkt*

- **Geldmengensteuerung:** Karikaturen zum Thema Inflation zeigen gern Gelddruckmaschinen oder Geldscheinstapel. Was hier suggeriert wird: Die Preise steigen, weil die Geldmenge im Vergleich zu den produzierten Gütern wächst. Eine solche Ansicht wurde von der geldtheoretischen Schule des Monetarismus popularisiert. Ihr berühmtes Diktum besagt, dass Inflation immer und überall ein monetäres Phänomen sei, weil ein Anstieg des Preisniveaus (→ *Inflation*) immer durch einen entsprechenden Anstieg der Geldmenge erklärt werden könne. Nimmt man diesen simplen Wirkungszusammenhang zwischen Geldmenge und Inflation einmal hin, dann leuchtet die Behauptung, die Zentralbank könne die Inflation durch Geldmengensteuerung bekämpfen (oder eben anheizen), unmittelbar ein. Tatsächlich bekämpft die Zentralbank die Inflation aber nicht durch Geldmengensteuerung, sondern durch ihre Zinspolitik. Hinter dieser Zentralbankpolitik stehen zwei Annahmen: Erstens beeinflusst nicht direkt das Zentralbankgeld, sondern vielmehr das durch private Kreditvergabe geschöpfte Geld der Geschäftsbanken (→ *Geldschöpfung durch Kreditvergabe*) das Preisniveau. Zweitens kann die Zentralbank die Geldschöpfung der Geschäftsbanken weniger durch → *Mindestreservevorschriften* (also eine festgelegte Zentralbankgeldmenge, die Geschäftsbanken besitzen müssen) steuern, sondern durch die Definition jener Bedingungen, zu denen sich Geschäftsbanken Zentralbankgeld leihen können – kurz: durch den → *Leitzins*.

Die Geldmenge wird von der Zentralbank also nur indirekt beeinflusst. Darüber hinaus ist ein unmittelbarer Zusammenhang zwischen Geldmenge und Inflationsniveau keinesfalls zweifellos gegeben: Während der 2000er- und 2010er-Jahre etwa stieg die Geldmenge ohne nennenswerte Inflation. Die Inflationskarikaturen führen also in zweifacher Hinsicht in die Irre: Erstens können Zentralbanken die Geldmenge nicht direkt steuern. Und selbst wenn sie es könnten, ist damit zweitens noch nicht gesagt, dass sie die Inflation effektiver bekämpfen würden. Die öffentliche Wahrnehmung von Zentralbanken als Akteure an den Schalthebeln der Geldmengensteuerung und Inflationsschuldige lässt sich nicht zuletzt auf die historische Selbstdarstellung als ausschließliche Geldschöpfungsinstitutionen zurückführen.

- **Geldschöpfung durch Kreditvergabe:** Das Geld von Privatpersonen befindet sich – wenn nicht als Bargeld im Portemonnaie – größtenteils auf dem Bankkonto. Das sogenannte Giralgeld (→ *Geldformen*) existiert dort nicht als Gegenstand (etwa in Münzform), sondern als Eintrag in einer Bilanz.

Wenn die Geschäftsbank ihrer Kundin einen neuen Kredit gibt, dann trägt sie die verhandelte Summe in ihre Bilanz ein. Auf der Aktivseite der Bankbilanz steht das Rückzahlungsversprechen der Kundin (Forderung). Demgegenüber verpflichtet eine entsprechende → *Verbindlichkeit* die Bank dazu, der Kundin die vereinbarte Summe als Guthaben bereitzustellen. Die Bilanz der Kundin spiegelt die Bankbilanz: Ihre Passivseite hält die Verbindlichkeit gegenüber der Bank (also die Rückzahlung des Kredites) fest. Auf ihrer Aktivseite hingegen wird die neue → *Einlage* (Anspruch gegen die Bank) verzeichnet. Die Banken verschieben im Prozess der Kreditvergabe keine bestehenden Guthaben, sondern schaffen neues Guthaben auf Knopfdruck – das heißt, sie schöpfen Geld. Das Guthaben kann auch am Geldautomaten in Bargeld, also → *Zentralbankgeld* ausgezahlt werden. Geschäftsbanken müssen also in der Lage sein, ihren Kund:innen für dieses eigenständig geschöpfte Geld Zentralbankgeld, also Bargeld, auf Nachfrage zur Verfügung zu stellen.

Die fundamentale Bilanzoperation, die der privaten Geldschöpfung zugrunde liegt, lässt sich auch in der öffentlichen Geldschöpfung finden. Hierbei tritt der Staat als Kreditnehmer und die Zentralbank als kreditgebende Institution auf. Der Staat bietet Zentralbanken Staatsanleihen, also souveräne Zahlungsverprechen, an und erhält im Gegenzug neues Guthaben auf seinem Zentralbankkonto. Damit können Regierungen Ausgaben tätigen und das neu geschaffene Geld in Umlauf bringen. Die sogenannte direkte Monetarisierung, bei der eine Zentralbank die Anleihe der Regierung unmittelbar in die eigene Bilanz aufnimmt, ist in vielen Staaten zwar theoretisch möglich, aufgrund der rechtlich festgeschriebenen Zentralbankunabhängigkeit letztlich aber illegal. Eine indirekte Monetarisierung dagegen erfordert, dass Staaten nach privaten Gläubiger:innen für ihre Zahlungsverprechen suchen. Sollten Finanzmarktakteure Staatsanleihen erworben haben, können Zentralbanken sie dann im Gegenzug für Zentralbankgeld in ihre Bilanzen aufnehmen. In anderen Worten: Die Zentralbank schafft neues Geld, um souveräne Zahlungsverprechen direkt vom Staat oder indirekt über den Finanzmarkt zu kaufen. Damit Geld geschöpft werden kann, braucht es keine Goldminen oder Münzprägeanstalten, sondern letztlich nichts als Verschuldungsbereitschaft.

- **Giralgeld:** → *Geldformen*
- **Goldstandard:** Als Goldstandard wird eine Geldordnung bezeichnet, in der nationale Währungen zu einem fixierten Kurs in Gold eintauschbar sein

müssen. Zur Zeit des formellen Goldstandards (ungefähr 1880 bis 1914) hing die Geldschöpfung von der Verfügbarkeit des Edelmetalls ab. Eine solche Begrenzung der Geldschöpfung durch Metallbindung war historisch keinesfalls neu, ebenso wenig wie deren Aussetzung im Krisenfall. Immer wieder wurde der Goldstandard politisch debattiert: Entweder wurde er als „natürliche Ordnung“ verteidigt oder aber aufgrund des wachsenden Geldbedarfs, der unter seinen Bedingungen nicht erfüllt werden konnte, in Zweifel gezogen. Schließlich brach der Goldstandard im Angesicht der hohen Kosten, die der Erste Weltkrieg verursachte, zusammen. Heutzutage ist Geld nicht mehr an ein Edelmetall gekoppelt, sondern entsteht als Fiatgeld (→ *Geldformen*) per Kredit (→ *Geldschöpfung durch Kreditvergabe*).

- **Kapitalmarkt:** → *Finanzmarkt, Geldmarkt, Kapitalmarkt*
- **Kapitalmarktliberalisierung:** Vorangestellt sei, dass die mit dem Stichwort Kapitalmarktliberalisierung bezeichneten Prozesse sich nicht nur auf den Kapitalmarkt im engeren Sinne, also den Markt für langfristige Anleihen (→ *Finanzmarkt, Geldmarkt, Kapitalmarkt*), beziehen, sondern in einem anderen, etwas weiteren Sinne auf alle möglichen Formen der Kapitalinvestitionen. Man stelle sich nun Volkswirtschaften wie nebeneinanderstehende Wasserbecken vor. Die Kapitalmarktliberalisierung verspricht, durch den Abbau von staatlichen Kontrollen die Schleusen für internationale Kapitalzuflüsse zu öffnen und so einen Abfluss von angestauten Geldmitteln dorthin zu ermöglichen, wo sie am ehesten gebraucht werden. Mit dem Bretton-Woods-System (→ *Dominanz des US-Dollars*) ließ man in den frühen 1970er-Jahren auch die Kapitalverkehrskontrollen kollabieren. Internationale Kapitalflüsse sollten nicht zuletzt dafür sorgen, dass Regierungen und privatwirtschaftliche Akteure auch ausländische Bankkredite oder Direktinvestitionen erhalten konnten – Kapital durfte aus anderen „Becken“ herbeifließen. Die hinter dem Abbau der Kontrollen stehende Annahme war, dass in offenen Märkten alle Beteiligten durch Kooperation profitieren. Offene Schleusen hatten aber nicht – wie in der Wasserbecken-Metapher – nur ausgleichende Effekte, sondern brachten gleichsam die Gefahr des Kapitalabflusses oder gar der finanziellen Austrocknung mit sich. So sahen sich die Ökonomien fortan in einem Unterbietungswettbewerb: Je geringer die finanzrechtlichen Auflagen in einer Volkswirtschaft, desto größer sei die Aussicht auf Kapitalzufluss. Folgt man diesem Imperativ der Kapitalmarktliberalisierung, hat sich Regierungshandeln an den Präferenzen

von Finanzakteuren auszurichten. Wenn der Staat nicht länger die Kapitalströme kontrolliert, disziplinieren die Kapitalströme den Staat.

- **Kontrazyklische Kreditvergabe:** → *Lender of last resort*
- **Kreditgeber letzter Instanz:** → *Lender of last resort*
- **Kryptowährungen:** „Was wir brauchen, ist ein elektronisches Zahlungssystem, das auf kryptografischen Beweisen statt auf Vertrauen basiert und es zwei beliebigen Parteien ermöglicht, direkt miteinander zu handeln, ohne dass eine vertrauenswürdige dritte Partei erforderlich ist.“<sup>2</sup> So heißt es in dem berühmten Whitepaper von Satoshi Nakamoto (anonym), das als Gründungsdokument der prominenten Kryptowährung Bitcoin gilt. In diesem kurzen Zitat wird sowohl die Technologie hinter dieser und anderen selbsternannten Kryptowährungen als auch deren gesellschaftspolitische Vision dargelegt. Die Technologie lässt sich vereinfacht als dezentrale Form der verschlüsselten Protokollierung von Transaktionen bezeichnen. Es gibt nicht länger zentrale Orte der Speicherung – etwa Kontostände bei Geschäftsbanken –, sondern alle teilnehmenden Akteur:innen sind zugleich auch Protokollant:innen der anonymisierten Transaktionen. Die Schöpfung von Kryptowährungen orientiert sich an metallistischen Geldordnungen: Anders als Fiatgeld (→ *Geldformen*) sollte etwa der Bitcoin nicht per Knopfdruck hergestellt werden können, sondern durch die rechnerische Lösung von kryptografischen Aufgaben, deren Komplexität bis zur Unlösbarkeit steigt und die Menge des Bitcoins schließlich begrenzt. Dieser elektronische Produktionsprozess wird in Anlehnung an „goldene Zeiten“ (→ *Goldstandard*) „Schürfen“ (englisch: *mining*) genannt.

Die gesellschaftspolitische Vision von Kryptowährungen zielt darauf ab, dritte Parteien wie Banken und staatliche Autorität obsolet werden zu lassen. Das Kryptoprojekt soll vielmehr durch Dezentralität und Partizipation verwirklicht werden. Allerdings hat sich das Projekt eines digitalen, dezentralen und partizipativen Zahlungssystems in ein Finanzobjekt verwandelt, dessen Schöpfung und Handel derartige Rechenkapazitäten erfordert, dass sie nur noch von industriellen, energieintensiven Rechenzentren übernommen werden können. Als Zahlungsmittel ohne Zentralbankdeckung finden Kryptowährungen nur im toten Winkel des Staates Anwendung – was unter autokratischen Regierungen emanzipativ wirken mag, in demokratischen Ländern jedoch auch die Finanzierung illegaler Aktivitäten ermöglicht. Kryptowährungen sind keine Währungen, nicht einmal Geld, sondern Vermögenswerte.

- **Inflation:** Inflation bedeutet zunächst ganz einfach, dass viele Unternehmen ihre Preise erhöhen. Dafür können sie verschiedene Gründe haben: ein durch plötzliche Verknappung verursachter Kostenschok in der Produktionskette (wie im Fall der Gaskrise ab Februar 2022) oder die Antizipation gesellschaftlicher Akzeptanz von Preiserhöhungen. Der sogenannte Verbraucherpreisindex bildet monatlich die Preise verschiedenster Güter und Dienstleistungen ab. Die Inflationsrate beschreibt seine Veränderung. Da der Verbraucherpreisindex Preisentwicklungen aggregiert, besteht die Gefahr der irreführenden Verallgemeinerung sektoral spezifischer Teuerungen (etwa im Energiesektor). Zur Illustration: Vorausgesetzt wird, dass es in einer Wirtschaft nur vier Güter- und Dienstleistungskategorien (etwa Energie, Lebensmittel, Textilien und Mobilität) gibt, deren Preise jeweils zu einem Viertel in den Verbraucherpreisindex einfließen. Eine fünfprozentige Inflation könnte nun entweder eine gleichmäßige fünfprozentige Teuerung in allen Kategorien bedeuten oder aber, dass die Preise etwa in der Textilwirtschaft um 20 Prozent gestiegen, in den anderen Wirtschaftsbereichen jedoch konstant geblieben sind. Die Auswirkungen der beiden Szenarien auf die Konsument:innen unterscheiden sich erheblich: In dem ersten Fall sinkt die Kaufkraft mit Hinblick auf die Güter aus allen Wirtschaftsbereichen, im zweiten Fall jedoch nur mit Hinblick auf eine Kategorie (beispielsweise Textilien). Daran sehen wir, dass Inflation keinesfalls gleichbedeutend mit Geldentwertung durch Geldmengenwachstum sein muss (siehe auch → *Geldmengensteuerung*). Der Unterschied zwischen den Szenarien ist vor allem für die Wahl der Inflationsbekämpfung relevant. Wenn die Gründe für den Inflationsanstieg nämlich sektoral bedingt sein sollten, erscheint eine allgemeine Form der Inflationsbekämpfung – etwa die Erhöhung des → *Leitzinses* zur Drosselung einer „überhitzten“ Wirtschaft – fragwürdig.
- **Inflationsziel:** Eine Aufgabe von Zentralbanken ist es, die Preise stabil zu halten. Damit ist jedoch nicht gemeint, dass die Preise sich gar nicht bewegen dürfen. Tatsächlich definieren die Europäische Zentralbank und viele andere Zentralbanken Preisstabilität als geringfügigen Preisanstieg von meist knapp unter zwei Prozent. Das Inflationsziel legt also nicht nur fest, wie hoch die Preise steigen dürfen, sondern auch, wie hoch sie steigen sollten. Bei geringem Preisanstieg oder bei einer Stagnation besteht die Gefahr der Deflation (also fallender Preise). Deflation erscheint den Zentralbanken geldpolitisch noch gefährlicher, da sie ihr wichtigstes geldpolitisches Instrument, den → *Leitzins*, ab einem gewissen Punkt nicht

weiter senken könnten, um Kreditnachfrage zu erzeugen. Zudem wird angenommen, dass die Aussicht auf leichte Kaufkraftverluste in der Zukunft durch eine geringfügige Inflation zum Konsum und zu Investitionen anregt und somit das Wirtschaftswachstum fördert, während Deflation die Gefahr eines wirtschaftlichen Stillstands berge. Um gegenüber der Deflation einen gewissen Sicherheitsabstand halten zu können und die Wirtschaftsaktivität wachsen zu lassen, visieren Zentralbanken also niedrige, aber eben positive Inflationsraten an.

Solche Zielmarken werden auch festgelegt, um die Zentralbankpolitik erwartbar erscheinen zu lassen. Überschreitet die Inflationsrate die Zielmarke, weiß die Öffentlichkeit, dass die Zentralbank darauf reagieren wird, indem sie etwa den Leitzins erhöht. Die konkrete Höhe der Zielmarke ist dabei durchaus umstritten: Mit Verweis auf dringend benötigte Investitionen (und damit günstige Kredite) etwa zur klimafreundlichen Umgestaltung der Wirtschaft gab es bereits Forderungen nach einer Erhöhung des Inflationsziels – zum Beispiel auf drei Prozent.

- **Leistungsbilanz:** Die Leistungsbilanz dokumentiert die Differenz aus Exporten und Importen einzelner Volkswirtschaften. Sie zeigt also an, wie groß die Geldsumme ist, die daraus resultiert, dass auf der einen Seite der Rechnung durch Waren- und Dienstleistungsverkäufe an ausländische Handelspartner (Exporte), im Ausland bezogene Erwerbs- und Vermögenseinkommen oder die Heimatzahlungen emigrierter Staatsbürger:innen dem jeweiligen Staat Geld zufließt und auf der anderen Seite durch Waren- und Dienstleistungskäufe (Importe), inländisch bezogene Erwerbs- und Vermögenseinkommen im Ausland lebender Staatsbürger:innen und die Heimatzahlungen von Migrant:innen Geldmittel den jeweiligen Staat verlassen und ins Ausland abfließen. Fließt mehr Geld ab als zu (etwa wenn die Importe die Exporte übersteigen), spricht man von einem Leistungsbilanzdefizit. Fließt dem Staat wiederum mehr Geld zu als ins Ausland ab (etwa wenn die Exporte die Importe übersteigen), ist von einem Leistungsbilanzüberschuss die Rede.

Deutschland rühmte sich lange dafür, „Exportweltmeister“ zu sein und Leistungsbilanzüberschüsse zu erwirtschaften. Diesem Eigenlob darf man aber durchaus skeptisch gegenüberstehen: Zum einen sagt die bloße Feststellung eines Leistungsbilanzüberschusses noch nichts darüber aus, wie er zustande gekommen ist. Der Behauptung, die schiere Wirtschaftskraft der deutschen Industrie produziere Überschüsse, wird etwa entgegnet, dass ebenso

die niedrige Binnennachfrage zur Erklärung herangezogen werden müsse. Zugespitzt formuliert: Deutschland könne im Vergleich große Summen durch Exporte erwirtschaften, da die eigene Bevölkerung aufgrund von stagnierenden Löhnen und großem Niedriglohnsektor gar nicht in der ökonomischen Lage sei, eigene Waren und Dienstleistungen zu konsumieren – oder aber aus dem Ausland zu erwerben und damit die Leistungsbilanz auszugleichen. Zum anderen führen im internationalen Handel die Leistungsüberschüsse des einen Staates zu Leistungsbilanzdefiziten des anderen. An sich ist das noch kein Problem, bloß sollten daraus keine verfestigten Muster erwachsen. In der wirtschaftlich stark verflochtenen Eurozone etwa hat Deutschland jahrelang Überschüsse verzeichnen können – auf Kosten des europäischen Südens, der Defizite anhäufte und aufgrund fehlender geldpolitischer Anpassungsmöglichkeiten in Finanzierungsschwierigkeiten geriet.

Auch global lassen sich solche Muster identifizieren: Der Globale Norden produziert meist komplexere Manufaktur- oder Industriegüter, die einen höheren Marktwert haben als der Export von Rohstoffen oder einfacheren Konsumgütern aus dem Globalen Süden. Die Leistungsbilanzdefizite des Globalen Südens bedeuten, dass ebenjene Staaten den Dollar- oder Eurobedarf für den Import aus dem Globalen Norden nicht durch ihre Exporte decken können. Zugriff auf solche Währungen erhalten sie dann durch ausländische Gläubiger:innen (→ *Dominanz des US-Dollars*). So können verstetigte Leistungsbilanzdefizite letztlich die Auslandsverschuldung wachsen lassen.

- **Leitzins:** Wenn in der Berichterstattung davon die Rede ist, dass die Zentralbank „die Zinsen erhöht“, dann ist damit eine Anhebung des Leitzinses gemeint. Der Leitzins ist jener Zinssatz, zu dem die Zentralbank den Geschäftsbanken Kredite gewährt. Solche Zentralbankkredite dienen der Geschäftsbank zur Erfüllung der → *Mindestreservevorschriften* oder der Überbrückung von Zahlungsschwierigkeiten. Wird der Leitzins (je nach Kreditdauer unterscheidet man zwischen Haupt- und Spitzenrefinanzierungssatz) angehoben, verteuern sich die Zentralbankkredite für Geschäftsbanken und deren Refinanzierungskosten steigen (im Umkehrschluss vergünstigen Leitzinssenkungen Zentralbankkredite). Die erhöhten Kosten geben die Geschäftsbanken, so die Theorie, an ihre Kundschaft weiter, indem sie das Zinsniveau für ihre Kreditvergabe (etwa zur Finanzierung des Eigenheims) anheben. Kaskadenartig wirke die Leitzinserhöhung der Zentralbank schließlich in die verschiedenen Wirtschaftszweige hinein.

Bei teureren Kreditkonditionen, so die Annahme, werden sich die Kund:innen eher zurückhalten, neue Kredite aufzunehmen und Schuldner:innen in bestehenden Kreditverhältnissen weniger Einkommen für den Konsum zur Verfügung haben. So soll der Wirtschaft Liquidität vorenthalten und die Nachfrage allgemein gesenkt werden. Als Mittel der Inflationsbekämpfung attackieren Leitzinsen die Preissteigerungen also nachfrage-seitig. Teure Kreditbedingungen und niedrigere Nachfrage können zudem die Arbeitslosigkeit erhöhen, ein Effekt, der durchaus antizipiert und als sinnvoller Schritt zur Senkung von Produktionskosten – und schließlich des Preisniveaus – erachtet wird. Ohne Investitionen werden keine neuen Arbeitsplätze geschaffen, während geringere Verkaufszahlen bestehende Arbeitsplätze gefährden. Gleichzeitig geraten Arbeitnehmende in eine Position, in der ihre Verhandlungsmacht für Lohnforderungen sinkt. Festzuhalten gilt: Zentralbanken steuern nicht (direkt) die Geldmenge (→ *Geldmengensteuerung*), sondern zielen mit dem Leitzins vor allem auf die private Geldschöpfung durch Kreditvergabe ab.

Obwohl Leitzinserhöhungen letztlich die wirtschaftliche Aktivität senken sollen, werden sie in der Berichterstattung oft auch als Wohltat für die Guthaben der Bevölkerung vermeldet. Dabei gibt es grundsätzlich keine unmittelbare Auswirkung von Leitzinserhöhungen der Zentralbank auf die Verzinsung von Sparguthaben bei der Geschäftsbank. Allerdings konkurrieren Geschäftsbanken mit anderen Akteuren (etwa Unternehmen oder Staaten, die aufgrund steigender Kreditkosten um Darlehen werben) um Einlagen der Kundschaft. Versprechen Unternehmens- oder Staatsanleihen angesichts der Leitzinsanhebung eine höhere Rendite, könnten sich Geschäftsbanken gezwungen sehen, nachzuziehen und ihrer Kundschaft höhere Sparzinsen auf ihre Guthaben anzubieten. Ob es dazu kommt, hängt vom beobachtbaren Kundenverhalten ab und liegt letztlich im Ermessen der Geschäftsbanken.

- **Lender of last resort:** Gelegentlich wird die Zentralbank als „Bank der Banken“ bezeichnet. Geschäftsbanken haben ein eigenes Konto bei der Zentralbank, das es ihnen ermöglicht, Reserven – also Zentralbankgeld – zu halten. Vor allem aber können Geschäftsbanken Kredite von der Zentralbank erhalten. Bis hierhin klingt es so, als würde die Beziehung zwischen Zentralbank und Geschäftsbank die Beziehung zwischen Geschäftsbank und Kund:innen exakt widerspiegeln. Doch während Geschäftsbanken Kredite vergeben, um Profite zu erzielen, erfolgt die Kreditvergabe der Zentralbank nach anderen

Maximen. Entsprechend ihrer Aufgabe der Marktstabilisierung gewährt sie den Geschäftsbanken große Kredite etwa dann, wenn sich Geschäftsbanken in einer Krisensituation befinden (kontrazyklische Kreditvergabe). In solchen Krisensituationen wird von der Kundschaft und anderen Gläubiger:innen angezweifelt, ob die Geschäftsbank zahlungsfähig ist, das heißt genug liquide Mittel hat, um ihre → *Verbindlichkeiten* bedienen zu können. Die Zentralbankkredite stellen dann sicher, dass die Geschäftsbank zahlungsfähig bleibt und ihre Verbindlichkeiten (etwa die Kontoguthaben der Kundschaft, aber auch Ansprüche anderer Akteure) weiterhin bedienen kann. So sorgt die Zentralbank dafür, dass die Praxis der Verschuldung und Schuldentilgung im Geld- und Finanzsystem reibungslos fortgeführt werden kann.

Die Bezeichnung „Kreditgeberin der letzten Instanz“ (*lender of last resort*) bezieht sich auf die Position der Zentralbank im Bankensystem. Innerhalb eines Währungsraums gibt es keine höhergestellte Instanz, die Kredite bereitstellen könnte (→ *Geldformen*). Die Zentralbank kann deshalb selbst in Finanzkrisen im Grunde unbegrenzt Forderungen gegen sich selbst ausstellen, also Zentralbankgeld schöpfen und dem Geldsystem so → *Liquidität* bereitstellen. Für Geschäftsbanken in der Krise ist die Zentralbank deshalb die „letztmögliche“ Rettung.

- **Liquidität:** In Alltagsgesprächen über Geld verwenden wir Redewendungen wie „jemand ist flüssig“ oder „Ebbe im Portemonnaie“. Eine weitere, wenn auch etwas technischere Flüssigkeitsmetapher ist „Liquidität“. Sie bedeutet zunächst einmal Zahlungsfähigkeit – also das Vermögen, die eigenen monetären → *Verbindlichkeiten* (etwa Mietzahlungen) zu bedienen. Dafür benötigen wir Geld. Da Geld durch die Kreditvergabe geschöpft wird (→ *Geldschöpfung durch Kreditvergabe*), hängt die Versorgung mit Liquidität von der Verschuldungsbereitschaft seitens der Kreditnehmer:innen und dem Vertrauen auf deren Rückzahlungsfähigkeit seitens der Kreditgeber:innen ab. Doch nicht nur Kreditnehmer:innen (wie etwa künftige Hausbesitzer:innen) müssen Verbindlichkeiten nachkommen, auch Banken sind mit Ansprüchen anderer Akteur:innen konfrontiert – zum Beispiel vertrauen wir als Kundschaft darauf, dass Banken uns die Forderungen in unseren → *Einlagen* als Bargeld oder als Überweisung an eine andere Bank bereitstellen können. Sollte dieses Vertrauen in die Liquidität einer Bank erschüttert werden, besteht die Gefahr, dass Kund:innen ihre Bank „stürmen“ und ihre Guthaben in Bargeld auszahlen lassen. Die Geschäftsbanken können die schlagartig gestiegene Nachfrage an Bargeld womöglich nicht

bedienen, da sie nur über eine gewisse Reservemenge verfügen, die durch → *Mindestreservevorschriften* festgelegt ist. Um solch eine Situation zu vermeiden, versprachen die damalige Bundeskanzlerin Angela Merkel und der damalige Finanzminister Peer Steinbrück während der Finanzkrise 2008 den deutschen Kontoinhaber:innen, „dass ihre Einlagen sicher sind“. Die rhetorische Absicherung von Einlagen durch staatliche Autorität fußt auf der Gewissheit, dass Zentralbankkredite die Einlagen tatsächlich absichern können (→ *Lender of last resort*). Bei sogenannten Liquiditätsengpässen können Zentralbanken mithilfe der Schöpfung von → *Zentralbankgeld* offene Verbindlichkeiten der Banken übernehmen und dem Bankensystem Liquidität zuführen, sodass die „Zahlungsströme“ wieder „fließen“.

- **Mindestreservevorschriften:** Zu den Aufgaben von Geschäftsbanken gehört es, Kredite zu vergeben und die Einlagen ihrer Kundschaft zu verwalten. Mindestreservevorschriften bestimmen die Menge an Zentralbankgeld, die eine Geschäftsbank als Guthaben auf ihrem Konto bei der jeweiligen nationalen Zentralbank als „Reserve“ halten muss, damit sie etwa den Abzug von Einlagen mit Zentralbankgeld bedienen kann. Die Berechnung der Mindestreserve ist dabei ganz einfach: Die → *Verbindlichkeiten* der Geschäftsbank (also das Geld, das sie ihren Kund:innen und anderen Akteuren schuldet) wird mit einem festgelegten Mindestreservesatz (in der Eurozone zum Beispiel ein Prozent) multipliziert. Erfüllt die Geschäftsbank die Mindestreservevorschriften nicht, zahlt sie eine Strafe. Nun liegt die Schlussfolgerung nahe, dass die Geschäftsbank, bevor sie einen Kredit vergibt, erst das nötige Zentralbankgeld einsammeln müsste, um die mit der Kreditvergabe steigende Mindestreserveanforderung erfüllen zu können. Somit wären die Möglichkeiten der Geschäftsbank, neues Geld per Kredit zu schöpfen, durch die Verfügbarkeit von Zentralbankgeld begrenzt. Die Praxis widerspricht dieser Schlussfolgerung jedoch: Geschäftsbanken vergeben erst Kredite und kümmern sich nachträglich um die Erfüllung der Mindestreservevorschriften. Das dafür nötige Zentralbankgeld erhalten sie am Ende eines Handelstages im Zweifel in Form eines Kredites direkt von der Zentralbank. Diese kurzfristige Kreditgewährung an die Geschäftsbanken liegt in dem Mandat der Zentralbank zur Stabilisierung des Bankensystems. Die Funktion der Mindestreserve besteht also weniger darin, die Geldschöpfung der Geschäftsbanken zu begrenzen – vielmehr schaffen Reserveanforderungen eine dauerhafte Nachfrage an Zentralbankgeld und stützen somit die Position der Zentralbank.

- **Monetarismus:** → *Geldmengensteuerung*
- **Quantitative Lockerung:** Als quantitative Lockerung (englisch: *quantitative easing*, kurz: QE) werden großformatige Zentralbankkäufe von Vermögenswerten (etwa Staats- oder Unternehmensanleihen) bezeichnet. Angesichts stagnierenden Wirtschaftswachstums, niedriger Inflation und bereits gesenkter Leitzinsen griffen Zentralbanken nach der Finanzkrise 2008 vielerorts (in der Eurozone erst im Zuge der Eurokrise der 2010er-Jahre) auf diese Maßnahmen zurück. Indem sie mit neu geschöpftem Geld Anleihen von Marktakteuren (etwa Geschäftsbanken) aufkauften, hofften die Zentralbanken, die Wirtschaft zu beleben. Zum einen sollten die Zentralbankkäufe den Marktpreis der Anleihen über die gestiegene Nachfrage erhöhen und damit deren Zinsen senken. Zum anderen versorgten die Zentralbankkäufe die Verkäuferinnen der Anleihen (die Geschäftsbanken) mit → *Zentralbankgeld*. Da Geschäftsbanken das Zinsniveau ihrer Kredite an den aktuellen Verzinsungen von Anleihen orientierten und zur Kreditvergabe Zentralbankgeld benötigten, versprachen sich die Zentralbanken von der quantitativen Lockerung, dass Geschäftsbanken ihre Zinsen und damit die Kreditkosten ihrer Kundschaft senken würden. Kurzum: Die Zentralbankkäufe von Anleihen sollten die Kredite von Geschäftsbanken für Unternehmen und Privatkund:innen vergünstigen. Entscheidend war jedoch die folgende Verkettung: Niedrige Kreditkosten würden dafür sorgen, dass Unternehmen Kredite für Investitionen aufnehmen und Privatpersonen (die nun weniger für die Tilgung ihrer Kredite ausgeben müssten) eingespartes Geld verkonsumieren können. Und mit steigenden Investitionen und erhöhter Nachfrage seien schließlich beste Voraussetzungen für Wirtschaftswachstum geschaffen.

Doch es kam anders. Zwar kauften die Zentralbanken Anleihen vom Markt und brachten immer mehr Zentralbankgeld in Umlauf – das erhoffte Wirtschaftswachstum blieb jedoch aus. An Krediten von Geschäftsbanken mangelte es indes nicht, bloß wurden sie weniger für unternehmerische Vorhaben oder andere produktive Zwecke vergeben, sondern für Investitionen in bestehende Vermögenswerte wie Aktien oder Immobilien. Während die Wirtschaft stagnierte, zogen die Preise von ebenjenen Vermögenswerten an. Anstatt also die Wirtschaft wachsen zu lassen, bereitete die quantitative Lockerung der sogenannten Vermögenspreisinflation (mitsamt ihrer Verteilungseffekte) das Feld. Daher verfehlen aber auch Kritiker:innen, die das Kaufprogramm der Zentralbank meist als inflationsverursachende

„Geldschwemme“ bezeichnen, den Punkt: Denn für lange Zeit blieb die Inflationsrate trotz quantitativer Lockerung unter dem angestrebten Niveau. Ein weiteres Indiz dafür, dass vergünstigte Kredite eher dem Portfolio und weniger dem Einkaufskorb zugutekamen.

- **Reserve:** Der Begriff meint entweder die Menge an → *Zentralbankgeld*, die Geschäftsbanken zur Erfüllung der → *Mindestreservevorschriften* halten, oder Ansprüche in ausländischen Währungen (→ *Devisen*).
- **Restriktive (oder expansive) Geldpolitik:** Gemeinhin wird restriktive Geldpolitik als Verringerung, expansive Geldpolitik als Ausweitung der zirkulierenden Geldmenge verstanden. Das ist nicht grundsätzlich falsch, aber womöglich irreführend. Verfolgt die Zentralbank expansive Geldpolitik, zielt sie nämlich darauf ab, durch Senkungen des → *Leitzinses* oder Anleihekäufe (→ *quantitative Lockerung*) die Kreditkosten zu senken und damit die Verschuldungsbereitschaft in der Wirtschaft zu erhöhen. Restriktive Geldpolitik versucht demgegenüber, durch Erhöhung des Leitzinses sowie durch Beendigung der Anleihekäufe die Kreditaktivität herunterzufahren oder der Wirtschaft durch Anleiheverkäufe Geld zu entziehen. Restriktive oder expansive Geldpolitik heißt also nicht, dass Zentralbanken die Geldmenge nach Belieben steuern, sondern beeinflusst vor allem die Verschuldungsbereitschaft in einer Volkswirtschaft (siehe auch → *Geldmengensteuerung*).
- **Schattenbanken(-system):** Der Begriff „Schattenbanken“ suggeriert in gleich zweifacher Weise ein falsches Bild: Der Wortteil „Schatten“ deutet irreführenderweise auf fadenscheinige Banken hin, die ihren Handel an dunklen Straßenecken oder – etwas weniger bildlich – abseits des legalen Raums führen. Doch auch der zweite Wortteil ist missverständlich: Es handelt sich gar nicht um Geschäftsbanken (höchstens um eine rechtlich ausgelagerte Zweckgesellschaft einer Geschäftsbank, → *special purpose vehicle*), sondern vielmehr um neue Handelsformen und Praktiken am Finanzmarkt. Daher erscheint der offizielle Begriff „Non-Bank-Financial-Intermediation“ in Bezug auf Schattenbanken-Praktiken treffender. Während Geschäftsbanken Regulierungen wie → *Mindestreservevorschriften* unterliegen und im Gegenzug über ein Konto bei der Zentralbank einen privilegierten Zugang zu Zentralbankgeld erhalten (→ *Lender of last resort*), entziehen sich Schattenbanken-Praktiken der öffentlichen Aufsicht und haben diese Möglichkeiten des Zugriffs auf Zentralbankgeld nicht. Etwaige Zahlungsschwierigkeiten durch gebrochene Zahlungsverprechen können zumindest formal nicht durch das Eingreifen der Zentralbanken überbrückt werden.<sup>3</sup>

Schattenbanken-Handel wird zum informellen Gewinn von → *Liquidität* für spekulative Investitionen genutzt – beispielsweise bei Rückkaufgeschäften, den sogenannten Repos (Abkürzung für das englische Wort *repurchase agreements*), also kurzfristigen Anlagestrategien. Hierbei werden etwa US-Dollar über Nacht (oder maximal über ein Jahr) gegen ein Rückkaufversprechen mit Verzinsung geliehen. Die zwei involvierten Parteien einigen sich also auf einen Zeitpunkt und einen Preis, zu dem die eine Partei ihre US-Dollar zurückkauft. Wie im Pfandhaus wird das kurzfristige Darlehen mit einem Pfand besichert. Die Unterschiede zum Pfandhaus bestehen darin, dass nicht die geerbte Golduhr, sondern zum Beispiel Staatsanleihen als Pfand eingesetzt und von der borgenden Partei innerhalb der Laufzeit in anderen Geschäften als Pfand wiederverwendet werden dürfen. Nicht nur die Darlehensnehmer:innen, sondern auch die Darlehensgeber:innen spekulieren darauf, in der Zwischenzeit profitable Geschäfte abzuschließen. Kurzfristige Rückkaufgeschäfte sind daher besonders ausfallgefährdet. Außerdem muss das Pfand eines Repo-Geschäfts ständig dem vorher vereinbarten Marktwert entsprechen. Sinkt der Marktwert eines verpfändeten Wertpapiers also während der Vertragslaufzeit, muss die oder der Darlehensnehmer:in entsprechende Sicherheiten nachlegen. In Zeiten von Marktturbulenzen, wenn viele dieser Wertpapiere im Wert sinken, kann dies zu Ausfällen und selbstverstärkenden Dynamiken der Liquiditätsverknappung führen. An Schattenbanken-Praktiken beteiligen sich (Geldmarkt-)Fonds mit kurzen Laufzeiten ebenso wie → *special purpose vehicles* (*Zweckgesellschaften*).

- **Seigniorage:** Der Begriff bezeichnet die hoheitlichen Gewinne aus der Geldschöpfung (→ *Geldschöpfung durch Kreditvergabe*). In Zeiten stoffwertvoller Edelmetallmünzen konnten Münzherren Edelmetall mit neu geprägtem Geld bezahlen, dessen nomineller Wert über dem seines Materials lag, und so einen Gewinn erzielen. Heute ist es etwas anders: Zentralbanken sind öffentliche Institutionen, operieren aber wie Banken. Durch die Verzinsung ihrer Kredite an Geschäftsbanken oder eine günstige Entwicklung der Vermögenswerte, die von Geschäftsbanken bei der Zentralbank als Sicherheit für Kredite hinterlegt oder im Rahmen der → *Quantitativen Lockerung* erworben wurden, kann die Zentralbank Gewinne verzeichnen. Solche Gewinne werden heute Seigniorage genannt.
- **Special purpose vehicle (Zweckgesellschaft):** Bei Finanzfirmen denken wir an große Banken wie die Deutsche Bank oder vielleicht Vermögensverwalter

wie BlackRock. Oft sind Finanzfirmen keine fest umrissenen Unternehmen wie die Tischlerei um die Ecke, sondern juristisch unübersichtliche Netzwerke vieler kleinerer Firmen. *Special purpose vehicles* oder Zweckgesellschaften werden als Tochterfirmen mit eigenen Bilanzen gegründet, um etwa Steuern zu vermeiden oder besonders riskante Investitionen aus der Bilanz des Mutterkonzerns zu verschieben. Mit Blick auf die Geldpolitik sind besonders jene Zweckgesellschaften von Belang, die am Kreditgeschäft teilhaben, ohne die → *Mindestreserveanforderungen* oder Kapitalpuffer zur Sicherstellung der kurzfristigen → *Liquidität* erfüllen zu müssen, und ihren Gründer:innen daher eine höhere Profitabilität versprechen.

Vor der Finanzkrise 2008 etwa waren es Zweckgesellschaften, die zunehmend riskantere Immobilienkredite der Geschäftsbanken bündelten und in vermeintlich sichere Wertpapiere verwandelten. Aus offenen Krediten (Ansprüche der Geschäftsbank gegen ihre Schuldner:innen) mit verschiedenen Kreditausfallwahrscheinlichkeiten schufen Zweckgesellschaften neue Vermögensgegenstände. Auch wenn es eine Vielzahl unterschiedlicher Zweckgesellschaften gibt, teilen sie weitestgehend dasselbe Motiv: Gewinnmöglichkeiten abseits der regulierten Bilanzen auszuloten. Auf der öffentlichen geldpolitischen Bühne treten sie oft erst dann auf, wenn ihre Unternehmungen scheitern und die Systemrelevanz (das heißt: Rettungswürdigkeit) der entsprechenden Finanzprodukte debattiert werden muss.

- **Swaps:** → *Derivate* und → *Dominanz des US-Dollars*
- **Transmission(smechanismus):** Zentralbanken haben keine direkte Stellenschraube, mit der sie ihre Bekämpfung der → *Inflation* umsetzen können. Sie steuern die Wirtschaft schließlich nicht unmittelbar, sondern versuchen, mit dem → *Leitzins* und → *Bilanzgeschäften* mittelbare Effekte zu erzielen. Geldpolitik ist immer auch (manche sagen: vor allem) eine Sache der Signalsetzung, mit der man das Verhalten zigtausender ökonomischer Akteur:innen, von Finanzunternehmen über Industrieverbände bis hin zu Gewerkschaften und privaten Haushalten zu beeinflussen versucht. Hypothesen über Wege von der Maßnahme zur Wirkung nennt man Transmissionskanäle oder Transmissionsmechanismen.
- **Universalbanken:** Anders als etwa in den Vereinigten Staaten kennen wir in Deutschland Universalbanken, die von der Kreditvergabe über die Entgegennahme von Spareinlagen bis hin zum Investmentbanking ganz verschiedene Dienstleistungen anbieten. In unserem universalistischen Bankensystem konkurrieren lizenzierte Banken in geringerem Maße mit

anderen Dienstleistern um → *Einlagen* und Kreditvergabe als in sogenannten Trennbankensystemen, die historisch zum Schutz der Sparer:innen eingeführt wurden. Dort übernehmen einige Spezialbanken das Investment- und andere eben das Einlagengeschäft. Auch wenn das Trennbankensystem in den Vereinigten Staaten formell nicht mehr besteht, hat sich auf seiner Grundlage eine unübersichtliche Finanzlandschaft gebildet. Die Bündelung finanzieller Angebote bei lizenzierten Banken in universalistischen Systemen führt demgegenüber zu verlässlicheren Geldmengenschätzungen und vereinfacht die Umsetzung geldpolitischer Maßnahmen, da über den Kanal zwischen Zentralbanken und Geschäftsbanken verschiedene Aktivitäten (von Investitionen bis Sparen) beeinflusst werden können.

- **Vermögensstiel:** Immobilien, Aktien, Patente, Fußballspieler:innen-Lizenzen, Quellcodes von digitalen Bildern – was verbindet all diese Gegenstände? Sie können allesamt Vermögensstiel darstellen. Ob etwas als Vermögensstiel gelten darf, ist nämlich keine Frage des intrinsischen Werts, sondern der rechtlichen Konstruktion. Sobald der jeweilige Gegenstand als Vermögen kodiert ist und als Vermögensstiel geführt werden darf, kommen seinen Eigentümer:innen Privilegien, etwa das alleinige Nutzungsrecht, seine Handelbarkeit oder seine Funktion als Sicherheit für Kredite, zugute.
- **Verbindlichkeiten:** Wenn wir von Geld oder Finanzen (im Allgemeinen) reden, dann sprechen wir über ein System aus Zahlungsverprechen, die jeweils von einem Akteur als Geldvermögen (Forderungen) und von einem anderen als Schulden (Verbindlichkeiten) verbucht und bilanziert werden. Das Giralgeld (→ *Geldformen*) auf unseren Giro- oder Sparkonten besteht beispielsweise aus Verbindlichkeiten einer Geschäftsbank, bei der wir das Konto führen. Andersherum gesagt ist unser Kontoguthaben nichts anderes als eine Forderung gegen unsere Hausbank (→ *Einlagen*).
- **Zentralbankgeld:** Sieht man sich Euro-Scheine genauer an, lassen sich auf der linken Seite das Kürzel „EZB“ (in verschiedenen Sprachen) sowie eine Unterschrift (von der Zentralbankpräsidentin, etwa Christine Lagarde) identifizieren. Kürzel und Unterschrift beglaubigen, dass es sich bei dem Euro-Schein um Zentralbankgeld handelt. Zentralbankgeld ist also zum einen Bargeld. Zum anderen wird damit das elektronische Guthaben der Geschäftsbanken auf ihrem Konto bei der Zentralbank bezeichnet. Anders als die Geldscheine (also das Zentralbankgeld, das wir verwenden) muss das unbare und wesentlich umfangreichere Zentralbankgeld der Geschäftsbanken nicht gedruckt werden. Es entsteht, wenn die Zentralbank der

Geschäftsbank einen Kredit gewährt oder ihr Vermögenswerte abkauft und damit → *Reserven* schöpft. Warum benötigen Geschäftsbanken überhaupt Zentralbankgeld? Zunächst erfordern die → *Mindestreservevorschriften*, dass Geschäftsbanken einen festgelegten Anteil ihrer Kredite durch Zentralbankgeld-Guthaben absichern. Außerdem werden bei der Überweisung von dem Kunden einer Geschäftsbank zu der Kundin einer anderen Geschäftsbank nicht nur deren Kontostände, sondern auch die Guthaben der Geschäftsbanken auf ihren jeweiligen Zentralbankkonten an die neuen Einlagenstände angepasst. Nicht zuletzt brauchen Geschäftsbanken Guthaben auf ihren Zentralbankkonten, um ihrer Kundschaft Bargeld auszahlen zu können.

Angesichts der Verbreitung von sogenannten Kryptowährungen (wie etwa Bitcoin) und digitaler Zahlungsdienste (Paypal) diskutieren und erproben Zentralbanken weltweit auch Möglichkeiten *digitalen Zentralbankgeldes* (engl. Central Bank Digital Currencies, kurz: CBDC). Um die konkrete Gestaltung von CBDCs wird derzeit gestritten, aber grundsätzlich sehen Projekte wie der Digitale Euro vor, dass digitales Zentralbankgeld mithilfe von Smartphone-Apps in Alltagssituationen verwendet werden soll. Während CBDCs einerseits als Ende des anonymen Zahlungsverkehrs und Ausbau der Zentralbankmacht kritisiert werden, erkennen andere darin Mittel, um an der außergewöhnlich privilegierten Position der Geschäftsbanken zu rütteln und das Geldsystem zu demokratisieren.

Hier endet unser Streifzug durch die Sprache der Geldpolitik. Selbstverständlich kann dieses einführende Glossar keine Vollständigkeit beanspruchen. Seine Begriffe stammen aus den folgenden Texten des Sammelbandes, insofern ist ihre Auswahl keinesfalls erschöpfend. Womöglich fiel im Verlauf der Lektüre dennoch auf, dass in den Einträgen immer wieder auf ähnliche Phänomene, Beziehungen oder Praktiken verwiesen wurde: Etwa, dass Geschäftsbanken durch Kreditvergabe neues Geld in Form von Einlagen schaffen. Oder Zentralbanken durch den Leitzins das Kreditgeschäft der Geschäftsbanken beeinflussen, im Fall von Zahlungsschwierigkeiten diese aber auch mit Zentralbankkrediten versorgen können. Und sich daneben Praktiken der Liquiditätsherstellung etablieren, die sich der geldpolitischen Aufsicht entziehen und deren Scheitern die Geldpolitik trotzdem auf den Plan ruft. Dem Glossar lag nicht nur die Absicht zugrunde, solche Phänomene, Beziehungen und Praktiken einführend zu erklären, sondern auch anzudeuten, wieso Geldpolitik uns alle angeht. Die aktuelle

Gestaltung der Geldschöpfung, die Bekämpfung der Inflation durch Leitzinserhöhungen, kostspielige Rettungsaktionen der Zentralbanken – nichts davon ist alternativlos oder so selbstverständlich, wie die technischen Beschreibungen es nahelegen. Mit einem Grundstock an Vokabeln und hoffentlich unveränderter Neugier ausgestattet, können wir uns ins Geschehen stürzen – denn Geldpolitik ist im Umbruch. Jetzt müssen wir nur noch anfangen, darüber zu sprechen.

## Anmerkungen

- 1 Hyman Minsky, The Financial Instability Hypothesis, in: Charley P. Kindleberger / Jean-Pierre Laffargue (Hrsg.), *Financial Crises*, Cambridge 1982, S. 36.
- 2 Satoshi Nakamoto, *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*, 2008, <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>, abgerufen am 23.10.2023, S. 1 (Übersetzung L. K., F. S.).
- 3 An dieser Stelle sei erwähnt, dass die Zentralbanken davon unbeeindruckt seit der Finanzkrise 2008 in verschiedenste Bereiche außerhalb des klassischen Bankensystems – so auch im Bereich der Schattenbanken – stabilisierend eingegriffen haben.



Lukas Haffert

# 1923 als Trauma?

Die Hyperinflation im kollektiven Gedächtnis der Deutschen<sup>1</sup>

Das Weihnachtsgeschäft ist im Buchhandel nicht nur die große Zeit der Jah-resrück-, sondern auch der Jubiläumsausblicke. Entsprechend fand man im Herbst 2022 in der historischen Abteilung einer gut sortierten Buchhandlung eine regelrecht überfordernde Auswahl an Büchern zum Jahr 1923. Dieses Jahr erschien dort als „Jahr am Abgrund“, als „Totentanz“, ein Jahr „außer Kontrolle“ oder „im Rausch des Aufruhrs“ und, natürlich, als „deutsches Trauma“.<sup>2</sup>

Angesichts wachsender politischer und gesellschaftlicher Unsicherheit hat die Frage, was uns die Weimarer Republik heute noch zu sagen hat, ohnehin Konjunktur. Davon zeugen neben der Flut von Buchpublikationen auch verschiedene fiktionale Bearbeitungen, allen voran natürlich die von der ARD mitproduzierte Fernsehserie *Babylon Berlin*. Die Parallelen scheinen offensichtlich: das Erstarken der extremen Rechten, eine unaufhaltsame technische Beschleunigung, der Aufstieg Berlins zu einer Weltstadt der Avantgarde, eine Pandemie. Im Jahr 2022 gesellte sich dann auch noch die Inflation zu den tatsächlichen und vermeintlichen Parallelen mit den 1920er-Jahren – fast genau 100 Jahre nach der Geldkatastrophe der Hyperinflation.

Diese Inflation, die sich in den Jahren seit 1914 aufgebaut hatte und dann 1923 endgültig außer Kontrolle geraten war, nimmt in der ökonomischen Erinnerungskultur der Deutschen eine Schlüsselrolle ein. Sie habe, so Gerald Feldman, Autor eines historischen Standardwerks über die Hyperinflation, „ein Trauma“ hinterlassen, „das sich ins kollektive Gedächtnis eingebrennt hat“.<sup>3</sup> Und dieses Trauma, heißt es häufig, präge die Deutschen und ihre wirtschafts-politischen Vorstellungen noch heute.<sup>4</sup> So berichtete die *New York Times* im Dezember 2011 über den 56-jährigen Automechaniker Norbert Schulze, der sich noch lebhaft an die Milliarden-scheine in den Familienalben seiner Eltern

erinnere und jetzt, in der Eurokrise, darum fürchte, seine eigene Altersvorsorge an die kommende Inflation zu verlieren.<sup>5</sup> Der *Spiegel* erklärte die Geldpolitik der Bundesbank im selben Jahr unter anderem mit der „Hyperinflation, die sich in das kollektive Gedächtnis der Deutschen eingegraben hat“.<sup>6</sup> Und der Ökonom Michael Hüther führt nicht nur die Haltung zu Geldpolitik und den öffentlichen Finanzen, sondern auch die wenig risikofreudigen privaten Anlagestrategien und das Fehlen von Risikokapital für Unternehmensgründungen in Deutschland auf die Erfahrung der Hyperinflation zurück.<sup>7</sup>

Tatsächlich zeigen sich die Deutschen in Umfragen immer wieder besonders inflationssensibel. Bereits lange vor dem aktuellen Inflationsschub nahm die Stabilität des Geldwerts in der Liste der deutschen Sorgen einen Spitzenplatz ein. Dies gilt häufig als Ausdruck einer besonderen „Stabilitätskultur“, die auch in der Zuneigung zur „schwarzen Null“ oder der Anhänglichkeit an die D-Mark ihren Ausdruck gefunden habe.<sup>8</sup> Diese Stabilitätskultur sei vom Trauma der Hyperinflation mitgeprägt worden. Die Deutschen hätten aus dieser Erfahrung die Lehre gezogen, dass eine stabile Demokratie nur mit einer harten Währung zu haben sei.

Dass die Deutschen ihre Hyperinflationserfahrung verinnerlicht hätten, ist eine eingängige Geschichte. Es ist aber auch eine denkbar unpolitische Geschichte: Die Deutschen gleichen darin einem Kind, das sich an der Herdplatte die Finger verbrennt und danach ganz von selbst den Schluss zieht, seine Finger in Zukunft von heißen Platten fernzuhalten. Historische Erinnerung folgt aber keinem so simplen Schema, allein schon deshalb, weil niemand mehr lebt, der sich selbst die Finger verbrannt hat. Historische Erinnerung ist also gemacht: Wir erinnern uns nicht einfach an das Ereignis, sondern an eine durch familiäre, schulische und öffentliche Diskurse überformte Version, die mit dem tatsächlichen Geschehen nur bedingt etwas zu tun haben muss. Bei Ereignissen, die wie die Hyperinflation als Trauma gelten, gilt das ganz besonders. Um zu verstehen, wie wir uns an die Hyperinflation erinnern, warum wir das tun und welche Folgen das hat, ist es hilfreich, sich zunächst noch einmal die tatsächliche Hyperinflation zu vergegenwärtigen.

## Was war die Hyperinflation?

In der Ökonomie spricht man in der Regel von einer „Hyperinflation“, wenn die Preise um mindestens 50 Prozent im Monat steigen. Zum Vergleich: Im ganzen Jahr 2022 stiegen die Preise insgesamt um 7,9 Prozent. Eine Hyperinflation

im engeren Sinne erlebte Deutschland vom Sommer 1922 bis zum November 1923. Sie war aber nur der bizarre Höhe- und Endpunkt einer längeren Inflation, die bereits 1914 eingesetzt hatte. Ursache und Auslöser dieser insgesamt neunjährigen Inflation war der Erste Weltkrieg: Gleich zu Beginn des Krieges hatte die Reichsbank den Umtausch von Banknoten in Gold eingestellt und die Reichsmark damit vom Goldstandard entkoppelt. Der Krieg wurde dann weitgehend über Schulden finanziert, in der Hoffnung, diese nach einem siegreichen Kriegsende mit den Reparationszahlungen der Kriegsgegner begleichen zu können. Während des Krieges konnten sich die wachsende Geldmenge und das sinkende Güterangebot aber zunächst wegen Rationierung und staatlicher Preissetzung nur unvollständig in steigenden Preisen niederschlagen – wobei die verdeckte Inflation bereits auf dem Schwarzmarkt sichtbar wurde. Mit dem Abbau dieser Regulierungen erreichte die Inflation nach dem Krieg dann auch Geschäfte und Banken. Hinzu kamen die Reparationsforderungen der Siegermächte und die politische Instabilität, die ebenfalls zum Verfall des Geldwerts beitrugen: Im Februar 1920 musste man fast 100 Reichsmark für einen US-Dollar bezahlen. Vor dem Krieg hatten dafür noch 4,20 Reichsmark genügt.

In den Jahren 1920 und 1921 stabilisierte sich das Preisniveau dann aber zunächst. Trotz größerer Schwankungen lag der Wechselkurs zum US-Dollar im Sommer 1921 ungefähr auf demselben Niveau wie Anfang 1920. Große Teile der Wirtschaft profitierten sogar von der Inflation, denn der Verfall der Reichsmark machte deutsche Waren im Ausland günstiger und sorgte so für gute Exportchancen der deutschen Industrie.<sup>9</sup> Die Arbeitslosigkeit war in Deutschland deshalb lange Zeit niedriger als in Frankreich und vor allem in England, wo man eine Deflationspolitik betrieb, um zum Goldstandard der Vorkriegszeit zurückzukehren.<sup>10</sup>

Ab Herbst 1921 begannen die Preise dann aber wieder rasch zu steigen. Dieser Anstieg beschleunigte sich ab dem Sommer 1922 zur „Hyperinflation“. Ein Schlüsselmoment war dabei die Ermordung von Reichsaußenminister Walther Rathenau im Juni 1922, die im In- und Ausland das Vertrauen in die Stabilität des Weimarer Staates – und damit auch seiner Währung – erschütterte. Während die Deutschen sich nun immer stärker darum bemühten, ihre Reichsmark rasch in US-Dollar oder andere Devisen umzutauschen, war man im Ausland kaum noch bereit, die deutsche Währung zu akzeptieren. Rathenau hatte zudem die Hoffnung auf eine Lösung der Reparationsfrage verkörpert, die nun in immer weitere Ferne rückte. Vollends außer Kontrolle geriet die Preisentwicklung dann infolge der Ruhrbesetzung ab Januar 1923: Als französische

und belgische Truppen das Ruhrgebiet besetzten, um die Erfüllung der deutschen Reparationsverpflichtungen durchzusetzen, rief die Reichsregierung die Bevölkerung zum passiven Widerstand auf. Sie übernahm zugleich die Löhne der Streikenden, was den ohnehin strapazierten Staatshaushalt weiter belastete.

Ab dem Sommer 1923 ging die Hyperinflation schließlich in ihre irrwitzigste Phase über. Zeitweilig waren 130 Notendruckereien damit beschäftigt, Geldscheine mit immer größeren Nennwerten zu produzieren.<sup>11</sup> Kam es bis dahin zu einer „Flucht in die Sachwerte“, war nun kaum noch jemand bereit, Sachwerte für Geld herzugeben. Stattdessen blühte der Tauschhandel. Im Juli durchbrach der Wechselkurs zum US-Dollar den Wert von eins zu einer Million, Anfang Oktober stand er bei eins zu einer Milliarde. Im November 1923 wurde die Währung schließlich bei einem Wechselkurs von 4,2 Billionen Reichsmark pro US-Dollar stabilisiert. Zugleich wurde eine Rentenmark eingeführt, für die ein Wechselkurs von eins zu einer Billion zur Reichsmark festgelegt und die mit einer Grundschuld auf den Landbesitz von Industrie und Landwirtschaft besichert wurde, um das Vertrauen der Bürger:innen zu gewinnen. Im August 1924 wurde dann eine neue Reichsmark eingeführt. Die Hyperinflation war zu Ende.

## Historische Krisen im kollektiven Gedächtnis

Es ist kaum verwunderlich, dass diese Hyperinflation mit ihren dramatischen Auswüchsen all diejenigen, die sie erlebten, für den Rest ihres Lebens beeinflusste. Solche dauerhaften Prägungen durch historische Erfahrungen sind in den vergangenen Jahren verstärkt in den Fokus der sozialwissenschaftlichen Forschung gerückt. Es ist mittlerweile gut belegt, dass biografische Schocks in einer früheren Lebensphase die politischen Einstellungen und Problemwahrnehmungen ein Leben lang beeinflussen können. Das gilt für die Erfahrung von Autokratie, von Krieg oder von Massenarbeitslosigkeit, und es gilt für die Erfahrung von Inflation. So zeigt sich in ländervergleichenden Studien, dass Menschen, die in ihrem Leben eine Hyperinflation erlebt haben, noch Jahrzehnte später besonders großen Wert auf die Geldwertstabilität legen.<sup>12</sup> Laut Untersuchungen der Wirtschaftsweisen Ulrike Malmendier zeigen sich solche Langfristeffekte nicht nur bei Konsument:innen. Selbst das Verhalten von Zentralbankner:innen wird davon beeinflusst, welche Inflationserfahrungen sie in ihrem Leben gemacht haben.<sup>13</sup>

Dass Menschen ein Leben lang von persönlichen Erfahrungen in der Jugend geprägt bleiben, erklärt allerdings noch nicht, wie solche Erfahrungen über

Generationen hinweg transportiert und wirksam werden. Doch auch solche Effekte sind mittlerweile häufig belegt: Die wachsende Verfügbarkeit historischer Datensätze hat zu einem wahren Boom von Untersuchungen geführt, die heutiges politisches Verhalten mit historischen Ereignissen in Verbindung setzen. So sind allein die Wahlergebnisse der AfD unter anderem mit der regionalen Verteilung von Vertriebenen nach dem Zweiten Weltkrieg, den Standorten von Konzentrationslagern oder gar der Unterdrückung von Katholik:innen in Bismarcks Kulturkampf erklärt worden.<sup>14</sup>

Dass historische Muster bis in die Gegenwart überdauern, lässt sich demnach relativ leicht belegen. Viel schwieriger zu beantworten ist jedoch die Frage, wie sich dies erklären lässt. Auf welchem Weg werden historische Erfahrungen von einer Generation zur nächsten weitergegeben? Häufig landen Erklärungsversuche bei einem vagen Begriff von „Kultur“, die als zeitlich stabiler Hintergrundfaktor erklären soll, warum (aber kaum konkret wie) sich bestimmte historische Muster reproduzieren. In Bezug auf die wirtschaftspolitischen Einstellungen der Deutschen ist dann gern von jener „Stabilitätskultur“ die Rede, die sich etwa in der deutschen Haltung während der Eurokrise manifestiert habe.<sup>15</sup>

Im Zentrum solcher kulturellen Erklärungen steht oft die Familie, etwa in Untersuchungen dazu, dass die Nachfahren verschiedener Einwanderergruppen in den USA noch immer bestimmte Einstellungsmuster aufweisen. Dabei ist sogar denkbar, dass die familiäre Prägung eine Generation überspringt. So lässt sich zeigen, dass die Wahlbeteiligung der Großeltern einen systematischen Einfluss auf die Wahlbeteiligung ihrer Enkel:innen hat, und zwar unabhängig vom Verhalten der Eltern.<sup>16</sup> Solche Studien setzen aber voraus, dass man das Verhalten oder die Einstellungen verschiedener Generationen tatsächlich messen kann. In vielen Fällen ist der Verweis auf die Familie hingegen eine reine Plausibilitätsüberlegung, weil die nötigen Daten fehlen. Die Idee, das deutsche Hyperinflationstrauma sei vor allem an den Abendbrotstischen der deutschen Mittelschicht vermittelt worden, ist dafür ein typisches Beispiel. Wie der Historiker Simon Mee feststellt, „stützt sich die verbreitete Behauptung, dass diese Erfahrungen in deutschen Familien weitergegeben wurden, oft auf vage, anekdotische Belege“.<sup>17</sup> Zu einem ähnlichen Urteil kommt auch sein Kollege Sebastian Teupe: „Das vermeintliche Trauma aller Deutschen reproduzierte sich über die Generationen hinweg also keineswegs von selbst, sondern bedurfte einer aktiven Erinnerungsarbeit.“<sup>18</sup>

Eine andere Möglichkeit, die Weitergabe bestimmter Verhaltensweisen zu erklären, sind vermittelnde Institutionen, die eine Erinnerung stabilisieren und

in nachwachsenden Generationen wachhalten. Dabei kann es sich etwa um zivilgesellschaftliche Organisationen wie Vereine handeln, in denen sich diejenigen organisieren, die von einem historischen Ereignis besonders betroffen waren. Auch Erinnerungsorte wie Denkmäler werden mittlerweile mit statistischen Methoden als mögliche Mittler untersucht.<sup>19</sup> Im Fall des Hyperinflations-traumas ist der wichtigste Kandidat für eine solche Vermittlung aber sicher die Schule. Die erste deutsche Demokratie – und vor allem ihr Scheitern – ist seit jeher eines der wichtigsten Themen im Geschichtsunterricht. In der Schule kommen also praktisch alle Deutschen in Kontakt mit der Hyperinflation. Und sie tun das in einem Kontext, der wiederum dazu angetan ist, diese als Trauma zu vermitteln, weil er sehr stark den Untergang der Weimarer Republik und den Aufstieg des Nationalsozialismus betont.

Ein dritter Weg, auf dem Erinnerungen weitergegeben werden, ist der über die öffentliche Debatte. Hier spielen Medien und Publizistik eine Schlüsselrolle. Wie wir gesehen haben, gehört der Verweis auf das „Trauma“ der Hyperinflation zu den klassischen Topoi in wirtschaftsjournalistischen Beiträgen. Auch die Schwemme von Jubiläumsbüchern zum Jahrestag von 1923 ist sicher ein Beitrag dazu, das Trauma in den Köpfen nachwachsender Generationen zu verankern.<sup>20</sup> Daneben bemühen sich auch Politiker:innen, die Erinnerung an die Hyperinflation wachzuhalten, wenn das für ihre politischen Ziele nützlich erscheint. So wird diese häufig verwendet, um bestimmte wirtschaftspolitische Maßnahmen in der Gegenwart zu rechtfertigen. Markus Söder, immer gern für einen Twitter-Aufreger zu haben, bezeichnete im April 2022 sogar eine Inflationsrate von 7,3 Prozent als „Hyperinflation“.<sup>21</sup>

In einer brillanten Studie hat der Historiker Simon Mee zudem nachgewiesen, wie die Bundesbank den Verweis auf die Hyperinflation in den Nachkriegsjahrzehnten immer wieder strategisch nutzte, um ihre große politische Unabhängigkeit zu rechtfertigen und zu festigen.<sup>22</sup> Die Bedeutung einer unabhängigen Zentralbank war keineswegs eine selbstverständliche, sich von selbst ergebende Lehre aus der deutschen Geschichte. Stattdessen legte es die Bundesbank gezielt darauf an, sie als zwangsläufig erscheinen zu lassen. Zu diesem Zweck beförderte sie eifrig die Entstehung einer „monetären Mythologie“, so Mee. Sein Fazit: „Die Ursprünge dieser kulturellen ‚Aversion‘ gegen Inflation mögen durchaus psychologisch und aus persönlicher Erfahrung abgeleitet gewesen sein. Aber die Gründe, warum sie in der Öffentlichkeit überdauert hat, sind institutionell.“<sup>23</sup>

Halten wir also fest: Vor dem Hintergrund einer breiten Forschung zu den Langfristwirkungen ökonomischer Krisenerfahrungen spricht viel dafür, dass

die Erlebnisse des Jahres 1923 die Menschen für den Rest ihres Lebens prägten. Und es ist keinesfalls unplausibel, dass diese Erfahrungen an nachfolgende Generationen weitergegeben wurden und so auch heute noch die deutsche Politik prägen, auch wenn keineswegs klar ist, wie genau diese Weitergabe funktioniert. Besonders die Familie, die Schule und der öffentliche Diskurs kommen als Orte infrage, an denen die Erinnerung an die Hyperinflation wachgehalten wird.

Wachgehalten – oder kreierte? Die Metapher des Wachhaltens suggeriert, es habe eine ursprüngliche traumatische Erfahrung gegeben, die im Wesentlichen unverändert von Generation zu Generation weitergegeben worden sei. Sie blendet hingegen aus, dass das heutige Trauma, selbst wenn es existiert, möglicherweise ganz andere Inhalte hat als die Erfahrung der direkt von der Hyperinflation Betroffenen. Deshalb stellt sich nicht nur die Frage, wie eine Erinnerung tradiert wird. Mindestens ebenso wichtig ist die Frage, was da eigentlich tradiert wird, und warum es gerade das ist.

## Warum die Hyperinflation?

Egal ob man die Familie, die Schule oder politische und mediale Debatten für den wesentlichen Mechanismus hält, durch den das Erlebnis der Hyperinflation noch immer auf die deutsche Gegenwart wirkt, stellt sich die Frage, warum es gerade dieses Ereignis ist. Schließlich erlebte die Weimarer Republik nur wenige Jahre nach der Hyperinflation mit der Weltwirtschaftskrise eine zweite, nicht weniger einschneidende Wirtschaftskrise. Diese Krise war aber völlig anders gelagert als die Hyperinflation.

Die Weltwirtschaftskrise nahm ihren Ausgang in den USA und griff auf Deutschland über, weil das Wachstum der deutschen Wirtschaft in den 1920er-Jahren von amerikanischen Krediten abhängig war. Als diese Kredite nach 1929 abgezogen wurden, stürzte die deutsche Wirtschaft in eine tiefe Rezession, die sich weiter verschärfte, als im Jahr 1931 mehrere große Banken zusammenbrachen. Dadurch wiederum vertiefte sich auch die Krise der Realwirtschaft noch einmal, es kam zu zahlreichen Firmenpleiten und Massenentlassungen. Auf dem Höhepunkt dieser Krise im Jahr 1932 waren über sechs Millionen Menschen arbeitslos, die Industrieproduktion war gegenüber 1928 um mehr als 40 Prozent gesunken.<sup>24</sup> Damit unterschied sich die Krise grundlegend von der Hyperinflation, in der die Arbeitslosigkeit lange sehr niedrig geblieben war.

Der wichtigste Unterschied bestand aber darin, dass die Weltwirtschaftskrise eine Deflations- und keine Inflationskrise war. Der Kreislauf von steigender

Arbeitslosigkeit, sinkender Kaufkraft und staatlicher Sparpolitik führte dazu, dass die Preise immer weiter fielen. Allein im Jahr 1932 sanken sie im Durchschnitt um neun Prozent. Das hatte dramatische Folgen: Sinkende Preise und Löhne bedeuteten, dass Kreditnehmer immer größere Schwierigkeiten hatten, ihre Schulden zu begleichen. Zugleich verloren aber auch die Sachwerte, mit denen sie die Kredite besichert hatten, an Wert. Das konnte Unternehmen, die vor Beginn der Weltwirtschaftskrise kerngesund gewesen waren, leicht in die Überschuldung treiben: Wenn ein Unternehmen Investitionen mit Krediten finanziert hatte, blieb der Nennwert dieser Kredite unverändert, während der Sachwert der damit gekauften Grundstücke oder Maschinen ständig abnahm.<sup>25</sup>

Obwohl die Weltwirtschaftskrise gemessen an der Entwicklung von Wirtschaftsleistung und Arbeitslosigkeit die viel tiefere der beiden Krisen war, hat sich offenbar trotzdem nicht diese Krise, sondern die Hyperinflation dem kollektiven Gedächtnis eingepägt. Das lässt sich mit den drei genannten Mechanismen kaum erklären, denn die könnten ja genauso gut ein Trauma der Weltwirtschaftskrise am Leben halten. Warum also die Hyperinflation? Eine mögliche Erklärung eröffnet sich beim Blick auf die Hauptbetroffenen der jeweiligen Krisen. Die Hyperinflation traf am härtesten die gesellschaftlichen Gruppen, die über Geldvermögen verfügten, darunter insbesondere diejenigen, die im Krieg die Kriegsanleihen des Reichs gezeichnet hatten. Das waren vor allem Angehörige des Bürgertums und der oberen Mittelschicht. Deren Geldvermögen verloren nun praktisch jeden Wert.

Daneben gehörte auch die Beamtenschaft insgesamt zu den großen Verlierern der Hyperinflation, weil die Beamtengehälter, anders als etwa die Löhne der Arbeiterschaft, monatlich vorab bezahlt und oft erst rückwirkend an die steigenden Preise angepasst wurden.<sup>26</sup> Das betraf Verwaltungsbeamte und die Justiz, aber vor allem auch Professoren und Lehrer:innen, also Gruppen, die für die Entstehung und Verfestigung eines bestimmten Geschichtsbildes eine entscheidende Rolle spielen. Dagegen kam die Arbeiterschaft recht gut durch die Hyperinflation, weil die Arbeitslosigkeit niedrig blieb, die Mieten praktisch auf null sanken und die wöchentlich ausbezahlten Löhne der Arbeiter:innen schneller angepasst wurden. Ab August 1923 wurden die Löhne dann sogar täglich ausgezahlt.<sup>27</sup> Dabei gab es allerdings auch erhebliche Unterschiede zwischen verschiedenen Industrien, in denen die Arbeiter:innen unterschiedlich gute Chancen hatten, ihre Ansprüche gegen die Arbeitgeber durchzusetzen.<sup>28</sup>

Zu den Hauptverlierern der Hyperinflation zählten also Gruppen, die über kulturelle Deutungsmacht verfügen und das Geschichtsbild der Gesellschaft

prägen. Da das Bürgertum in dieser Zeit auch noch eine recht geschlossene soziale Gruppe war, in der man untereinander heiratete und die eigene soziale Position an die Kinder weitergab, ist es auch plausibel, dass sich die familiäre und die gesellschaftliche Vermittlung des „Traumas“ hier mischen. Oft kamen diejenigen, in deren Familie diese Erfahrung eine besonders große Rolle spielte, später in Funktionen, in denen sie die gesellschaftliche Erinnerung mitprägten.

Ein zweiter möglicher Grund dafür, dass die Hyperinflation sich zum gewichtigeren Trauma entwickelte, ist der, dass sie zu einer Chiffre für die Weimarer Zeit geworden ist, die weit über den Bereich der Geldpolitik und sogar der Wirtschaft hinauswies. Die Inflation löste einen immer dringenderen Fokus auf das Hier und Jetzt aus, den der Kulturjournalist Harald Jähner auf die Formel „Nur das Heute zählt“ bringt und für den er Belege in fast allen Bereichen des Lebens und der Kultur findet.<sup>29</sup> Auch der nüchterne Wirtschaftshistoriker Sebastian Teupe bringt die Inflation in seiner Darstellung auf den Nenner einer „Verkürzung der Zeithorizonte“ und urteilt: „In der Hyperinflation von 1923 löste sich dieser Zeithorizont fast vollständig auf.“<sup>30</sup>

Die Kehrseite dieser Fixierung auf die unmittelbare Gegenwart war ein Bruch mit überkommenen Vorstellungen von Solidität, Konventionen und langfristigen Bindungen. Möglicherweise ist uns die Hyperinflation also auch deshalb noch so stark in Präsenz, weil ihre tatsächlichen oder imaginierten Auswirkungen auf Kultur, Unterhaltung und Sozialleben so gut zu dem Bild passen, dass wir uns allgemein von der Weimarer Republik machen. Wenn etwa der Historiker Volker Ullrich über das Jahr 1923 schreibt, „[d]ie Vergnügungsindustrie boomte wie nie zuvor. Clubs, Bars, Nachtlokale schossen wie Pilze aus dem Boden. Eine wahre ‚Tanzwut‘ griff um sich. Nacktheit wurde mit einer nie zuvor gekannten Freizügigkeit zur Schau gestellt“,<sup>31</sup> dann dürfte diese Beschreibung ziemlich genau dem Bild entsprechen, das man sich heute allgemein von der Weimarer Republik macht und das etwa auch von der Serie *Babylon Berlin* transportiert wird. Wundert es da, wenn Rezensent:innen der im Jahr 1929 spielenden ersten Staffel der Serie eine Inflation sehen, die es gar nicht gibt: „Berlin, 1929: Der jungen Weimarer Republik geht es nicht gut: Bürger sehnen sich nach einem Umbruch, die Inflation steigt, organisiertes Verbrechen wird zum Problem. Eine gefährliche Mischung.“<sup>32</sup> All das, was wir heute mit den „Wilden 20ern“ verbinden, scheint also in der Hyperinflation zu kulminieren.

Doch selbst wenn man die kulturelle Deutungsmacht des Bürgertums und die bleibende kulturelle Wirkung der Hyperinflation in Rechnung stellt, ist die

dauerhafte Verankerung des Jahres 1923 im kollektiven Gedächtnis kaum ohne das Jahr 1933 zu erklären. In keinem Text zur Hyperinflation darf deshalb der Verweis auf die 1942 erschienene Passage Stefan Zweigs fehlen, nichts habe „das deutsche Volk [...] so erbittert, so hasswütig, so hitlerreif gemacht wie die Inflation“.<sup>33</sup> Hätte sich die Weimarer Republik auf Dauer stabilisiert, dann würde die Hyperinflation heute wohl eher als wilde Kuriosität gelten und nicht als ein wirtschaftsgeschichtliches Schlüsselereignis des 20. Jahrhunderts. Ohne Hitler kein Inflationstrauma.

Allerdings kann ausgerechnet dieser Ansatz kaum erklären, warum die Hyperinflation, und nicht die Weltwirtschaftskrise, im Zentrum des deutschen Krisengedächtnisses steht. Denn die Weltwirtschaftskrise ist ja erst recht und viel unmittelbarer mit dem Aufstieg der NSDAP verbunden.

## Führte die Hyperinflation zu Hitler?

Die Frage, inwiefern die Hyperinflation tatsächlich zum Erfolg der Nationalsozialisten beitrug, ist nicht leicht zu beantworten. Ein unmittelbarer Zusammenhang kann schon deshalb kaum bestehen, weil der Aufstieg der NSDAP erst bei der Reichstagswahl 1930 begann, nicht bereits nach 1923. Moderne wirtschaftshistorische Studien können auch keine Korrelation feststellen, wonach die NSDAP in den Regionen besonders erfolgreich gewesen wäre, in denen die Hyperinflation besonders schlimm gewütet hatte.<sup>34</sup> Für die Weltwirtschaftskrise lässt sich so ein Zusammenhang durchaus feststellen: In Gemeinden, die mit besonders scharfen Sparmaßnahmen auf die Weltwirtschaftskrise reagierten, war die NSDAP erfolgreicher.<sup>35</sup> Allerdings ist ohnehin fraglich, wie sinnvoll es bei einer Hyperinflation ist, nach regionalen Differenzen zu suchen. Für das Erlebnis einer völligen Entwertung des Geldes dürfte es ziemlich belanglos sein, ob die Preise sich innerhalb eines Monats verzehn- oder verzwanzigfachen.

Wichtiger bleibt deshalb der Hinweis, dass zwischen der Hyperinflation und der Weltwirtschaftskrise drei Reichstagswahlen – im Mai 1924, im Dezember 1924 und im Mai 1928 – stattfanden, von denen nur die Wahl im Mai 1924 mit einer Stärkung der politischen Extreme verbunden war. Die Wahlen im Dezember 1924 und 1928 gelten hingegen als Ausdruck einer gewissen Stabilisierung der Weimarer Republik. Die Parteien der Weimarer Koalition – SPD, Zentrum, DDP – schnitten 1928 zusammen so gut ab wie bei keiner anderen Reichstagswahl nach 1919. Der direkte Effekt der Hyperinflation auf das Wahlverhalten war also allenfalls schwach ausgeprägt. Auch betont die

Geschichtsschreibung heute verstärkt die prinzipielle Offenheit der Weimarer Geschichte. Es führt kein direkter Weg von 1923 zur Katastrophe von 1933.

Allerdings sind mehrere indirekte Effekte der Hyperinflation plausibel.<sup>36</sup> So könnten die Inflationsverlierer:innen auch in den 1930er-Jahren noch besonders anfällig für die Mobilisierung der NSDAP gewesen sein. Wie oben gesehen, zählte das Bürgertum, das eine entscheidende Stütze der Demokratie hätte sein können, zu den Hauptverlierern der Inflation. Zumindest ein Teil des Bürgertums hatte mit seinem Vermögen auch sein Vertrauen in die Republik verloren. Auch könnte der Versuch, die Verluste der Inflation in den Folgejahren aufzuholen, dazu beigetragen haben, dass die deutsche Wirtschaft bereits in einer fragilen Lage war, als sie von der Weltwirtschaftskrise getroffen wurde. Noch wichtiger war vermutlich aber, dass die wirtschaftspolitische Reaktion auf die Weltwirtschaftskrise auch von der Angst vor einer neuerlichen Inflation geprägt wurde. Die Sorge vor einer Rückkehr der Inflation hemmte demnach alle Ansätze, der Weltwirtschaftskrise mit einer aktiveren staatlichen Wirtschaftspolitik zu begegnen. Statt mit Steuersenkungen oder höheren Staatsausgaben zu versuchen, den Wirtschaftseinbruch zu bekämpfen, verfolgte Reichskanzler Brüning eine verhängnisvolle Deflationspolitik: Er erhöhte Einkommens- und Konsumsteuern, senkte die Staatsausgaben und kürzte Löhne und Gehälter. Dabei ging es ihm nicht zuletzt darum, eine Streichung der Reparationen zu erreichen. Gleichzeitig waren auch große Teile der Bevölkerung und der Politik besorgt, eine Ausweitung des Staatsdefizits könne zu einer Wiederkehr der Inflation führen.<sup>37</sup>

In jedem Fall können aber solche Versuche, eine kausale Verbindung zwischen 1923 und 1933 zu ziehen, nicht wirklich erklären, warum die Hyperinflation in der öffentlichen Erinnerung so stark vor der Weltwirtschaftskrise steht. Denn selbst wenn es möglich sein sollte, eine direkte Verbindung der Hyperinflation mit dem Untergang der Weimarer Republik herzustellen – für die Weltwirtschaftskrise steht eine solche völlig außer Zweifel.

## **Hyperinflation und Weltwirtschaftskrise im politischen Diskurs**

Für das Nachleben der Hyperinflation im deutschen kollektiven Gedächtnis ist aber auch nicht entscheidend, ob sich historisch tatsächlich eine kausale Linie von der Inflation zum Aufstieg Hitlers ziehen lässt. Wichtiger ist, dass eine

solche Linie in der heutigen Vorstellung existiert. Dafür finden sich im öffentlichen Diskurs zahlreiche Beispiele. Einen solchen Zusammenhang suggerierte etwa der Journalist Gabor Steingart, als er im September 2021 von der „großen Geldentwertung in der Vor-Hitler-Zeit“ schrieb.<sup>38</sup> An diesem Zitat ist nicht nur die direkte sprachliche Verbindung zwischen der Hyperinflation und Hitler bemerkenswert. Es lässt auch offen, wann genau diese Hyperinflation stattfand. Kaum ein Leser dürfte bei der „Vor-Hitler-Zeit“ an das Jahr 1923 denken.

Noch mehr im Ungefähren verlor sich der damalige Wirtschaftsminister Rainer Brüderle 2011 in einer Rede im Bundestag: „Eine Lehre der Geschichte ist: Wenn das Geld schlecht wird, wird alles schlecht. Auch das haben wir in der deutschen Geschichte gehabt: von Hyperinflation über Massenarmut bis hin zum Krieg und den fatalen Fehlentwicklungen in Deutschland.“<sup>39</sup> Auch Brüderle verschiebt den Zeitpunkt der Hyperinflation ins Ungefähre: Irgendwann in der deutschen Geschichte, aber auf jeden Fall im Zusammenhang mit Massenarmut und der „fatalen Fehlentwicklung“ des Nationalsozialismus. Liest man Brüderles Zitat genau, fällt auf, dass er der Inflation nicht einfach den Vorrang vor der Weltwirtschaftskrise gibt. Vielmehr vermengt er die beiden zu einer Krisenmelange aus „Hyperinflation“ und „Massenarmut“ – diese Melange aber wird unter die Überschrift „Wenn das Geld schlecht wird“ gestellt, also eindeutig auf die Inflation bezogen. Was hier geschieht, ist also keine Verdrängung der Weltwirtschaftskrise, die irgendwie als zweite, weniger wichtige Krise im Schatten der Hyperinflation steht. Vielmehr verschmelzen hier Hyperinflation und Weltwirtschaftskrise zu einer einzigen „Weimarer Wirtschaftskrise“.

Noch offenkundiger ist diese Verschmelzung in einem Artikel der Wochenzeitung *Die Zeit* von Dezember 2018: „Klar, als im Oktober 1929 die New Yorker Börse zusammenbrach und Deutschland in den Strudel der verheerenden Weltwirtschaftskrise geriet, da lag es nahe, dass von Hyperinflation, Fabrik-schließungen, Arbeitslosenheeren und Regierungschaos vor allem politische Extremisten, allen voran die Nazis, profitierten.“<sup>40</sup> Dass die Hyperinflation 1929 bereits sechs Jahre zurücklag, war offenbar niemandem in der Redaktion aufgefallen.

Es geht hier nicht darum, einzelne Journalisten oder Politiker bloßzustellen. Vielmehr sind diese Beispiele Ausdruck einer weit verbreiteten Vermischung von Weltwirtschaftskrise und Hyperinflation. Und diese Vermischung ist entscheidend für die besondere Rolle der Hyperinflation im deutschen kollektiven Gedächtnis. Sie ergibt sich nicht daraus, dass die Inflation die Weltwirtschaftskrise verdrängt hat, sondern daraus, dass sie sich die Weltwirtschaftskrise

einverleibt hat. „Hyperinflation“ ist eine Formel geworden, mit der jede Weimarer Wirtschaftskrisenerfahrung aufgerufen werden kann, die Inflation ebenso wie die Massenarbeitslosigkeit. Statt an zwei Krisen erinnern sich viele Deutsche nur an eine Krise, wobei die prägenden Merkmale beider Krisen vereint werden – und die Erinnerung an diese eine Krise firmiert unter dem Label „Hyperinflation“.

## Was wissen die Deutschen über die Weimarer Wirtschaftsgeschichte?

Die These einer Vermischung von Hyperinflation und Weltwirtschaftskrise stützt sich nicht nur auf einzelne Beispiele aus der öffentlichen Debatte, sondern wird von einer Studie belegt, in der ich zusammen mit meinen Kollegen Nils Redeker und Tobias Rommel über 2000 Deutsche nach ihrem Bild von der Weimarer Wirtschaftsgeschichte befragt habe.<sup>41</sup> Einen Teil der Befragten fragten wir explizit nach ihren Vorstellungen von der Hyperinflation, einen anderen Teil nach ihren Vorstellungen von der Weltwirtschaftskrise. Unser wichtigstes Ergebnis: Diese Vorstellungen waren bemerkenswert ähnlich. Egal ob wir nach dem Jahr 1923 (der Hyperinflation) oder nach dem Jahr 1932 (der Weltwirtschaftskrise) fragten, die Mehrheit der Befragten assoziierten beide Jahre mit hohen oder sehr hohen Inflationsraten. Gefragt, welche spezifischen Probleme die Weltwirtschaftskrise kennzeichneten, nannte der größte Teil der Befragten vollkommen korrekt das Problem der hohen Arbeitslosigkeit. Auf Platz zwei folgte jedoch das vermeintliche Problem der hohen Inflation.

Insbesondere wusste nur eine verschwindend geringe Minderheit, dass die frühen 1930er-Jahre eine Zeit der Deflation und nicht etwa sehr hoher Inflation waren. Als wir die Befragten baten, die Inflationsrate im Jahr 1932 zu schätzen (eine, zugegeben, recht komplizierte Aufgabe), nannten weniger als ein Prozent eine negative Zahl. Dagegen nannte mehr als die Hälfte einen Wert von über zehn Prozent und jede:r sechste Befragte sogar einen Wert von über 100 Prozent. Diese Schätzungen unterschieden sich kaum von denen, die wir für das Jahr 1923 erhielten. Dabei hatten wir die nach 1923 Befragten explizit darauf hingewiesen, dass dies der Höhepunkt der Hyperinflation war, und ihnen ein Bild von Kindern gezeigt, die mit wertlosen Geldscheinen spielten.

Wenn man zwei Gruppen nach unterschiedlichen Ereignissen fragt und sie diese Ereignisse ganz ähnlich beschreiben, weist das darauf hin, dass sie

zwischen den beiden Ereignissen nicht unterscheiden können. Wir schließen aus diesen Ergebnissen deshalb, dass viele Deutsche nicht wissen, dass Hyperinflation und Weltwirtschaftskrise zwei unterschiedliche Krisen waren. In ihrer Vorstellung vermischen sich die beiden Krisen zu einer einzigen „Weimarer Wirtschaftskrise“. Die Frage, wie es zu dieser Vermischung kommt, ist mit unseren Daten nicht abschließend zu beantworten. Immerhin sind einige Annäherungen möglich: So neigen Personen mit Abitur oder Studium häufiger dazu, die Hyperinflation und die Weltwirtschaftskrise zu vermischen. Das dürfte Ausdruck davon sein, dass man erst einmal eine ungefähre Vorstellung von den beiden Krisen haben muss, ehe man sie vermischen kann. Befragte mit niedrigerer formaler Bildung zögerten dagegen stärker, überhaupt eine Aussage über die Weimarer Wirtschaftsgeschichte zu treffen.

Keine Unterschiede konnten wir dagegen zwischen Ost- und Westdeutschen ausmachen. Die Vorstellung, ihre langjährige Liebesgeschichte mit der Bundesbank und ihr D-Mark-Patriotismus hätten bei den Westdeutschen eine besonders starke Angst vor der Inflation und eine entsprechend lebendige Erinnerung an die Weimarer Hyperinflation ausgelöst, bestätigt sich in unseren Daten nicht.

Wie aber verhält es sich mit den drei oben diskutierten Erklärungen für das Überdauern der Hyperinflation in der kollektiven Imagination? Dazu fragten wir die Umfrageteilnehmer:innen, ob sie sich erinnerten, schon einmal von der Hyperinflation gehört zu haben, und wo das zuletzt der Fall war. Immerhin 81 Prozent der Befragten gaben an, sie hätten schon einmal von der Hyperinflation gehört. Die Inflation scheint also tatsächlich fest in der historischen Erinnerung verankert zu sein. Auf die Frage, wo sie zuletzt von der Inflation gehört hätten, nannten allerdings nur knapp 15 Prozent die eigene Familie. Die von der *New York Times* kolportierte Geschichte von den Milliarden Scheinen in den Familienalben scheint also keinesfalls repräsentativ zu sein. Das passt zu den Einschätzungen jüngerer historischer Studien, die ebenfalls betonen, dass die Inflationserinnerung einer Stütze von außen bedarf.<sup>42</sup>

Dabei verweisen unsere Umfragedaten auf die besondere Bedeutung der Schule: Mehr als die Hälfte der Befragten gab an, sich zuletzt in der Schule mit der Hyperinflation beschäftigt zu haben. Nun ist klar, dass der Geschichtsunterricht den Schüler:innen nicht selbst eine Vermischung von Hyperinflation und Weltwirtschaftskrise beibringt. Geschichtsbücher behandeln die beiden Krisen natürlich als unterschiedliche historische Ereignisse. Möglicherweise legen sie aber nicht genug Wert darauf, den Unterschied zwischen den beiden Krisen zu betonen. Häufig werden die beiden Krisen etwa unter einer gemeinsamen

Überschrift wie „Von der Inflation zur Weltwirtschaftskrise“ behandelt.<sup>43</sup> Es ist insofern leicht vorstellbar, dass Schüler:innen bereits nach wenigen Jahren nur noch eine schwammige Erinnerung an die Behandlung der Weimarer Republik in ihrem Unterricht haben. Diese schwammige Erinnerung lädt dann dazu ein, die beiden Krisen gedanklich zu einer zusammenzulegen.

Wie leicht die Vermittlung der Wirtschaftsgeschichte zu so einer unfreiwilligen Vermischung beitragen kann, zeigt ausgerechnet das Beispiel der Ausstellung „Sparen – Geschichte einer deutschen Tugend“ im Deutschen Historischen Museum in Berlin im Jahr 2018. Die Hyperinflation wurde den Besucher:innen dort sehr anschaulich mit einer „inkluisiven Kommunikations-Station“ präsentiert:<sup>44</sup> Auf einer Balkenwaage konnte man unterschiedliche Güter gegen einen bestimmten Geldwert aufwiegen und sich so vor Augen führen, wie schnell der Währungsverfall vonstattenging. Dagegen wurde die Weltwirtschaftskrise vor allem mit Bezug auf die Bankenkrise thematisiert. Die damit einhergehende Deflation, unter der nicht die Gläubiger, sondern die Schuldner litten, spielte in der Ausstellung praktisch keine Rolle. Stattdessen war die Kernbotschaft: In Weimar traf es immer die Sparer:innen.

An eine Auseinandersetzung über die Hyperinflation in politischen Debatten konnten sich schließlich weniger als zehn Prozent unserer Befragten erinnern. Insofern scheint die Thematisierung der Hyperinflation in politischen Auseinandersetzungen weniger eine Ursache, als vielmehr selbst ein Ausdruck dieser verzerrten Erinnerung zu sein. Allerdings haben wir unsere Umfrage bereits vor der aktuellen Welle von Jubiläumspublikationen durchgeführt, sodass es hier unterdessen zu einer gewissen Veränderung gekommen sein mag.

## Was ist an der deutschen Inflationserinnerung besonders?

Doch ist all das überhaupt spezifisch für die deutsche Erinnerung an die Hyperinflation? Eine einfache Erklärung für unsere Befunde wäre ja, dass Menschen ganz allgemein dazu neigen, verschiedene wirtschaftliche Krisenphänomene miteinander zu assoziieren. Wo ein Unheil ist, kann das andere nicht weit sein. In der Tat ist ja auch nicht unmittelbar intuitiv, dass sich Inflation und Arbeitslosigkeit eher entgegengesetzt entwickeln. Um verstehen zu können, warum Massenarbeitslosigkeit eine der effektivsten Inflationsbremsen ist, benötigt man einiges an ökonomischem Wissen. Und umgekehrt argumentieren politische Akteur:innen ja immer wieder, eine entschlossene Bekämpfung der Inflation diene auch dazu, die Wirtschaft insgesamt zu stabilisieren.

Diesen Einwand haben wir empirisch geprüft, indem wir dieselbe Studie auch in den Niederlanden durchgeführt haben. Die Niederlande gelten als Land, das ebenfalls über eine ausgeprägte Stabilitätskultur verfügt; in den wirtschaftspolitischen Debatten in Europa stehen sie üblicherweise fest im Lager der sogenannten Falken, die auf restriktive Ausgaben- und Geldpolitik drängen. Mit Wim Duisenberg wurde nicht ohne Grund ein Niederländer der erste Präsident der Europäischen Zentralbank, um gerade den Deutschen zu signalisieren, die neue Währung werde so stabil sein wie die D-Mark. Außerdem wurden auch die Niederlande hart von der Weltwirtschaftskrise getroffen. Im Unterschied zu Deutschland erlebten sie jedoch keine Hyperinflation in den 1920er-Jahren.

Fragt man also die Niederländer:innen nach ihrem Bild von der Weltwirtschaftskrise, zeigen sich bemerkenswerte Unterschiede zu Deutschland. Zwar weiß auch in den Niederlanden fast niemand, dass die Weltwirtschaftskrise eine Zeit der Deflation war. Aber die Niederländer verbinden die Weltwirtschaftskrise auch nicht mit enorm hohen Inflationsraten – wofür sie ja auch keinerlei Anlass haben. An die Weltwirtschaftskrise erinnert man sich in erster Linie als Zeit hoher Arbeitslosigkeit. Die Vorstellung, sie sei auch eine Zeit extrem hoher Inflation gewesen, ist also tatsächlich spezifisch deutsch.

## Trauma oder kein Trauma?

Die anhaltende Bedeutung der Hyperinflation verdankt sich also der besonderen historischen Konstellation, dass auf die eine Krise bald eine zweite, anders geartete Krise folgte, die im kollektiven Gedächtnis mit der ersten Krise verschmolzen ist und gewissermaßen in diese integriert wurde. Das heißt aber auch, dass die vermeintlichen Lehren dieses Traumas viel weniger klar sind, als es oft suggeriert wird. Die vermeintlich Traumatisierten verbinden mit der Hyperinflation nämlich nicht nur steigende Preise, sondern auch Massenarbeitslosigkeit. Ob sie aus dem Trauma tatsächlich ableiten, dass man eine Inflation um jeden Preis bekämpfen und dafür auch eine höhere Arbeitslosigkeit in Kauf nehmen sollte, ist deshalb völlig unklar.

Dass es gar nicht so eindeutig ist, welche politischen Lehren die Menschen aus der Hyperinflation ziehen, zeigt auch unsere Umfrage. An deren Ende mussten sich die Teilnehmer:innen entscheiden, ob ihnen die Bekämpfung der Inflation oder der Arbeitslosigkeit das wichtigere wirtschaftspolitische Ziel wäre. Ein Teil der Befragten hatte zuvor unsere Fragen zur Wirtschaftsgeschichte der Weimarer Republik beantwortet, ein anderer Teil hingegen war

gar nicht mit dem Thema Weimar konfrontiert gewesen. Würde eine Beschäftigung mit Weimar tatsächlich eine Art Retraumatisierung auslösen, dann sollte die Weimar-Gruppe erheblich mehr Wert auf die Inflationsbekämpfung legen. Das war jedoch kaum der Fall. Nur Menschen, die sich politisch rechts der Mitte verorten, äußerten sich noch etwas inflationskritischer als ohnehin, wenn sie zuvor über die Weimarer Wirtschaftsgeschichte nachgedacht hatten.

Genau umgekehrt verhielt es sich hingegen mit der Wirkung historischer Aufklärung. Der Hinweis, dass es sich bei Hyperinflation und Weltwirtschaftskrise um zwei unterschiedliche historische Ereignisse handelte, hatte nur bei Menschen, die sich selbst als links beschreiben, einen Einfluss auf ihre wirtschaftspolitischen Prioritäten. Insgesamt beeinflusste aber auch dieser Hinweis die Einstellungen dazu, ob die Bekämpfung von Inflation oder Arbeitslosigkeit wichtiger sei, nur wenig.

Beide Ergebnisse lassen gewisse Zweifel an der Wirkmächtigkeit des vermeintlichen Traumas aufkommen. Wäre das Trauma tatsächlich so massiv, dann müsste ja eine Erinnerung daran auch starke Auswirkungen auf die wirtschaftspolitische Zielabwägung haben. Und wäre die Erinnerung an Weimar tatsächlich so präsent, dann müsste der Hinweis, dass man sich immer falsch erinnert hat, ein tieferes Nachdenken auslösen. Beides ist jedoch kaum der Fall.

Wenn die Hyperinflation, wie oben dargestellt, in politischen Debatten angeführt wird, dann scheint das eher eine Folge bestimmter politischer Einstellungen zu sein. Verweise auf die Hyperinflation dienen vor allem einer rhetorischen Rechtfertigung umstrittener wirtschaftspolitischer Entscheidungen. Deshalb sollte man sie aber nicht für den eigentlichen Grund dieser Entscheidungen halten. Das passt zum Argument von David Howarth und Charlotte Rommerskirchen, wonach es sich bei der deutschen „Stabilitätskultur“ vor allem um ein politisches Narrativ handelt, das strategisch eingesetzt wird: „Die CDU hat die Stabilitätskultur seit Mitte der 1990er-Jahre als eine strategische Ressource verwendet, um ihre Agenda in Bezug auf eine Reihe nationaler und europäischer Entscheidungen voranzutreiben und zu legitimieren.“<sup>45</sup> Was für die Stabilitätskultur insgesamt gilt, scheint also auch für ihr Kernelement, die Hyperinflationsfurcht, zu gelten: Sie ist kein urwüchsiges Trauma, sondern vor allem ein Instrument politischer Rhetorik.

In gewisser Weise handelt es sich bei der Vorstellung eines deutschen Inflationstraumas auch um eine nützliche Autosuggestion. Sie erlaubt es den Deutschen, sich vor vermeintlichen wirtschaftspolitischen Zumutungen zu schützen: Wir haben ein Trauma, deshalb haben wir Anspruch auf eine besondere Form

der geldpolitischen Achtsamkeit. Die Strategie, das vermeintliche Trauma zu betonen, kann aber auch viel prosaischeren Zielen dienen, etwa dem, mehr Bücher zu verkaufen. So erschien die zum 90. Jahrestag erschienene Darstellung der Hyperinflation des britischen Historikers und Publizisten Frederick Taylor im Deutschen unter dem Titel „Inflation: Der Untergang des Geldes in der Weimarer Republik und die Geburt eines deutschen Traumas“, während der Titel der englischen Originalausgabe „The Downfall of Money: Germany’s Hyperinflation and the Destruction of the Middle Class“ lautete und damit die sozialstrukturellen und nicht die psychologischen Auswirkungen der Geldentwertung betonte.

Anders als die Idee eines nationalen Traumas suggeriert, ist die Verbindung der Hyperinflation des Jahres 1923 mit der heutigen deutschen Wirtschaftspolitik also eher ein verschlungener Pfad als eine direkte Linie. Es ist eben nicht einfach die Erfahrung der Inflation selbst, die sich den Deutschen für immer eingeprägt hat. Vielmehr ist diese vermeintliche Erfahrung im Lauf der Jahrzehnte um andere Erfahrungen und bestimmte politische Deutungen angereichert worden. Zu dem, woran man sich heute als „Hyperinflation“ erinnert, gehört deshalb zwar durchaus das, was 1923 tatsächlich geschah – aber auch vieles, was damals nicht geschah. Insofern ist die Hyperinflation eigentlich eher ein Teil der kollektiven Imagination als der kollektiven Erinnerung.

## Hält 1923 Lehren für die Gegenwart bereit?

Obwohl sie also nicht so eindeutig in den Köpfen der Deutschen verankert sind, wie häufig behauptet, werden die vermeintlichen Lehren der Hyperinflation immer wieder bemüht, um politische Entscheidungen zu begründen. Diese Verwendung der Hyperinflation als „strategische Ressource“ hat nicht nur wegen ihres 100. Jahrestags seit einiger Zeit Konjunktur. Angesichts von Inflationsraten, wie sie die meisten Deutschen zu Lebzeiten nicht erlebt haben, scheint sich auch ein konkreter historischer Bezug zu ergeben. Ohnehin wird ja seit einigen Jahren verstärkt danach gefragt, welche Lehren die Weimarer Republik für die Gegenwart bereithält.

Ein genauerer Blick zeigt jedoch, dass die Erfahrung der Hyperinflation nicht zu diesen Lehren zählt. Die zwar hohen, aber trotzdem weit von einer Hyperinflation entfernten Preissteigerungen der Jahre 2022 und 2023 haben schlicht völlig andere Ursachen als die Weimarer Hyperinflation. Wie oben gezeigt, zählten zu den Hintergründen der Inflation der 1920er-Jahre die enorme Staatsverschuldung aus dem Krieg und die hohen Reparationsforderungen der

Siegermächte. Der Übergang zur Hyperinflation hing dann schließlich mit den Kosten des passiven Widerstands gegen die Ruhrbesetzung ab Januar 1923 zusammen. Nichts davon hat eine relevante Parallele in der Gegenwart. Die einzige Parallele, die sich eventuell ziehen ließe – Spanische Grippe (1918–1920) und Corona-Pandemie (ab 2020) – taucht in Darstellungen zur Hyperinflation oder zum Jahr 1923 hingegen gar nicht auf.<sup>46</sup>

Stattdessen wird die gegenwärtige Inflation vor allem mit steigenden Energiepreisen, gerissenen Lieferketten und einem zunehmenden Arbeitskräftemangel erklärt. Selbst wenn die lockere Geldpolitik der vergangenen Jahre zu ihren Ursachen beigetragen haben sollte, ist mittlerweile doch klar, dass die Zentralbank diese Inflation, anders als in den 1920er-Jahren, nicht befeuert, sondern sie mit deutlichen Zinserhöhungen bekämpft. Wenn man nach einem geeigneten historischen Vergleichsfall für die heutige Inflation suchen will, dann sind es wohl eher die 1970er-Jahre mit dem Ölpreisschock. Welche Lehren sich wiederum aus diesem Vergleich ziehen lassen, ist eine andere Frage, die an dieser Stelle nicht diskutiert werden kann.

Eine Lehre, die man hingegen ziehen kann, lautet, dass man bei der Suche nach historischen Referenzen der Ähnlichkeit den Vorrang vor der Dramatik des historischen Ereignisses geben sollte. Die Hyperinflation wird deshalb so gern für Vergleiche herangezogen, weil sie klare Bilder evoziert und vermeintlich klare Lehren über die Gefahren einer lockeren Geldpolitik bereithält. Diese Bilder und Botschaften haben das eigentliche Ereignis in den Köpfen der Deutschen mittlerweile überdeckt. Dabei ist in der kollektiven Imagination eine mythische Hyperinflation entstanden, die sich von der tatsächlichen Hyperinflation stark unterscheidet. Die große Menge an Jubiläumsbüchern lebt genau von diesem Mythos. Insofern wäre es eine reizvolle Pointe, wenn diese Bücher den Mythos in der Öffentlichkeit erschüttern würden: indem ihre bloße Existenz zeigen würde, dass 1923 eben nicht 1932 war.

## Anmerkungen

- 1 Bei diesem Beitrag handelt es sich um eine überarbeitete und deutlich erweiterte Version des Artikels von Lukas Haffert, Die Hyperinflation 1923 im kollektiven Gedächtnis, in: *Aus Politik und Zeitgeschichte*, (2023) 1, S. 36–41.
- 2 Christian Bommarius, *Im Rausch des Aufruhrs: Deutschland 1923*, München 2022; Jutta Hoffritz, *Totentanz – 1923 und seine Folgen*, Hamburg 2022; Peter Longerich, *Außer Kontrolle: Deutschland 1923*, Wien 2022; Mark Jones, *1923: Ein deutsches Trauma*, Berlin 2022; Volker Ullrich, *Deutschland 1923. Das Jahr am Abgrund*, München 2022.

- 3 Gerald Feldman, *The Great Disorder: Politics, Economics, and Society in the German Inflation 1914–1924*, New York 1993, S. 5. Siehe zu solchen Charakterisierungen ausführlich: Sebastian Teupe, *Zeit des Geldes. Die deutsche Inflation zwischen 1914 und 1923*, Frankfurt am Main / New York 2022, S. 261 ff.
- 4 Vgl. Robert Shiller, *Why Do People Dislike Inflation?*, in Christina Romer / David Romer (Hrsg.), *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*, Chicago 1997, S. 13–70; Bernd Hayo / Florian Neumeier, *The Social Context for German Economists: Public Attitudes towards Macroeconomic Policy in Germany*, in: George Bratsiotis / David Cobham (Hrsg.), *German Macro: How It's Different and Why That Matters*, Brüssel 2016, S. 64–72.
- 5 Nicolas Kulish, *German Fears About Inflation Stall Bold Steps in Debt Crisis*, in: *New York Times* vom 1.12.2011.
- 6 *Geld oder Beben*, in: *Der Spiegel* (Nr. 33) vom 15.8.2011, S. 22 ff.
- 7 Michael Hüther, *Der lange Schatten der Hyperinflation. Oder: Die Sicherheitspräferenz der Deutschen und deren Folgen für Staatsfinanzen, Kapitalanlage und Unternehmensfinanzierung*, in: *List Forum für Wirtschafts- und Finanzpolitik*, 46 (2021) 3, S. 273–298.
- 8 Vgl. Matthias Matthijs, *Powerful Rules Governing the Euro: The Perverse Logic of German Ideas*, in: *Journal of European Public Policy*, 23 (2016) 3, S. 375–391.
- 9 Vgl. S. Teupe (Anm. 3), S. 26., 75 ff.
- 10 Ebd., S. 83 ff.
- 11 Vgl. *Das deutsche Horrorjahr*, in: *Der Spiegel* (Nr. 5) vom 28.1.2023, S. 44.
- 12 Vgl. Michael Ehrmann / Panagiota Tzamourani, *Memories of High Inflation*, in: *European Journal of Political Economy*, 28 (2012) 2, S. 174–191.
- 13 Ulrike Malmendier / Stefan Nagel / Zhen Yan, *The Making of Hawks and Doves*, in: *Journal of Monetary Economics*, 117 (2021), S. 19–42.
- 14 Vgl. Valentin Lang / Stephan Schneider, *Immigration and Nationalism in the Long Run*. KOF Working Paper 505, 2022; Jonathan Homola / Miguel Pereira / Margit Tavits, *Legacies of the Third Reich: Concentration Camps and Out-group Intolerance*, in: *American Political Science Review*, 114 (2020) 2, S. 573–590; Lukas Haffert, *The Long-Term Effects of Oppression: Prussia, Political Catholicism and the Alternative für Deutschland*, in: *American Political Science Review*, 116 (2022) 2, S. 595–614.
- 15 Vgl. Vivien Schmidt, *Speaking to the Markets or to the People? A Discursive Institutional Analysis of the EU's Sovereign Debt Crisis*, in: *British Journal of Politics and International Relations*, 16 (2014) 1, S. 188–209.
- 16 Vgl. Karl-Oskar Lindgren / Sven Oskarsson, *The Perpetuity of the Past: Transmission of Political Inequality across Multiple Generations*, in: *American Political Science Review*, 117 (2023) 3, S. 1004–1018.
- 17 Simon Mee, *Central Bank Independence and the Legacy of the German Past*, Cambridge 2019, S. 27 (Übersetzung L. H.).
- 18 S. Teupe (Anm. 3), S. 266.
- 19 Vgl. Christian Ochsner / Felix Roessel, *Mobilizing History*, Working Paper, 2019; Anil Menon, *The Political Legacy of Forced Migration: Evidence from Post-WWII Germany*, in: *Comparative Political Studies*, 56 (2022) 9, S. 1398–1432.
- 20 Aus einer kaum überschaubaren Auswahl sei neben den in Anm. 3 genannten Büchern nur noch ein weiteres erwähnt: Frank Stocker, *Die Inflation von 1923: Wie es zur größten deutschen Geldkatastrophe kam*, München 2022.

- 21 Markus Söder, Tweet vom 4.4.2022, [https://twitter.com/Markus\\_Soeder/status/1510946336274800641](https://twitter.com/Markus_Soeder/status/1510946336274800641), abgerufen am 7.2.2024.
- 22 Vgl. S. Mee (Anm. 17).
- 23 Ebd., S. 28 (Übersetzung L. H.).
- 24 Barry Eichengreen, The Origins and Nature of the Great Slump Revisited, in: *Economic History Review*, 45 (1992) 2, S. 213–239, hier S. 233.
- 25 Für eine anschauliche Darstellung dieser „Schuldendeflation“ vgl. Marc Hansmann, Deflation statt Inflation? Historische Erfahrungen aus der Weltwirtschaftskrise, in: *Jahrbuch für Wirtschaftsgeschichte* 1999, S. 179–193.
- 26 Vgl. V. Ullrich (Anm. 2), S. 81.
- 27 Vgl. S. Teupe (Anm. 3), S. 198.
- 28 Vgl. ebd., S. 201.
- 29 Harald Jähner, Höhenrausch. Das kurze Leben zwischen den Kriegen, Berlin 2022, S. 82.
- 30 S. Teupe (Anm. 3), S. 10.
- 31 Volker Ullrich, 1923 als Schlüsseljahr für 1933?, in: *Aus Politik und Zeitgeschichte*, (2023) 4, S. 10–16.
- 32 Sebastian Maas / Katharina Hölter, „Babylon Berlin“: Worum es in der teuersten deutschen Serie aller Zeiten geht, 13.10.2017, <https://www.spiegel.de/kultur/tv/babylon-berlin-worum-es-in-der-teuersten-deutschen-serie-aller-zeiten-geht-a-00000000-0003-0001-0000-000001763392>, abgerufen am 31.7.2023.
- 33 Stefan Zweig, Die Welt von gestern. Erinnerungen eines Europäers, Frankfurt am Main, 44. Auflage 2019, S. 359.
- 34 Gregori Galofré-Vilà, Spoils of War: The Political Legacy of the 1923 German Hyperinflation, in: *Explorations in Economic History*, 88 (2023).
- 35 Gregori Galofré-Vilà / Christopher M. Meissner / Martin McKee / David Stuckler, Austerity and the Rise of the Nazi Party, in: *Journal of Economic History*, 81 (2021) 1, S. 81–113.
- 36 Siehe dazu die Beiträge in Gerald D. Feldman (Hrsg.), Die Nachwirkungen der Inflation auf die deutsche Geschichte 1924–1933, München 1985.
- 37 Vgl. Eberhard Kolb / Dirk Schumann, Die Weimarer Republik, München 2013, S. 136–137.
- 38 Gabor Steingart, Inflation: Die unbequeme Wahrheit, Morning Briefing, 15.9.2021.
- 39 Deutscher Bundestag, Plenarprotokoll 17/130, 2011.
- 40 Martin Klingst, Warum trauen so viele der Demokratie nicht, obwohl wir einen Aufschwung erleben?, in: *Die Zeit* (1/2019) vom 31.12.2018.
- 41 Lukas Haffert / Nils Redeker / Tobias Rommel, Misremembering Weimar: Hyperinflation, the Great Depression, and German Collective Economic Memory, in: *Economics & Politics*, 33 (2021) 3, S. 664–686.
- 42 Vgl. S. Mee (Anm. 17), S. Teupe (Anm. 3).
- 43 Ernst Klett Verlag, Geschichte und Geschehen, Stuttgart 2005, S. 251.
- 44 Deutsches Historisches Museum, Sparen. Geschichte einer deutschen Tugend, Berlin 2018, S. 254.
- 45 David Howarth / Charlotte Rommerskirchen, A Panacea for all Times? The German Stability Culture as Strategic Political Resource, in: *West European Politics*, 36 (2013) 4, S. 4 (Übersetzung L. H.).
- 46 Vgl. S. Teupe (Anm. 3); V. Ullrich (Anm. 2).



Carolin Müller

# Warum ist Geld politisch?

Monetäre Theorien und die Institutionen der Geldschöpfung<sup>1</sup>

Geld wird meist dann zum Gegenstand politischer Aufmerksamkeit, wenn etwas sichtlich schiefläuft. Zuletzt etwa angesichts der steigenden Inflation seit Ende des Jahres 2021, aufgrund derer sich immer mehr Menschen fragen mussten, wie sie selbst Grundlegendes wie die Kosten für Heizung oder Lebensmittel finanzieren können. Diskutiert wurden in diesem Kontext nicht nur Unterstützungspakete durch die öffentliche Hand, sondern auch ganz explizit die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank: etwa ob die Preissteigerungen eine Konsequenz aus der lockeren Geldpolitik seit der Finanz- und Eurokrise ab 2008 seien oder ob ein geldpolitischer Strategiewechsel, im Sinne einer Erhöhung des Zinsniveaus und eines schnellen Ausstiegs aus den Corona-Anleihekaufprogrammen, sinnvoll wäre. Hinter solchen Debatten stehen grundlegendere Annahmen darüber, woraus Geld besteht, wer seine Herstellung kontrolliert und wie der Wert des Geldes gesteuert werden kann. Ob es beispielsweise möglich ist, Geld einfach aus dem Nichts zu schaffen, wie es in der Corona-Krise zeitweilig schien, wie der Wert unseres Geldes mit jenem materieller Güter zusammenhängt oder auch welche Einflüsse Finanzmärkte auf die Stabilität des Geldsystems haben. Von diesen Vorstellungen hängt wiederum unmittelbar ab, welche politischen Fragen und Anforderungen an das Geldsystem gestellt werden können und sollten: Lässt sich aus der Wirkmächtigkeit von Zentralbankeingriffen wie im Beispiel der Ankaufprogramme während der Euro- und Corona-Krise die Lehre ziehen, dass geldpolitische Maßnahmen auch für die aktive Umsetzung politischer Ziele statt nur zur Abwehr von Turbulenzen eingefordert werden sollten? Könnte ein politischer Zugriff auf das Geldsystem

zur Überwindung dringender gesellschaftlicher Herausforderungen wie sozialer Ungleichheit oder der Klimakrise beitragen? Kurz, inwiefern funktioniert Geld nur als abstraktes, neutrales Mittel oder wo ist es politisier- und gestaltbar?

Geld kann offensichtlich in verschiedenen Formen existieren: als Bargeld in Münzen und Scheinen oder in Datensystemen erfasst, etwa als Einlagen auf Bankkonten. Darüber hinaus wird es aber schwieriger, Geld eindeutig zu definieren. Auch unter Wirtschafts- und Sozialwissenschaftler:innen gibt es sehr unterschiedliche und teils widersprüchliche Verständnisse davon, was Geld tatsächlich ist. Häufig wird die Frage in Bezug auf seine Funktionen in ökonomischen Prozessen beantwortet. Geld sei zum einen ein *Tausch- und Zahlungsmittel*, das als allgemein akzeptierte Ware der Erleichterung von Tauschprozessen gegen andere Güter diene. Zum anderen habe es die Funktion einer *Recheneinheit*, durch die Waren untereinander in ein Verhältnis gesetzt und somit Preise bestimmbar würden. Darüber hinaus diene Geld als *Wertaufbewahrungsmittel*, mithilfe dessen Kaufkraft über einen längeren Zeitraum aufbewahrt werden könne. Allerdings ist nicht jedes Objekt, das Wert speichert, automatisch Geld. Immobilien oder Kunstobjekte sind unter Umständen sogar besser zur Wertsicherung geeignet als Bargeld. Gleichzeitig würde in Krisen- und Inflationszeiten, in denen Geld wenig wertbeständig ist, kaum jemand auf die Idee kommen, Bargeld auf einmal nicht mehr als Geld zu bezeichnen. Es wird also deutlich, dass eine solche Definition von Geld über die Funktionen, die es für das Wirtschaftssystem hat, nicht eindeutig und ausreichend ist, um Geld zu charakterisieren.

Ein Grund dafür, warum es so schwierig ist, das Wesen des Geldes zu begreifen, ist, dass es sich dabei um ein spezifisches und komplexes Gefüge von Beziehungen handelt. Um dieses zu verstehen, muss ein politischer Ansatz verfolgt werden, das heißt, Geld muss als elementar politische Konstruktion verstanden werden. Politisch heißt zunächst ganz offenbar und im einfachsten Sinne, dass in Struktur und Aufrechterhaltung des Geldsystems bestimmte staatliche Institutionen involviert sind, die Teil der politischen Ordnung, des Rechtssystems und demokratischer Aushandlungsprozesse sind. Darüber hinaus ist Geld aber auch insofern politisch, als es soziale Verhältnisse begründet, deren Strukturen wiederum veränderbar sind und in Konflikten hergestellt werden. Schließlich ist für die konkrete Ausgestaltung dieser Beziehungen relevant, welche Arten von Geldordnungen überhaupt denkbar erscheinen, was an Geld als streit- und hinterfragbar gilt und welche Politiken deshalb für legitim gehalten werden.

Im ersten Abschnitt dieses Beitrags soll deshalb anhand einer Gegenüberstellung zweier geldtheoretischer Paradigmen veranschaulicht werden, welchen Einfluss und welche politischen Effekte wissenschaftliche und alltägliche Vorstellungen für die diskursive Legitimierung einer Geldordnung haben. Der darauffolgende Abschnitt widmet sich der konkreteren Beschaffenheit monetärer Beziehungen und der Frage, wer politischen Einfluss in der Herstellung dieser Ordnung, das heißt der Produktion des Geldes, hat. Schließlich sollen anhand der gegenwärtigen Institutionalisierung öffentlicher Finanzierung und der Debatten um die Unabhängigkeit der Zentralbank zwei aktuelle politische Konfliktfelder um die Zukunft dieser Geldschöpfungsordnung diskutiert werden.

## Die politische Dimension von Geldvorstellungen

Wirtschaftstheorien verstehen Geld meist als Ware. In der Tradition von Denkern wie Carl Menger, Léon Walras oder Ludwig von Mises wird Geld als Tauschmittel betrachtet, das historisch als spontane Folge effizienter werdender Tauschmärkte entstanden ist. Angenommen wird, dass Ökonomien ursprünglich aus direkten Tauschbeziehungen bestanden. Wer ein bestimmtes Gut erwerben wollte, musste also immer jemanden finden, der bereit war, im Austausch genau die Waren zu akzeptieren, die man selbst bereit war zu geben. Diese Voraussetzung der *Doppelkoinzidenz der Bedürfnisse* sei in einfacheren Ökonomien mit wenigen Gütern noch relativ leicht erfüllbar. In komplexeren Gesellschaften mit steigenden Güterzahlen oder gar zunehmender Arbeitsteilung habe sich der direkte Gütertausch aber zunehmend als ineffizient erwiesen. Deshalb sei man dazu übergegangen, eine bestimmte Ware als Stellvertreter zu verwenden, die gegen alle anderen Güter getauscht werden konnte. Dieser Erzählung nach hat sich Geld also als natürliche Konsequenz aus dem Bestreben entwickelt, den Handel zu vereinfachen und Angebot und Nachfrage besser zusammenzubringen.

Der Wert dieser allgemeinen Tauschware liegt dann vor allem in ihrer Austauschbarkeit gegen alle anderen Güter.<sup>2</sup> Damit eine bestimmte Sache zum Standardtauschmittel werden könne, müsse sie besonders effizient getauscht werden können und jederzeit von allen Handelnden akzeptiert werden. Aufgrund seiner allgemeinen Begehrtheit habe sich Gold zunächst etabliert, das, vereinfachend gesagt, im Lauf der Zeit zunehmend durch andere Stellvertreter wie Münzen und Scheine ersetzt wurde, bis schließlich vor allem die

Stellvertreterdimension des Geldes relevant blieb, die im heutigen Fiatgeld nicht mehr gegen eine dahinterliegende Ware mit intrinsischem Wert konvertierbar ist.

### Neutraler Stellvertreter oder Schuldbeziehung?

Die Beschreibung von Geld als Tauschmittel, das primär das Handeln mit allen anderen Arten von Waren erleichtert, ist nicht nur intuitiv gut nachvollziehbar, sondern kann auch unseren alltäglichen Umgang mit Geld relativ gut erfassen. Wird diese jedoch zu einer Theorie über die Natur des Geldes erhoben, sind weder der unterstellte historische Zusammenhang<sup>3</sup> noch die Rückschlüsse, die daraus für den Aufbau des Geldsystems, die Geldproduktion und Geldpolitiken gezogen werden, unstrittig. Geld von seiner Funktion als Tauschmittel her abzuleiten heißt, es als wertneutral gegenüber wirtschaftlichen Prozessen zu betrachten. Diese würden durch Geld lediglich erleichtert und auch ohne allgemeines Tauschmittel in ähnlicher Weise abgewickelt werden können. Auf die Wertrelationen und Gleichgewichtspreise zwischen den Gütern habe die Einführung des Geldes keine Auswirkungen. Werte entstünden aus Marktprozessen, wenn sich zwischen rational handelnden Individuen Gleichgewichte aus Angebot und Nachfrage bildeten.<sup>4</sup> Es handle sich also im Grunde um nichts anderes als ein Schmiermittel, das zwar die optimale Funktionsweise von Marktprozessen erleichtern könne, darüber hinaus aber keinen eigenen Einfluss auf diese Abläufe habe.

Weiterhin bedeutet Geld als Tauschware zu verstehen auch, dass jedem Tauschanspruch (Geld) immer bereits ein Äquivalent an Waren gegenüberstehen muss. Geld zu haben sei also immer das Ergebnis guten Wirtschaftens und bereits erlangter Überschüsse. Folglich gelte es geldpolitisch darauf zu achten, dass dieses Verhältnis zwischen der Warenproduktion und der Geldmenge stabil bleibt. Daraus haben etwa monetaristische Theoretiker:innen die Quantitätstheorie des Geldes entwickelt, die im Groben besagt, dass der Geldwert aus dem Verhältnis von Geldmenge und Warenverfügbarkeit resultiert. Wenn dieser Geldwert stabil bleiben soll, heißt das, dass sich die Menge der Geldschöpfung an bereits getätigter Warenproduktion orientieren muss.

Wenn Geld dann neutral sei, wenn das Wertverhältnis aus bereits produzierten Leistungen in der Realwirtschaft und monetärer Leistungsansprüche stabil bleibe, erübrigten sich geldpolitische Fragen, die über das Ziel der Preisstabilität hinausgehen. Ökonomische Gerechtigkeitsfragen seien dagegen auf die darunterliegende Warenproduktion zu richten, in der über die Zugänge zu

Geldmitteln entschieden werde. Die Produktion des Geldes könne und sollte folglich technokratischen, vom politischen Willensbildungsprozess unabhängigen Institutionen überlassen werden, die, allein durch ihr Fachwissen geleitet, die Wertneutralität sicherstellen könnten.

Dem widersprechen Kredittheorien und weisen auf die politische Relevanz der Produktionsseite des Geldes hin. Geldschöpfung sei immer schon das Ergebnis von politischen Verhältnissen und Aushandlungen darüber, welche Akteur:innen für wen Geld schaffen dürfen, wie die Menge des zu schöpfenden Geldes zu bestimmen ist oder in wessen Interesse bestimmte Preisniveaus angestrebt werden. Auch *Kredittheorie* ist kein Überbegriff für eine homogene Theorieschule. Stattdessen lässt sich darunter ein breites Feld sozialwissenschaftlicher und ökonomischer Theoriebildung fassen, das etwa in der Tradition von Ökonomen wie John Maynard Keynes, Georg Friedrich Knapp, Alfred Mitchell-Innes oder dem Soziologen Geoffrey K. Ingham steht.<sup>5</sup> Anthropologische Arbeiten zeigen auf, dass vormonetäre Gesellschaften nicht von beständigen Märkten des Warenaustauschs geprägt waren. Es können also nicht, wie tauschtheoretisch behauptet, die komplexer werdenden Märkte gewesen sein, aufgrund derer sich aus Wirtschaftsabläufen des direkten Tausches und durch das Zusammenwirken individueller Effizienzkalküle Geldgesellschaften entwickelt haben. Vielmehr war der Austausch von Gegenständen in vormonetären Gesellschaften durch Formen der Leihe und Gabe geprägt.<sup>6</sup> Diese Handlungen sind, das hat vor allem der Soziologe Marcel Mauss prominent beschrieben, immer auch mit der Erwartung verbunden, dass sie beglichen oder erwidert werden. Es entsteht also zwischen den Akteur:innen eine Beziehung, die auf der einen Seite eine Vorleistung und auf der anderen eine Verpflichtung beinhaltet. Erst aus diesen Systemen der Gabe und Gegengabe, in denen sowohl Individuen als auch Kollektive Schuldbeziehungen eingingen und wieder auflösten, haben sich der Tauschhandel und schließlich Märkte für den Kauf und Verkauf von Waren entwickelt.<sup>7</sup>

Kredittheorien des Geldes bauen auf diesen anthropologischen Erkenntnissen auf und verstehen Geld zunächst als Kredit- beziehungsweise Schuldverhältnis. Ökonomische Zusammenhänge werden also nicht aus der Perspektive tauschender Güterproduzent:innen und -konsument:innen analysiert, sondern aus der von Gläubiger:innen und Schuldner:innen.<sup>8</sup> Zahlungen lassen sich so nicht primär als Tausch von Waren gegen Stellvertreterwaren verstehen, sondern als wiederholtes Eingehen und Auflösen von Schuldverhältnissen. Geld hat demnach immer eine doppelte Dimension: auf der einen Seite als Vermögen

und auf der anderen Seite als Verpflichtung. Es ist selbst Ausdruck eines Kredit-Schuld-Verhältnisses. Geld zu haben, bedeutet nicht in erster Linie, einen Anspruch auf eine bestimmte realwirtschaftliche Leistung zu besitzen, sondern eine Art Versprechen, Verpflichtungen damit auflösen, das heißt Schulden tilgen zu können.<sup>9</sup> Beim Geld handelt es sich also um ein Zahlungsmittel, das aus einem Kreditverhältnis besteht. Jede Geldtransaktion ist ein Prozess der Verschuldung und gleichzeitigen Schuldentilgung. Ingham beschreibt Geld daher in seiner Gesamtheit als „riesiges, dichtes Netzwerk sich überschneidender und miteinander verbundener, multilateraler Kredit-Schuld-Beziehungen“.<sup>10</sup>

Diese Verpflichtungs- und Forderungsverhältnisse sind heutzutage in den Bilanzen von Banken vermerkt. Unser Geldsystem besteht im Kern aus zwei Arten von Forderungen: Zum einen gibt es Forderungen gegen die Zentralbank, die in Form von Bargeld im Umlauf sind und als Reserven auf den Zentralbankkonten von bestimmten Institutionen, wie den Geschäftsbanken, gehalten werden. Zum anderen existiert Geld als Einlagen auf den Konten privater Geschäftsbanken. Dieses Giralgeld macht für wirtschaftliche Transaktionen den weitaus größeren Anteil des Geldes aus. Unsere Girokonten etwa sind Forderungen, die wir gegenüber privaten Geschäftsbanken haben und mit denen wir Zahlungen tätigen, das heißt Verpflichtungen gegenüber anderen auflösen können. Geld entsteht also immer als Forderung gegen eine dieser Banken. Im alltäglichen Umgang mit Geld ist dieser Umstand praktisch unsichtbar. Das liegt unter anderem daran, dass der Wechsel zwischen Zentralbank- und privatem Geld im Verborgenen verläuft. Tatsächlich stehen aber beide Forderungsarten in einem hierarchischen Verhältnis zueinander: Das Zentralbankgeld ist als gesetzliches Zahlungsmittel die sicherste und am meisten nachgefragte Forderung. Beim privaten Bankengeld handelt es sich dagegen lediglich um eine Zusicherung der Bank, diese Verpflichtung jederzeit gegen die höherrangige Forderung des Zentralbankgeldes einzutauschen.

Diese Perspektive auf Geld mag zunächst etwas umständlich wirken. Sie hat aber entscheidende Konsequenzen für das Verständnis des Verhältnisses von Geld und Warenwirtschaft. Denn aus kredittheoretischer Perspektive ist Geld zunächst kein Leistungsversprechen, das an bestimmte Waren oder Dienstleistungen gekoppelt ist. Als Bankschuld entsteht Geld nicht aufgrund vorher erbrachter Leistungen in der Realwirtschaft, sondern als Schuldbeziehung, bei der glaubhaft versichert wird, dass ein Rückzahlungsversprechen in Zukunft eingehalten und diese Beziehung somit wieder aufgelöst werden kann. Geld ist also noch kein Ergebnis bereits getätigter Arbeit und erwirtschafteter

Überschüsse. Monetäre Beziehungen zeichnen sich nicht dadurch aus, „etwas anderes auf der ‚realen‘ Seite der Wirtschaft zu vermitteln; sie sind die konstitutiven Beziehungen des Gesamtsystems“.<sup>11</sup>

### Geldordnung entsteht durch Macht, nicht durch individuelle Transaktionen

Wie zuvor beschrieben, verstehen Tauschtheoretiker:innen Geld vor allem in seiner Funktion als Tauschmittel auf Gütermärkten: Es entsteht aus einer Vielzahl wirtschaftlicher Transaktionen zwischen einzelnen, rational handelnden Individuen. Die Funktion der Recheneinheit wird erst aus diesem mikroökonomischen Modell hergeleitet. Geoffrey Ingham weist jedoch darauf hin, dass bei diesem Ansatz der entscheidende Unterschied zwischen bilateralem Tauschhandel und multilateralen Märkten übersehen werde.<sup>12</sup> Auch die Betrachtungen von prämonetären Gesellschaften hätten aufgezeigt, dass Marktökonomien, die allein auf Tausch basieren, historisch ungläubwürdig sind und bereits die frühesten Marktwirtschaften Geldwirtschaften waren. Kredittheorien argumentieren deshalb, dass die Entstehung eines Marktes die Möglichkeit voraussetzt, Angebot und Nachfrage in Preisen ausdrücken zu können. Erst durch das Geld als Recheneinheit sei ein Referenzpunkt gegeben, der es ermögliche, eine Vielzahl von Gütern so in ein Verhältnis zu setzen, dass relativ stabile Wertrelationen erzeugt werden können. Daraus folgt, dass die Recheneinheit bei der Konstituierung von Geldverhältnissen eine vorrangige Rolle spielt und dem Markt logisch vorgelagert ist.

Was folgt aus diesem historischen und logischen Vorrang der Recheneinheitsdimension des Geldes? Zunächst einmal nicht die einfache Gleichsetzung von Geld und Recheneinheit, die Geld abermals darauf reduzieren würde, Träger einer bestimmten Funktion zu sein.<sup>13</sup> Vielmehr kann mit dem Hinweis auf die Notwendigkeit einer vorhandenen Recheneinheit argumentiert werden, dass Geld nicht spontan aus individuellen Transaktionen entstehen kann, sondern einer eigenen, sozialen und politischen Ordnung bedarf, die relativ unabhängig von der der Tauschsphäre ist. Zentral für die Konstituierung dieser monetären Ordnung ist das Vorhandensein von Autorität. Darauf haben insbesondere Vertreter:innen des *Chartalismus* hingewiesen.<sup>14</sup> Im chartalistischen Ansatz wird angenommen, dass nur der Staat diese Autoritätsfunktion erfüllen kann. Durch seine Fähigkeit, Steuerforderungen in einer bestimmten Einheit auferlegen und durchsetzen zu können, ist er in der Lage, die Akzeptanz und Nachfrage nach diesem Zahlungsmittel in der Bevölkerung quasi zu erzwingen. Als einziger Akteur sei der moderne Staat in der Position, ein Geldmittel zu bestimmen, über dessen Emission er das alleinige Hoheitsrecht hat und dessen Wert er

damit definieren kann. Dem Chartalismus zufolge wird ein Gegenstand also insbesondere dadurch zu Geld, dass er als gesetzlich zugelassenes Zahlungsmittel für regelmäßig fällige Steuern akzeptiert wird.<sup>15</sup>

Während die Notwendigkeit eines Herrschaftsapparates, der Geld mit Souveränität ausstattet, unter Kredittheoretiker:innen grundlegend geteilt wird, sind die vorrangige Bedeutung von Steuern und die Schlussfolgerung, dass Staaten die Akzeptanz von Geldmitteln quasi per Befehl herstellen könnten, umstritten.<sup>16</sup> Zwar gibt es umfangreiche Literatur dazu, wie sowohl in kolonialen Kontexten als auch in der frühen Entwicklung des Kapitalismus in Europa Steuerforderungen in einer bestimmten Geldform primär dazu genutzt wurden, Steuerzahlende in eine bestimmte Geldwirtschaft zu drängen.<sup>17</sup> Allerdings scheint der Zusammenhang zwischen Steuern und Geldnachfrage nicht ausreichend, um zu erklären, warum Akteur:innen plötzlich bereit sein sollten, ein bestimmtes Zahlungsmittel zu akzeptieren. Vielmehr sind es weitere politische Faktoren, die die gesellschaftliche Akzeptanz für eine stabile Geldordnung ermöglichen. Etwa die Aufrechterhaltung einer Rechtsordnung, die ordnungspolitische Infrastruktur einer Gesellschaft sowie nicht zuletzt die politische Konstituierung dessen, was häufig recht vage als *Vertrauen* in eine bestimmte Währung beschrieben wird. Geld ist also als politische, öffentliche Ordnung zu verstehen, die mit der Souveränität eines bestimmten Herrschaftsapparates ausgestattet ist.<sup>18</sup>

Im Wesentlichen bedeutet eine kredittheoretische Perspektive, Geld als Kredit- beziehungsweise Schuldverhältnis zu verstehen und der politischen Autorität eine besondere Bedeutung für die Entstehung und Aufrechterhaltung einer Geldordnung beizumessen. Geld entsteht nicht aus den wiederholten Tauschhandlungen gleicher Individuen, sondern besteht aus hierarchischen Beziehungen. Hierarchisch sind sie insofern, als dass unterschiedlich institutionalisierte und präferierte Zahlungsverprechen (Zentralbankgeld versus private Bankeinlagen, dazu weiter unten mehr) miteinander verknüpft sind und dieses Forderungssystem der Existenz eines Herrschafts- oder Machtapparates bedarf. Zu analysieren ist demnach, welche Formen politischer Auseinandersetzungen über die Produktion des Geldes entscheiden und welche sozialen Verhältnisse dadurch konstituiert werden.

### Geldverständnisse machen Politik

Tatsächlich ist es fraglich, ob die übliche Unterscheidung zwischen Tauschtheorien und Kredittheorien ausreichend ist, um das aktuelle Angebot an Geldtheorien abschließend zu überschauen und zu differenzieren. Dienlich kann

diese Gegenüberstellung dennoch sein, um die Rolle theoretischer Annahmen für die Wahrnehmung der politischen Dimensionen des Geldes zu verstehen. Der Vergleich beider Theorietraditionen soll zum einen verdeutlichen, dass schon die Frage danach, was Geld ist, was es als ökonomische, politische und gesellschaftliche Kategorie ausmacht, komplex und umstritten ist. Zum anderen bestimmt das Verständnis von Geld bereits maßgeblich, was an einer Geldordnung für politisch streitbar gehalten wird und welche Arten von Geldpolitiken naheliegend und wünschenswert erscheinen. Diese Annahmen sind nicht bloß Gegenstand ökonomischer und sozialwissenschaftlicher akademischer Debatten. Als *folk theories of money*<sup>19</sup> sind sie Teil unseres Alltagsverständnisses und prägen den Umgang mit Geld ebenso wie die Debatten im öffentlichen Raum. In beiderlei Hinsicht ist das Verständnis über die Natur des Geldes damit entscheidend für die politischen Auseinandersetzungen darüber, welche Art von Gesellschaft erstrebenswert ist, welche gesellschaftlichen Ansprüche an die Steuerung der Geldordnung gestellt werden sollten und wer schließlich über die Herausgabe des Geldes verfügen kann (siehe dazu auch den Beitrag von JAKOB FEINIG in diesem Band).

Wird die Natur des Geldes nicht in diesem Sinne als politisch verstanden und in den Mittelpunkt politischer Debatten gestellt, sondern als Frage nach neutralen Steuerungsmechanismen auf den Zuständigkeitsbereich finanzwissenschaftlicher Expertise reduziert, bedeutet dies immer auch, genuin politische Diskurse zugunsten bestimmter Interessengruppen in den Hintergrund zu drängen. Die tauschtheoretische Annahme etwa, stabiles Geld könne als *neutrale* Element Tauschgeschäfte erleichtern, ohne darüber hinaus Einfluss auf die eigentlichen Marktdynamiken zu haben, impliziert, dass ein Staat lediglich die Stabilität und Funktionsweise dieser Ordnung garantieren und Geld darüber hinaus möglichst stark von politischer Einflussnahme abgeschirmt werden sollte. Diese Maximen haben die Geldpolitik besonders in den vergangenen Jahrzehnten geprägt. Zentralbanken sollten ihre Maßnahmen zunehmend auf das Primärziel eines stabilen Preisniveaus konzentrieren. Die Perspektive auf Geld als hierarchisch strukturiertes Verpflichtungsgeflecht eröffnet demgegenüber den Blick auf Geld als wesentliches Element der Gestaltung gesellschaftlicher Verhältnisse. Geld steht dann im Zentrum politischer Auseinandersetzungen um die Frage, wie Gesellschaft gestaltet werden soll und welche Anforderungen daher an die Ordnung des Geldes zu stellen sind.

## Die Produktion des Geldes als Gestaltungsaufgabe

Die Gestaltung der Geldordnung prägt Märkte, Politiken und Vorstellungen von Werten. In ihrer Entwicklungsgeschichte des Geldes zeigt Christine Desan etwa, dass Gesellschaften durch Veränderungen der Art und Weise, wie sie „Geld machen“, diese wesentlichen Verhältnisse neu bestimmen.<sup>20</sup> Besonders einschneidend war eine später als *monetäre Revolution* bezeichnete Phase um die Gründung der britischen Nationalbank: Nach militärischen Niederlagen befanden sich die hoheitlichen Finanzen am Ende des 17. Jahrhundert in einem schlechten Zustand und auch das gesamte englische Geld- und Kreditwesen war in Schieflage geraten. Um unter diesen Umständen dennoch eine neue Marineflotte finanzieren zu können, fand sich ein Konsortium aus Bankern zusammen, die dem König einen Kredit von 1 200 000 Pfund zusicherten. Im Gegenzug gestattete die Krone ihnen, eine Gesellschaft zu gründen, der das königliche Monopol auf die Ausgabe von Banknoten zuteilwurde. Diese private Institution, die Bank of England, gab also selbst Banknoten an Bürger:innen heraus, die bereit waren, von ihr zu leihen oder ihr Geld bei der Bank einzuzahlen – und zwar auf Basis eines öffentlichen Zahlungsversprechens, das als Grundvermögen gehalten wurde.<sup>21</sup> In anderen Worten: Sie monetarisierten Staatsschulden. Dieses private Bankengeld wurde wiederum von der Krone zur Zahlung von Steuerforderungen akzeptiert.<sup>22</sup>

Das war zwar bei Weitem nicht das erste Mal in der Geschichte, dass für militärische Zwecke private Geldmittel gegen staatliche Schuldpapiere verliehen wurden, die dann auch zur Tilgung privater Schulden genutzt werden konnten. Der Unterschied war nun aber, dass nicht mehr direkte Forderungen gegen den König kursierten, sondern private Bankschulden. Mit der Schöpfung dieser privaten, aber mit herrschaftlichen Forderungen verknüpften Bankschulden wurden im Lauf des 18. Jahrhunderts auch private Geschäftsbanken betraut, die Kredite entsprechend ihrer Einschätzung der künftigen Produktivität ihrer Kund:innen vergaben. Dadurch konnte dezentral die große Geldnachfrage in der Bevölkerung bedient und langfristig die hohe Liquidität (also sozusagen die flexible Versorgung) modernen Geldes erreicht werden. Diese Funktion erfüllen auch im heutigen Zentralbankensystem noch die kommerziellen Geschäftsbanken. Mit der Gründung der Nationalbank teilte die englische Regierung also ihr Monopol auf die Geldschöpfung mit privaten Akteuren. Diese *monetäre Revolution* sollte sich später ausbreiten und die globale Architektur des modernen Geldes hervorbringen.<sup>23</sup> Obwohl die Bank of England wie andere Zentralbanken

in der Mitte des 20. Jahrhunderts verstaatlicht wurde, ist die Herausgabe des Geldes immer noch eine hybride Angelegenheit, die im Einflussbereich sowohl öffentlicher als auch privater Institutionen liegt.

### Private Geldschöpfung

Heute funktioniert die private Produktion von Geld im Grunde ähnlich. Geschäftsbanken können durch ihre Kreditvergabe neues Geld schöpfen. Dafür tragen sie auf der einen Seite ihrer Bilanz als Vermögen das Versprechen der Kundin ein, den Kredit wieder zurückzuzahlen. Auf der anderen wird das neue Kontoguthaben der Kundin als Verbindlichkeit, also Schuldverpflichtung, in gleicher Höhe verbucht. Der Kredit wird im Sinne des Prinzips der doppelten Buchführung zweimal erfasst, sodass die Gesamtbilanz der Bank immer ausgeglichen bleibt. Für die Kreditnehmerin entsteht wiederum die Verpflichtung, den Kredit zu einem bestimmten Zeitpunkt und mit bestimmten Konditionen wie Zinsraten zurückzuzahlen. Außerdem erhält auch sie ein Vermögen, nämlich das neu geschaffene Guthaben auf ihrem Konto, in deren Höhe sie zum Beispiel Bargeld abheben kann.

Bei einer Kreditvergabe wird also kein bereits existierendes Vermögen verschoben, sondern es werden neue Vermögenswerte und Schulden geschaffen. Das neu geschöpfte Geld auf dem Konto der Kreditnehmerin ist zwar als privates Kreditgeld kein Zentralbankgeld, also nicht das gesetzliche Zahlungsmittel. Es enthält aber die Garantie, es nicht nur wertverlustfrei gegen Bargeld tauschen und Steuerschulden damit begleichen zu dürfen, sondern auch alle anderen Verpflichtungen, die in derselben Recheneinheit ausgewiesen sind, damit tilgen, also bezahlen zu können. Auch als privat geschöpftes Geld birgt es also einen Anspruch auf Zentralbankforderungen. Entscheidet sich die Kundin dafür, das Kreditgeld zur Begleichung von Zahlungsforderungen gegen sie selbst zu nutzen und dafür an ein Empfängerkonto bei einer anderen Bank zu überweisen, wird das Guthaben diesem Konto gutgeschrieben. Der Empfänger hat nun neue Einlagen, das heißt Forderungen gegen seine eigene Bank. Dafür erhält die Bank des Empfängers wiederum eine Forderung gegen die Bank der Kreditnehmerin. Letztere muss nun den Abfluss der Einlagen (Forderungen gegen sich) refinanzieren. Diese Refinanzierung, also der Zahlungsausgleich zwischen den beiden Banken, muss mit der hierarchisch höheren Forderung, also dem Zentralbankgeld, erfolgen. Das heißt, die Empfängerbank übernimmt die Forderungen (Einlagen), die die Kundin gegen die Ursprungsbank hatte. Dafür lässt sie sich aber bestimmte Vermögenswerte übertragen, etwa durch

eine Umbuchung von Zentralbankgeld auf den Zentralbankkonten beider Banken. Am Ende eines Handelstages muss dieser Ausgleich mit Zentralbankgeld erfolgt sein.

Ähnliches passiert beim Abheben von Bargeld: Die Geschäftsbanken können ihre eigenen Einlagen bei der Zentralbank gegen Bargeld eintauschen, das sie wiederum an ihre Kund:innen weitergeben.<sup>24</sup> Jede Zahlung, ob mit Bargeld oder durch Überweisung auf ein anderes Girokonto, hat also Konsequenzen auf das gesamte Netzwerk von Kredit- beziehungsweise Schuldbeziehungen. Am Ende geht es darum, diese Vergabe von Krediten und deren Auflösung, also Rückzahlung, stabil zu organisieren.

Der Zugang zum Zentralbankgeld und die Konvertierbarkeit von privaten Schuldverhältnissen in das ranghöchste gesetzliche Zahlungsmittel ist ein besonderes Privileg im modernen Kapitalismus, dessen historische Ursprünge im geteilten herrschaftlichen Monopol der Banknotenausgabe mit der Bank of England liegen. Es sorgt zum einen dafür, dass die Nachfrage nach Liquidität sehr flexibel durch die Geschäftsbanken beantwortbar ist, was zur besonders dynamischen Entwicklung des kapitalistischen Wirtschaftssystems beigetragen hat. Zum anderen führt dieses Potenzial aber auch immer wieder zu Dynamiken hoher Fragilität, die sich in Finanzkrisen regelmäßig offenbaren.

Geschäftsbanken haben als private Unternehmen einen entscheidenden Einfluss auf die Geldschöpfung, und damit auf ökonomische Handlungsfähigkeit insgesamt. Ein Grund für die Legitimierung dieser Ordnung kann etwa in der Überzeugung gesehen werden, Zentralbanken könnten die private Geldschöpfung durch ihre eigene Vergabe von Krediten entscheidend kontrollieren oder zumindest ihren Umfang und ihre Richtung beeinflussen. Eine Vorstellung, die sich insbesondere im öffentlichen Diskurs hält, obwohl sie selbst von Zentralbanken bereits mehrfach revidiert wurde. Die Idee dahinter ist, dass Geschäftsbanken Zentralbankgeld brauchen, um Geschäfte abwickeln zu können. Etwa aufgrund des Bedarfs an Bargeld oder, wie oben beschrieben, bei Überweisungen zwischen zwei Banken, die über die Zentralbankkonten abgewickelt werden. Banken brauchen also mittelbar Zugang zu Zentralbankgeld, wenn sie Geld schöpfen, um ihre Verpflichtungen des Eintauschs gegen Zahlungsverprechen der Zentralbank erfüllen zu können.<sup>25</sup>

Tatsächlich ist es aber Aufgabe der Zentralbanken, das Bankensystem nicht zu gefährden. Sie haben also keinerlei Interesse daran, den Banken plötzlich den Zugang zu Zentralbankgeld zu verweigern und damit die Liquidität einzuschränken. In der Praxis haben sich Zentralbanken deshalb darauf eingestellt,

die Menge an Geld zur Verfügung zu stellen, die von den Banken für die Abwicklung ihrer Geschäfte benötigt wird.<sup>26</sup> Für die Abwägungen der Geschäftsbanken, ob sie neue Kredite ausgeben und an wen, hat die Menge an verfügbarem Zentralbankgeld also keine unmittelbare Bedeutung.

Während sich die Vorstellungen durchgesetzt haben, kommerzielle Banken würden lediglich mit den Einlagen der einen Kundengruppe die Kreditnachfrage der anderen bedienen und Zentralbanken könnten die Gesamtmenge der Geldschöpfung zuverlässig kontrollieren, spielen private Geschäftsbanken tatsächlich eine große Rolle für die Herstellung von Zahlungsfähigkeit. Der Großteil der Geldmenge entsteht durch die Kreditvergabe von Geschäftsbanken – und damit unter den Maßstäben der Gewinnkalküle privater Unternehmen.

Die Frage, wer für wen Geld produzieren sollte, wurde anhand dieser Profitabwägungen in den vergangenen vier Jahrzehnten so beantwortet, dass die Bereitschaft, Kredite für realwirtschaftliche Investitionen zu vergeben, sank, während die Geldschöpfung für Haushaltskredite und bereits bestehende Vermögenswerte stieg.<sup>27</sup> Die Folgen davon sind nicht nur ein sinkendes Wirtschaftswachstum und eine steigende Gefahr von Finanzkrisen, sondern auch sozioökonomische Konsequenzen wie eine erhöhte Einkommens- und Vermögensungleichheit und private Verschuldungsprobleme.<sup>28</sup> Gleichzeitig werden die Kreditgeschäfte der Banken durch praktische Liquiditätsgarantien der Zentralbanken sowie Einlagensicherungen und Bankenrettungen öffentlich abgesichert. Indem sie Liquidität zur Verfügung stellen, fungieren Zentralbanken als *lender of last resort*, als Kreditgeberinnen letzter Instanz. Diese Absicherung funktioniert auf drei miteinander verflochtenen Ebenen: dem Zahlungssystem (für Privatpersonen und Unternehmen), dem Finanzsystem (für private und öffentliche Finanzinstitute) und dem Staat (Staatsschulden). Zentralbankreserven und die Staatsverschuldung werden zur Garantie und Begleichung privater Kreditforderungen verwendet.<sup>29</sup> Die aktuelle Geldordnung ist also ein System privatisierter Geldschöpfung, bei der Geschäftsbanken relativ frei und nach eigenen Profitabwägungen Geld (vor-)verteilen können, aber gleichzeitig von öffentlichen Institutionen abgesichert werden.

### Öffentliche Geldschöpfung

Modernes Geld wird im eben beschriebenen Sinne auch als „hybride“ Institution<sup>30</sup> oder „Franchisesystem“<sup>31</sup> bezeichnet. Es besteht also aus miteinander verknüpften öffentlichen und privaten Schuldverhältnissen sowie aus komplexen

Beziehungen zwischen öffentlichen Institutionen wie Zentralbanken und dem privaten Bankensystem, aber auch zwischen dem Staat als Herausgeber von Staatsanleihen und seinen Gläubiger:innen. Daher soll es nun um Geldschöpfung durch öffentliche Zahlungsverprechen gehen.

Mit der Gründung von modernen Zentralbanken wurden privat zirkulierende Forderungen und Forderungen gegen das Herrschaftszentrum miteinander verbunden. Die Zentralbanken hielten Zahlungsverprechen des Staates (Staatsanleihen) als Vermögen. Diese wurden nicht direkt als Zahlungsmittel verwendet, sondern bildeten die Basis dafür, Forderungen gegen die Zentralbank als hierarchisch höchstes generalisiertes Zahlungsmittel zu verwenden. Auf dieser Hierarchie von Zahlungsverprechen basiert das heutige Geldsystem im Grundsatz noch immer. Die hierarchisch verflochtenen privaten und öffentlichen Forderungen basieren auch weiterhin auf Forderungen gegen ein Herrschaftszentrum, den Staat (Staatsschulden), sowie Forderungen des Staates (Steuern). Zahlungsforderungen gegen den Staat und des Staates bilden so Grundlagen modernen Geldes. Wenn ein Staat fähig ist, in dem Maße, wie wir es heute kennen, Steuern zu erheben und Verpflichtungen einzugehen, indem er Ausgaben tätigt, ist er der größte, wichtigste Kreditgeber und -nehmer einer Geldordnung. Welche Rolle Staatsverschuldung und -finanzierung aber konkret für die Geldschöpfung spielen beziehungsweise welche Handlungsspielräume Regierungen zugestanden werden, wird in jeweils spezifischen historischen Arrangements zwischen Zentralbank, Finanzministerium und Finanzmarktakteuren entschieden.

Prinzipiell können Staaten dadurch Ausgaben tätigen, dass sie die Zentralbank auffordern, ihnen auf ihrem Zentralbankkonto Guthaben gutzuschreiben und dafür auf der anderen Seite der Bilanz ein Zahlungsverprechen (also eine Staatsanleihe) als Vermögenswert zu akzeptieren. Wird dieses neue Guthaben für Ausgaben genutzt und damit in die Bilanz einer Geschäftsbank übertragen, befinden sich, einfach gesagt, sowohl mehr Vermögen (Geld) als auch mehr Verpflichtungen (Staatsschulden) im Umlauf. Der maßgebliche Unterschied zu privater Geldschöpfung ist, dass die Zentralbank das ranghöchste Zahlungsverprechen herausgibt und sie somit kein hierarchisch höheres Zahlungsverprechen zum Ausgleich benötigt. Damit ist es ihr grundsätzlich möglich, unbegrenzt Geld zu schöpfen.

Tatsächlich ist diese *direkte Monetarisierung* durch die Ausgabe von Staatsanleihen an die eigene Zentralbank den meisten Finanzministerien nicht erlaubt. Sie haben also keinen direkten Zugriff auf die Geldschöpfung der Zentralbank.

Stattdessen müssen Staatsanleihen zunächst an private Akteur:innen verkauft werden, Staaten müssen sich also etwa bei Banken, Pensionsfonds oder Versicherungsgesellschaften verschulden. Erst wenn diese die Staatsanleihen bei der Zentralbank gegen Reserven tauschen, entsteht in dieser *indirekten Monetarisierung* neues Geld.<sup>32</sup> In beiden Fällen ist es aber die Zentralbank, die staatliche Schuldversprechen in ihre eigene Bilanz aufnimmt. Begrenzt wird eine indirekte Monetarisierung unmittelbar nur von der Bereitschaft privater Akteur:innen, Anleihen zu erwerben. Sie müssen dabei darauf vertrauen, diese als relativ stabile Wertpapiere nutzen oder ohne Verluste an andere private Akteur:innen oder Zentralbanken veräußern zu können. Normalerweise gehen Marktakteur:innen davon aus, dass Zentralbanken stets gewillt sind, Staatsanleihen in ihre Bilanz aufzunehmen und Staaten nicht dem Risiko auszusetzen, illiquide zu werden. Schließlich besteht ihre zentrale Aufgabe darin, für ein stabiles Geld- und Finanzsystem zu sorgen. Staatsanleihen, die in der eigenen Währung herausgegeben werden, werden daher meist als sichere Anleihen ohne Ausfallrisiko gehandelt und können gleichzeitig Liquidität und sichere Vermögensanlagen bieten.

In der Europäischen Währungsunion wurde die Beschränkung öffentlicher Geldschöpfung aber besonders konsequent umgesetzt. Die Europäische Zentralbank (EZB) ist im Rahmen des Eurosystems für die Geldpolitik aller Mitgliedsländer verantwortlich, während Steuer- und Haushaltspolitik weiterhin Aufgabe nationaler Regierungen ist. Die jeweiligen Finanzministerien verschulden sich also in einer Währung, auf die es keinen nationalen geldpolitischen Einfluss gibt. Es ist nicht vorgesehen, dass die EZB Ausgaben von Mitgliedstaaten durch (indirekte) Monetarisierung finanziert. Ein Ankauf von Staatsanleihen ist nur dann erlaubt, wenn er ausschließlich geldpolitischen Zielen wie der Stabilisierung des Geldwertes dient. Um zu verhindern, dass die Aufnahme von Anleihen in die Zentralbankbilanz dazu dient, die Zahlungsfähigkeit einzelner Mitgliedstaaten zu unterstützen, müssen solche Anleihekäufe nach einem festen Verteilungsschlüssel erfolgen. Der Stabilitäts- und Wachstumspakt setzt den Mitgliedstaaten zudem besonders strenge Budgetgrenzen und engt damit die Spielräume zur öffentlichen Produktion von Geld weiter ein. In der europäischen Staatsschuldenkrise 2010 hat sich gezeigt, dass diese Einschränkung der öffentlichen Geldbereitstellung auch die Geldversorgung des Systems in Krisenzeiten bedroht. Die EZB sah sich letztlich gezwungen, die Bereitstellung unbegrenzter Liquidität mithilfe einer Reihe von *unkonventionellen Maßnahmen* zu garantieren, die seitdem in unterschiedlicher Form immer wieder zum Einsatz kamen.<sup>33</sup>

Geldschöpfung durch die Ausgabe von Staatsanleihen ist also besonders stark davon abhängig, dass private Akteur:innen dem Staat Zahlungsfähigkeit zur Verfügung stellen. Dieses Prinzip wurde im Grunde auch durch die Veränderung von Zentralbankpolitiken seit der globalen Finanzkrise 2008 nicht aufgegeben, vielmehr wurden neue Maßnahmen und Strategien diskursiv damit gerechtfertigt, dass sie diesem Prinzip nicht widersprechen. Die Geldversorgung durch öffentliche Institutionen ist also entscheidend beeinflusst durch Politiken der Staatsfinanzierung und fiskalischer Spielräume.

## Politische Konflikte um Staatsfinanzierung und Zentralbankunabhängigkeit

Die Geldschöpfungsordnung ist als historisch spezifisches System Gegenstand kontinuierlicher politischer Aushandlungen. Trotz der Depolitisierungstendenzen monetärer Zusammenhänge in den vergangenen Jahrzehnten lassen sich Felder politischer Konflikthaftigkeit identifizieren, deren Politisierung zu Umbrüchen in der Gestaltung der Geldordnung führen könnte. Nach den Erfahrungen mit plötzlichen Zahlungsspielräumen während der Corona-Pandemie und in den Jahren der unkonventionellen Geldpolitik lassen sich solche Konfliktfelder beispielsweise in der Finanzierung öffentlicher Aufgaben und der Unabhängigkeit von Zentralbanken erkennen.

Die Vermögensseite der Zentralbankbilanz besteht, wie zur Zeit der Gründung der Bank of England, in erheblichem Maße aus Staatsschulden, also Zahlungsverprechen einer politischen Autorität. Diese bilden damit eine Grundlage modernen Geldes und sind für die Geldordnung essenziell.<sup>34</sup> Wie alle Schulden stellen sie gleichzeitig ein Vermögen dar, in diesem Fall als besonders begehrte Wertpapiere, die nicht nur ein wichtiges Mittel zur Absicherung von Transaktionen auf Finanzmärkten, sondern auch für die Umsetzung geldpolitischer Maßnahmen sind. Die Rolle von Staatsschulden ist damit ein besonders kontraintuitiv wirkender Aspekt moderner Geldordnungen: Geld besteht aus (mittelbaren und unmittelbaren) Forderungen gegen Zentralbanken. Um diese zu erstellen, halten Zentralbanken gleichzeitig ein Vermögen, in der Regel Staatsanleihen. Öffentliche Schuldpapiere sind also eine elementare Ressource der Geldbereitstellung. Zugleich dienen Staatsanleihen aber auch den Finanzministerien als Möglichkeit, an Zahlungsmittel für öffentliche Ausgaben zu kommen.

Die Geschichte modernen Geldes ist eng verbunden mit der Frage, wie das Verhältnis zwischen dem hoheitlichen Anspruch auf monetäre Souveränität

und der öffentlichen Kreditwürdigkeit, oder *public credit*, zu konstituieren ist. Ob also etwa das Recht, die eigene Währung herausgeben zu können, mit dem Anspruch darauf einhergeht, öffentliche Ausgaben in dieser Währung tätigen zu können.<sup>35</sup> Die aktuelle, spezifische Konstellation modernen Geldes hat diese Frage besonders restriktiv beantwortet.

In den vergangenen Jahrzehnten bestand die Tendenz, öffentliche Ausgaben vermehrt von der Geldschöpfung zu entkoppeln, Fiskal- und Geldpolitik also bestmöglich zu trennen. Dahinter liegen nicht nur Annahmen über die Natur des Geldes, sondern auch des Staates und des Vertrauens in politische Akteur:innen. Um negative Effekte auf die Funktionsweise des Geldsystems zu vermeiden, müsse man der Versuchung von Politiker:innen, Geld zu drucken, um damit exzessive Ausgaben zu finanzieren, Einhalt gebieten.<sup>36</sup> Durch die Beschränkung der (indirekten) Monetarisierung durch die Zentralbank sollten Marktmechanismen zur Disziplinierung der Fiskalpolitik gestärkt werden. Finanzakteur:innen wird also die beste Einschätzung darüber zugeschrieben, was eine nachhaltige öffentliche Ausgabenpolitik ist. Dadurch, dass sie die Rückzahlungsversprechen der Staaten nur mit entsprechenden Risikoaufschlägen akzeptieren würden, müssten sich Finanzministerien für ihre Refinanzierung an diesen Bewertungen orientieren.

Es sei daran erinnert, dass selbst in Währungsordnungen, in denen eine direkte Monetarisierung verboten ist, Staatsschulden in eigener Währung als praktisch risikolos gelten und daher eine außerordentlich wichtige Rolle im Finanzsystem spielen. Sie gelten als sicherer Hafen bei Marktturbulenzen und als verlässliche Anlageform, auf der ein großer Teil der Geldmarktprodukte basiert. Die Gründe für diese Wahrnehmung sind komplex und haben ihre Wurzeln in der gemeinsamen historischen Entwicklung von staatlicher Souveränität und Geldsystem.<sup>37</sup> Zentral ist aber die Erwartung, dass Finanzministerien und nationale Zentralbanken eng zusammenarbeiten. Eben diese enge Zusammenarbeit, das hat sich besonders in der Eurokrise gezeigt, wurde in der Währungsunion aber weitmöglichst aufgehoben.

Heute sind also die Annahmen privater Akteur:innen über die Bewertung von Staatsanleihen und, allgemeiner gefasst, die Kreditwürdigkeit eines Staates, besonders ausschlaggebend für die Möglichkeit, Zahlungsfähigkeit für die Erfüllung politischer (Verteilungs-)Aufgaben herzustellen. Das eröffnet zum einen Fragen des Einflusses von Finanzmarktakteur:innen auf Regierungen und insbesondere die Fiskalpolitik. Zum anderen ist die Frage, woraus genau staatliche Kreditwürdigkeit besteht, welche Faktoren sie also ausmachen und was

den Wert öffentlicher Zahlungsverprechen beeinflusst, nicht etwa das Ergebnis individueller, autonomer Einschätzungen anhand objektiver ökonomischer Indikatoren, sondern selbst eine genuin politische Frage. So gibt es weder für Verschuldungsgrenzen noch für die Berechnung von Verschuldung an sich eindeutige Standards. Vielmehr basieren Bewertungen von Kreditgeber:innen auf einer Vielzahl von Indikatoren wie volkswirtschaftlichen Fundamentaldaten, politischen Entwicklungen und der Beobachtung von Finanzmarktkonjunkturen. Solche Aushandlungen über öffentliche Kreditwürdigkeit stellen damit auch einen Kern der Auseinandersetzungen um die kollektive Konstruktion monetärer Ordnungen und das Verhältnis zwischen souveränen und privaten Zahlungsspielräumen dar.

Dieser aktuellen Ordnung öffentlicher Zahlungsfähigkeit liegt ein tauschtheoretisches Geldverständnis zugrunde. Geld wird also als ein Stellvertreter für durch den Einsatz von Arbeit erwirtschaftete Werte angesehen, sodass davon ausgegangen werden kann, dass es verteilungsneutral in die Welt kommt. Das heißt, es bedarf einer Rechtfertigung, politisch darauf zuzugreifen, es also von jemandem zu nehmen und umzuverteilen.<sup>38</sup> Damit ein Staat zahlungsfähig werden kann, müssen nach dieser Vorstellung immer erst privat hergestellte Mittel durch Steuereintreibung genommen und in einem nächsten Schritt nach politischen Kriterien umverteilt werden. Die gesellschaftlich organisierte Produktion des Geldes und die dafür bereits erfolgten politisch-sozialen Entscheidungen über die Bereitstellung von Zahlungsfähigkeit werden dabei ausgeblendet. So wird etwa die Möglichkeit, öffentliches Geld entsprechend politischer Kriterien zu schöpfen, fast schon reflexhaft ausgeschlossen. In ökonomischen Debatten wird die Monetarisierung von Staatsschulden in der Regel als grundsätzlich riskant und irrational diskreditiert. Besonders in Deutschland erfolgt dies oft mit dem Bezug auf historische Erfahrungen der (Hyper-) Inflation, allerdings meist ohne eine tatsächliche Debatte über den Zusammenhang von Geldmenge und Preissteigerungen (siehe dazu auch den Beitrag von LUKAS HAFFERT in diesem Band).

Die private Kreditvergabe – also der größte Anteil der im Umlauf befindlichen Geldmenge – bleibt von dieser Sorge vor Geldmengeninflation weitgehend unberührt.<sup>39</sup> Stattdessen gilt die private ökonomische Sphäre diskursiv als monetäre Werte schaffende Sphäre, während die politische Sphäre lediglich existierende Werte als nehmende Hand verwenden oder durch Eingriffe in das Geldsystem manipulieren könne. Daraus folgt die Aufgabe des Staates, sich möglichst konsequent aus der Geldpolitik herauszuhalten und sich finanziell

auf das haushälterische Verwalten von eingeworbenen Mitteln zu beschränken. Die Beschränkung öffentlicher Zahlungsfähigkeit auf Schuldenaufnahme und Steuererhebung hat zweifellos unmittelbare politische Konsequenzen: Sie hat etwa zu einem kaum unterbrochenen Kurs der Austerität geführt, dessen politökonomische Konsequenzen drohen, den für eine funktionierende Demokratie notwendigen sozialen Zusammenhalt zu gefährden. Die Fähigkeit eines modernen Gemeinwesens, Ausgaben tätigen zu können und damit handlungsfähig zu sein, ist also im Wesentlichen eine politische Frage, und zwar eine, die mit der monetären Ordnung insgesamt zusammenhängt.

Um den Einfluss des Gemeinwesens auf die Geldschöpfungsordnung geht es auch in Diskussionen um die Neutralität und Unabhängigkeit von Zentralbanken. Zentralbanken haben sich in modernen Geldordnungen zu Zentren der Koordinierung des Netzwerks aus Geldbeziehungen zwischen Staat und dem privaten Geld- und Finanzsektor entwickelt. Sie erfüllen als solche vor allem drei Kernaufgaben: die Produktion stabilen Geldes, ihre Funktion als Bank des Staates sowie die als Kreditgeber der letzten Instanz für das Geldsystem.<sup>40</sup> Ihr rechtlicher Status, das genaue Mandat und der politische Auftrag für die geldpolitische Gestaltung der Gesellschaft sind aber Gegenstand kontinuierlicher Veränderungen und ihr heutiger Status lediglich ein spezifischer, historischer Zustand.

Durch die Trennung von Fiskal- und Geldpolitik ist die Zentralbank allein, also unabhängig von der Regierung, für geldpolitische Entscheidungen zuständig. Ganz im Sinne tauschtheoretischer Vorstellungen konnte sich seit den 1970er-Jahren das Ideal einer von demokratischen Prozessen unabhängigen Zentralbank durchsetzen, die dem politischen Druck zur Lockerung der Geldpolitik widerstehen können soll. Die EZB gilt als besonders unabhängig, weil ihre Satzung nicht nur die Unabhängigkeit von demokratischen Rechenschaftspflichten bestimmt, sondern ihr auch kein fiskalpolitisches Gegengewicht unmittelbar gegenübersteht, wie dies bei nationalen Zentralbanken der Fall ist. Ihr Kernmandat der Preisstabilität ist darüber hinaus allgemein genug, um eine ganze Bandbreite von geldpolitischen Maßnahmen zuzulassen.

Geldpolitik folgt demnach der Maxime der Preisstabilität als marktneutrales und damit politisch unverfängliches Ziel. Die gesellschaftliche Gestaltung des Geldes wird weitestgehend von Ansprüchen, die über die Funktionalität als wertstabiles Tauschmittel hinausgehen, abgeschirmt – und damit auch von vermeintlich marktverzerrenden politischen Interessen und Gerechtigkeitsdebatten. Die Behauptung der Neutralität schließt aber nicht nur andere geldpolitische Strategien als illegitim aus, sondern verdeckt auch die politökonomischen

Konsequenzen von geldpolitischen Entscheidungen, die keineswegs so neutral sind wie suggeriert. Zwar beruhen die Strategien der EZB in den Anfangsjahren tatsächlich hauptsächlich auf der Umsetzung ihres Preisstabilitätsmandates mittels preisneutraler Zinssätze. Bei genauerem Blick und jenseits offizieller Erklärungen wird aber ersichtlich, dass die EZB immer schon eine aktive Rolle bei der Gestaltung der Finanz- und Arbeitsmärkte und der Kapitalallokation gespielt hat.<sup>41</sup> Der Anspruch der Neutralität, der für eine demokratisch kaum kontrollierte Institution zunächst erstrebenswert erscheint, verschleiert die Tatsache, dass praktisch jede geldpolitische Entscheidung einer Zentralbank Auswirkungen auf die Verteilung von Zahlungsfähigkeit hat und Gewinner:innen wie Verlierer:innen hervorbringt.<sup>42</sup>

Offensichtlicher wurden solche geldpolitischen Verteilungswirkungen seit der Finanz- und Eurokrise, als die EZB sich wie andere Zentralbanken zu weitaus interventionistischeren Maßnahmen gezwungen sah, um ihrer Aufgabe der Stabilisierung des Finanzsystems gerecht zu werden. Positiv im Sinne geldgestalterischer Potenziale könnte man sagen, dass die EZB ihren verfügbaren Spielraum besser genutzt hat. Auch für öffentliche Debatten kann man von einer Art Politisierung, im Sinne einer größeren Thematisierung und Diskussion geldpolitischer Maßnahmen und Ziele, sprechen. Problematisch bleibt aber, dass die demokratische Rechenschaftspflicht der Zentralbank, abseits von Bemühungen um eine verbesserte, nähere Kommunikation mit der Öffentlichkeit, fast unverändert blieb. Auch für den Umgang mit zukünftigen gesellschaftlichen Herausforderungen wie dem Klimawandel oder ökonomischer Ungleichheit bleibt also ein politisches Dilemma: Selbst wenn das große gestalterische Potenzial der Geldpolitik und die Notwendigkeit der Einbeziehung der Zentralbanken für die Lösung ökologischer, wirtschaftlicher und sozialer Herausforderungen anerkannt würde, bliebe eine Art Zielkonflikt zwischen der Neuausrichtung der Zentralbank zu politischen Zwecken und der Autorisierung von nicht gewählten Zentralbanker:innen, deren demokratische Unabhängigkeit rechtlich nicht einfach antastbar ist.<sup>43</sup>

Diesem Dilemma nehmen sich etwa aktuelle Debatten um eine (Wieder-)Einführung von Kreditpolitiken an, mithilfe derer Zentralbanken die Kreditvergabe zugunsten wirtschaftspolitischer Ziele beeinflussen könnten. Der Vorschlag eines European Credit Council (Europäischer Kreditausschuss) des Wirtschaftswissenschaftlers Eric Monnet etwa basiert auf dem Ziel, den vorhandenen legalen Spielraum für eine stärkere interinstitutionelle Koordinierung zwischen Europäischem Parlament und EZB bei der Aushandlung geldpolitischer Maßnahmen zu nutzen.<sup>44</sup>

## Fazit

Im geldbasierten Kapitalismus sind monetäre Institutionen politisch relevant, das ist im Grunde wohl unstrittig. Um aber überhaupt angemessen über die gesellschaftliche Gestaltung und Nutzung monetärer Mittel debattieren zu können, ist es notwendig, das Verständnis über die politische Natur des Geldes an sich zu diskutieren. Wichtig, und das hat der erste Abschnitt dieses Beitrags gezeigt, sind dabei bereits die Öffnung eines Diskussionsraumes über die widerstreitenden Annahmen und Theorien des Geldes und die Betrachtung auch dieser selbst als politisch. Im zweiten Schritt gilt es anzuerkennen, dass die Ordnung monetärer Beziehungen soziale Machtverhältnisse bestimmt und Geldfragen damit nicht unabhängig vom Rest der Gesellschaft einen Bereich rein finanzieller Transaktionen betreffen. Als Grundsubstanz moderner sozialer Beziehungen gilt es deshalb zu hinterfragen, wie Geld überhaupt in die Welt kommt und welche Handlungsspielräume durch die spezifische Art der Produktion des Geldes geschaffen werden. Diese Herstellung von Geldbeziehungen ist als Teil der kontingenten Aushandlungen darüber zu begreifen, was für eine Gesellschaft überhaupt wünschenswert ist. Schließlich, und das wurde anhand der Regulierung öffentlicher Finanzierung und der Aushandlungen über Zentralbankpolitiken gezeigt, bestimmen Geldvorstellungen mit über die Handlungsoptionen öffentlicher Institutionen, also über Bereiche, die auch im konventionelleren Sinne politisch sind. In seinen politischen Ambivalenzen verstanden birgt Geld das Potenzial, geeigneter Ausgangspunkt für eine Kritik und Demokratisierung ökonomischer Verhältnisse zu sein.

## Anmerkungen

- 1 Bei diesem Beitrag handelt es sich um eine überarbeitete und deutlich erweiterte Version des Artikels Carolin Müller, Politische Theorie des Geldes, in: *Aus Politik und Zeitgeschichte*, (2022) 18-19, S. 4-9.
- 2 Vgl. Aaron Sahr, *Das Versprechen des Geldes: eine Praxistheorie des Kredits*, Hamburg 2017, S. 37.
- 3 Wobei anzumerken ist, dass meist kein explizites historisches Argument gemacht wird, sondern die Erklärungen auf der Basis eines (wirkmächtigen) Gedankenexperimentes verbleiben, vgl. David Graeber, *Debt: The First 5000 Years*, Brooklyn 2012, S. 23 f.
- 4 Vgl. André Orléan, Money: Instrument of Exchange or Social Institution of Value?, in: Pierre Alary u. a. (Hrsg.), *Institutionalist Theories of Money*, Cham 2020, S. 244.
- 5 John Maynard Keynes, *A Treatise on Money: The Pure Theory of Money* (The Collected Writings of John Maynard Keynes 5-6), London 1979; Georg Friedrich Knapp, *Staatliche Theorie des Geldes*, München / Leipzig 1918; A. Mitchell Innes, *The Credit Theory of Money*, in: *The Banking Law Journal*, 31 (1914) 1, S. 151-168; Geoffrey K. Ingham, *The Nature of Money*, Cambridge 2004.

- 6 Vgl. Axel T. Paul, *Theorie des Geldes zur Einführung*, Hamburg 2017, S. 52.
- 7 Marcel Mauss, *Die Gabe: Form und Funktion des Austauschs in archaischen Gesellschaften*, Frankfurt am Main 2019, S. 84 ff.
- 8 Vgl. Aaron Sahr, *Die monetäre Maschine: Eine Kritik der finanziellen Vernunft*, München 2022, S. 90.
- 9 Vgl. G. K. Ingham (Anm. 5), S. 72.
- 10 Ebd., S. 73 (Übersetzung C. M.).
- 11 Perry Mehrling, *Financialization and its Discontents*, in: *Finance and Society*, 3 (2017) 1, S. 1–10, hier S. 1 (Übersetzung C. M.).
- 12 Geoffrey K. Ingham, *Further Reflections on the Ontology of Money: Responses to Lapavistas and Dodd*, in: *Economy and Society*, 35 (2006) 2, S. 259–278, hier S. 260.
- 13 Vgl. A. Sahr (Anm. 8), S. 142.
- 14 Begründer der chartalistischen Geldtheorie gilt der Historiker Georg Friedrich Knapp mit seiner 1905 veröffentlichten *Staatlichen Theorie des Geldes*, vgl. G. F. Knapp (Anm. 5).
- 15 Vgl. L. Randall Wray, *Money and Taxes: The Chartalist Approach*, Levy Economics Institute of Bard College Working Paper 1997/222.
- 16 Vgl. Claude Gnos / Louis-Philippe Rochon, *Money Creation and the State: A Critical Assessment of Chartalism*, in: *International Journal of Political Economy*, 32 (2002) 3, S. 41–57.
- 17 Vgl. Charles A. E. Goodhart, *The Two Concepts of Money: Implications for the Analysis of Optimal Currency Areas*, in: *European Journal of Political Economy*, 14 (1998) 3, S. 407–432, hier S. 417.
- 18 Vgl. G. K. Ingham (Anm. 12), S. 261.
- 19 Vgl. Benjamin Braun, *Speaking to the People? Money, Trust, and Central Bank Legitimacy in the Age of Quantitative Easing*, in: *Review of International Political Economy*, 23 (2016) 6, S. 1064–1092.
- 20 Christine Desan, *Making Money: Coin, Currency, and the Coming of Capitalism*, Oxford 2014.
- 21 David Graeber weist darauf hin, dass dieser ursprüngliche öffentliche Kredit bis heute nicht zurückgezahlt worden sei. Wäre dies der Fall, würde das gesamte Währungssystem Großbritanniens nicht länger bestehen, vgl. D. Graeber (Anm. 3), S. 49.
- 22 Vgl. ebd., S. 340.
- 23 Vgl. C. Desan (Anm. 20), S. 426.
- 24 Für ausführlichere Erläuterungen der komplexen Vorgänge im Zahlungsverkehr zwischen Banken siehe etwa Joscha Wullweber, *Zentralbankkapitalismus. Transformationen des globalen Finanzsystems in Krisenzeiten*, Berlin 2021, S. 95 ff.
- 25 Vgl. Friedo Karth / Carolin Müller / Aaron Sahr, *Geld in privaten Händen: Missverständnisse und Missverhältnisse monetärer Souveränität in Europa (I)*, in: *Soziopolis* 2020, <https://www.sozio.polis.de/geld-in-privaten-haenden.html>, abgerufen am 17.2.2022.
- 26 Vgl. Michael McLeay / Amar Radia / Ryland Thomas, *Money Creation in the Modern Economy*, in: *Bank of England Quarterly Bulletin*, (2014) 1, S. 14–27.
- 27 Neben Halter:innen bestimmter Vermögenswerte oder gewinnversprechenden Unternehmen gehören auch die Geschäftsbanken selbst zu den finanziellen Profiteuren dieser Ordnung. Die Gesamthöhe der Bankengewinne durch private Geldschöpfung – die Seignorage – ist nur schwer genau ermittelbar. Sie wird aber in ihrer Summe wenig reguliert.
- 28 Vgl. Dirk J. Bezemer / Anna Samarina / Lu Zhang, *The Shift in Bank Credit Allocation: New Data and New Findings*, DNB Working Paper 2017/559.

- 29 Vgl. Eric Monnet, *The Democratic Challenge of Central Bank Credit Policies*, in: *Accounting, Economics, and Law: A Convivium* (2023), S. 1–26, hier S. 5.
- 30 Beat Weber, *Democratizing Money? Debating Legitimacy in Monetary Reform Proposals*, Cambridge 2018, S. 46.
- 31 Geoffrey K. Ingham, *Money*, Cambridge 2020, S. 86.
- 32 Vgl. ebd., S. 88.
- 33 Vgl. Friedo Karth / Carolin Müller / Aaron Sahr, *Staatliche Zahlungs(un)fähigkeit: Missverständnisse und Missverhältnisse monetärer Souveränität in Europa (II)*, in: *Soziopolis 2020*, <https://soziopolis.de/beobachten/wirtschaft/artikel/staatliche-zahlungsunfaehigkeit>, abgerufen am 28.2.2023.
- 34 Vgl. Geoffrey K. Ingham, *Capitalism*, Cambridge 2008, S. 75.
- 35 Vgl. Aaron Sahr / Carolin Müller, *Contested Privatisation: On the State of Monetary Sovereignty in the Euro Zone*, in: Christopher Smith (Hrsg.), *Sovereignty: A Global Perspective*, Oxford 2022.
- 36 Vgl. G. K. Ingham (Anm. 31), S. 95.
- 37 Vgl. Nina Boy, *Sovereign Safety*, in: *Security Dialogue*, 46 (2015) 6, S. 530–547.
- 38 Vgl. A. Sahr (Anm. 8), S. 112.
- 39 Vgl. Ann Pettifor, *Die Produktion des Geldes: ein Plädoyer wider die Macht der Banken*, Hamburg 2018, S. 25.
- 40 Vgl. G. K. Ingham (Anm. 31), S. 88.
- 41 Vgl. Jens van 't Klooster, *The Case for a European Credit Council: Historical and Constitutional Fine-Tuning*, in: *Accounting, Economics, and Law: A Convivium* (2023), <https://doi.org/10.1515/ael-2022-0074>, S. 8.
- 42 Vgl. Benjamin Braun, *Central Banking Beyond Inflation, Transformative Responses to the Crisis*, Conference Paper 2021, S. 3–15, hier S. 13. Freilich wird gerade die Problematik demokratischer Zugriffe auf die EZB durch die Einbeziehung des föderalen Aufbaus der Union noch einmal deutlich komplizierter, wie Schelkle in ihrem Beitrag in diesem Band ausführt.
- 43 Vgl. B. Braun (Anm. 42), S. 3.
- 44 E. Monnet (Anm. 29); J. van 't Klooster (Anm. 41); für eine kritische Perspektive auf diesen Vorschlag siehe: Nathan Coombs, *The Democratic Dangers of Central Bank Planning*, in: *Accounting, Economics, and Law: A Convivium* (2023), <https://doi.org/10.1515/ael-2022-0063>.



Isabel Feichtner

# Politisch, aber undemokratisch?

Zur öffentlich-rechtlichen Architektur des Geldes<sup>1</sup>

Seit der Finanzkrise 2008 hat sich in den Gesellschaftswissenschaften ein weites Forschungsfeld zu Geld als politökonomischer Institution etabliert. Die institutionelle Geld- und Finanzarchitektur ist mitverantwortlich für viele Krisenerscheinungen, darunter finanzielle Instabilität, Staatsverschuldung und damit einhergehende Austeritätsregime, gesellschaftliche Ungleichheit sowie extraktive, Lebensgrundlagen zerstörende Wertschöpfung. Die gesellschaftswissenschaftliche Untersuchung der Geld- und Finanzinstitutionen ist daher insofern relevant, als sie verspricht, Möglichkeiten aufzuzeigen, wie die politische Ökonomie durch Änderung des institutionellen Designs schrittweise, aber grundlegend transformiert werden könnte. Ziel einer sozialökologischen Transformation sollte es sein, nachhaltige Prosperität mit individueller und kollektiver Selbstbestimmung in Einklang zu bringen.

Zwei Merkmale der derzeitigen rechtlichen Architektur des Geldes stellen besondere Herausforderungen nicht nur für das Wirtschaftssystem, sondern auch den sozialen Zusammenhalt, die Demokratie und die sozialökologische Transformation dar: erstens die weitreichende Möglichkeit der Geschäftsbanken zur Geldschöpfung (und darüber hinaus die Schaffung geldähnlicher Instrumente im sogenannten Schattenbanksektor) und zweitens die konzeptionelle und institutionelle Trennung von Geldpolitik und Wirtschaftspolitik. Was die Geldschöpfung angeht, so hat die verstärkte Befassung mit dem Thema Geld im Nachgang der Finanzkrise deutlich gezeigt, wie die Geschäftsbanken nicht nur als Vermittlerinnen zwischen Sparer:innen und Anleger:innen agieren, sondern selbst und weitgehend unkontrolliert von den Zentralbanken

Geldschöpfung betreiben.<sup>2</sup> Eine Reihe von Wissenschaftler:innen sieht darin eine wichtige Quelle für finanzielle Instabilität, Investitionsblasen und schließlich Wirtschaftskrisen, die in den vergangenen Jahren soziale Ungleichheiten (innerhalb, aber auch zwischen Staaten) verstärkt und die Möglichkeiten von Regierungen, soziale Standards zu gewährleisten, stark eingeschränkt haben.<sup>3</sup> Auch wurde deutlich, wie sich die Funktion von Zentralbanken im Lauf der Zeit gewandelt hat – von *lenders of last resort*, die den (Fiskal-)Interessen von Staaten dienen, hin zu Garanten der Funktionsfähigkeit des Finanzmarkts vor allem im Interesse privater Finanzmarktakteure.<sup>4</sup>

Das zweite Merkmal der gegenwärtigen rechtlichen Architektur des Geldes, die strikte konzeptionelle und institutionelle Trennung von Geldpolitik und Wirtschaftspolitik, ist in der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion besonders stark ausgeprägt und sorgt hier zunehmend für Spannungen. Auf ihr liegt der Fokus dieses Beitrags. Ich untersuche weder die monetären Ursachen ökologischer, sozialer oder politischer Krisen, noch setze ich mich eingehend mit den verschiedenen Vorschlägen zur Reform der rechtlichen Architektur des Geldes auseinander. Mein Augenmerk liegt vielmehr darauf, wie die deutsche Rechtswissenschaft die gegenwärtige rechtliche Architektur der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion und insbesondere die Trennung von Geld- und Wirtschaftspolitik rationalisiert, also begründet und rechtfertigt.

Ich kritisiere diese Rationalisierung und kontrastiere sie mit der geldpolitischen Praxis. So komme ich zu dem Schluss, dass sich auch die deutsche Rechtswissenschaft stärker mit der gesellschaftswissenschaftlichen Forschung zu Geld befassen und sich um ein adäquateres rechtswissenschaftliches Verständnis von Geld bemühen sollte. Denn die Institutionen des Geldes werden in erheblichem Maße auch durch das Recht und die Rechtswissenschaft geprägt. Hätten diese ein besseres Verständnis davon, wie das Recht die politische Ökonomie des Geldes mitkonstituiert, so könnten sie einen Beitrag dazu leisten, das Potenzial eines Re-Designs des Geldes für eine demokratische sozialökologische Transformation zu erforschen.

## **Die Trennung von Geld- und Wirtschaftspolitik und ihre Rationalisierung und Konstitutionalisierung durch das Recht**

Ich beginne diesen Abschnitt mit einer Darstellung der wichtigsten rechtlichen und institutionellen Merkmale, die die Trennung von Geld- und Wirtschaftspolitik in der gegenwärtigen Architektur der Europäischen Wirtschafts- und

Währungsunion kennzeichnen. Anschließend lege ich das Verständnis der deutschen Staatsrechtslehre von Geld als Grundlage individueller Freiheit und als Voraussetzung moderner Staatlichkeit dar, das die konzeptionelle Basis dieser Trennung bildet. Schließlich rekonstruiere ich, wie auf der Grundlage dieses Geldverständnisses Recht, Rechtswissenschaft und Rechtsprechung die rechtliche Architektur des Geldes rationalisieren, die Europäische Währungsunion konstitutionalisieren, das heißt verfassungsrechtlich absichern, und sie damit gegen Kritik und demokratische Gestaltung immunisieren.

### Trennung von Geld- und Wirtschaftspolitik in der gegenwärtigen Architektur der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion

Die gegenwärtige rechtliche Architektur der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion verfestigt die Trennung von Geld- und Wirtschaftspolitik, also von Geld und öffentlichen Finanzen, die die rechtliche Architektur des Geldes in Deutschland bereits vor der europäischen Währungsintegration geprägt hat. In Deutschland hat die Bundesbank seit ihrer Gründung im Jahr 1957 bei der Ausübung ihres Mandats zur Geldschöpfung und zur Durchführung der Geldpolitik formal relativ unabhängig von anderen staatlichen Institutionen gehandelt.<sup>5</sup> Der Bundeshaushalt, die Steuer- und Finanzpolitik fallen dagegen in die Kompetenz der Exekutive und des Parlaments. Das deutsche Verfassungsrecht sieht vor, dass die Steuern die Hauptquelle der öffentlichen Finanzen sind. Die Rechtswissenschaft und das Bundesverfassungsgericht sprechen vom *Prinzip des Steuerstaates*.<sup>6</sup> Neben der Erhebung von Steuern und der Erzielung von Einnahmen in Form von sonstigen Abgaben verschuldet sich der Staat, um öffentliche Investitionen zu finanzieren, durch die Ausgabe von Staatsanleihen. Die sogenannte Schuldenbremse, die 2009 ins Grundgesetz aufgenommen wurde (Art. 109 Abs. 3 GG), soll der Finanzierung des öffentlichen Haushalts durch Schulden eine quantitative Grenze setzen.

Die Unterscheidung zwischen Geld- und Wirtschaftspolitik, wobei Letztere die Finanzpolitik einschließt, ist heute eines der bestimmenden Merkmale der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion. Die Mitgliedstaaten, die dem Euro-Währungsgebiet angehören, haben ihre geldpolitischen Befugnisse vollständig auf die Europäische Union übertragen. Infolgedessen fällt die Geldpolitik nach dem Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) nunmehr in die ausschließliche Zuständigkeit der EU und wird vom Europäischen System der Zentralbanken (ESZB), bestehend aus der Europäischen

Zentralbank (EZB) und den nationalen Zentralbanken, ausgeübt (Art. 127 Abs. 2, Art. 282 Abs. 1 AEUV). Bei der Wahrnehmung ihrer Aufgaben haben die EZB und die nationalen Zentralbanken als vorrangiges Ziel die Preisstabilität zu gewährleisten (Art. 127 Abs. 1 AEUV). Dieses Ziel hat die EZB selbst so konkretisiert, dass Preisstabilität bei einer mittelfristigen Inflationsrate von zwei Prozent gewährleistet sein soll. Eine Reihe von Rechtsvorschriften soll die Unabhängigkeit der EZB und der nationalen Zentralbanken von anderen Regierungsinstitutionen sicherstellen (Art. 130, Art. 282 Abs. 3 AEUV).

Während die EU für die Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist (Eurozone), die ausschließliche Zuständigkeit für die Geldpolitik besitzt, sind ihre Zuständigkeiten im Bereich der Wirtschaftspolitik, einschließlich der Steuerpolitik, eingeschränkt. Die EU hat für die Wirtschaftspolitik keine ausschließliche, sondern nur spezifische Kompetenzen. Den Mitgliedstaaten verbleiben hier eigene Handlungsspielräume. Im EU-Vertragsrecht ist niedergelegt, dass die Mitgliedstaaten ihre Wirtschaftspolitik als eine Angelegenheit von gemeinsamem Interesse betrachten und sie im Rat koordinieren (Art. 121 Abs. 1 AEUV). Eine signifikante Begrenzung der wirtschaftspolitischen Spielräume der Mitgliedstaaten erfolgt durch die Haushaltsdisziplin, die ihnen insbesondere der Stabilitäts- und Wachstumspakt auferlegt. Dieser verpflichtet die Mitgliedstaaten übermäßige öffentliche Defizite zu vermeiden (Art. 126 AEUV) und sieht Verfahren zur Durchsetzung dieser Verpflichtung vor. Während der Corona-Pandemie wurden die Defizitregeln außer Kraft gesetzt, um die wirtschaftspolitischen Spielräume und Reaktionsmöglichkeiten der Mitgliedstaaten zu erweitern. Präventiv unterliegen die Haushalte der Mitgliedstaaten einer Kontrolle durch die Kommission im Rahmen des sogenannten Europäischen Semesters. Dabei handelt es sich um ein Verfahren, in dem die Kommission unter anderem länderspezifische Empfehlungen zu den jeweiligen Haushaltsplänen abgeben kann.

Die Haushaltsdisziplin der Mitgliedstaaten soll durch zwei weitere zentrale Vertragsvorschriften abgesichert werden: Die sogenannte No-Bailout-Klausel verbietet es der Europäischen Union und den Mitgliedstaaten, Verbindlichkeiten von Regierungen oder anderen öffentlichen Behörden zu übernehmen (Art. 125 AEUV). Und gemäß dem Verbot der monetären Finanzierung dürfen die EZB und die Zentralbanken der Mitgliedstaaten keine Kredite an Regierungen vergeben und keine Staatsanleihen auf dem Primärmarkt ankaufen (Art. 123 Abs. 1 AEUV). Die Regierungen der Mitgliedstaaten dürfen ihre Staatshaushalte also weder dadurch finanzieren, dass sie eigene Geldschöpfung

betreiben, noch dadurch, dass sie Staatsanleihen ausgeben, die unmittelbar von ihren Zentralbanken aufgekauft werden. Stattdessen sind sie auf Steuern und Schuldenaufnahmen auf dem Kapitalmarkt angewiesen, wobei Letztere durch in nationalem Recht verankerte Schuldenbremsen limitiert werden.

### Geld in der deutschen Staatsrechtslehre: Fundament individueller Freiheit und Voraussetzung moderner Staatlichkeit

Die deutsche Staatsrechtslehre rationalisiert die institutionelle Trennung der Geld- und Wirtschaftspolitik, wonach die Geldpolitik einer Institution, der Zentralbank, überantwortet sein soll, die unabhängig von den politischen Institutionen agiert, die für die Wirtschaftspolitik, einschließlich der Finanzpolitik, zuständig sind. In ihrer Rationalisierung dieser Trennung orientiert sie sich an den Wirtschaftswissenschaften. Sie hat aber durchaus auch ein eigenes Verständnis von Geld und seinen Funktionen entwickelt. Das Verständnis des Geldes, das noch heute im deutschen Öffentlichen Recht und seiner Wissenschaft zum Ausdruck kommt, ist ein recht einheitliches. Die Auswahl der Referenzen, auf die sich einzelne Wissenschaftler:innen beziehen, ist eklektisch. Zuweilen ersetzen Zitate oder Aphorismen – von Jean Bodin, Wladimir Iljitsch Lenin, Fjodor Dostojewski, Georg Wilhelm Friedrich Hegel und anderen – die juristische Analyse. Exemplarisch hierfür sind die einschlägigen Beiträge zum renommierten und einflussreichen Handbuch des Staatsrechts.<sup>7</sup>

Bei der Bestimmung der verfassungsrechtlichen Funktionen des Geldes lehnt sich die Staatsrechtslehre eng, aber häufig nur implizit, an ökonomische Darstellungen an, in denen Geld als Tauschmittel, Rechnungseinheit und Wertaufbewahrungsmittel beschrieben wird (siehe dazu auch den Beitrag von CAROLIN MÜLLER in diesem Band).<sup>8</sup> Doch versteht sie Geld nicht nur als Mittel zur Erleichterung wirtschaftlicher Transaktionen und als notwendiges Element einer kapitalistischen Wirtschaftsordnung. Vielmehr wird Geld in der öffentlich-rechtlichen Betrachtung zur Grundlage individueller Freiheit. Geld ermögliche die Freiheit des Bürgers;<sup>9</sup> ohne Geld sei die Verwirklichung individueller Freiheit in der heutigen Welt nicht möglich.<sup>10</sup> Dostojewski liefert hierzu das passende Zitat: „Geld ist geprägte Freiheit.“<sup>11</sup>

Neben der Gewährleistung individueller Freiheit schreibt die Staatsrechtslehre dem Geld eine zweite Verfassungsfunktion zu: Geld sei eine Voraussetzung für moderne Staatlichkeit. Beliebte Zitate, um diesem Befund Nachdruck zu verleihen, stammen von Bodin, „Die Finanzen sind die Nerven des Staates“,<sup>12</sup> und Lenin, „Der wirksamste Weg, eine Gesellschaft zu zerstören, ist,

ihr Geld zu zerstören“.<sup>13</sup> Dieses Verständnis von Geld leitet sich aus der Beobachtung einer Veränderung der Staatsfunktionen ab. Da sich die Aufgaben des modernen Staates vervielfacht hätten, komme die Regierung zur Erfüllung dieser Aufgaben nicht mehr mit Sachleistungen aus. Vielmehr müsse der Staat Einnahmen in Form von Geld generieren, um öffentliche Ausgaben, zum Beispiel militärische Leistungen, finanzieren zu können.<sup>14</sup> Die Handlungsfähigkeit des modernen Staates hänge also vom Geld ab.<sup>15</sup> Ausgehend von der Feststellung, dass Geld eine Voraussetzung moderner Staatlichkeit sei, geht die Staatsrechtslehre noch einen Schritt weiter und bezeichnet Geld als Voraussetzung für die Verfassung des Staates.<sup>16</sup> Auch wenn dieses Verständnis die enge Verbindung zwischen Geld und Staatlichkeit anerkennt,<sup>17</sup> bleibt die Analyse der Beschaffenheit dieser Beziehung dünn. Die Verbindung zwischen Geld und Staatsfinanzen wird darauf reduziert, die Existenz von Geld als Voraussetzung für den Staatshaushalt zu bezeichnen, der zum größten Teil aus Steuern generiert wird. So schreibt etwa Staatsrechtslehrer Christoph Herrmann:

„Aus der Sicht des Staates tritt [zur Funktion des Geldes als Tauschmittel, Maßeinheit und Wertübertragungs- und Wertaufbewahrungsmittel] hinzu, dass erst die Existenz von Geld ihm die Bereitstellung öffentlicher Güter sowie die weitläufigen Möglichkeiten wirtschaftlicher und sozialer Lenkung nach Maßgabe eigener, demokratisch gesetzter Ziel- und Zweckvorstellungen ermöglicht; hängen diese doch davon ab, dass der Staat den von ihm beanspruchten Teil des wirtschaftlichen Erfolgs seiner Bürger nicht in Naturalien, sondern als Finanz- und Steuerstaat in Geld abschöpfen und dann für seine Zwecke verwenden kann.“<sup>18</sup>

Inwieweit staatliche Verfasstheit ihrerseits eine Voraussetzung für Geld ist, wird nicht thematisiert. Die Darstellung des Geldes als Voraussetzung moderner Staatlichkeit vernachlässigt den Prozess der Geldschöpfung und die Rolle des Staates darin. Geld wird als eine dem Staat vorausgehende Institution dargestellt, und die Aufgabe der Regierung wird darauf reduziert, dieses Geld bereitzustellen, zu verwalten und auszugeben.<sup>19</sup>

Die Auffassung, dass Geld unabhängig von Staatlichkeit entsteht und moderne Staaten ihrerseits von der Existenz des Geldes abhängen, lässt sich damit erklären, dass die Staatsrechtswissenschaft eine in den Wirtschaftswissenschaften verbreitete Darstellung unkritisch übernommen hat. Demnach entwickelte sich Geld aus den Transaktionen privater Wirtschaftsakteur:innen und deren Bestrebungen Transaktionskosten zu minimieren.<sup>20</sup> Eine weitere Erklärung für

das Festhalten an dieser Sichtweise könnte in der Unterscheidung zwischen Staat und Gesellschaft liegen, die für den vordemokratischen liberalen Konstitutionalismus grundlegend war und noch heute Teile der Rechtswissenschaft prägt. Geld wird hier der Sphäre der bürgerlichen Gesellschaft zugeordnet; es ist das Medium, über das Bürger:innen ihre wirtschaftlichen Beziehungen abwickeln. Die Anerkennung einer politischen Rolle des Staates in der Geldschöpfung, die über seine Rolle als neutraler Garant des Geldwerts hinausgeht, würde dagegen die Konzeption von Gesellschaft als einer von Politik und Staat getrennten Sphäre infrage stellen.<sup>21</sup>

Der liberale Konstitutionalismus erkennt entsprechend die Besteuerung, nicht aber das Geld, als die wichtigste Verbindung zwischen Staat und Gesellschaft an. So stellt der Verfassungsrechtler Klaus Vogel fest, es sei eine Folge der Trennung von Staat und Wirtschaft, dass der moderne Staat ein Steuerstaat sei; dass er also öffentliche Einnahmen hauptsächlich durch Steuern und nicht durch eine direkte Beteiligung an der wirtschaftlichen Produktion generiere.<sup>22</sup> Die Besteuerung versorgt den Staat demnach nicht nur mit den finanziellen Mitteln, also mit dem Geld, das er für seine Ausgaben benötigt; sie wird auch als das vorrangige Instrument verstanden, um schädliche Auswirkungen der Ausübung individueller wirtschaftlicher Freiheit durch Umverteilung abzumildern. Der Steuerstaat ist Wohlfahrtsstaat, ein Staat des gezähmten Kapitalismus. In den Worten von Staatsrechtslehrer Paul Kirchhof ist die Besteuerung die Kehrseite der Medaille, die auf ihrer Vorderseite das Prinzip der Freiheit zeige.<sup>23</sup>

Diese Trennung von Geld und öffentlichen Finanzen spiegelt sich nicht nur in der institutionellen Ausgestaltung von Geld- und Finanzpolitik wider, sondern auch in der Behandlung von Geld und öffentlichen Finanzen als Gegenstand separater Teilbereiche der Staatsrechtslehre. So unterscheidet die deutsche Staatsrechtslehre konzeptionell zwischen der *Geld-/Währungsverfassung*, die sich mit grundsätzlichen Fragen der Rechtsordnung des Geldes befasst, einerseits und der *Finanzverfassung*, die grundsätzliche Fragen der öffentlichen Finanzen betrifft, andererseits. Diese Unterscheidung führt dazu, dass sich wissenschaftliche Monografien und Abhandlungen in der Regel entweder mit dem Recht des Geldes oder mit dem Recht der öffentlichen Finanzen befassen. Diese Herausbildung zweier Subdisziplinen des Öffentlichen Rechts, des Geldverfassungsrechts und des Finanzverfassungsrechts, verstärkt die begriffliche Trennung noch. Sie führt auch zu einer bedauerlichen Forschungslücke, was die Analyse der Verbindungen zwischen den Institutionen des Geldes und der öffentlichen Finanzen betrifft.<sup>24</sup>

## Rationalisierung und Konstitutionalisierung der rechtlichen Architektur des Geldes

Das rechtswissenschaftliche Verständnis des Geldes als Grundlage individueller Freiheit und Voraussetzung moderner und verfasster Staatlichkeit dient schließlich dazu, die rechtliche Architektur des Geldes und ihre Konstitutionalisierung – also ihre verfassungsrechtliche Absicherung gegen Änderung durch den demokratischen Gesetzgeber – zu rationalisieren. In einem ersten argumentativen Schritt leitet die Staatsrechtslehre aus den Verfassungsfunktionen des Geldes die Verantwortung des Staates für eine funktionierende Geldordnung und den Schutz des Geldwerts ab.<sup>25</sup> In einem zweiten Schritt rationalisiert sie die gegenwärtige Rechtsarchitektur des Geldes – insbesondere die Unabhängigkeit der Zentralbank und das Verbot der monetären Staatsfinanzierung – als notwendig, um dieser Verantwortung gerecht zu werden. Mit der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion ist diese Rechtsarchitektur verfassungsrechtlich verankert worden und nicht mehr durch einfache Gesetzgebung änderbar.

Die Verantwortung des Staates für die Gewährleistung einer funktionierenden Geldordnung wird nicht nur mit der herausragenden Bedeutung des Geldes für die Verwirklichung individueller Freiheit begründet. Einige Wissenschaftler:innen fügen hinzu, dass sich die Verantwortung des Staates für die Geldordnung aus der Tatsache ergebe, dass der Staat die ausschließliche Kompetenz für sich beansprucht habe, Geld zu emittieren und Geldpolitik zu betreiben. Sie verstehen Geld als ein Medium, das dem Staat vorausgeht und seine Existenz privater Ordnung verdankt. Mit der nachfolgenden Vereinnahmung durch den Staat gehe daher eine besondere Verantwortung zum Erhalt dieses Mediums einher.<sup>26</sup> Entsprechend des von den Wirtschaftswissenschaften übernommenen Funktionsverständnisses von Geld als Tauschmittel, Recheneinheit und Wertaufbewahrungsmittel wird die Verantwortung für eine funktionierende Geldordnung dann vor allem im Schutz des Geldwerts gesehen.

Die deutsche Staatsrechtslehre verortet die Verantwortung für den Schutz des Geldwerts in einer Reihe von Verfassungsbestimmungen, die dieses Ziel allerdings nicht ausdrücklich erwähnen: Art. 109 Abs. 2 GG (Gebot der Rücksichtnahme auf die Erfordernisse des gesamtwirtschaftlichen Gleichgewichts), Art. 20 Abs. 1 GG (Sozialstaatsprinzip) und Art. 14 GG (Recht auf Eigentum).<sup>27</sup> Nach Auffassung des Bundesverfassungsgerichts beinhaltet das Recht auf Eigentum nicht, wie das einige Rechtswissenschaftler:innen vertreten, einen individuellen Anspruch auf Geldwertstabilität. Das Gericht stützt seine Begründung

hierfür vor allem auf den tatsächlichen Umstand, dass der Wert des Geldes von vielen verschiedenen Faktoren abhängt – unter anderem von Preisen, Löhnen und Zinsen – und dass es dem Staat aufgrund dieser Abhängigkeiten unmöglich sei, den Wert des Geldes zu garantieren.<sup>28</sup> Gleichwohl leitet die Staatsrechtslehre aus der verfassungsrechtlichen Eigentumsgarantie eine objektive Verantwortung des Staates für eine funktionierende Geldordnung ab.<sup>29</sup> Mit der Gründung der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion ist nun nicht mehr der deutsche Staat allein der Garant einer funktionierenden Geldordnung, sondern er teilt sich diese Verantwortung mit den Mitgliedern der Währungsunion und ihren Volkswirtschaften.<sup>30</sup>

Aus der Verantwortung des Staates, eine funktionierende Geldordnung und den Wert des Geldes zu sichern, folgert die Rechtswissenschaft die Notwendigkeit der bestehenden rechtlichen Architektur der Geldordnung. Die Staatsrechtler:innen sprechen von der „Verfassung des Geldes“, um die grundlegenden Rechtsnormen zu bezeichnen – insbesondere die Unabhängigkeit der Zentralbanken, deren vorrangigen Auftrag, Preisstabilität zu gewährleisten, sowie das Verbot der monetären Staatsfinanzierung –, die das Geld als Grundlage der Marktwirtschaft und damit der individuellen Freiheit und der Existenz des Staates sichern sollen. Diese „Verfassung des Geldes“ beruht auf der Prämisse, dass den politischen Institutionen des Staates – Exekutive und Parlament – nicht zugetraut werden kann, den Wert des Geldes wirksam zu schützen. Vertrauen wird jedoch als entscheidend für die Aufrechterhaltung des Geldwerts angesehen.<sup>31</sup> In einem Fiat-Geldsystem, so das Argument, könnten demokratisch gewählte Regierungsmitglieder versucht sein, geldpolitische Kompetenzen zu missbrauchen, um kurzfristige Interessen mit Blick auf ihre Wiederwahl zu verfolgen, wodurch das langfristige Interesse an Geldwertstabilität gefährdet würde.

Inbesondere die monetäre Staatsfinanzierung, also die Ausübung geldpolitischer Souveränität zur Beschaffung öffentlicher Finanzmittel, wird als Bedrohung für den Wert des Geldes angesehen. Sie würde das Vertrauen in den Wert des Geldes untergraben und zu Inflation führen. Um den Wert des Geldes vor der Versuchung der Politiker:innen zu schützen, „die Gelddruckmaschine anzuwerfen“, müssten Zentralbanken eingerichtet werden, die unabhängig von politischen Regierungsinstitutionen arbeiteten. Ihre Unabhängigkeit soll sie in die Lage versetzen, eine glaubwürdige Geldpolitik zu betreiben, die das Ziel verfolgt, Preisstabilität als Indikator für die Stabilität des Geldwerts zu schützen. Der Staat hingegen darf zum Zwecke der Finanzierung des öffentlichen Haushalts kein Geld emittieren, sondern ist auf Steuereinnahmen oder

Fremdfinanzierung über die Kapitalmärkte verwiesen. Das Verbot der monetären Finanzierung wird als notwendig erachtet, um die Neutralität der öffentlichen Finanzen zu gewährleisten.<sup>32</sup> Was die Schuldenfinanzierung betrifft, wird der öffentliche Haushalt häufig analog zu privaten Haushalten behandelt. Aus dieser Analogie wird dann gefolgert, dass ein Staat nur entsprechend seiner Kreditwürdigkeit „wie jeder andere Kapitalmarktteilnehmer“ Schulden auf den Kapitalmärkten aufnehmen können sollte.<sup>33</sup>

In der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion wurden Geld- und Haushaltspolitik noch stärker voneinander getrennt. Die grundlegenden Normen der „Verfassung des Geldes“ sind von nun an Teil des europäischen Vertragsrechts (sogenanntes Primärrecht). Sie sind damit einer Änderung durch die Parlamente der einzelnen Mitgliedstaaten entzogen; eine Modifikation kann nur auf dem Weg der Vertragsänderung erfolgen. Überdies stehen diese europarechtlichen Normen, die unter anderem die Unabhängigkeit der EZB und das Verbot der monetären Finanzierung verankern, in der Normenhierarchie über den Verfassungen der Mitgliedstaaten. Die Unabhängigkeit der EZB und der mitgliedstaatlichen Zentralbanken von demokratischer Einflussnahme ist damit größer, als es die Unabhängigkeit der Bundesbank je war.<sup>34</sup> In Vorbereitung der Währungsintegration wurde auch das deutsche Grundgesetz geändert und Art. 88 S. 2 GG sieht nun ausdrücklich eine unabhängige Europäische Zentralbank vor, die „dem vorrangigen Ziel der Sicherung der Preisstabilität verpflichtet“ ist.

Ökonom:innen hatten schon vor Verwirklichung der Währungsunion den mit unterschiedlichen Geschwindigkeiten verlaufenden Integrationsprozess von Geld- und Wirtschaftspolitik kritisiert. Einige hatten davor gewarnt, dass durch die Abgabe geldpolitischer Kompetenzen an die EU den Mitgliedstaaten wichtige politische Instrumente zur Bewältigung wirtschaftlicher Ungleichgewichte entzogen würden. Solche wirtschaftlichen Ungleichgewichte oder asymmetrischen Schocks, so die Kritiker:innen der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion, würden auch bei fortschreitender Integration fortbestehen und nicht durch volle Arbeitsmobilität, Lohnflexibilität oder finanzielle Transfers ausgeglichen werden. Letzteres sind Merkmale, die in der Theorie „optimale Währungsräume“<sup>35</sup> kennzeichnen, in der EU aber nicht realisierbar sind. Die Regierungen der Mitgliedstaaten der Eurozone können wirtschaftliche Schocks nicht mehr mit geldpolitischen Instrumenten abfedern, zum Beispiel durch die einseitige Senkung des Leitzinses zur Ankurbelung von Investitionen oder die Abwertung der Währung zur Steigerung von Exporten.<sup>36</sup> Sie können zwar

immer noch fiskal- und weitere wirtschaftspolitische Maßnahmen ergreifen, aber auch hier wird ihr politischer Spielraum durch EU-Recht eingeschränkt, das der Sicherung von Haushaltsdisziplin der Mitgliedstaaten dienen soll.

Eine grundlegendere Kritik am geld- und wirtschaftspolitischen Integrationsprozess der EU setzt schon am Modell des optimalen Währungsraums selbst an. Es basiere auf einem mangelhaften Verständnis von Geld, nämlich einem, das unter Missachtung der Geschichte und der Empirie dem Geld eine Existenz unabhängig von und vor dem Staat und den öffentlichen Finanzen zuschreibe. Die Europäische Währungsunion realisiere nicht nur eine noch nie dagewesene, sondern auch eine nicht wünschenswerte Trennung zwischen geld- und wirtschaftspolitischen Zuständigkeiten.<sup>37</sup>

Kritiker:innen der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion haben nicht nur ökonomische, sondern auch *rechtliche* Einwände formuliert. Eine sehr weitreichende Kritik sieht in der institutionellen Ausgestaltung der Währungsunion eine Verletzung des Demokratieprinzips und stellt damit die eben dargestellte rechtswissenschaftliche Rationalisierung der strikten Trennung von Geld- und Wirtschaftspolitik infrage. Sie führt ein hochrangiges Verfassungsprinzip, nämlich das Gebot der demokratischen Legitimation hoheitlichen Handelns, gegen die Abschirmung der Geldpolitik zur Sicherung des Geldwerts ins Feld. Das Bundesverfassungsgericht hat sich in seinem Maastricht-Urteil vom 12. Oktober 1993 mit dieser Kritik auseinandergesetzt, sich letztlich jedoch die in der Staatsrechtslehre vertretene Rationalisierung der Zentralbankunabhängigkeit zu eigen gemacht. Das Urteil stellt die Zentralbankunabhängigkeit vordergründig zwar als rechtfertigungsbedürftige Ausnahme vom Demokratieprinzip dar; es lässt sich aber auch so interpretieren, dass es – in enger Anlehnung an die Staatsrechtslehre und sogar noch über sie hinausgehend – die Zentralbankunabhängigkeit als Voraussetzung für demokratisches Regieren postuliert.

Das Gericht formulierte die Demokratieproblematik der rechtlichen Architektur der Währungsunion wie folgt:

„Ein wesentlicher Politikbereich, der mit dem Geldwert die individuelle Freiheit stützt und mit der Geldmenge auch das öffentliche Finanzwesen und die davon abhängigen Politikbereiche bestimmt, wird der Weisungsbefugnis von Hoheitsträgern und – außerhalb einer Vertragsänderung – zugleich der gesetzgeberischen Kontrolle von Aufgabenbereichen und Handlungsmitteln entzogen.“<sup>38</sup>

Diese Aussage ist offensichtlich vom geldpolitischen Stil der Bundesbank beeinflusst, spiegelt aber auch die Rationalisierung der Verfassungsordnung des Geldes durch die Staatsrechtslehre wider. Sie geht davon aus, dass das vorrangige Ziel der Geldpolitik die „Stützung des Geldwerts“ ist, und fügt hinzu, dass dieses Ziel durch die „Bestimmung der Geldmenge“ erreicht werden kann. Auf der Grundlage dieser Beschreibung des betroffenen „Politikbereichs“ entkräftet das Gericht dann den Einwand einer unzulässigen Beeinträchtigung des Demokratieprinzips. Die Übertragung der Zuständigkeit auf eine unabhängige EZB, die sich vorrangig um die Geldwertstabilität kümmern soll, ist nach Ansicht des Gerichts gerechtfertigt:

„[...] weil es der – in der deutschen Rechtsordnung erprobten und, auch aus wissenschaftlicher Sicht, bewährten – Besonderheit Rechnung trägt, daß eine unabhängige Zentralbank den Geldwert und damit die allgemeine ökonomische Grundlage für die staatliche Haushaltspolitik und für private Planungen und Dispositionen bei der Wahrnehmung wirtschaftlicher Freiheitsrechte eher sichert als Hoheitsorgane, die ihrerseits in ihren Handlungsmöglichkeiten und Handlungsmitteln wesentlich von Geldmenge und Geldwert abhängen und auf die kurzfristige Zustimmung politischer Kräfte angewiesen sind.“<sup>39</sup>

Das Argument lässt sich wie folgt reformulieren: Die Beauftragung einer von den politischen Institutionen unabhängigen Zentralbank mit der Durchführung einer auf Geldwertstabilität ausgerichteten Geldpolitik schützt die individuelle Freiheit, die zur Ausübung dieser Freiheit erforderliche materielle Sicherheit sowie den Staatshaushalt und damit die Grundlagen der Demokratie. In dieser Lesart wird das Geld von einer Voraussetzung des modernen Verfassungsstaats zu einer Voraussetzung der Demokratie erhoben, die durch eine unabhängige Zentralbank geschützt werden muss. Die Konstitutionalisierung der Unabhängigkeit der Zentralbank und der Preisstabilität als übergeordnetes Ziel der Geldpolitik wird somit von einem Problem zu einem Garanten der Demokratie.

Das Bundesverfassungsgericht hat sich in seinem Maastricht-Urteil auch mit der wirtschaftswissenschaftlichen Kritik auseinandergesetzt, dass es auf Dauer nicht tragbar sei, der EU die Zuständigkeit für die Währungspolitik zuzuweisen, während die Mitgliedstaaten weitgehend für die Wirtschaftspolitik verantwortlich blieben. Mit Blick auf die Befürchtung der Beschwerdeführer, dass die Währungsunion eine Wirtschaftsunion durch die Hintertür einführen würde, räumte das Gericht ein:

„Zwar mag es nachvollziehbare Gründe geben, die Währungsunion könne politisch-faktisch nur bei alsbaldiger Ergänzung durch eine Wirtschaftsunion sinnvoll durchgeführt werden, die über eine Koordinierung der Wirtschaftspolitik der Mitgliedstaaten und der Gemeinschaft hinausgeht.“<sup>40</sup>

Außerdem verwies es auf die Auffassung der Bundesbank, dass eine Währungsunion zwischen Staaten mit aktiver Wirtschafts- und Sozialpolitik nur innerhalb einer politischen Union mit allen „finanzwirtschaftlich wesentlichen Aufgaben“ verwirklicht werden könne.<sup>41</sup> Obwohl das Gericht also die Zweifel an der Realisierbarkeit einer Währungsunion ohne wirtschaftliche und politische Union teilte, stellte es fest, dass die Schaffung der Währungsunion eine politische Entscheidung sei, „die von den dazu berufenen Organen politisch zu verantworten ist“.<sup>42</sup> Sollte die Währungsintegration scheitern, sei die Konsequenz, dass das europäische Primärrecht auf dem Weg der Vertragsänderung reformiert werden müsse: entweder um die Währungsunion rückgängig zu machen oder sie um eine wirtschaftliche und politische Union zu ergänzen.

Die letztgenannte Alternative erscheint angesichts nachfolgender Urteile des Bundesverfassungsgerichts zur europäischen Integration fragwürdig. Danach soll die durch Art. 79 Abs. 3 GG geschützte Verfassungsidentität der weiteren europäischen Integration Grenzen setzen. Das Gericht betrachtet die öffentlichen Finanzen und die Haushaltsverantwortung als Kernkompetenzen demokratischen Regierens. Das Recht den Staatshaushalt zu genehmigen sei eine zentrale Kontrollfunktion des Parlaments gegenüber der Exekutive<sup>43</sup> und auch die Kompetenz zur Besteuerung ist dem Gericht zufolge Teil der Verfassungsidentität, die der Kompetenzübertragung an die EU Grenzen setzt.<sup>44</sup> Während das Gericht also die Verfassungsmäßigkeit der vollständigen Übertragung der geldpolitischen Befugnisse auf eine unabhängige EZB bestätigte, errichtete es verfassungsrechtliche Hürden für die Übertragung wesentlicher wirtschafts- und finanzpolitischer Kompetenzen auf die EU.<sup>45</sup>

Zusammenfassend ergibt sich folgendes Bild zum Verständnis und zur Rationalisierung des Geldes und seiner Institutionen durch das deutsche Staatsrecht: Der Blick des Staatsrechts auf das Geld ist durch das vorherrschende ökonomische Modell des Geldes geprägt. Nach diesem ist Geld ein Tauschmittel, das aus den Transaktionen privater Wirtschaftsakteur:innen entstanden ist. Der Staat habe in der Folge die Verfügungsgewalt über das Geld übernommen, könne und solle sich aber trotzdem „neutral“ beziehungsweise unpolitisch verhalten, was den Prozess der Geldschöpfung betrifft. Zwar wird dieses Modell

innerhalb und außerhalb der Wirtschaftswissenschaften zunehmend kritisiert, unter anderem weil es die enge Verbindung von Staatlichkeit und Geldwirtschaft außer Acht lässt.<sup>46</sup> Dennoch stützt die Staatsrechtslehre ihr Verständnis von Geld auf dieses Modell, wenn auch häufig nur implizit. Sie wertet es weiter auf, indem sie es mit Verfassungsprinzipien verknüpft und postuliert, dass Geld die Grundlage individueller Freiheit und des demokratischen Rechtsstaats darstelle. Das Bundesverfassungsgericht erhebt den Zusammenhang zwischen Zentralbankunabhängigkeit und Inflationsbekämpfung sogar zu einem wissenschaftlichen Faktum und abstrahiert dabei von den Kontingenzen und Kontexten gesellschaftlicher und polit-ökonomischer Arrangements.

Die rationalisierende Analyse der Rechtswissenschaft und ihre Bestätigung durch das Bundesverfassungsgericht haben den Effekt, dass sie die rechtliche Architektur des Geldes gegen Kritik immunisieren und der Imagination institutioneller Alternativen Grenzen setzen.<sup>47</sup> In der Europäischen Währungsunion ist die rechtliche Architektur des Geldes dann auch noch konstitutionalisiert worden. Die Unabhängigkeit und das Mandat der EZB sowie das Verbot der monetären Finanzierung sind im Vertragsrecht verankert, womit die Gestaltung durch demokratische Politik erheblich erschwert ist.

## **Die Unhaltbarkeit der Trennung von Geld- und Wirtschaftspolitik in der Praxis**

Die Entwicklungen der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion seit dem Inkrafttreten des Vertrags von Maastricht geben den Skeptiker:innen recht. Statt einer Konvergenz der Volkswirtschaften in der Eurozone nahmen die Disparitäten zwischen Zentrum und Peripherie zu. Die Mitgliedstaaten reagierten jedoch weder mit einem Zurückfahren der geldpolitischen Integration noch mit einer verstärkten wirtschaftspolitischen Integration durch Änderung des Primärrechts. Vielmehr scheint sich die Antizipation einer fortschreitenden Integration „durch die Hintertür“ zu bestätigen – im Jahr 2021 etwa durch das Aufbauinstrument „NextGenerationEU“ in Reaktion auf die Corona-Pandemie, das es der EU ermöglicht, 750 Milliarden Euro auf den Finanzmärkten aufzunehmen und an die Mitgliedstaaten auszugeben, sowie im Zuge der Eurokrise durch die sogenannte unkonventionelle Geldpolitik der EZB. Der Praxis dieser unkonventionellen Geldpolitik widmet sich der folgende Abschnitt.

## Experimentelle Geldpolitik

Die Entwicklung der Geldpolitik der EZB ist vielleicht das sichtbarste Zeichen dafür, dass die strikte Trennung zwischen Geld- und Wirtschaftspolitik – als Strukturprinzip der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion – sich in der Praxis nicht aufrechterhalten lässt. Sie zeigt, dass die EZB nicht die neutrale, regelbasierte Experteninstitution ist, als die sie Bundesverfassungsgericht und Rechtswissenschaft in ihrer Rechtfertigung der Zentralbankunabhängigkeit als Voraussetzung demokratischer Staatlichkeit ausmachen. Außerdem wird hier nicht nur deutlich, dass die EZB selbst (experimentelle und nicht technokratische) Politik betreibt, sondern auch, wie die Geldpolitik der EZB die Spielräume demokratischer Politik immer weiter einschränkt.

Zu den unkonventionellen Instrumenten, um die die EZB ihr geldpolitisches Arsenal im Verlauf der Eurokrise erweiterte, gehörte das am 6. September 2012 angekündigte Outright-Monetary-Transactions-Programm (OMT) und die nachfolgenden Ankaufprogramme für private und öffentliche Anleihen, die dazu dienen sollten, Investitionstätigkeit zu fördern und so die Inflationsrate zu erhöhen, und die während der Pandemie noch ausgedehnt wurden. Kritiker:innen waren der Ansicht, diese Instrumente seien nicht mehr vom Mandat der EZB zur Durchführung einer auf Preisstabilität ausgerichteten Geldpolitik gedeckt. Zu den vehementesten Kritikern gehörten deutsche Zentralbanker und Wirtschaftswissenschaftler, die eine Rückkehr zur konventionellen Geldpolitik forderten.<sup>48</sup> Die EZB rechtfertigte sich damit, dass ihre Geldpolitik sehr wohl der Erreichung des Ziels der Preisstabilität diene. Ihre Ausführungen hierzu zeigen jedoch, wie durchlässig die Trennlinie zwischen Geld- und Wirtschaftspolitik ist und dass die Entscheidung über den Einsatz von (unkonventionellen) geldpolitischen Instrumenten eher als experimentell denn als regelbasiert und technokratisch zu qualifizieren ist.

Jean-Claude Trichet, unter dessen Präsidentschaft die EZB erstmals unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen in großem Umfang umsetzte, lieferte eine ausführliche Begründung für diese neue Praxis. Er war derjenige, der erklärte, dass das Ziel die Beseitigung von Hindernissen bei der „Transmission“ der konventionellen Zinspolitik sei.<sup>49</sup> Im Euroraum seien die unkonventionellen Instrumente nicht bloß eine Fortsetzung der geldpolitischen Standardinstrumente, die eingesetzt werden, wenn die Kapazität der Zinspolitik, der Wirtschaft neue Liquidität zuzuführen, erschöpft ist. Vielmehr würden sie die Standardmaßnahmen ergänzen, wenn dies für die effektive Transmission der

Zinspolitik, das heißt für die Entfaltung ihrer Wirksamkeit im gesamten Euro-  
raum, notwendig sei. Eine solche Transmission werde beispielsweise behindert,  
wenn Staatsanleihen einzelner, finanziell angeschlagener Staaten deutlich hö-  
here Zinssätze aufwiesen als die anderer Mitglieder der Eurozone.

Diese von der EZB vorgebrachte Rechtfertigung für die unkonventionelle  
Geldpolitik spielte im OMT-Verfahren vor dem Gerichtshof der Europäischen  
Union, ausgelöst durch eine Vorlage des Bundesverfassungsgerichts im Jahr  
2014, eine entscheidende Rolle. Generalanwalt Cruz Villalón griff sie in seinen  
Schlussanträgen auf und betonte den Sachverstand der EZB, durch den sie sich  
von anderen Institutionen unterscheide:

„Demgemäß übertragen die Verträge ausschließlich der EZB die Konzipie-  
rung und Durchführung der Währungspolitik, wofür ihr weitreichende  
Mittel zugewiesen werden, mit denen sie ihren Aufgaben nachkommen  
kann. Dank dieser Mittel verfügt die EZB zugleich über besonders wert-  
volle Kenntnisse und Informationen, die es ihr ermöglichen, ihren Auftrag  
effizienter auszuführen und zudem im Laufe der Zeit ihren technischen  
Sachverstand und ihr Ansehen zu steigern.“<sup>50</sup>

Nach dieser Auffassung kann die EZB aufgrund ihres „technischen Sachver-  
stands“ beurteilen, ob unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen erforderlich  
sind, um eine „Blockierung“ der monetären Transmissionskanäle der Union  
aufzuheben. Der Generalanwalt könnte jedoch zu optimistisch gewesen sein,  
als er annahm, dass die EZB über ein privilegiertes Expertenwissen verfüge.  
Auch wenn Trichets Nachfolger Mario Draghi nicht müde wurde zu betonen,  
dass die EZB keine politische Institution sei, sondern nach feststehenden Regeln  
handele,<sup>51</sup> zeigte sich während der Eurokrise, dass es weder klare Regeln noch  
unumstrittene wissenschaftliche Erkenntnisse gibt, die den Inhalt der Geldpoli-  
tik oder die Grenze zwischen Geld- und anderer Wirtschaftspolitik bestimmen  
können. So räumte Trichet selbst ein, dass die EZB in der Eurokrise ohne Leitli-  
nien aus bestehenden analytischen Rahmenwerken gehandelt habe. Stattdessen  
hätten Urteilsvermögen und Erfahrung eine wichtige Rolle gespielt.<sup>52</sup>

Trichet forderte außerdem, dass unterschiedliche theoretische Perspektiven  
und empirische Ansätze die Geldpolitik informieren sollten, und vertrat die An-  
sicht, dass „eine offene Debatte und eine Vielfalt von Ansichten kultiviert werden  
müssen – zugegebenermaßen nicht immer eine einfache Aufgabe in einer Insti-  
tution wie der EZB“.<sup>53</sup> Die EZB schätzte also ihre eigene Praxis als eine politische,  
experimentelle und nicht rein regelgeleitete, technokratische Tätigkeit ein.

## Expertengeleitete Strukturanpassung

Die Unmöglichkeit, die Geldpolitik auf den Schutz des Geldwerts zu beschränken, wurde während der Eurokrise vor allem an den Auswirkungen der Geldpolitik deutlich, die über die Beeinflussung der Preisstabilität hinausgingen. Außerdem setzte sich die EZB immer stärker für wirtschaftliche Reformen, sogenannte Strukturanpassungen, ein.

Zum einen sollte Strukturanpassung – einschließlich der Flexibilisierung des Arbeitsmarktes und des Abbaus von Eintrittsbarrieren in geschützte Sektoren sowie von administrativen Belastungen für Unternehmer:innen – die Wirksamkeit der EZB-Politik erhöhen. Die Strukturanpassung sollte die Bemühungen der EZB zur Sicherung der Preisstabilität ergänzen, indem sie die Anpassungsfähigkeit der Wirtschaft an Schocks verbessern und sicherstellen sollte, dass die Zinspolitik der EZB im gesamten Euro-Währungsgebiet Wirkung entfaltet.<sup>54</sup> Strukturanpassungen wurden zum Gegenstand von Bedingungen, sogenannten Konditionalitäten, für die Auszahlung von Finanzhilfen. Wegen ihrer Rolle in der Beförderung von Strukturanpassungen und dem damit verbundenen Auftreten als politische Akteurin wurde die EZB auch als „*policy-maker of last resort*“ bezeichnet.<sup>55</sup>

Zum anderen sollten strukturelle Reformen in den Mitgliedstaaten die potenziell schädlichen Effekte der unkonventionellen Geldpolitik, insbesondere der Anleiheankaufprogramme, eindämmen. Groß angelegte Ankäufe von Wertpapieren durch die Zentralbanken haben zwei unmittelbare Auswirkungen: Erstens erhöhen sie die Reserven der Geschäftsbanken bei der Zentralbank, und zweitens senken sie die Zinserträge der gekauften Vermögenswerte. Diese Effekte sollen die Realwirtschaft ankurbeln, indem sie die Kreditvergabe durch Banken und risikoreichere Investitionen fördern. Die Anleiheankäufe durch die Zentralbanken können jedoch auch eine Reihe von Sekundäreffekten erzeugen, einschließlich ungleicher Verteilungseffekte, die inzwischen auch von der EZB selbst problematisiert werden.<sup>56</sup> Die Bank of England hatte schon 2011 in einer Studie über ihre eigene Politik der quantitativen Lockerung festgestellt, dass diese zwar das Vermögen der Haushalte erhöht habe, diese Erhöhung aber sehr ungleich verteilt war und vor allem wohlhabenderen Haushalten zugutekam.<sup>57</sup> Darüber hinaus hatten die Anleiheankäufe Auswirkungen auf die Erträge aus Investitionen von Pensionsfonds und Versicherungen, die gesetzlichen Beschränkungen unterliegen, was Investitionen in rentablere, aber risikoreichere Anlagen betrifft. Eine Konsequenz waren verstärkte institutionelle Investitionen

in Immobilien, einschließlich Wohnimmobilien, die heute für Wohnungskrisen in vielen Städten mitverantwortlich gemacht werden.<sup>58</sup> Schließlich wurde auch davor gewarnt, dass die durch die Anleiheankäufe ausgelöste Geldschöpfung die Realwirtschaft *nicht* ankurbele, sondern vielmehr zu Vermögensblasen führe, die das Risiko einer erneuten Finanzkrise erhöhten.<sup>59</sup>

Die EZB räumte mögliche negative Auswirkungen der unkonventionellen Geldpolitik schon früh ein. Präsident Draghi vertrat jedoch noch die Ansicht, dass es Aufgabe der politischen Institutionen sei, diese zu bekämpfen – etwa durch eine Liberalisierung der rechtlichen Vorgaben für Pensionsfonds und Versicherer und durch eine stärkere aufsichtsrechtliche Regulierung der Finanzindustrie.<sup>60</sup> Gleichzeitig wies die EZB Forderungen nach einem gezielteren Programm zum Ankauf von Vermögenswerten zur Stärkung bestimmter Wirtschaftssektoren, wie etwa des nachhaltigen Energiesektors, zurück. Als Antwort auf solche Vorschläge verwies Draghi auf das Mandat der EZB, das es ihr nicht erlaube, neben der Preisstabilität andere wirtschaftliche Ziele zu fördern.<sup>61</sup> Insgesamt ging die unkonventionelle Geldpolitik mit einem Verlust demokratischer Gestaltungsspielräume einher.

Inzwischen ist weitgehend anerkannt, dass die EZB mit ihrer unkonventionellen Geldpolitik keineswegs nur das Ziel der Preisstabilität, sondern auch wirtschaftspolitische Ziele, wie die Sicherung von Finanzmarktstabilität und während der Pandemie dann auch die Verhinderung einer schwerwiegenden Wirtschaftskrise, verfolgte. Auch wenn sie in ihren eigenen Erläuterungen daran festhielt, dass ihre Anleiheankäufe immer auch von ihrem primären Mandat der Gewährleistung von Preisstabilität gedeckt seien. Der weitreichende Gebrauch unkonventioneller geldpolitischer Instrumente hat außerdem, befördert durch die sich verschärfende Klimakrise, zu einer breiten Diskussion darüber geführt, ob und wie die EZB ihre weitreichende Macht gezielt zur Verwirklichung (klima-)politischer Ziele einsetzen sollte. Im Bestreben, der EZB eine stärkere Rolle in der Bekämpfung der Klimakrise zuzuweisen, wird nicht nur argumentiert, dass das „vorrangige Ziel“ der Preisstabilität (Art. 127 Abs. 1 S. 1 AEUV) die EZB verpflichte, die Folgen klimaschädlicher Aktivitäten bestimmter Industriezweige für die Stabilität des Finanzsystems in ihren geldpolitischen Entscheidungen stärker zu berücksichtigen.<sup>62</sup> Auch solle die EZB von ihrem sogenannten sekundären Mandat vermehrt Gebrauch machen. Danach muss die EZB „die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Union“ unterstützen, „um zur Verwirklichung der in [Art. 3 EUV] festgelegten Ziele der Union beizutragen“ (Art. 127 Abs. 1 S. 2 AEUV).<sup>63</sup> Um dieses Mandat zu erfüllen, sollte die EZB unter anderem im Rahmen ihrer

Anleiheankaufprogramme nicht nur auf den Ankauf „dreckiger Anleihen“ verzichten, sondern auch verstärkt „grüne Wertpapiere“ ankaufen.<sup>64</sup>

### Widerspruch zwischen geldpolitischer Praxis und rechtlicher Rationalisierung

Die Praxis der EZB zeigt, dass die oben dargelegte rechtswissenschaftliche Rationalisierung der rechtlichen Architektur des Geldes nicht haltbar ist. Diese Praxis ist politisch und experimentell, nicht regelbasiert und technokratisch. Zudem setzt sie demokratische Politik unter Druck, bestimmte Maßnahmen zu ergreifen, um einerseits die angestrebte Wirkung der Geldpolitik zu fördern und andererseits unerwünschte Nebeneffekte auszugleichen. Damit stellt sie die Rechtfertigung des bestehenden institutionellen Arrangements infrage: Geldpolitik ist kein Bereich, der im Interesse des Schutzes individueller Freiheit und der Demokratie trennscharf vom Rest der Wirtschaftspolitik isoliert werden kann. Das oben dargelegte rechtswissenschaftliche Verständnis von Geld bietet darüber hinaus keine zufriedenstellende Antwort auf die Frage, wie die EZB-Praxis, die die Spielräume für demokratische Politik wesentlich einschränkt und ihr eine bestimmte Agenda vorgibt, mit dem Demokratieprinzip zu vereinbaren ist. Schließlich führt das unzureichende Verständnis des Geldes in der Staatsrechtslehre dazu, dass alternative institutionelle Arrangements aus dem Blick geraten. Die Staatsrechtslehre sollte daher ihr Verständnis von Geld überdenken.<sup>65</sup>

### Ein anderes Verständnis der rechtlichen Architektur des Geldes

Ziel einer juristischen Analyse des Geldes sollte nicht nur eine überzeugendere Begründung der bestehenden rechtlichen und institutionellen Architektur des Geldes sein. Angesichts der verheerenden ökologischen und sozialen Krisen, für die die gegenwärtige politische Ökonomie verantwortlich ist, sollte sich die Rechtswissenschaft auch nicht damit begnügen zu untersuchen, wie die Geldpolitik ökologische Zielsetzungen verfolgen und zugleich stärkerer demokratischer Kontrolle unterworfen werden kann.<sup>66</sup> Vielmehr sollte es ein Anliegen der juristischen Analyse sein, nach einem rechtlichen Re-Design des Geldes zu fragen, das eine grundlegende und demokratische sozialökologische Transformation befördern könnte.<sup>67</sup>

Rechtswissenschaftler:innen sind grundsätzlich in einer guten Position, sich dem Projekt einer institutionellen Neukonzeption des Geldes zu widmen.

Ökonom:innen mögen bestrebt gewesen sein, die Rolle des Staates in ihrer Konzeption von Geld zu minimieren, sei es, um die Ökonomie als unabhängige Disziplin zu etablieren oder um die Einmischung der Politik in ihren Kompetenzbereich zu verhindern.<sup>68</sup> Aber warum sollten Jurist:innen diesem Beispiel folgen, anstatt ihre Kompetenzen in Bezug auf das unübersichtliche Zusammenspiel von Politik und Wirtschaft, individueller Freiheit und kollektiver Beschränkung geltend zu machen?

Für das Projekt eines alternativen Verständnisses des Geldes kann die Rechtswissenschaft auf eine Reihe von Arbeiten aus Soziologie, Anthropologie, Rechtsgeschichte und heterodoxer Ökonomie aufbauen.<sup>69</sup> Historische und anthropologische Forschungen etwa widerlegen Darstellungen, wonach Geld als Tauschmittel entstanden ist und sprechen stattdessen für eine Konzeption von Geld als Kredit. Forschung zur politischen Ökonomie des Geldes zeigt zudem, dass Geld das Ergebnis eines komplizierten Zusammenspiels zwischen wirtschaftlichen und politischen Akteur:innen sowie wirtschaftlichen und politischen Rationalitäten ist und wie es sich der Subsumtion unter Theorien der Souveränität oder der Trennung von Staat und Gesellschaft widersetzt. Schließlich veranschaulicht heterodoxe Ökonomik wie Abba Lerner's Theorie der funktionalen Finanzen,<sup>70</sup> auf die die sogenannte Modern Money Theory aufbaut, wie ein anderes institutionelles Design von Geld die Trennung von Geld- und Finanzpolitik aufheben und staatliche finanzpolitische Spielräume erweitern könnte.

Geldtheoretiker:innen, Finanz- und auch Rechtswissenschaftler:innen haben in den vergangenen Jahren schon vielfältige institutionelle Vorschläge für ein Re-Design des Geldes vorgelegt. Vorschläge für „souveränes“, „volles“ oder „positives“ Geld<sup>71</sup> sowie für die Reform des Bankensystems<sup>72</sup> zielen darauf ab, die Möglichkeiten der Geschäfts- (und Schatten-)Banken zur Geldschöpfung einzuschränken und Geld zu demokratisieren; sie unterscheiden sich unter anderem in Bezug auf die Befugnisse, die sie staatlichen Institutionen zur Geldschöpfung und -verteilung einräumen wollen, und darin, welche Bedeutung sie der Seigniorage als Nebeneffekt staatlicher Geldschöpfung und Mittel zur Erhöhung öffentlicher Einnahmen beimessen. Besonders relevant mit Blick auf die sozialökologische Transformation sind Gelddesigns, die nicht nur private Macht eindämmen, sondern auch gesellschaftliche Selbstorganisation stärken. Dazu gehören zum Beispiel die vielfältigen Regionalwährungen, die aus zivilgesellschaftlichen Initiativen hervorgehen. Sie wollen staatliches Geld nicht ersetzen, sondern ergänzen, um regionale Wirtschaftskreisläufe zu stärken und weitere sozialökologische Ziele zu fördern.

Diese Regionalwährungen werden teilweise als Public-Civic-Partnerships ausgestaltet, also als Kooperationen zwischen Staat und Zivilgesellschaft, um weitergehende Wirkungen zu erzielen. So werden etwa kommunale und regionale Förderungen für CO<sub>2</sub>-Reduktions- und Kompensationsprojekte,<sup>73</sup> Corona-Hilfen oder Grundeinkommen<sup>74</sup> in Regionalwährungen ausbezahlt. Wenn in diesen Fällen von einer Eins-zu-eins-Deckung durch Euro abgewichen wird, so dient die Komplementärwährung der Schaffung zusätzlichen Kredits und damit finanzieller Spielräume.<sup>75</sup> Akzeptiert die Kommune die Komplementärwährung als Zahlungsmittel in öffentlichen Einrichtungen oder zur Begleichung von Steuern, wie das bei einigen französischen und wallonischen Komplementärwährungen der Fall ist, wird außerdem die Attraktivität und Reichweite der Komplementärwährung erhöht; denn mehr Unternehmen sind dann bereit, sie als Zahlungsmittel zu akzeptieren.

Diese Gelddesigns stellen das Recht und die Rechtswissenschaft auch vor Herausforderungen. Es stellen sich Fragen nach der Rechtmäßigkeit: Darf eine Kommune Zahlungen in Komplementärwährung entgegennehmen und tätigen? Fallen digitale Komplementärwährungen unter die Bereichsausnahme der Zweiten Zahlungsdiensterichtlinie der EU?<sup>76</sup> Diese Fragen werden in verschiedenen europäischen Jurisdiktionen nicht einheitlich beantwortet. Es bestehen Rechtsunsicherheiten, damit aber auch Interpretationsspielräume, die kreativ genutzt werden.<sup>77</sup> Insgesamt zeigen diese Beispiele, wie Recht nicht nur Handlungsoptionen beschränkt, sondern auch als wichtiger Baustein von Geldinstitutionen fungiert. Sie verdeutlichen außerdem, dass die Unterscheidung zwischen Staat und Privaten zu kurz greift, dass Geld nicht zwangsläufig die Public-Private-Partnership sein muss, die es seit Entstehung des modernen Geldes ist.<sup>78</sup> So eröffnet die gesellschaftswissenschaftliche Forschung zu Geld in Verbindung mit „Realutopien“<sup>79</sup> des alternativen Gelddesigns neue Möglichkeiten, Geld nicht nur besser zu verstehen, sondern zu untersuchen, welches Geld und welche geldpolitischen Experimente die demokratische sozialökologische Transformation unterstützen können.

## Anmerkungen

- 1 Dieser Beitrag ist eine stark gekürzte, modifizierte und übersetzte Fassung meines Textes: Public Law's Rationalization of the Legal Architecture of Money: What Might Legal Analysis of Money Become, in: *German Law Journal*, 17 (2019) 5, S. 857–874.
- 2 Vgl. Michael McLeay / Amar Radia / Ryland Thomas, Money Creation in the Modern Economy, in: *Bank of England Quarterly Bulletin*, Q1 (2014), S. 14–27; Michael Kumhof / Zoltán Jakab, The Truth about Banks, in: *Finance & Development*, 53 (2016) 1, S. 50–53.
- 3 Adair Turner, *Between Debt and the Devil: Money, Credit, and Fixing Global Finance*, Princeton 2015; Morgan Ricks, *The Money Problem: Rethinking Financial Regulation*, Chicago / London 2016; M. Kumhof / Z. Jakab (Anm. 2).
- 4 Vgl. Daniela Gabor, The (Impossible) Repo Trinity, in: *Review of International Political Economy*, 23 (2016) 6, S. 967–1000.
- 5 Kritisch zur Unabhängigkeit der Bundesbank: Simon Mee, *Central Bank Independence and the Legacy of the German Past*, Cambridge 2019; Jeremy Leaman, *The Bundesbank Myth: Towards a Critique of Central Bank Independence*, New York 2001.
- 6 Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts, Band 78, S. 266 ff.
- 7 Josef Isensee / Paul Kirchhof (Hrsg.), *Handbuch des Staatsrechts der Bundesrepublik Deutschland*, Band II, München, 3. Auflage 2004 sowie Band V, München, 3. Auflage 2007.
- 8 Siehe z. B. Christoph Herrmann, *Währungshoheit, Währungsverfassung und subjektive Rechte*, Tübingen 2010, S. 149.
- 9 Christian Waldhoff, § 116 – Grundzüge des Finanzrechts des Grundgesetzes, in: Josef Isensee / Paul Kirchhof (Hrsg.), *Handbuch des Staatsrechts der Bundesrepublik Deutschland*, Band V, München, 3. Auflage 2007, S. 813–934.
- 10 C. Herrmann (Anm. 8), S. 145.
- 11 Fjodor Dostojewski, *Notizen aus einem toten Haus* (1862).
- 12 Zitiert in Klaus Vogel, § 30 – Der Finanz- und Steuerstaat, in: Josef Isensee / Paul Kirchhof (Hrsg.), *Handbuch des Staatsrechts der Bundesrepublik Deutschland*, Band II, München, 3. Auflage 2004, S. 843 und in Michael Kloepfer, *Finanzverfassungsrecht mit Haushaltsverfassungsrecht*, München 2014, S. 1.
- 13 Zitiert in Milton Friedman, *Capitalism and Freedom*, Chicago / London 1962 und zahlreichen juristischen Abhandlungen.
- 14 C. Waldhoff (Anm. 9), Rn. 1.
- 15 K. Vogel (Anm. 12), Rn. 2 f.; C. Waldhoff (Anm. 9).
- 16 K. Vogel (Anm. 12), Rn. 19.
- 17 Ebd., Rn. 2; C. Waldhoff (Anm. 9), Rn. 9; C. Herrmann (Anm. 8), S. 146.
- 18 C. Herrmann (Anm. 8), S. 149.
- 19 K. Vogel (Anm. 12), Rn. 3; C. Waldhoff (Anm. 9), Rn. 1.
- 20 Vgl. auch Streecks Beobachtung des Festhaltens der neueren deutschen Gesellschaftstheorie am ökonomischen Konzept des Geldes als politisch neutrales Tauschmittel: Wolfgang Streeck, *Why the Euro Divides Europe*, in: *New Left Review*, 95 (2015), S. 9 f. Zur Darstellung der Entwicklung des Geldes in der Mainstream-Ökonomie und einer alternativen Darstellung, die die zentrale Rolle des Staates

- betont, siehe Charles A. E. Goodhart, *The Two Concepts of Money: Implications for the Analysis of Optimal Currency Areas*, in: *European Journal of Political Economy*, 14 (1998) 3, S. 407–432.
- 21 Vgl. die Kritik von Charles Blankart an Abba Lerner: Charles B. Blankart, *Öffentliche Finanzen in der Demokratie: Eine Einführung in die Finanzwissenschaft*, München, 8. Auflage 2011, S. 395.
  - 22 K. Vogel (Anm. 12), Rn. 52.
  - 23 Ebd., Rn. 58; Paul Kirchhof, § 118 – Die Steuern, in: Josef Isensee / Paul Kirchhof (Hrsg.), *Handbuch des Staatsrechts der Bundesrepublik Deutschland*, Band V, München, 3. Auflage 2007, S. 959–1100.
  - 24 Siehe auch C. Goodhart (Anm. 20), S. 416 (mit einem ähnlichen Hinweis auf die Wirtschaftswissenschaften und die fehlende Analyse der Zusammenhänge zwischen Geld und Steuern). Christine Desans rechtshistorische Forschung füllt die Lücke in Bezug auf Geld und Finanzen im frühneuzeitlichen England: Christine Desan, *Making Money: Coins, Currency, and the Coming of Capitalism*, Oxford 2014.
  - 25 Vgl. C. Waldhoff (Anm. 9), Rn. 9; Reiner Schmidt, § 117 – Geld und Währung, in: Josef Isensee / Paul Kirchhof (Hrsg.), *Handbuch des Staatsrechts der Bundesrepublik Deutschland*, Band V, München, 3. Auflage 2007, S. 935–958.
  - 26 Wie bereits angedeutet, findet die Ansicht, dass Geld „ohne den Staat auskommt“, in der Wirtschaftswissenschaft breite Unterstützung; Friedrich Hayek zum Beispiel plädierte für eine Entnationalisierung des Geldes. Siehe Friedrich A. Hayek, *Entnationalisierung des Geldes*, Tübingen 1977.
  - 27 Vgl. R. Schmidt (Anm. 25), Rn. 21, 22, 23; C. Herrmann (Anm. 8), S. 185.
  - 28 Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts, Band 97, S. 371.
  - 29 Vgl. R. Schmidt (Anm. 25), Rn. 23.
  - 30 Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts, Band 89, S. 174.
  - 31 Vgl. Christoph Ohler, *Bankenaufsicht und Geldpolitik in der Währungsunion*, München 2015, S. 2 (unter Berufung auf Milton Friedman und Anna Schwartz).
  - 32 Vgl. R. Schmidt (Anm. 25), Rn. 5.
  - 33 Jörn A. Kämmerer, Art. 123 AEUV, in: Helmut Siekmann (Hrsg.), *EWU – Kommentar zur Europäischen Währungsunion*, Tübingen 2013, S. 150, Rn. 5.
  - 34 Vgl. Chiara Zioli / Martin Selmayr, *The Law of the European Central Bank*, Oxford / New York / Sidney 2001, S. 32–35.
  - 35 Robert A. Mundell, *A Theory of Optimum Currency Areas*, in: *The American Economic Review*, 51 (1961) 4, S. 657–665.
  - 36 Vgl. Barry Eichengreen / Jeffry Frieden, *The Political Economy of European Monetary Unification: An Analytical Introduction*, in: *Economics and Politics*, 5 (1993) 2, S. 85–104.
  - 37 Siehe C. Goodhart (Anm. 20). Eine weitere Kritiklinie betont, dass Zentralbanken und Geldpolitik in verschiedenen politischen Ökonomien unterschiedliche Rollen spielen und dass ein Zentralbankmodell, das für Deutschland gut funktioniert, sich für andere EU-Mitgliedstaaten nachteilig auswirken kann, siehe Fritz W. Scharpf, *Monetary Union, Fiscal Crisis and the Preemption of Democracy*, LEQS Annual Lecture Paper 2011.
  - 38 Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts, Band 89, S. 208.
  - 39 Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts, Band 89, S. 208. Der Gerichtshof wiederholte diese Feststellung in seinem OMT-Urteil (betreffend Outright Monetary Transactions) vom 14. Januar 2014: Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts, Band 134, S. 399 f.

- 40 Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts, Band 89, S. 206.
- 41 Ebd.
- 42 Ebd.
- 43 Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts, Band 129, S. 124–186.
- 44 Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts, Band 123, S. 359.
- 45 Vgl. Christoph Herrmann, Die Bewältigung der Euro-Staatsschulden-Krise an den Grenzen des deutschen und europäischen Währungsverfassungsrechts, in: Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 23 (2012) 21, S. 807.
- 46 Vgl. C. Goodhart (Anm. 20); David Graeber, Debt: The First 5000 Years, Brooklyn 2011; C. Desan (Anm. 24).
- 47 Vgl. die Kritik von Roberto Unger an der rationalisierenden juristischen Analyse: Roberto Unger, What Should Legal Analysis Become?, London 1996, S. 8.
- 48 Vgl. Philip Plickert, Deutsche Ökonomen werfen der EZB Staatsfinanzierung vor, 11.9.2013, <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/eurokrise/neuer-appell-deutsche-oekonomen-werfen-der-ezb-staatsfinanzierung-vor-12569316.html>, abgerufen am 17.10.2023.
- 49 Jean-Claude Trichet, Reflections on the Nature of Monetary Policy Non-Standard Measures and Finance Theory, 18.11.2010, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp101118.en.html>, abgerufen am 17.10.2023.
- 50 Schlussanträge Cruz Villalón Rechtssache C-62/14, Gauweiler et al. gegen Deutscher Bundestag, Rn. 110, 14.1.2015, <https://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&tdocid=161370&tpage-Index=0&tdoclang=DE&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=>, abgerufen am 17.10.2023.
- 51 Siehe z. B. Mario Draghi, Introductory Statement, Hearing at the European Parliament's Economic and Monetary Affairs Committee, 15.6.2015, [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150615\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150615_1.en.html), abgerufen am 17.10.2023.
- 52 J.-C. Trichet (Anm. 49).
- 53 Ebd. (Übersetzung I. F.).
- 54 Yves Mersch, On European Unity: Economic and Institutional Challenges Facing Europe, 25.6.2015, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150625.en.html>, abgerufen am 18.10.2023.
- 55 In Anspielung auf ihre angestammte Rolle als *lender of last resort* (Kreditgeberin letzter Instanz): Barry Eichengreen, European Monetary Integration with Benefit of Hindsight, in: Journal of Common Market Studies, 50 (2012) 1, S. 131.
- 56 Isabel Schnabel, Monetary Policy and Inequality, 9.11.2021, [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp211109\\_2~cca25b0a68.de.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp211109_2~cca25b0a68.de.html), abgerufen am 18.10.2023.
- 57 Bank of England, The Distributional Effects of Asset Purchases, in: Bank of England Quarterly Bulletin, Q3 (2012), S. 254–266.
- 58 Daniela Gabor / Sebastian Kohl, The Financialization of Housing in Europe „My home is an asset class“, Januar 2022, <http://extranet.greens-efa-service.eu/public/media/file/1/7462>, abgerufen am 18.10.2023.
- 59 Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 86th Annual Report, 1 April 2015–31 March 2016, 26.6.2016, S. 63.
- 60 Mario Draghi, Rede auf der Konferenz „ECB and Its Watchers XVI“, 11.3.2015, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150311.en.html>, abgerufen am 18.10.2023.

- 61 Niederschrift der Anhörung vor dem Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments, 15.6.2015, [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150615\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150615_1.en.html), abgerufen am 18.10.2023, S. 10.
- 62 Jens van't Klooster, The ECB, the Climate and the Interpretation of „Price Stability“, 18.1.2021, <https://justmoney.org/the-ecb-the-climate-and-the-interpretation-of-price-stability>, abgerufen am 18.10.2023.
- 63 Vgl. dazu Jens van't Klooster / Nik de Boer, What to Do with the ECB's Secondary Mandate, in: *Journal of Common Market Studies*, 61 (2023) 3, S. 730–746.
- 64 Yannis Dafermos / Daniela Gabor / Maria Nikolaidi / Adam Pawloff / Frank van Lerven, Decarbonising is Easy: Beyond Market Neutrality in the ECB's Corporate QE, Oktober 2020, <https://neweconomics.org/uploads/files/Decarbonising-is-easy.pdf>, abgerufen am 18.10.2023.
- 65 Vgl. auch die Kritik von Christian Joerges an einem fehlenden theoretischen Paradigma für die Europäische Wirtschaftsverfassung: Christian Joerges, Brother, Can You Paradigm?, in: *International Journal of Constitutional Law*, 12 (2014) 3, S. 769–785; Christian Joerges, Pereaat Iustitia, Fiat Mundus: What is Left of the European Economic Constitution After the OMT Litigation?, in: *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, 23 (2016) 1, S. 99–118.
- 66 Vgl. J. van't Klooster / N. de Boer (Anm. 63); J. van't Klooster (Anm. 62); Stefanie Egidy, Proportionality and procedure of monetary policy-making, in: *International Journal of Constitutional Law*, 19 (2021) 1, S. 285–308.
- 67 Vgl. R. Unger (Anm. 47); Roberto Unger, *Democracy Realized: The Progressive Alternative*, London 1998.
- 68 Vgl. C. Goodhart (Anm. 20), S. 409.
- 69 Siehe Alfred Mitchell-Innes, What is Money?, in: *The Banking Law Journal*, (1913), S. 377–408, nachgedruckt in L. Randall Wray (Hrsg.), *Credit and State Theories of Money. The Contributions of A. Mitchell-Innes*, Cheltenham 2004, S. 14–49; C. Goodhart (Anm. 20); Geoffrey K. Ingham, *The Nature of Money*, Cambridge 2004; D. Graeber (Anm. 46); C. Desan (Anm. 24); Stephanie Kelton, *The Deficit Myth: Modern Monetary Theory and the Birth of the People's Economy*, New York 2020.
- 70 Abba P. Lerner, *Functional Finance and the Federal Debt*, in: *Social Research*, 10 (1943) 1, S. 38–51.
- 71 Vgl. Josef Huber, *Monetäre Modernisierung. Zur Zukunft der Geldordnung: Vollgeld und Monetative*, Marburg, 3. Auflage 2012; Jaromir Benes / Michael Kumhof, *The Chicago Plan Revisited*, International Monetary Fund Working Paper, IWF WP/12/202, 2012; Thomas Mayer, *Die neue Ordnung des Geldes: Warum wir eine Geldreform brauchen*, München 2014.
- 72 M. Ricks (Anm. 3); Saule T. Omarova, *The People's Ledger: How to Democratize Money and Finance the Economy*, in: *Vanderbilt Law Review*, 74 (2021) 5, S. 1231–1300.
- 73 Siehe zum Beispiel den Chiemgauer Klimabonus, [www.klimabonus.info/chiemgau](http://www.klimabonus.info/chiemgau), abgerufen am 7.2.2024.
- 74 Für ein institutionelles Experiment, welches eine Komplementärwährung mit einem Bürgereinkommen verbindet, Susana Martin Belmonte, REC, citizen currency, Final report, B-MINCOME project, 2019, [https://rec.barcelona/wp-content/uploads/2020/02/informe-final\\_EN\\_compressed.pdf](https://rec.barcelona/wp-content/uploads/2020/02/informe-final_EN_compressed.pdf), abgerufen am 7.2.2024.
- 75 Siehe auch die Regionalwährungen im kenianischen Sarafu-Netzwerk; William O. Ruddick, *Community Inclusion Currencies*, White Paper 2011, <https://gitlab.com/grassrootseconomics/cic-docs/-/blob/master/CIC-White-Paper.pdf>, abgerufen am 18.10.2023; kritisch hierzu Ester Barinaga,

A route to commons-based democratic monies?, 27.11.2020, [www.frontiersin.org/articles/10.3389/fbloc.2020.575851/full](http://www.frontiersin.org/articles/10.3389/fbloc.2020.575851/full), abgerufen am 18.10.2023.

- 76 RL 2015/2366 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25.11.2015, Art. 3 lit. k.
- 77 Vgl. Jérôme Blanc, Politiques territoriales de résilience et de transition écologique: La piste des monnaies locales, 17.6.2020, <https://tnova.fr/ecologie/climat/politiques-territoriales-de-resilience-et-de-transition-ecologique-la-piste-des-monnaies-locales>, abgerufen am 18.10.2023, S. 18 f. (zur privatrechtlichen Konstruktion, die es der Stadt Bayonne erlaubt, nicht nur Zahlungen in der Regionalwährung *Eusko* entgegenzunehmen, sondern auch zu tätigen).
- 78 C. Desan (Anm. 24).
- 79 Erik Olin Wright, *Envisioning Real Utopias*, 2010.

Waltraud Schelkle

# Besser als sein Ruf?

## Der Euro im Zentrum geldpolitischer Spannungen

Die Europäische Währungsunion steht in der Kritik, weil sie angeblich nur eine einheitliche Geldpolitik für ganz unterschiedliche Länder machen kann. Diese einheitliche Geldpolitik sei entweder zu stabilitätsorientiert für die südeuropäischen Mitgliedsländer und hemme daher ihr Wachstum; oder zu lasch für die nordeuropäischen Mitglieder und bestrafe dort sparende Haushalte mit zu niedrigen Zinsen. Dieser Einschätzung liegt die Vorstellung zugrunde, dass es eben sogenannte Weichwährungsländer im Süden gebe, die für ihr Wachstum höhere Inflation brauchen und deshalb ihre Währung immer mal wieder abwerten müssen, um den Wettbewerbsnachteil hoher Preise zu kompensieren. Umgekehrt gebe es Hartwährungsländer im Norden, die keine Inflation brauchen, um zu wachsen, aber ihre Produkte durch Aufwertung ihrer Währung verteuern müssen, wenn der Nachfragesog aus dem Süden zur Überhitzung ihrer Wirtschaft führt.

Diese Kritik wird von unterschiedlichen Lagern vertreten. Doch die Nord-Süd-Unterscheidung ist zu schlicht. Als der Euro 2002 eingeführt wurde, schien der Zinssatz für die drei größten Länder (Deutschland, Frankreich und Italien) zu hoch. Diese Gruppe ließ sich weder dem Norden noch dem Süden zuschlagen. Am Ende der Dekade, als die Finanzkrise von 2008 in eine Staatsschuldenkrise mutierte, machten manche Regierungen des Euroraums, insbesondere die irische, zu niedrige Zinsen für ihre überschäumenden Finanzmärkte und den anschließenden Kollaps verantwortlich. Bis dahin war Irland nicht als Teil Südeuropas bekannt. Die Kritik aus unterschiedlichen Richtungen wiederholt sich seit 2015: Insbesondere deutsche Ökonom:innen versuchten das Ende einer Niedrigzinspolitik zu erzwingen, zum Teil mit Klagen vor dem Bundesverfassungsgericht. Als diese Geldpolitik Anfang 2023 offiziell beendet wurde, klagten Minister der euroskeptischen Regierung Italiens über diese „verrückten“ und „unverständlichen“ Zinserhöhungen.<sup>1</sup>

Ist es möglich, dass der Zinssatz, den eine Zentralbank setzt, zugleich zu hoch und zu niedrig ist? Dieser Beitrag erklärt zunächst das sogenannte *one-size-fits-none*-Problem einer einheitlichen Geldpolitik für einen diversen Währungsraum. Dabei wird gezeigt, dass das Problem nicht auf den Euro-Raum beschränkt ist: Im Vereinigten Königreich diente die Kritik daran der Thatcher-Regierung lange Zeit als Argument, sich nicht an einer koordinierten Stabilisierung nationaler Währungen in Europa zu beteiligen.<sup>2</sup>

Anschließend fasst ein kurzer geschichtlicher Rückblick zusammen, wie sich das *one-size-fits-none*-Problem vor und nach der Einführung der gemeinsamen Währung manifestierte. Dabei wird argumentiert, dass sich das Problem mit der Geburt des Euro nur verschoben, aber nicht verschlimmert hat. Während es früher zu Wechselkursspannungen führte, kann es heute finanzielle Zyklen verstärken, die oft starke Preisschwankungen, etwa für Wohnungseigentum oder Aktien, bedeuten und Banken leicht in eine Schieflage geraten lassen. Aber das war auch bei früheren Währungskrisen der Fall, wenn Forderungen und Verbindlichkeiten einer Bank in unterschiedlichen Währungen gehalten wurden und Wechselkursänderungen die Verbindlichkeiten im Verhältnis zu den Forderungen aufwerteten. Das Problem lässt sich nicht durch die Wiedereinführung von nationalen Währungen in den Griff kriegen, sondern vermutlich nur durch die Verkleinerung des Finanzsystems.

Es ist freilich ein politisches Problem für die Europäische Zentralbank (EZB), dass sie unter Verdacht steht, mit ihrer Zinspolitik bestimmte Länder(-gruppen) zu bevorzugen. In Deutschland vermuten Euroskeptiker:innen, dass sie mit allzu „lockeren“ Entscheidungen zugunsten Südeuropas interveniert; in anderen Ländern gibt es den Verdacht, dass sie ihre Geldpolitik zu stark an Nord-Europa, insbesondere an der deutschen Volkswirtschaft, ausrichtet. Das lässt sich freilich nicht belegen. Aus der Sicht beider lag die EZB manchmal falsch und manchmal auch richtig. Darüber hinaus gibt es auch innerhalb Südeuropas und Nordeuropas große Unterschiede.<sup>3</sup>

Vor diesem Hintergrund ist es dann zu verstehen, dass die EZB zunehmend die Zusammenarbeit mit Regierungen sucht, anstatt auf ihrer traditionellen Unabhängigkeit zu bestehen. Weil ihre Zinspolitik nie ganz richtig für alle Regionen der Währungsunion sein kann, sind Bankenaufsicht und die Fiskalpolitik der Regierungen aufgerufen, offenkundig zu hohe und/oder niedrige Zinssätze für unterschiedliche Regionen zu kompensieren. Die EZB benötigt diese Zusammenarbeit vor allem, um aus der politischen Schusslinie zu geraten.

## Was ist das Problem?

Das Problem des *one size fits none* besagt: Wenn Regionen in einem Währungsraum nicht genau denselben Konjunkturzyklus haben, dann passen der einheitliche Zinssatz und seine geldpolitisch veranlassten Änderungen niemals für alle gleichzeitig oder gar für niemanden je richtig. Der Leitzins, den eine Zentralbank setzt, bestimmt die Kosten, zu denen sich Banken bei ihr Geld leihen können, typischerweise für kurze Fristen, zum Beispiel drei Monate. Dieser Zins bestimmt in normalen Zeiten die Untergrenze für Zinsen, die in Privatgeschäften zwischen Banken untereinander oder zwischen Banken und ihrer Kundschaft verlangt werden. Sollte die Zentralbank einen durchschnittlich angemessenen Leitzins setzen, dann ist er für Regionen in einem Abschwung zu hoch und verstärkt die Tendenz zu einer Rezession. Für Regionen in einem Aufschwung ist der Zins hingegen zu niedrig und verstärkt die Tendenz zu einer inflationären Überhitzung. Daher die Meinungsverschiedenheiten zwischen Ländern mit sehr verhaltenem Wachstum und Ländern mit hohem Wachstum. Weil in der Regel keine regionale Konjunktur genau dem Durchschnitt des gesamten Währungsraums entspricht, ist die Zinspolitik der Zentralbank aber zumeist für alle ein bisschen falsch. Deswegen hält sich auch in akademischen Kreisen hartnäckig die Überzeugung, dass die Gemeinschaftswährung zwar eine politisch attraktive Idee gewesen sein mag, sie aber ökonomisch fahrlässig sei und zu Spannungen zwischen den Mitgliedsländern führe.

Das Problem unterschiedlicher Konjunkturen innerhalb desselben Währungsraums wurde allerdings nicht erst mit dem Euro entdeckt. Der sogenannte Walters-Effekt erhielt seinen Namen nach dem wirtschaftspolitischen Berater der britischen Premierministerin Margaret Thatcher. Sir Alan Walters kritisierte mit diesem Effekt Anfang der 1980er-Jahre den Vorschlag, das Vereinigte Königreich solle dem Europäischen Währungssystem (EWS) beitreten. Eine Mitgliedschaft verlangte, die nationale Zinspolitik daran auszurichten, dass der Wechselkurs der eigenen Währung nur wenig ( $\pm 2,25$  Prozent) um den vereinbarten zentralen Wert des Währungskorbs mit den anderen Währungen schwankte. Walters vermutete, dass die Zinsen für Deutschland als dem Leitwährungsland des Systems nie richtig für die britische Volkswirtschaft sein würden.

Das EWS war ein System zur Stabilisierung von Wechselkursen, die seit den 1970er-Jahren sehr instabil geworden waren. Es ging auf eine Initiative Deutschlands und Frankreichs zurück und wurde 1979 mit acht Gründungsmitgliedern

(Belgien, Dänemark, Deutschland, Frankreich, Irland, Italien, Luxemburg und den Niederlanden) ins Leben gerufen. Die „Fremdbestimmung“ und Fixierung von Preisen, der Wechselkurse, waren dem nationalkonservativen, wirtschaftspolitisch liberalen Ökonomen Walters zuwider. Er hatte recht damit, dass ein Zinssatz zur Stabilisierung des Pfundes gegenüber einigen europäischen Währungen nicht immer angemessen für die britische Konjunktur sein würde.

Anhand dieses Beispiels lassen sich aber auch einige Argumente anführen, die trotz des *one-size-fits-none*-Problems für eine Beteiligung an einem gemeinsamen Währungsraum sprechen: Erstens sollte man die Kosten eines nicht ganz richtigen Zinssatzes gegen den Gewinn an Stabilität und damit Entscheidungssicherheit für Haushalte und Firmen aufrechnen. Zweitens ist es fraglich, ob die Bank of England überhaupt die Wahl zwischen Fremd- und Selbstbestimmung hatte: Außerhalb eines europäischen Wechselkursverbundes musste sie den Kurs zum US-Dollar stabilisieren oder sie riskierte eine Wechselkurskrise, die das Land schon einmal (1976) in ein IWF-Programm gezwungen hatte.<sup>4</sup> Realistischerweise blieb der britischen Zentralbank also nur die Wahl zwischen zwei fremdbestimmten Geldpolitiken.

Drittens war und ist auch die britische Volkswirtschaft keine homogene Einheit. Wenn der Walters-Effekt ein so vernichtendes Urteil für einen Währungsraum mit unterschiedlichen Wirtschaftsregionen ist, dann – so die Ironie dieses nationalistischen Arguments – müsste auch der Pfund-Währungsraum, das Vereinigte Königreich, mehrere Währungen einführen. Selbst Nord- und Südengland hätten seit den 1980er-Jahren nahezu durchgehend unterschiedliche Zinssätze benötigt. Der schnell wachsende, dicht besiedelte Süden Englands mit seiner aufstrebenden Dienstleistungswirtschaft brauchte einen relativ hohen Zinssatz, um den Anstieg von Hauspreisen und Büromieten einigermaßen in Schach zu halten. Der Norden Englands erlebte dagegen einen Niedergang seiner kapitalintensiven Industrien, den ein hoher Zinssatz noch beschleunigte. Thatchers Wirtschaftsberater hat meines Wissens niemals vorgeschlagen, die zusehends verarmenden Industrieregionen des Nordens durch die Einführung einer eigenen Währung freizusetzen. Und die Fiskalpolitik Westminsters konnte oder wollte diesen Prozess nicht verhindern. Es stand ja allen frei, sich Arbeit anderswo zu suchen, und das taten sie auch. Die Märkte für Wohnungseigentum und Bürovermietung in Südengland hat diese Bevölkerungswanderung nicht beruhigt.

Das geldpolitische Problem des *one size fits none* ist in der Theorie der Wirtschaftspolitik allgemeiner bekannt: Das sogenannte Tinbergen-Prinzip besagt,

dass Wirtschaftspolitik für jedes unabhängige Ziel – also ein Ziel, das nicht indirekt durch das Verfolgen eines anderen Zieles erreicht werden kann – ein eigenes Instrument benötigt. Eine einheitliche Zinspolitik kann deshalb in der Tat nicht alle Ziele verfolgen, die möglich sind: stabiles Preisniveau, ein möglichst stetig wachsendes Volkseinkommen, Konvergenz der regionalen Einkommensniveaus, mit Wachstumserwartungen steigende Preise für Vermögenswerte. Neuerdings kommen noch Ziele wie Rücksicht auf Verteilungseffekte der Zinspolitik und Unterstützung für die ökologische Wende (dazu mehr im letzten Abschnitt) hinzu. Wenn ein Instrument mehrere Ziele verfolgen kann, dann sollte es für das Ziel eingesetzt werden, bei dem es wahrscheinlich den stärksten direkten Effekt ausüben kann. Der Zinssatz, den eine Zentralbank verlangt, wenn sie Banken Geld leiht, kann direkt die Kosten für Kredite in der Privatwirtschaft beeinflussen. Dagegen bedarf es weiterer Schritte, um die Investitionstätigkeit von Firmen zu animieren oder zu hemmen; insbesondere die erwartete Nachfrage seitens privater und öffentlicher Haushalte muss ebenfalls stimuliert oder eingeschränkt werden. Deshalb schien es ausgemacht, dass die Zinspolitik am besten für die Inflationskontrolle eingesetzt werden soll.

Wenn aber alle Territorialstaaten das Problem haben, dass ein einheitlicher Zinssatz spezialisierte Regionen unterschiedlich betrifft, warum hat sich die Kritik dann so vehement gegen die Geldpolitik für den Euroraum gewandt? Eine plausible Antwort ist, dass der Euro-Währungsraum im Unterschied zu nationalen Territorialstaaten nicht über ein eigenes Budget verfügt, das die unterschiedlichen Zyklen stabilisieren kann – also zum Beispiel höhere Steuereinnahmen von den schnell wachsenden Regionen einnimmt und weniger Steuereinnahmen von den langsamer wachsenden Regionen erhebt. Eine solche Stabilisierung würde automatisch erfolgen, weil die gegebenen Steuersätze auf ein schnell beziehungsweise langsam wachsendes regionales Einkommen erhoben, also mehr oder weniger Einnahmen von privaten Einkommen abgeschöpft werden. Allerdings ist es auch den einzelnen Mitgliedstaaten der Währungsunion möglich, diese Stabilisierung auszuüben. In der Regel ist nicht das ganze Land, ganz Spanien oder ganz Griechenland, von einem Häuserboom oder einer Wachstumsflaute betroffen. Außerdem hat die Existenz eines zentralen Budgets und einer eigenen Währung auch nicht die regionalen Finanzzyklen in den USA oder im Vereinigten Königreich verhindert. Kapitalströme dominieren so oder so die politisch mögliche Besteuerung. Es bedarf zusätzlicher Instrumente, um Finanzzyklen einzudämmen – womit wir wieder beim Tinbergen-Prinzip wären.

## Wie äußerten sich währungspolitische Spannungen vor dem Euro?

Die Krise des Euroraums seit 2010 war traumatisch. Stereotype und Vorurteile kamen schnell zum Vorschein: Ganz Südeuropa sei angeblich hedonistisch und konsumiere zu viel, was die anhaltenden Leistungsbilanzdefizite erklären würde. Umgekehrt wurde den Nordeuropäer:innen vorgeworfen, von der Verschuldung anderer zu profitieren, aber mit deren Überschuldung nichts zu tun haben zu wollen. Jede Seite beschuldigte also die anderen, auf ihre Kosten zu leben. In den Sozialwissenschaften wurden dagegen Erklärungen gesucht, die nicht auf solchen Vorurteilen gegenüber anderen Mitgliedstaaten beruhten und stattdessen Konstruktionsfehler des Systems verantwortlich machen konnten. Den Impuls gegen Stereotype kann man teilen und trotzdem die Schuld nicht im System der Währungsunion suchen. Ein kurzer historischer Rückblick kann erklären, dass es Spannungen auch schon gab, bevor der Euro eingeführt wurde.

Das 1979 gegründete EWS wurde informell sehr schnell zu einer D-Mark-Zone. Das lag daran, dass die deutsche (genauso wie die niederländische) Währung niemals abwertete und Kapitalströme in die D-Mark flossen, wenn es zu Instabilitäten kam. Das ist aus Marktsicht rational, denn ein stetig aufwertender Währungsraum ist ein „sicherer Hafen“. Die deutsche Zentralbank war schließlich in der Lage, die so entstehende Nachfrage nach der eigenen Währung, die zu Aufwertungsdruck führte, zu befriedigen, weil sie das eigene Geld ja einfach drucken konnte. Zumal die Bundesbank die zuströmenden Währungsreserven auch hortete und deshalb sogar die Nachfrage nach anderen Währungen lange Zeit hätte befriedigen können, wäre sie selbst einmal in die Situation geraten, dass die D-Mark abgestoßen wird. Mit dieser Reservehortung konnte sie auch die Stärke des Aufwertungsdrucks kontrollieren und somit die Exportinteressen der deutschen Wirtschaft im Auge behalten: Wann immer die Bundesbank Reserven auflöste, wertete die D-Mark auf, da sie dann ja ihre Währung nachfragte; das verteuerte Exporte, war aber in einem Aufschwung stabilisierend, da es den Nachfragesog aus dem Ausland verringerte und Importe verbilligte. Umgekehrt konnte sie die Aufwertung in einem Abschwung verhindern, indem sie Reserven einfach akkumulierte und damit Exporte stimulierte.

Diese Marktposition der Bundesbank erlaubte ihr, eigene geldpolitische Ziele zu verfolgen und Druck auf andere Währungsräume auszuüben, wenn sie ihre Ziele gefährdet sah. Italien und Frankreich haben das viele Male zu spüren

bekommen. Das typische Szenario war, dass die Bundesbank die inflationären Impulse der US-Geldpolitik eindämmen wollte und die Zinsen erhöhte. Eine Aufwertung der D-Mark gegenüber dem US-Dollar würde deutsche Waren verteuern, damit die Export- und Kreditnachfrage verringern und so den Preisauftrieb eindämmen.<sup>5</sup> Das schaffte für die anderen Mitglieder des EWS ein Dilemma: Sollten sie ihren Wechselkurs zur D-Mark stabil halten und damit gegenüber dem US-Dollar aufwerten, was ihre Exporte verteuern und generell einen dämpfenden Effekt auf ihre Konjunktur ausüben würde? Oder sollten sie eine Anpassung der Währungsparitäten im System unterstützen und gegenüber der D-Mark abwerten, mit der Folge höherer Inflation? Die Antworten fielen nicht für alle Mitglieder gleich aus.

Ohne das EWS hätten die europäischen Länder im Sog der D-Mark dasselbe Dilemma gehabt. Nur hätte es dann nicht die Verpflichtung der Bundesbank gegeben, zugunsten der Stabilisierung der anderen Währungen einzugreifen und zum Beispiel italienische Lira zu kaufen, wenn diese unter Abwertungsdruck stand. Die Bundesbank hat sich freilich immer vorbehalten, diese Verpflichtung eigenständig zu interpretieren, und wenn sie fand, dass die italienische Regierung mehr tun sollte, um ihre Währung zu stabilisieren, dann zog sie ihre Unterstützung schnell zurück und erneuerte den Druck auf die Lira. Diese Autonomie eines Währungsraums gegenüber den anderen Mitgliedsländern, die das EWS als eine informelle D-Mark-Zone erscheinen ließ, führte so zu zahlreichen Konflikten, die schließlich den Nährboden für eine gemeinsame Währung bereiteten.

Anfang der 1990er-Jahre erreichte die ungleiche Machtverteilung zwischen Zentralbanken ihren Höhepunkt. Der Vertrag von Maastricht, der die Regeln des gemeinsamen Marktes und der Währungsunion festlegte, lag zur Ratifizierung in nationalen Parlamenten und in manchen Ländern sogar in Volksabstimmungen vor. Im Juni 1992 lehnte eine Mehrheit der Wähler:innen Dänemarks die Mitgliedschaft im Euroraum ab. Diese unerwartete Zurückweisung führte zu erheblicher Nervosität an den Märkten. Als dann im September 1992 das Referendum in Frankreich die Einführung des Euro nur mit einer ganz knappen Mehrheit von etwas über 50 Prozent ratifizierte, brach der Sturm los. Die Kapitalflucht führte zum Zusammenbruch des EWS am 15. September 1992, der als „Schwarzer Mittwoch“ in die Wirtschaftsgeschichte einging. Es schien ausgemacht, dass das Euro-Projekt damit erledigt war.

Dem Zusammenbruch des EWS vorausgegangen waren fünf Jahre kompletter Währungsstabilität. Mit der deutschen Vereinigung 1990 traf die Mitglieder

dann ein sogenannter asymmetrischer Schock, wie er im Lehrbuch über monetäre Integration steht.<sup>6</sup> Deutschland erlebte einen Vereinigungsboom, der in den anderen Ländern zunächst willkommen war, weil sich die meisten gerade in einer Phase der Rezession oder zumindest gedämpften Wachstums befanden. Die Bundesbank versuchte, die inflationären Tendenzen mit Zinserhöhungen einzudämmen. Der Vereinigungsboom wurde nämlich von einer starken Ausweitung der Geldmenge befeuert, die eine Folge des günstigen Wechselkurses für die Umwandlung der Ostmark-Ersparnisse der Ostdeutschen in D-Mark war – eine politische Entscheidung, die diesen Ersparnissen eine höhere Kaufkraft verlieh. Die Bundesbank plädierte deshalb vehement dafür, die Wechselkursparitäten im EWS anzupassen, denn die nachfragedämpfende Wirkung einer D-Mark-Aufwertung würde ihr erlauben, die Zinsen zu senken. Die anderen Mitglieder fanden die umgekehrte Aussicht, nämlich einer Abwertung ihrer Währungen mit Zinserhöhungen, die eine Wechselkursanpassung mit sich gebracht hätte, dagegen nicht attraktiv, weil deren Konjunktur nach wie vor schwach war. Die französische Zentralbank senkte ihren Leitzinssatz im Oktober 1991 sogar unter den der Bundesbank, in der Hoffnung, die Bundesbank würde ihr folgen. Die makroökonomischen Daten sprachen damals für einen starken Franc; im Vergleich zu Deutschland hatte Frankreich eine niedrigere Inflation und einen Leistungsbilanzüberschuss. Doch die Märkte ignorierten das beziehungsweise sahen in den guten französischen Daten nur die Folge niedrigen Wachstums. Als die Bundesbank nicht nachgab, musste die Banque de France ihren Leitzins abrupt erhöhen, um die Parität im System zu erhalten.

Die offenen Meinungsverschiedenheiten im Vorfeld der Referenden über den Währungsbeitritt waren nicht gerade beruhigend für die Finanzmärkte. Als dann im September 1992 die Ergebnisse aus Frankreich Schlagzeilen machten, mussten das britische Pfund und die italienische Lira dem Druck der Kapitalflucht nachgeben und das EWS verlassen. Noch im August 1993 zwang der anhaltende Abwertungsdruck auf den französischen Franc die EWS-Zentralbanken dazu, das Band um die zentrale Währungsparität für alle von 2,25 Prozent auf 15 Prozent auszuweiten. Die Märkte hatten anscheinend ihr Urteil gefällt: Die politischen Spannungen zwischen den prospektiven Mitgliedern des Euroraums waren zu groß, das Projekt der Euro-Einführung schien erledigt.

Doch es kam anders. Die EWS-Krise hatte die meisten Regierungen sogar bestärkt, die Wirtschafts- und Währungsunion voranzutreiben. Das galt vor allem für Frankreich, das diese Abwertungsszenarien als nationale Schmach empfand, insbesondere nachdem es unter einem sozialistischen Präsidenten,

François Mitterrand, sein expansives Programm aufgegeben und sich auf den innenpolitisch sehr umstrittenen Pfad der „wirtschaftspolitischen Tugend“ begeben hatte, den angeblich „die Märkte“ forderten: Haushaltsdefizite wurden durch niedrigere Ausgaben reduziert und ein Ansteigen der Preise und Löhne durch höhere Zinsen verhindert. Auch Italien hielt seine Zinsen hoch, um die Lira zu stabilisieren, und unterzog sich ebenfalls einer solchen Rosskur, um in den Euroraum aufgenommen zu werden. Man erhoffte sich von der gemeinsamen Währung einen dauerhaft niedrigeren Zinssatz, was Erleichterung für Investitionen und die Staatsverschuldung mit sich bringen sollte. Selbst Deutschland war bereit, dieses Signal der Integration zu setzen: Für den europapolitischen Überzeugungstäter Helmut Kohl war es schlicht eine politische Peinlichkeit, dass Zentralbanker:innen bestimmen konnten, wie (un-)kooperativ man mit befreundeten Regierungen und Nachbarn umging. Diese hatten kurz davor einer unkomplizierten EU-Erweiterung um die ostdeutschen Bundesländer und dem größeren Gewicht Deutschlands zugestimmt, indem sie die deutsche Vereinigung akzeptierten, nur um wenig später währungspolitisch unter Druck gesetzt zu werden. Schon zuvor hatte es immer mal wieder Konflikte zwischen Bundesbank und verschiedenen Kanzlern gegeben, aber dieses Mal war es ein europapolitisches Ereignis der besonders unangenehmen Art.

Man könnte das auch noch für andere europäische Länder ausführen. Alle hatten Gründe, wenn auch verschiedene, dem Euroraum beizutreten, und unternahmen große Anstrengungen, die Hürden für den Beitritt zu überwinden. Diese Gründe waren durchaus rational. Und die Erwartungen wurden in einem engen geldpolitischen Sinne erfüllt: Die Vorteile, die sich ein Land wie Italien versprochen hatte, stabile Inflation und historisch niedrige Zinssätze, trafen ein. Doch weder Investitionen noch Wachstum kehrten zurück. Die Vorteile, die sich ein Land wie Deutschland vom Euro versprechen konnte, waren stabile Wechselkurse und weniger importierte Inflation. Auch Deutschlands Erwartungen wurden erfüllt; aber die Vorwürfe, dass es andere schikaniert oder zumindest bevormundet, sind nicht verklungen.

Die bedeutende Ausnahme blieb das Vereinigte Königreich, das sich nach dem Schwarzen Mittwoch aus den Planungen für eine gemeinsame Währung zurückzog.<sup>7</sup> Aber die Beibehaltung seiner Währung hat dem Land keine nachhaltigen Vorteile der Selbstbestimmung verschafft. Zuletzt musste dies wieder die kurzlebige Regierung unter Liz Truss (Premierministerin von September bis Oktober 2022) erfahren. Truss glaubte, in der Nachfolge einer berühmten Vorgängerin zu stehen, als sie ihren Finanzminister ein Budget für Wachstum

ankündigen ließ, das es vor allem wohlhabenden Investor:innen recht machen wollte: Die Senkung des Spitzensteuersatzes und die Deregulierung von Bonusregeln für Banken sollten die Marktkräfte entfesseln. Eher in der Nachfolge der „Reaganomics“ und nicht Thatchers stand dagegen der Vorschlag, dies mit massiven Ausgabensteigerungen zu kombinieren. Doch Finanzmarktinvestor:innen waren von dem damit einhergehenden Anstieg der Verschuldung und dem vorhersehbaren Politikumschwung nicht angetan. Zinsen stiegen an und die ohnehin schwache wirtschaftliche Erholung erlitt einen neuerlichen Rückschlag. Das Vereinigte Königreich ist währungspolitisch eben ein Zwerg, und was der US-amerikanische Riese (wie unter Präsident Ronald Reagan) ungestraft tun kann, ist ihr nicht möglich. Das britische Pfund fiel zeitweise auf ein Niveau gegenüber dem US-Dollar, das es zuletzt 1975 zwischen den beiden Ölpreiskrisen erreicht hatte. Selbst die Interventionen der Bank of England halfen nicht viel, erst der Rücktritt der Truss-Regierung und die Kehrtwende in Bezug auf alle Ankündigungen ihres Finanzministers führten zu einer Beruhigung.

Man kann die Einsichten generalisieren, die inzwischen 20 ganz unterschiedliche Regierungen dazu bewegten, den Euro einzuführen.<sup>8</sup> Wechselkurse müssen in den meisten Ländern stabilisiert werden, sie sind keine verlässlichen Anpassungsinstrumente. Ökonomische Forschung hat seit Jahrzehnten gezeigt, dass Wechselkurse von Neuigkeiten über die Zukunft bestimmt werden und keinerlei Tendenzen zu gleichgewichtigen Handelsbilanzen auslösen. Dass mit der Einführung einer gemeinsamen Währung nicht alle wirtschaftspolitischen Probleme aus der Welt geschaffen werden konnten, sollte niemanden überraschen.

Das Problem der Zinspolitik hat sich mit der Euro-Einführung nur verschoben. Mit der internationalen und insbesondere der europäischen Integration sind Finanzinstitutionen, vor allem Banken, noch anfälliger für Krisen geworden. Dieser Prozess begann vor der Einführung des Euro mit der Liberalisierung und marktbasierter Deregulierung des Finanzsystems seit den späten 1980er-Jahren. Inzwischen ist das Finanzsystem so überdimensioniert und transnational vernetzt, dass ein ernstes Problem in einem Teil des Systems zu einem Kollaps des Gesamtsystems führen kann. Konjunkturzyklen sind, bis vor Kurzem, sehr flach geworden (es gab weniger starkes Wirtschaftswachstum, dafür aber auch weniger ausgeprägte Flauten), Finanzzyklen dagegen treten deutlicher hervor.<sup>9</sup> Dazu kommt, dass die Finanzjongleur:innen in Banken und anderen Organisationen wie Hedgefonds oft nicht verstehen, welche Risiken sie sich mit ihren Innovationen in die Bilanzen laden. Gegen die Risiken dieses

integrierten Finanzsystems wollten sich die Mitgliedsländer der Eurozone gegenseitig schützen, zum Beispiel durch koordinierte Kapitalverkehrskontrollen oder gemeinsame Rettungsfonds. Es war das Versäumnis der ersten Jahre, dass das zu wenig getan wurde, weil es von dem Verdacht überschattet wurde, Regierungen könnten sich zu sehr auf die Unterstützung der anderen verlassen. Die Folge war ein Teufelskreis, in dem die Bankenkrise eine Staatsschuldenkrise nach sich zog und diese wiederum auch solide Banken, die Staatsschuldpapiere hielten, in den Malstrom zog. Im Vergleich dazu sind etwas zu niedrige oder zu hohe Zinsen von zweitrangiger Bedeutung.

## Wie ernst ist das Problem in der Praxis?

Selbst wenn man die Kritik teilt, dass der Euroraum zu divers für eine uniforme Geldpolitik ist, wie ernst ist das Problem aus Sicht eines Mitgliedslandes? Werden manche Länder oder Ländergruppen systematisch benachteiligt, zum Beispiel weil sich die EZB immer an den großen Ländern ausrichtet oder vielmehr an den schwächsten? Oder einfach nur an Deutschland? All diese Vermutungen gibt es in der wissenschaftlichen Literatur.

Mit der sogenannten Taylor-Regel kann man diese Fragen in einer Weise beantworten, die von Zentralbanken akzeptiert wird und die sie selbst benutzen, um zu ermitteln, wie gut sie die Konjunktur ihres Währungsraums geldpolitisch gesteuert haben. Der Wirtschaftswissenschaftler John Taylor, nach dem die Regel benannt ist, schätzte, wie sich bei beobachteten Zinsänderungen der US-amerikanischen Zentralbank die Konjunktur entwickelte. Die Regel besagt, dass die Zinspolitik eines Landes auf eine Abweichung der Inflationsrate und des Volkseinkommens von ihrem jeweils langfristigen Trend reagiert, allerdings nur minimal, denn Zentralbanken vermeiden, das bestehende Zinsniveau abrupt zu ändern (*interest rate smoothing*). Das wurde dann auch auf andere Zentralbanken angewandt. Man kann also einen Taylor-Zinssatz für den Euroraum und für jedes Mitgliedsland kalkulieren, und die Abweichungen geben uns eine Idee, wie falsch oder richtig der durchschnittliche Zinssatz für den Euroraum aus nationaler Sicht ist.

Die vier größten Länder, gemessen am Bruttosozialprodukt und der Bevölkerung, repräsentieren rund 62 Prozent oder knapp zwei Drittel der Wirtschaftskraft des Euroraums. Es wäre daher verständlich, wenn sich die EZB an ihnen ausrichten würde. Schätzungen eines Forscherteams unter Beteiligung der Autorin führten zu folgenden Beobachtungen:

- In den Jahren vor der 2007 einsetzenden Finanzkrise wäre ein EZB-Zins, der mit der Euro-Konjunktur schwankt, für Italien einigermaßen passend gewesen, für Deutschland und Frankreich hingegen wäre er zunächst zu hoch und dann zu niedrig, während er für Spanien mit seinem hohen Wachstum zu niedrig gewesen wäre.
- In den Finanzkrisenjahren 2008/09 hätte er dann für drei Länder zu hoch gelegen, allerdings nicht für Italien, wo dies erst 2011/12 der Fall gewesen wäre.
- Danach klafften die Entwicklungen auseinander: Für Deutschland wäre ein solcher Taylor-Zinssatz für den Euroraum zwischen 2009/10 und 2015/16 einigermaßen passend gewesen. Auch Frankreich hätte zwischen 2010 und 2012 damit leben können, ab dann wäre ein solcher Zinssatz bis 2017 jedoch zu niedrig gewesen. Das gilt auch für Italien (2013–2017), während er für Spanien zwischen 2012 und 2017 zu hoch gelegen hätte.
- In der Zeit nach der Eurokrise, ungefähr ab 2015/16, sehen wir mehr Übereinstimmung: Für Deutschland, Frankreich und Italien wäre er zu hoch gewesen, für Spanien dagegen einigermaßen passend oder zu niedrig. Allerdings werden die Schätzungen unpräziser. Das zeigt nicht zuletzt, wie schwierig es für die EZB-Geldpolitik gewesen wäre, bestimmte Länder anzuzusieren, wenn sie das gewollt hätte.

Das Problem des *one size fits none exactly* existiert, aber das ist eine schwächere Version von *one size fits none*. Es tritt in allen größeren Volkswirtschaften mit spezialisierten Wirtschaftsregionen auf. Die genannten Beobachtungen lassen nicht darauf schließen, dass die Geldpolitik für den Euroraum immer nur die großen Länder oder vor allem Deutschland bevorzugen würde. Es ist auch unwahrscheinlich, dass die EZB eine bestimmte Ländergruppe systematisch bevorzugt oder benachteiligt: Südeuropa, hier repräsentiert durch die beiden großen Volkswirtschaften Italien und Spanien, besteht aus verschiedenen Wirtschaftsregionen, die unterschiedliche Zinssätze benötigen. Das gilt auch für kleinere Länder. Vor der Krise wäre ein Euro-Zinssatz nach der Taylor-Regel für Griechenland passend gewesen, danach wäre er in eine Richtung abgewichen, die den Bedürfnissen Italiens, nicht aber Spaniens entsprach. Erstaunlicherweise wäre ein für den Euroraum insgesamt angemessener Zinssatz für Griechenland passender als für die beiden großen Länder gewesen. Das kann daran liegen, dass kleine Volkswirtschaften stärker von internationalem Handel und Kapitalströmen bestimmt werden, gerade weil sie nur einen kleinen

Binnenmarkt haben. Das bedeutet, dass sich die kleineren Mitgliedsländer im Euroraum an die Großwetterlage anpassen, einfach weil internationale Marktbewegungen ihre Konjunktur und Finanzzyklen stärker beeinflussen, als dies in großen Mitgliedstaaten der Fall ist.

## Wie reagierte die EZB auf die Kritik?

Auch eine unabhängige Zentralbank muss darauf achten, dass sie in der Erfüllung ihrer Aufgaben nicht ständig, zu Recht oder zu Unrecht, Kritik auf sich zieht. Sonst werden sich politische Stimmen melden, die diese Unabhängigkeit infrage stellen. Das ist demokratisch legitim, aber für die Verantwortlichen einer solchen Institution unangenehm. Wie hat die EZB also auf die Dauerkritik an ihrer Geldpolitik reagiert? In den ersten Jahren mit Achselzucken und dem Hinweis, dass es nicht ihre Aufgabe sei, auf Kritik an ihrer Arbeit zu reagieren. Diese Position ließ sich jedoch nicht lange halten. Sie musste zugeben, dass es Probleme gibt, wenn eine Zentralbank Geldpolitik für einen sehr diversen Währungsraum machen muss. Allerdings bestanden die Mitglieder des Exekutivrats darauf, dass die Probleme mehr mit Finanzmärkten als mit Arbeitsmärkten und mehr mit Bankbilanzen als mit Handels- und Kapitalbilanzen zu tun haben.

Man kann diese Entwicklung in drei Phasen einteilen und mit jeweils einem charakteristischen Zitat belegen: Die *erste Phase* war jene vor der Finanzkrise, die offiziell mit dem Zusammenbruch der Lehman-Bank im September 2008 begann. Die achselzuckende Haltung wurde am deutlichsten vom finnischen Mitglied des Exekutivrats der EZB vertreten:

„Im Zusammenhang mit der Frage, ob der Euroraum ein optimaler Währungsraum ist, wird oft diskutiert, ob eine Geldpolitik für alle angemessen ist [...]. Verzeihen Sie mir, wenn ich ein bisschen grob werde, aber ich glaube nicht, dass das eine relevante Frage ist. In jedem Land gibt es mehrere geografische Regionen und Sektoren mit verschiedenen industriellen Spezialisierungen, die unterschiedlich auf bestimmte Stimulierungen oder Schocks reagieren. Eine einzige geldpolitische Position an eine diverse wirtschaftliche Landschaft anzupassen war schon immer eine prinzipielle Herausforderung für Zentralbanker. [Der britische Zentralbank-Präsident] Eddie George sieht sich dieser Herausforderung hier im Vereinigten Königreich ausgesetzt. Das ist eine Herausforderung, bei der

andere wirtschaftspolitische Entscheidungsträger und andere Politikfelder eine entscheidende Rolle spielen und auf regional spezifische Schocks reagieren müssen, die von der Geldpolitik nicht kompensiert werden können [...].“<sup>10</sup>

In Bezug auf Letzteres hatte die finnische Exekutivdirektorin bereits zuvor ausgeführt, dass Strukturreformen für flexible Arbeitsmärkte sorgen müssen. Diese Botschaft wurde von ihr und anderen wiederholt, insbesondere von dem damaligen deutschen Chefökonom der EZB und einem spanischen Exekutivdirektor.

Die Finanzkrise führte dann langsam eine Änderung herbei. In dieser *zweiten Phase* gab es immer noch diejenigen, die vor allem Regierungen sowie Gewerkschaften und Arbeitgeberverbände in der Pflicht sahen, divergierende Entwicklungen innerhalb der Eurozone abzumildern. Aber der griechische Exekutivdirektor machte bereits Mitte 2007 klar, dass erfolgreiche Inflationsbekämpfung nicht verhindern konnte, dass Finanzzyklen in verschiedenen Regionen zum Problem werden: „Die geldpolitische Position mag vollkommen angemessen und konsistent sein, um Preisstabilität in der kurzen und mittleren Sicht zu garantieren. Trotzdem können die Hochs und Tiefs von Vermögenspreiszyklen andeuten, dass die geldpolitische Position zu expansiv für langfristige Preisstabilität ist.“<sup>11</sup> Er wiederholte in den folgenden Monaten dieses Dilemma der Geldpolitik in einer diversen Währungsunion: Preisstabilität im herkömmlichen Sinne kann nicht Finanzstabilität garantieren, insbesondere zu niedrige Zinsen in einigen Regionen veranlassen Banken zu leichtfertiger Kreditvergabe an Haushalte, die bei einem Anstieg der Zinsen schnell in Überschuldung geraten. Wenn eine Blase platzt, kann es zu negativer Inflation kommen (Deflation), die Schuldner:innen schnell in den Ruin treibt. Der damalige Zentralbankpräsident Mario Draghi unterstützte diese Diagnose und stellte fest, dass der tiefe Fall einiger nationaler Finanzmärkte die Wachstumsentwicklung innerhalb der Währungsunion weiter auseinanderdriften lasse. Er akzeptierte damit, dass es in der Verantwortung der Zentralbank lag, diesen Prozess zu stoppen. Die EZB konnte und wollte nicht mehr andere, Regierungen und Arbeitsmarktparteien, dafür verantwortlich machen.

Der Anfang vom Ende der akuten Euroraum-Krise wurde mit EZB-Präsident Draghis Rede im Sommer 2012 eingeläutet. Auf einer internationalen Finanzmarkttagung in London kündigte er an, dass die Zentralbank tun werde, was immer nötig sei, um den Euro zu retten („Whatever it takes“).

Die Risikoaufschläge für Zinsen auf Staatsanleihen konvergierten daraufhin nach unten, auch wenn es immer einmal wieder zu Schwankungen kam. Diese Rede und der Beschluss der Euro-Mitgliedsländer, eine Bankenunion mit einheitlicher Aufsicht für große transnationale Banken einzuführen, war der Beginn der *dritten Phase*, in der die EZB öffentlich nach Zusammenarbeit mit Regierungen und nationalen Aufsichtsbehörden strebte. Das gilt insbesondere für die Verteilungswirkungen der Geldpolitik, die die Mitglieder des Exekutivrats nun offen anerkannten und als Teil ihres Aufgabengebietes ansahen:

„Verteilungswirkungen sind komplex, insbesondere in einer höchst diversen Währungsunion. [...] Zu niedrige Inflation führt zu Umverteilung von jüngeren zu älteren Haushalten. Diese Beobachtung gilt nicht nur für den Euroraum, sondern auch für die meisten einzelnen Länder. Politische Entscheidungsträger im Euroraum sind unabhängig, aber die Wirkungen ihrer Politikmaßnahmen sind voneinander abhängig. Deshalb kann die volle Wirkung unserer Geldpolitik letztlich nur durch eine Kombination von Maßnahmen, die sich ergänzen und miteinander vereinbar sind, erzielt werden.“<sup>12</sup>

Der damals höchste Repräsentant der EZB beschreibt die stabilitätspolitischen Herausforderungen für den Euroraum – hier: spürbare Verteilungswirkungen zulasten der schwächeren Seite – als eine neue Normalität, die man nur gemeinsam mit den Regierungen der Mitgliedsländer bewältigen kann.

Die EZB hat also auf die Kritik reagiert, meines Erachtens mit plausiblen Argumenten. Sie teilt nicht mehr die Diagnose, dass unterschiedliche Arbeitsmärkte und Leistungsbilanzungleichgewichte die Hauptprobleme sind. Sie hat auch damit aufgehört, reflexartig die Schlussfolgerung zu ziehen, dass andere wirtschaftspolitische Akteur:innen die Probleme mit Reformen beseitigen sollten. Mit anderen Worten, die EZB wurde deutlich weniger lehrmeisterlich und lokalisiert das Problem der Diversität nun in regionalen Finanzzyklen, die schon immer in ihrem Verantwortungsbereich lagen. Die Antwort darauf sind mehr Instrumente, die sie mit der Bankenunion bekommen hat. Aber sie sieht sich unter Christine Lagardes Präsidentschaft auch als Teil eines kommunizierenden politischen Systems, in dem die Geldpolitik mit den Fiskalpolitiken der Mitglieder und den nationalen Behörden für die Finanzmarktaufsicht abgestimmt sein sollte.

## Warum reagierte die EZB auf die Kritik?

Wir können uns schließlich fragen, warum sich die EZB diesen Schuh anzog, der gar nicht so richtig passte. Will sagen, warum reagierte sie auf eine Kritik an ihrer Geldpolitik, die am Problem vorbeiging? Dass Wirtschaftsregionen in einem so großen Währungsraum unterschiedlich sind, sollte niemanden überraschen. Aber das ist erstens nicht immer ein Problem, weil es zum Beispiel den Konjunkturzyklus flacher macht; und zweitens gibt es, selbst wenn die einheitliche Geldpolitik die Finanzzyklen verstärkt, andere Politikmaßnahmen, die für das Ziel der Finanzmarktstabilität eingesetzt werden können. Warum also sollte die EZB auf die Kritik reagieren, ihre Zinspolitik passe immer nur für einen statistischen Durchschnitt, dem kein Mitgliedsland entspricht? Meine Interpretation ist kurz gesagt: Die EZB ist als Krisenmanagerin zu prominent geworden und geriet von zwei Seiten in die politische Schusslinie. Indem sie Verständnis für unterschiedliche Prioritäten der Mitgliedsländer zeigt, nimmt sie der Kritik den Wind aus den Segeln, sie würde immer nur ein Ziel favorisieren. Das signalisiert Sensibilität in Bezug auf ihre Bedeutung und Rolle als Teil eines politischen Systems, nicht als Lehrmeisterin außerhalb des Systems.

Die EZB musste zwischen 2008 und 2022 ein außergewöhnliches Bankenrettungsprogramm nach dem anderen auflegen. Das hätten Regierungen mit ihren Budgets beim besten Willen nicht leisten können. Denn Budgets werden aus Steuern und Abgaben finanziert, die man nicht einfach vervielfachen kann. Eine Zentralbank kann dagegen Geld drucken beziehungsweise digital bereitstellen, so wie unsere Konten bei einer Geschäftsbank auch für Bargeldabhebungen und digitale Buchungen genutzt werden können. Liquidität wurde in einem Ausmaß bereitgestellt, das zuvor unvorstellbar gewesen war. Die EZB hat außerdem, wie andere Zentralbanken, den gesamten Geldmarkt ersetzt, indem sie sowohl auf der Nachfrage- als auch der Angebotsseite eingriff, um die Panik zu stoppen, dass Vermögenspreise ins Bodenlose fallen könnten. Zinsen, zu denen Banken sich Geld von ihr leihen konnten, wurden nicht nur auf den Nullpunkt gesenkt. Die Banken wurden irgendwann dafür bezahlt – das heißt, sie zahlten negative Zinsen –, dass sie insbesondere an kleine und mittlere Unternehmen Kredite vergaben. Die Banken konnten sich diese unvorstellbaren Summen zu unglaublich niedrigen Zinsen über viel längere Laufzeiten leihen, als das normalerweise der Fall ist: bis zu drei Jahre. Die EZB hat auch Staatsschuldtitel (sogenannte Bonds) in riesigen Mengen gekauft, allerdings nicht direkt an der Quelle des die Schulden emittierenden Staates, sondern von

Banken, Versicherungen und Pensionsfonds, die diese Forderungen auf den Staat hielten. Wann immer sie ein solches Instrument ankündigte, betonte sie, dass dies in ihrem vorrangigen Mandat der Preisstabilisierung lag, in diesem Fall um negative Inflationsraten (Deflation) zu verhindern.

All das war in den Augen der geldpolitischen Purist:innen eine Verletzung des EZB-Statuts, wonach die EZB zuallererst auf Preisstabilität zu achten habe und Staatschulden nicht monetisieren, also kaufen und damit den Geldumlauf erhöhen, darf. In Deutschland überzogen sie die EZB bei jeder Einführung eines neuen Instruments mit einer neuen Klage vor dem Bundesverfassungsgericht. Insgesamt nicht mit viel Erfolg, auch wenn das Gericht in einem umstrittenen Urteil vom Mai 2020 eine stärkere Begründung der Verhältnismäßigkeit der EZB-Anleihekäufe durch die Bundesregierung anmahnte.<sup>13</sup> Denn dass die EZB Schulden aufkaufte, um die private und öffentliche Verschuldung nicht erdrückend werden zu lassen, verstößt ja nicht gegen ihr Mandat; Motive für die Preisstabilisierung wurden ihr nicht ins Statut geschrieben. Aber der politische Schaden war unübersehbar: Die rechtsextreme AfD verdankt ihren Ursprung dieser Gegnerschaft zu einer Geldpolitik für den Euroraum anstelle einer Geldpolitik für die deutschen Sparer:innen.

Von der anderen Seite griffen Antiausteritätsbewegungen die EZB für ihre Rolle innerhalb der sogenannten Troika (zusammen mit Internationalem Währungsfonds und Europäischer Kommission) an, die Regierungen Beistandskredite gab und dafür die Erfüllung scharfer Konditionen verlangte. Dort nahm die Zentralbank in der Tat die härteste Position ein und drängte auf schnellen Abbau der Staatsschulden, in der Hoffnung, das würde ihr geldpolitischen Freiraum schaffen. Dieser Interessenskonflikt hätte eigentlich verlangt, dass sich die EZB aus der Troika heraushält. Aber sie benötigte dieses politische Feigenblatt gegenüber denen, die überschuldete Mitgliedsländer am liebsten sich selbst überlassen hätten, während sie zugleich die Bondmärkte vor allem der südeuropäischen Länder massiv unterstützen musste. Tatsächlich machte es die EZB damit niemandem recht und geriet so zwischen die Stühle.

Doch in Bezug auf die Fiskalpolitik tat sich die EZB in der Tat schwer mit einer Umorientierung. Die öffentlichen Haushalte sollten sich vor allem auf Reformen und niedrigere Schulden konzentrieren, nicht aktiv stabilisieren. Sie predigte „fiskalische Konsolidierung“, wie Schuldenreduzierung im Ökonomen-Jargon genannt wird, selbst als nicht klar war, ob ihre geldpolitische Stabilisierung greifen würde und europäische Volkswirtschaften vor dem Abrutschen in eine Große Depression schützen konnte. Aktive kontrazyklische

Fiskalpolitik würde, so die Befürchtung der EZB, die Tür für allerhand Begehrlichkeiten öffnen, denen sich ihrer Ansicht nach gewählte Repräsentant:innen allzu leicht fügen würden.

Damit ging einher, dass das Krisenpotenzial von Finanzmärkten und -innovationen von Zentralbanken generell unterschätzt wurde. Es gab vor der Finanzkrise 2008 eine Tendenz, begründet von einer dominanten wirtschaftswissenschaftlichen Schule, die wachstumsfördernde Rolle der Fiskalpolitik an Finanzmärkte abzutreten und darauf zu hoffen, dass deren Kredite an Privathaushalte diese Rolle spielen könnten. Aus heutiger Sicht ist es unerfindlich, wieso irgendjemand erwarten konnte, dass Finanzmärkte eine stabilisierende Rolle für stetiges Wachstum spielen könnten: Sie sind die Ursache von Zyklen, nicht deren Verhinderung.<sup>14</sup> Die plausibelste Erklärung dafür ist, gerade in Europa, dass die wirtschaftspolitisch Verantwortlichen dachten, ein alternder Kontinent mit rigiden Institutionen hätte ein tiefsitzendes Wachstumsproblem und bedürfe deshalb der anhaltenden Wachstumsstimulierung. Diese den Finanzmärkten zugestandene Rolle hat dann ein Problem regionaler oder nationaler Finanzzyklen geschaffen, für das niemand offiziell zuständig war und für das es auch kein entwickeltes Instrumentarium gab. Ein einheitlicher Zinssatz für eine Währungsunion kann solche regionalen Finanzzyklen in der Tat befördern, auch wenn das eher ein Symptom als die Ursache für ein systemisches Problem ist. Für dieses Versäumnis und das daraufhin notwendige Krisenmanagement wurden Zentralbanken zu Recht kritisiert. Bis in die Mittelschichten hinein verarmte die Bevölkerung in den Hauptkrisenländern (Griechenland, Irland, Portugal, Spanien und Zypern). Sparende sowie steuerzahlende Haushalte wurden infolge der tiefen Rezession zur Kasse gebeten, um die Inkompetenz hochbezahlter Finanzdienstleister:innen und ihrer Aufsichtsbehörden zu kompensieren. Und grundlegend geändert hat sich wenig: Das geldpolitische Krisenmanagement hat ein überdimensioniertes Finanzsystem aufrechterhalten, das eine Quelle von Instabilität bleibt.

Aufschlussreich ist daher, dass sich die EZB mittlerweile weit aus dem Fenster lehnt und offen politische Anliegen verfolgt. Meines Erachtens versucht sie damit, ein differenzierteres Bild ihrer geldpolitischen Agenda zu vermitteln. Im Unterschied zur US-amerikanischen Federal Reserve Bank (Fed) unterstützt die EZB die ökologische Wende. Auf ihrer Homepage gibt sie dazu ein Bekenntnis ab: „Innerhalb unseres Mandats verpflichten wir uns fest dazu, unseren Teil dazu beizutragen, dem Klimawandel entgegenzuwirken.“<sup>15</sup> Das bedeutet dreierlei: Erstens versucht sie, die Risiken der ökologischen Wende im Finanzsystem

zu schätzen und durch Krisenszenarien vorsorglich zu testen. Diese Risiken ergeben sich insbesondere aus der politisch beschleunigten Entwertung von „braunen“ Vermögenswerten, also Forderungen auf kohlenstoffintensive Industrien und Wirtschaftsaktivitäten, die in den Bilanzen von Banken, Versicherungen und Pensionsfonds stehen. Zweitens versucht die EZB die ökologische Wende zu unterstützen, indem sie zum Beispiel in ihren Interventionen zur Stimulierung der Wirtschaftsaktivität die Schuldscheine von Firmen bevorzugt, die sich Nachhaltigkeitszielen verschrieben haben. Drittens verpflichtet sie sich, in internationaler Kooperation das Ziel der ökologischen Wende zu unterstützen und als Organisation selbst Nachhaltigkeit zu verfolgen. Selbst wenn das keine radikalen Maßnahmen sind, stehen sie in bemerkenswertem Kontrast zu Äußerungen von Fed-Präsident Jerome Powell, der Zentralbanken riet, sich nicht in diese Richtung zu engagieren. Offenkundig ist der Klimawandel in den USA ein zu polarisierendes Thema und das Repräsentantenhaus mit einer republikanischen Mehrheit könnte die Fed für grünes Engagement abstrafen, zum Beispiel bestimmte Instrumente verbieten oder ihre neuen Kompetenzen in der Finanzaufsicht wieder beschneiden.

Ein anderes Beispiel für ein öffentliches Bekenntnis zu bereitwilliger Unterstützung von politischen Anliegen ist die vermehrte Rücksichtnahme auf Verteilungseffekte der Zinspolitik. Die deutsche Exekutivdirektorin, Isabel Schnabel, machte klar, dass dies sogar die Verfolgung des Inflationsziels relativieren kann. Im November 2021 sagte sie in einer Rede:

„Die Wirtschaftspolitik hat lange Zeit Verteilungseffekte weitgehend ignoriert, mit konventionellen Zentralbankmodellen, die einen repräsentativen Haushalt unterstellten. Heutzutage ist es dagegen weithin akzeptiert, dass Unterschiede in Einkommen und Vermögen einen wichtigen Einfluss auf die Transmission [der Geldpolitik] haben. [...] Wenn es Zeit wird, die geldpolitische Stimulierung zu reduzieren, dann sind diese Einsichten relevant, um die angemessene Abfolge von Maßnahmen zu bestimmen. Ein Grund dafür, die Offenmarktkäufe von Vermögenstiteln zu beenden, bevor wir Zinsen erhöhen, hat mit den möglicherweise nachteiligen Folgen für die Verteilung zu tun, wenn wir die Abfolge der Politiknormalisierung ändern. [...] Unsere zukunftsgerichtete Anleitung [*forward guidance*] stellt umgekehrt sicher, dass wir nicht hastig auf ansteigende Inflationsraten reagieren. Wir nehmen die Wirkung der gegenwärtig hohen Inflationsraten auf die Kaufkraft der Bevölkerung sehr ernst.“<sup>16</sup>

Der gute Wille, das Inflationsziel mit Rücksicht auf die Effekte auf die Einkommens- und Vermögensverteilung zu verfolgen, wurde freilich von der brutalen Wirklichkeit des russischen Angriffskrieges auf die Ukraine hart geprüft. Das ändert nicht den bekundeten Willen, sich einem weiteren Spektrum von Politikzielen zu öffnen und damit auch anderen Präferenzen des differenzierten Währungsraums Rechnung zu tragen.

Die politischen Spannungen bei der Diskussion um die Frage, wie die beste Geldpolitik für den Euroraum auszusehen hat, werden nie verschwinden. Aber es ist kurzsichtig und irreführend, daraus eine prinzipielle Unvereinbarkeit zwischen Nord- und Südeuropa zu konstruieren. Richtig ist, dass die EZB-Geldpolitik zum Teil selbst dazu beigetragen hat, dass Unterschiede zwischen schnell und langsam wachsenden Regionen die daraus entstehenden Hochs beziehungsweise Tiefs von regionalen Finanzzyklen verstärken. Aber ihre Zinspolitik ist nicht die Ursache solcher Zyklen. Und die Krisen seither haben zu einer Verbreiterung des Instrumentariums geführt, mit dem man im Prinzip solche regionalen Unterschiede eindämmen kann. Sie haben außerdem zu einem veränderten Selbstverständnis der EZB geführt. Anstatt sich als die Lehrmeisterin von gewählten Regierungen auszugeben, verhält sie sich jetzt als eine Institution mit speziellem Auftrag innerhalb eines politischen Systems, in dem unterschiedliche wirtschaftspolitische Prioritäten unter einen Hut gebracht werden müssen. Das bedeutet vor allem, ihre Verantwortung für soziale und wirtschaftliche Fehlentwicklungen zu akzeptieren und daraus Schlussfolgerungen für die eigene Arbeit zu ziehen.

## Anmerkungen

- 1 Reuters, Debt-laden Italy Lashes out at ‚Crazy‘ ECB after Rate Hike, 16.12.2022, <https://www.reuters.com/markets/europe/debt-laden-italy-lashes-out-crazy-ecb-after-rate-hike-2022-12-16>, abgerufen am 1.4.2023.
- 2 Waltraud Schelkle, The ‚Poundzone‘ is just as Sub-optimal a Currency Area as the Eurozone, 30.7.2014, <http://blogs.lse.ac.uk/euoppblog/2014/07/30/the-poundzone-is-just-as-sub-optimal-a-currency-area-as-the-eurozone>, abgerufen am 1.4.2023.
- 3 Es gibt zudem einige Mitgliedsländer in Osteuropa, die ihre eigenen zyklischen Probleme haben, zum Beispiel einen überschäumenden Markt für Kredite, der dem Erwerb von Wohnungseigentum diene.
- 4 Vgl. IMF crisis, <https://www.nationalarchives.gov.uk/cabinetpapers/themes/imf-crisis.htm#:~:text=In%201976%20Britain%20faced%20financial,affecting%20economic%20and%20social%20policy>, abgerufen am 1.4.2023.

- 5 Die USA verfolgten eine weit expansivere Geld- und Fiskalpolitik als europäische Länder. Die damit einhergehende Inflation kam über Importpreise und hohe Exportnachfrage seitens der USA auch im Rest der Welt an.
- 6 Asymmetrisch meint in diesem Zusammenhang, dass die Mitglieder von demselben Schock unterschiedlich betroffen waren. In einem solchen Fall können Wechselkursanpassungen angemessen sein. Barry Eichengreen / Charles Wyplosz, *The Unstable EMS*, in: *Brookings Papers on Economic Activity*, 1 (1993), S. 75–79, schildern die Umstände der deutschen Vereinigung, die zur EWS-Krise führten.
- 7 Manche Beobachter:innen argumentieren, dass der Schwarze Mittwoch der Anfang vom Ende der britischen Mitgliedschaft in der EU war, vgl. Helen Thompson, *Inevitability and Contingency: the Political Economy of Brexit*, in: *British Journal of Politics and International Relations*, 19 (2017) 5, S. 434–449.
- 8 Vgl. Waltraud Schelkle, *The Political Economy of Monetary Solidarity: Understanding the Euro Experiment*, Oxford 2017.
- 9 ECB, *Real and Financial Cycles in EU Countries: Stylised Facts and Modelling Implications*, in: *Occasional Paper series*, No. 205 (Working group on econometric modelling), Frankfurt am Main 2018.
- 10 Sirkka Hämmäläinen, *The Euro as a Monetary, Financial, Economic and Political Innovation*. Rede, London, 25.2.2002, [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2002/html/sp020225\\_2.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2002/html/sp020225_2.en.html), abgerufen am 1.4.2023 (Übersetzung W. S.).
- 11 Lucas Papademos, *The Effects of Globalization on Inflation, Liquidity and Monetary Policy*, Rede, Girona, 11.6.2007, [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2007/html/sp070611\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2007/html/sp070611_1.en.html), abgerufen am 1.4.2023 (Übersetzung W. S.).
- 12 Mario Draghi, *The ECB's Recent Monetary Policy Measures: Effectiveness and Challenges*, Rede, Washington, D.C., 14.5.2015, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150514.en.html>, abgerufen am 1.4.2023 (Übersetzung W. S.). Die Umverteilungswirkung von niedrigen Inflationsraten ergibt sich daraus, dass jüngere Privathaushalte eher Schulden haben und ältere Privathaushalte eher Vermögen besitzen.
- 13 Bundesverfassungsgericht, *Beschlüsse der EZB zum Staatsanleihekaufprogramm kompetenzwidrig*, Pressemitteilung Nr. 32 / 2020 vom 5. Mai 2020, <https://www.bundesverfassungsgericht.de/Shared-Docs/Pressemitteilungen/DE/2020/bvg20-032.html>, abgerufen am 28.9.2023.
- 14 In einem viel zitierten Artikel hat Colin Crouch diese Hoffnung, und den damit erklärbaren Anstieg der Verschuldung privater Haushalte, als „privatisierten Keynesianismus“ charakterisiert. Die Assoziation mit Keynesianismus beruht vermutlich auf der intendierten Nachfragestimulierung. Doch Finanzmärkte stimulieren prozyklisch, finanzieren also (zu) viel und billig in guten Zeiten und verschlimmern den Abschwung in schlechten Zeiten. Genau deshalb plädierte Keynes für die kontrazyklische Rolle des Staates. Der Ausdruck ist deshalb bestenfalls missverständlich. Colin Crouch, *Privatised Keynesianism: An Unacknowledged Policy Regime*, in: *The British Journal of Politics & International Relations*, 11 (2009) 3, S. 382–399.
- 15 EZB, *Climate Change and the ECB*, 2023, <https://www.ecb.europa.eu/ecb/climate/html/index.en.html>, abgerufen am 1.4.2023 (Übersetzung W. S.).
- 16 Isabel Schnabel, *Inequality and Monetary Policy*, Rede, virtuell, 9.11.2021, [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp211109\\_2~cca25b0a68.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp211109_2~cca25b0a68.en.html), abgerufen am 1.4.2023 (Übersetzung W. S.).



Leon Wansleben

# Jenseits der Langeweile

Zentralbanken als Verteilungspolitiker,  
Erwartungsmanager und Bankiers des  
Finanzsystems

Langweilig sein, so definierte Mervyn King, Gouverneur der Bank of England, vor mehr als 20 Jahren die angestrebte Eigenschaft seiner Zentralbank.<sup>1</sup> Unter Notenbanken ist Langweiligkeit ein positives Attribut, weil sie anzeigt, dass die geldpolitischen Behörden auf Basis gesicherter Legitimität handeln; dass ihre Entscheidungen in etablierte Erwartungsschemata fallen; und dass Menschen von stabiler Preisentwicklung ausgehen, ohne sich viel Gedanken über die Dynamik hinter den Preisen zu machen.

Doch die Langeweile ist dahin.<sup>2</sup> Während der Weltfinanzkrise 2008 investierten Notenbankler:innen Milliardensummen zur Rettung von Banken und Unternehmen, staatlichen Schuldner:innen und Immobilienbesitzer:innen. In den 2010er-Jahren konnte man die Ausweitung der wirtschaftspolitischen Bedeutung der Zentralbanken an ihren wachsenden Bilanzen ablesen. Das erhoffte Wirtschaftswachstum blieb jedoch schwach, stattdessen stiegen Aktien- und Immobilienwerte auf neue Höhen. Gefahren einer Finanzkrise und Konjunkturunbrüche während der Corona-Pandemie motivierten dann nochmals eine Ausweitung der bilanzwirksamen Geschäfte. Darauf folgte ohne Verschnaufpause ein rasanter Anstieg der Inflationsraten, wodurch ein Problem wieder in den Vordergrund trat, das lange nachrangig für Geldpolitik geblieben war: Einerseits standen die Zentralbanken in der Verantwortung, die Teuerungsraten wieder auf die gewünschten Niveaus zu bringen. Andererseits konnten zu drastische Interventionen die ohnehin schon rückläufige gesamtwirtschaftliche Nachfrage weiter herunterdrücken, die Last öffentlicher und privater Schuldner:innen untragbar machen sowie Vermögenstitel entwerten.

Neben den mit diesem Dilemma einhergehenden Verteilungskämpfen sind Zentralbanken mit grundlegenden Fragen der Geldordnung und Finanzregulierung konfrontiert. Digitale Zahlungsmittel und ein Geflecht neuer Akteure im Finanzsystem jenseits des Bankensystems stellen die etablierten Beziehungen von Zentralbanken, Geschäftsbanken und Kund:innen infrage, innerhalb derer sich spezifische Ansätze geldpolitischer Steuerung und Finanzstabilitätssicherung im 20. Jahrhundert institutionalisieren konnten. Hinzu kommt eine intellektuelle Krise der Notenbankler:innen: Verfügten sie bis Mitte der 2000er-Jahre mit dem Neokeynesianismus noch über eine weithin geteilte Theorie, die die Leistungsfähigkeit ihrer geldpolitischen Strategien begründete, so mehren sich die Hinweise, dass diese Theorie von Beginn an auf wackligen Füßen stand.

Mit gesellschaftlichen Krisen und Veränderungen entstehen auch neue Geldformen und -praktiken sowie neue Probleme und Anforderungen ihrer Regulierung und Steuerung. Aus sozialwissenschaftlicher und historischer Perspektive ist deshalb die gegenwärtige Krise der Zentralbankpolitik – ihre mangelnde Langeweile – angesichts der historischen Bedingungen von rasanter Erderwärmung, geopolitischen Umbrüchen und wachsenden strukturellen Problemen in hochentwickelten kapitalistischen Systemen wenig überraschend. Klärungsbedarf gibt es aber vor allem darüber, *wie* der Wandel von Institutionen und Praktiken der Geldpolitik mit gesellschaftlichen und ökonomischen Veränderungen zusammenhängt. Die von Praktiker:innen weithin geteilte Lehrmeinung der Ökonomik orientiert sich an alten Grundsätzen und Axiomen, die auch unter geänderten Umständen gelten sollen. Ein zentraler Lehrsatz ist beispielsweise, dass Gesellschaften unabhängig von jeweiligen Umständen besser fahren, wenn sie Notenbanken damit betrauen, für stabile Inflationsraten zu sorgen. Auch die Unabhängigkeit der Notenbanken in den hierfür erforderlichen Entscheidungsprozessen wird als grundsätzlich überlegene institutionelle Regelung gegenüber ihrer Einbindung in die allgemeine Wirtschaftspolitik verstanden. Diskussionen um beobachtbare oder notwendige Veränderungen konzentrieren sich folglich auf Aspekte der Zentralbankpolitik, die mit diesen Grundsätzen kompatibel sind. Einige Expert:innen könnten sich etwa vorstellen, dass Notenbanken höhere Inflationsziele ausgeben. Auch die Frage der Gleichrangigkeit oder Unterordnung anderer Ziele, etwa Vollbeschäftigung und Wachstum, ist umstritten und wird in unterschiedlichen Währungsräumen verschieden beantwortet. Wesentliche Veränderungen seit 2008, die sich ebenfalls im Rahmen der hergebrachten Lehrmeinung bewegen, betreffen ferner den Einsatz von Anleihekäufen bei fehlenden Spielräumen für Zinssenkungen, die

Adressierung von Risiken in Finanzsystemen sowie die Rolle von Notenbanken bei der Entwicklung digitaler Zahlungsmittel.

In diesem Beitrag schlage ich vor, die analytischen Instrumente und Einsichten der Soziologie, Politikwissenschaft und Geschichte zu verwenden, um einen Schritt zurückzutreten und tiefere Zusammenhänge zwischen gesellschaftlichen und ökonomischen Entwicklungen auf der einen und Zentralbankpolitiken auf der anderen Seite aufzudecken. Drei Ansätze dienen mir hierfür als Ausgangspunkte: erstens Analysen von *Verteilungskonflikten rund um Inflation und Geldpolitik*; zweitens die Erforschung von *monetären Vertrauens- beziehungsweise Erwartungskommunikationen*; und drittens die Berücksichtigung der spezifischen Position von Zentralbanken als *Bankiers der Banken*. Zur Veranschaulichung des Erklärungspotenzials dieser Ansätze beziehe ich mich vor allem auf die Geschichte der Geldpolitik in westlichen Gesellschaften seit den 1970er-Jahren. Das übergeordnete Argument, das ich mit der Diskussion der drei Ansätze entwickeln möchte, lautet, dass eine integrierte sozialwissenschaftliche Perspektive auf Zentralbanken gerade in Krisenzeiten als Korrektiv und Komplement zu einer an Steuerungsinteressen orientierten Wirtschaftswissenschaft gebraucht wird, um die Umbrüche der Geldpolitik tiefgehend zu verstehen.

## Geldpolitik und Verteilungskonflikte

Jede Wirtschaftsform impliziert eine Verteilungsordnung, die mehr oder weniger gerecht und mehr oder weniger akzeptiert sein kann. In hochentwickelten kapitalistischen Gesellschaften bilden sich Verteilungsstrukturen nicht nur innerhalb von Produkt-, Arbeits- und Kapitalmärkten, sondern auch im Verhältnis der Akteur:innen auf diesen unterschiedlichen Märkten – also zwischen Arbeitnehmer:innen, produzierenden Unternehmen, Haushalten und Kapitalgeber:innen. Eine Maßgröße, die Auskunft über diese Verteilungsstrukturen gibt, sind etwa die Anteile an der Wertschöpfung, die auf Entlohnung von Arbeit oder Vergütung von Kapital entfallen.

Eine soziologische Perspektive auf Inflation interessiert sich für die Konfliktpotenziale, die mit diesen Verteilungsstrukturen einhergehen, und knüpft damit an Max Webers Arbeiten an, in denen moderner Kapitalismus als „Preiskampf“ theoretisiert wurde.<sup>3</sup> So argumentierte der britische Soziologe John Goldthorpe während der Hochinflationsphase der 1970er-Jahre, dass die tiefere Ursache der Preissteigerungen in Klassenkonflikten liege.<sup>4</sup> Arbeiter:innen seien nicht länger gewillt, sich mit den ihnen zugesprochenen Anteilen an

der Wertschöpfung zufriedenzugeben. Produzierende Unternehmen versuchten allerdings ihre Profite zu verteidigen, indem sie die von den Arbeiter:innen erkämpften Lohnsteigerungen an die Konsument:innen in Form von Preissteigerungen weitergaben (Lohn-Preis-Spirale). Goldthorpe führte das interessante Argument an, dass das Aufbrechen dieser Konfliktlinien letztlich durch das Zusammenbrechen von gesellschaftlichen Statusordnungen und ihren legitimierenden Funktionen ausgelöst würde. Ergänzen kann man, dass schlagkräftige Gewerkschaften sowie die Vollbeschäftigungsversprechen der westlichen Regierungen in der Nachkriegszeit die Position von Arbeiter:innen und damit ihre Konfliktfähigkeit stärkten.

Entsprechend übertragen sich die im ökonomischen Prozess angelegten Konflikte auf die Politik. Regulierungen und Maßnahmen, die die relativen Positionen von Arbeitnehmer:innen oder Unternehmen prägen, wie etwa zu Gewerkschaftsrecht, Tarifbindung und Handelspolitik, beeinflussen Einkommensverteilungen und Konfliktodynamiken. Eingebunden in den Verteilungskonflikt ist aber auch die Geldpolitik selbst. Mehr oder weniger gleichzeitig mit Goldthorpe entwickelte Douglas Hibbs seine politikwissenschaftliche Analyse zu unterschiedlichen Interessen und Positionen bezüglich des Inflationsgeschehens.<sup>5</sup> Grundlage seiner Analyse war die Annahme, dass Wirtschaftspolitik Zielkonflikte beinhaltet. Die Förderung von Wachstum und Beschäftigung kann erfordern, dass eine höhere Inflation in Kauf genommen wird, wie Hibbs mit Bezug auf die berühmte Phillips-Kurve stipulierte.<sup>6</sup> Politikwissenschaftlich entscheidend ist deshalb die Frage, welche Bevölkerungs- und damit Wählergruppen mehr durch Arbeitslosigkeit und fehlendes Wachstum und welche Gruppen eher durch höhere Inflation geschädigt würden. Die Antwort von Hibbs: Solche mit niedrigem und mittlerem Einkommen fürchten eher Arbeitslosigkeit, solche mit hohem Einkommen eher Inflation; bei den einen hängt das Einkommen stärker von der Konjunktur ab, bei den anderen unter anderem auch von Kapital, das (sofern es festgesetzte nominale Erträge wie etwa Zinsen abwirft) mit Inflation an Wert verliert.<sup>7</sup> Aus dieser Interessenkonstellation ergeben sich dann wirtschaftspolitische Positionen unter Parteien und exekutiven Entscheidungsträgern (inklusive Zentralbanken), die sich nach links und rechts differenzieren lassen. Mit Blick auf die Ursachen für Entscheidungen für oder wider die Interessen unterschiedlicher Gruppen haben verschiedene Autor:innen Hibbs ergänzt: Parteien und Entscheidungsträger:innen achten nicht allein auf Präferenzen des Wahlvolks, sondern zudem auf die Interessen von Unternehmen und Kapitalgeber:innen, die über andere Kanäle als Wahlen

Einfluss nehmen – vor allem über ihre Kontrolle von Investitionsflüssen sowie Lobbying.<sup>8</sup>

Untersucht man nun Inflationskrisen und den Wandel von Geldpolitiken seit den 1970er-Jahren, so bietet der Fokus auf Verteilungskonflikte plausible Erklärungsansätze. Für die 1970er-Jahre lässt sich ein Zusammenhang zwischen steigendem Anteil von Arbeitseinkommen an der Wertschöpfung, zunehmenden Arbeitskonflikten bei sinkenden Produktivitätsraten und hochschnellender Inflation feststellen. Der Rückzug des Vollbeschäftigungsversprechens, Antigewerkschaftsmaßnahmen und Kapitalmarktliberalisierungen in vielen Staaten schwächten in der Folge die Position von Arbeiter:innen. Einige Zentralbanken nutzten die „Polykrise“ der 1970er-Jahre, die sich aus dem Zusammenbruch des Festwechsellkursregimes, den Steuerungsschwierigkeiten der Wirtschaftspolitik, der Ölpreiskrise und steigender Angst vor Kontrollverlust gegenüber dem Inflationsgeschehen zusammensetzte, um sich im Kampf um Prioritäten der Wirtschaftspolitik relativ einseitig auf die Seite der Inflationsbekämpfung zu schlagen – mit deutlichen Konjunktüreinbrüchen und Arbeitslosigkeit als Folge. Zum Teil wirkte die schwindende Machtposition von Arbeiter:innen als Möglichkeitsbedingung, zum Teil war sie Folge solch restriktiver Geldpolitik. Diese Konstellation verfestigte sich in den 1990er- und 2000er-Jahren, als stagnierende oder rückläufige Anteile von Arbeitseinkommen an der Wertschöpfung mit sinkenden Inflationsraten und wachsendem Prestige der Zentralbanken ob des vermeintlichen Erfolges ihrer Geldpolitik einhergingen.<sup>9</sup>

Die Quintessenz dieser sozialwissenschaftlichen Betrachtung von Inflation und Geldpolitik als politisches Konfliktfeld: Geldpolitik ist verteilungspolitisch nicht neutral und ein Bestandteil in dem größeren Zusammenhang von Regulierungen und Politiken, die Machtpositionen und Konfliktodynamiken im Wirtschaftsprozess beeinflussen. Trotz der generellen Plausibilität des Ansatzes bleiben allerdings einige Fragen offen. Da Inflationsdynamiken zumindest zeitweise selbstverstärkend verlaufen (etwa durch die erwähnte Lohn-Preis-Spirale) und volatile beziehungsweise rasant steigende Inflationsraten generelles Vertrauen in Regierungen und Entscheidungsträger unterminieren, ist es in der Tat eine in dem Ansatz ungelöste Problematik, wie solche Dynamiken wieder eingefangen werden können. Es ist kaum zu verneinen, dass sich hier Probleme für die Wirtschaftspolitiken der 1970er-Jahre ergaben, insbesondere in Ländern wie Großbritannien, wo expansive Nachfragepolitik auf intensive Arbeitskonflikte und massive Kreditausweitung im Haushaltssektor trafen.<sup>10</sup> Auf diese Probleme gaben dann erst die wachsende Arbeitslosigkeit

und Deindustrialisierungsprozesse, kombiniert mit vergrößerter Unabhängigkeit und Sichtbarkeit von Zentralbanken als Adressaten für Stabilitätserwartungen eine – wenn auch verteilungspolitisch problematische – Antwort (siehe folgender Abschnitt zu Zentralbankpolitiken als Vertrauens- und Erwartungskommunikation).

Außer Acht lässt die politökonomische Literatur zu Verteilungskonflikten ferner, dass Zentralbankpolitiken Ursachen und Wirkungen haben können, die nicht mit Bezug auf die klassische Konfliktlinie zwischen Arbeit und Kapital analysiert werden können. Man denke etwa an Maßnahmen der „quantitativen Lockerung“ (*quantitative easing*, kurz: „QE“) in den 2010er-Jahren, von denen Arbeitnehmer:innen, aber eben mehr noch die Kapitaleigentümer:innen auf den Aktien-, Immobilien- und Rentenmärkten profitierten.<sup>11</sup> Wesentlich zum Verständnis solcher und anderer geldpolitischer Maßnahmen ist auch ein genauerer Blick auf die spezifischen Steuerungsmethoden, deren differenzierte Wirkungen sich nicht erschöpfend mit der Unterscheidung von „restriktiv“ versus „expansiv“ verstehen lassen (siehe Abschnitt zu Zentralbanken als Banken des Finanzsystems unten). Ohne die entsprechenden Erkenntnisgewinne zu vernachlässigen, wende ich mich deshalb zwei weiteren sozialwissenschaftlichen Perspektiven zu.

## Zentralbankpolitiken als Vertrauens- und Erwartungskommunikation

In einem zweiten sozialwissenschaftlichen Forschungsstrang werden Probleme des Vertrauens und der Erwartungskoordination ins Zentrum gerückt. Ausgangspunkt hierfür ist die Überlegung, dass modernes Geld kein Gut, sondern eine soziale Institution darstellt. Wir verlassen uns darauf, dass an sich wertlose Kontoeinträge oder bedruckte Papierscheine zahlungsfähig machen, Preise objektivieren und Wert speichern können, weil sie zur Erfüllung dieser Funktionen kollektiv anerkannt und routinemäßig benutzt werden. Schon im frühen 20. Jahrhundert erkannten Soziologen wie Georg Simmel und François Simiand diese Eigenart des Geldes und betonten damit die Bedeutung und Problematik von Vertrauen. Die rasante Entstehung des modernen Kapitalismus ist aus dieser Sicht bedingt durch die Erzeugung systemischen Geldvertrauens, das dann Zahlungsprozesse mit Geld zu generalisieren und Zahlungsfähigkeit über Geldschöpfung zu generieren erlaubte. Die mittlerweile verbreitete Erkenntnis, dass nahezu alles in Zirkulation befindliche Geld aus nichts weiter als Schulden

und Zahlungsverprechen privater Banken besteht, die Geld wiederum durch Kreditvergabe schöpfen (siehe dazu etwa den Beitrag von CAROLIN MÜLLER in diesem Band), hat diese frühen soziologischen Einsichten nochmals zugespitzt. Hinzu kommt ein Argument, das insbesondere die monetäre Ökonomik nach 1970 geprägt hat: Inflation ist in erheblichem Maße ein Erwartungsphänomen. Denn Akteur:innen auf Arbeits-, Produkt- und Finanzmärkten setzen ihre Preise in Abhängigkeit von Erwartungen über zukünftige Preisentwicklungen und erzeugen damit performativ die Preisentwicklung, die sie antizipieren. Zum Beispiel hängen Lohnforderungen wesentlich davon ab, wie viel Inflation von Arbeitnehmer:innen unterstellt wird, denn deren Hauptsorge ist die Erhaltung ihrer Kaufkraft.

Wie entsteht monetäres Vertrauen, und wie wird es zerstört? Woraus speisen sich Erwartungen bezüglich der Preisentwicklung? Vertrauens- und Erwartungsdynamiken sind ein Kernforschungsgebiet der Soziologie.<sup>12</sup> Ausgangspunkt dieser Forschung ist die Überlegung, dass Vertrauen und Erwartungen nur entstehen, wenn Akteur:innen bereit sind, ohne vollständige Informationen und oft auch ohne zuverlässige Wahrscheinlichkeitseinschätzungen gewisse zukünftige Entwicklungen und Zustände zu unterstellen. Wenn wir Vertrauen schenken und Erwartungen bilden, lassen wir uns auf Annahmen ein, die sich als falsch herausstellen können. Deshalb sind Anhaltspunkte, symbolische Gesten, aber auch Techniken zur Erzeugung imaginativer Zukünfte (Prognosen et cetera) entscheidende Faktoren bei der Erzeugung oder auch Zerstörung von Erwartungen und Vertrauen.<sup>13</sup> Bedeutung erlangen diese vertrauens- und erwartungsbildenden Elemente darüber, dass sie in größeren sozialen Kontexten über Kommunikationsprozesse erzeugt und geteilt werden. An beobachteten Verhaltensanzeichen (zum Beispiel eine Personenschlange vor einer Geschäftsbank) oder der Popularität bestimmter Zukunftsnarrative können wir reflexiv ablesen, von welchen Zukünften andere Akteur:innen ausgehen, und lassen uns deshalb auf diese ein.

Für Geldvertrauen und -erwartungen ist dies entscheidend, denn Zahlungsfähigkeit und Geldwert werden durch die Erwartungen und Handlungen der von uns beobachteten Wirtschaftsteilnehmer:innen überhaupt erst erzeugt. Zur Unterstreichung der Fiktionalität und kommunikativen Dimension dieser Vertrauens- und Erwartungsprozesse hat der Wirtschaftswissenschaftler André Orléan den Begriff von kollektiven monetären Glaubensvorstellungen eingeführt.<sup>14</sup> Diese fiktionalen und sozialen Aspekte von Vertrauens- und Erwartungsproduktion hängen eng mit einem weiteren Punkt zusammen: Da Vertrauens- und

Erwartungsdynamiken auf Unsicherheit aufbauen und von Orientierungsmarken mit unvollständigem Informationswert beeinflusst sind, verlaufen sie über relativ abrupte Wechsel zwischen Stabilität und Instabilität. Zum Beispiel kann nach einer Serie von Negativanzeichen, die von Wirtschaftsteilnehmenden zunächst ignoriert wurden, bei einem weiteren solchen Anzeichen die Stimmung plötzlich kippen. Vertrauen in eine Währung schwindet rapide oder Erwartungen erhöhter Inflationsraten stellen sich innerhalb kurzer Zeit ein.

Die Geldgeschichte bietet zahlreiche Beispiele für solche Dynamiken. Man denke daran, wie der schottische Bankier John Law Anfang des 18. Jahrhunderts in Frankreich erstmals Papiergeld in Umlauf brachte, indem er hohe Gewinne aus Überseekolonien in Aussicht stellte („Mississippi Bubble“). Der rasante Anstieg von Preisen und ein dramatischer Wertverlust der Aktien des Überseeunternehmens zerstörten jedoch für lange Zeit das Vertrauen der Franzosen: Französinnen, mit Papierscheinen bezahlen und Wert speichern zu können. André Orléan nennt ein weiteres Beispiel aus der französischen Geschichte: Nach dem Ersten Weltkrieg litt Frankreich an chronischer Überschuldung. Die Regierungen in dieser Phase mussten sich mehrfach bei der Zentralbank, der Banque de France, refinanzieren. Die Öffentlichkeit interessierte sich in diesem Kontext vor allem für eine Zahl, an der sie die Stabilität oder Instabilität der Geldordnung ablas. Dieses wirkmächtige Symbol war das Volumen an in Zirkulation befindlichen Papiernoten. Inflation wurde gleichgesetzt mit dieser Statistik, die auch von der Presse und Expert:innen intensiv beobachtet wurde. Die 1924 gewählte linke Regierung stürzte nach nur einem Jahr im Amt, weil die entsprechende Statistik eine als exzessiv wahrgenommene Ausweitung anzeigte; schnell kam es zu einer Geldkrise.

In den vergangenen Jahren hat sich eine breitere Forschung um die spezifische Rolle von Zentralbanken in diesen Vertrauens- und Erwartungsdynamiken entwickelt. Insbesondere seit dem Zusammenbruch des Festwechsellkursystems von Bretton Woods 1973 sind Zentralbanken ins Zentrum der Aufmerksamkeit gerückt, und Wirtschaftsakteur:innen beobachten vor allem die Entscheidungen und Mitteilungen dieser Institutionen, um Erwartungen über Inflations- und Konjunkturentwicklungen zu bilden. Dies ist in extremem Maße auf den Finanzmärkten der Fall, wo Teilnehmer:innen explizite Wetten auf die Zinsentscheidungen der Notenbanken eingehen; aber auch bei Tarifverhandlungen schauen Akteur:innen genau auf die Entscheidungen, Ankündigungen und Prognosen von Zentralbanken. Ein wesentlicher Wandel – eine „stille Revolution“, so der Wirtschaftswissenschaftler Alan Blinder – besteht

nun darin, dass Zentralbanken ihre eigene Bedeutung in monetären Vertrauens- und Erwartungsdynamiken explizit berücksichtigen und diese mit verschiedenen Methoden zu beeinflussen oder gar zu steuern versuchen.<sup>15</sup> Hierfür hat sich ein ganzer Komplex von Techniken des Erwartungsmanagements entwickelt, der mit der systematischen Beobachtung von Erwartungen und ihrer Berücksichtigung in Prognosemodellen beginnt und über die Etablierung erwartungssteuernder sowie vertrauensstiftender Entscheidungsverfahren bis hin zu strategischer öffentlicher Kommunikation reicht.

Die Entwicklung und Verbreitung von Erwartungsmanagement scheint eine Erfolgsgeschichte darzustellen. Der Sozialanthropologe Douglas Holmes argumentiert, dass die Deutsche Bundesbank mit der Einführung eines Programms der Geldmengensteuerung bereits Ende 1974 ein Experiment in explizitem Erwartungsmanagement begann.<sup>16</sup> Die Ankündigung von jährlichen Geldmengenzielen sollte kommunizieren, dass die Bundesbank die Inflationskontrolle vor anderen Zielen priorisierte und ihre Entscheidungen konsequent an diesem Ziel auszurichten beabsichtigte. Dabei diente nach Holmes die Sprache des Monetarismus, der zu dieser Zeit vor allem von Milton Friedman propagiert wurde, rhetorischen Zwecken, weil Monetarismus simple Kausalitäten zwischen gesteuerter Geldschöpfung und Inflationsentwicklung unterstellt und so die Inflationsbekämpfung von anderen wirtschaftspolitischen Aspekten symbolisch abschirmt. Interne Organisationsprozesse in der Bundesbank sowie ihre genaue Justierung von Transparenz und Geheimhaltung legen nahe, dass die deutschen Zentralbanker Erwartungen zu einem expliziten Gegenstand ihrer politischen Interventionen machten.

Die eigentliche „Erwartungsrevolution“ kam aber in den meisten Ländern erst in den 1990er-Jahren mit der Durchsetzung von Zinssteuerung zur Erreichung oftmals explizit formulierter Inflationsziele – dem *inflation targeting*.<sup>17</sup> Drei Faktoren kamen hier zusammen: Erstens legte die sich damals zum Mainstream entwickelnde neoklassische Wirtschaftstheorie nahe, dass Inflationserwartungen den entscheidenden Mechanismus im Preis- und Konjunkturgeschehen ausmachten; zweitens hatten Expansionsprozesse und Innovationen auf Finanzmärkten die Bedeutung von Inflations- und Zinserwartungen massiv gesteigert; und drittens hatten Zentralbanker:innen, manchmal zufällig und manchmal planvoll, Instrumente entdeckt, mit denen sie Inflationserwartungen direkt, anstatt über den Umweg von Geldmengenzielen, beeinflussen zu können glaubten. Diese Instrumente bestanden wiederum aus drei Komponenten: erstens der Definition eines Inflationsziels; zweitens der Veröffentlichung

regelmäßiger Vorhersagen des von der Zentralbank erwarteten Inflationsgeschehens; und drittens der Einführung von internen Verfahren, die Entscheidungen über Zinsen im Geldmarkt systematisch an den eigenen Vorhersagen der Zentralbank orientierten, im Sinne eines Gegensteuerns bei Abweichungen von den ausgegebenen Zielgrößen. Das entscheidende Zeichen des Erfolgs für dieses *inflation targeting* bestand in der Verankerung langfristiger Inflationserwartungen, die selbst im Fall von Abweichungen der *tatsächlichen* Inflationsentwicklung von den Zielgrößen bei nahe zwei Prozent verharren.

In jüngster Zeit mehren sich jedoch die Zweifel an dieser Erfolgsgeschichte und führen zu einer Neureflexion über die Bedeutung von Erwartungen und Vertrauen in der Geldpolitik. So gibt es kaum eine plausible Theorie und fast keine empirische Evidenz dazu, wie genau sich Erwartungen in das tatsächliche Inflationsgeschehen übersetzen. Es könnte gut sein, wie jüngst eine Studie nahelegte, dass die Kausalität andersherum verläuft oder sich zumindest wesentlich komplexer darstellt.<sup>18</sup> So könnte es sein, dass ab spätestens den 1990er-Jahren von der Geldpolitik nur geringfügig beeinflusste strukturelle Faktoren, etwa der beschriebene Verlust von Verhandlungsmacht aufseiten der Arbeitnehmer:innen, die Flutung der Weltmärkte mit günstigen chinesischen Produkten oder der demografische Wandel, zu Deflationstendenzen führten. Nachdem Finanzmarktakteur:innen, Arbeitnehmer:innen und andere diese Tendenzen erfahren und beobachtet hatten, passten sie mutmaßlich ihre Inflationserwartungen an. Unter gegebenen Umständen schien es für Wirtschaftsteilnehmer:innen unwahrscheinlich, dass sich Inflationskräfte freisetzen. Zentralbanken, die die Verankerung niedriger Inflationserwartungen als Erfolg ihres Erwartungsmanagements reklamierten, profitierten in Wirklichkeit von dieser Übersetzung struktureller Faktoren in ein verändertes Erwartungsklima.

Zu dieser skeptischen Perspektive passt jedenfalls, was wir in den 2010er- bis frühen 2020er-Jahren beobachten konnten: Nach der Weltfinanzkrise von 2008 und in der darauffolgenden Großen Rezession bestand ein Hauptziel von Zentralbanken darin, die auf unter zwei Prozent abgesackten Inflationserwartungen und -raten wieder auf die Zielwerte zu heben. Doch dies gelang über lange Strecken nicht, weil Marktteilnehmende andauernde Deflationstendenzen erwarteten. Auch Prognosen über die tatsächliche Inflationsentwicklung, die aus den neoklassischen Modellen der Zentralbanken hervorgingen und als Orientierungsmarken der Geldpolitik dienten, erwiesen sich regelmäßig als falsch. Trotz hoher Beschäftigungsgrade blieben Teuerungsraten deutlich unter zwei Prozent. Als die Inflation schließlich zunahm, geschah dies plötzlich

und als Ergebnis realökonomischer Impulse, insbesondere aufgrund von Lieferkettenunterbrechungen und rasant gestiegenen Energie- und Rohstoffpreisen. In der Folge veränderte sich auch das Erwartungsklima, und dies mit einer Dynamik, die sich kaum durch ausgegebene Inflationsziele oder öffentliche Verlautbarungen einfangen ließ.

Diese Erfahrungen regen vor allem Zweifel an Theorien, in denen Erwartungen als unabhängige kausale Variablen begriffen werden, die sich als Informationsverarbeitungs- und Optimierungsfunktionen ausdrücken lassen. Zudem haben die vergangenen Jahre deutlich gezeigt, dass der lange Zeit vorherrschende Optimismus gegenüber technokratischem Erwartungsmanagement fehl am Platz ist. Sofern die Koordination von Erwartungen gelingt, liegt dies vor allem daran, dass Zentralbanken sich Institutionen und Machtstrukturen nutzbar machen, die eine entsprechende Koordination begünstigen. Ein prominentes Beispiel hierfür ist die Bundesbank, deren Monetarismus maßgeblich davon abhing, dass insbesondere die Gewerkschaften, aber auch die öffentliche Hand Warnungen der Notenbank bezüglich der Geldpolitik bei Lohnverhandlungen und Ausgabenentscheidungen berücksichtigten. Die Bundesbank profitierte also vom deutschen Korporatismus und nutzte diesen für eine spezifische Form des Erwartungsmanagements, das anderswo – aufgrund des Fehlens entsprechender Institutionen – misslang.<sup>19</sup> Demgegenüber entwickelte sich in den USA und in anderen Ländern eine alternative, auf Finanzmärkte ausgerichtete Version von Erwartungsmanagement, die an die hegemoniale Stellung dieser Märkte im Wirtschaftsgeschehen anknüpfte. Die Sorge der Notenbanker:innen galt den beobachtbaren oder antizipierten Reaktionen von Marktteilnehmenden auf ihre Entscheidungen und Ankündigungen. Marktakteur:innen konnten unterstellen, dass Zentralbanken auf ihre Erwartungen (vorausgehend) reagieren. Dieses Koordinationsspiel herrschte in den 1990er- und 2000er-Jahren vor, mit dem Preis der Ausblendung von fundamentalen Unsicherheiten, wie sie spätestens seit der Corona-Pandemie und mit Russlands Angriffskrieg gegen die Ukraine wieder ins Bewusstsein getreten sind.

## Zentralbanken als Banken des Finanzsystems

Bei allen Erkenntnisgewinnen aus den genannten sozialwissenschaftlichen Ansätzen gibt es einen merkwürdigen blinden Fleck sowohl in der Literatur zu Verteilungskonflikten als auch in der Diskussion um Vertrauen und Erwartungsmanagement. Dieser besteht darin, dass die Eigenheit von Zentralbanken

als *Banken* wenig Berücksichtigung findet. Für die Verteilungskonflikt-Literatur ist zwar entscheidend, dass Zentralbanken von gewählten Regierungen unabhängig sind; das besondere Ohr der Zentralbanken für die Interessen von Eigentümer:innen und Manager:innen von Kapital begünstigt dieser Literatur zufolge Politiken, die eher Inflationsbekämpfung als Beschäftigungsförderung priorisieren. Für diese politischen Präferenzen ist nun jedoch unerheblich, dass Zentralbanken selbst wiederum Banktransaktionen durchführen und eine Bankbilanz aufweisen. Gleichfalls wird in der Literatur zu Erwartungsmanagement zwar auf die wachsende Bedeutung von Finanzmärkten als primäres und privilegiertes Publikum von Zentralbankmitteilungen eingegangen, mit der Betonung von Kommunikation als eigentlichem Steuerungsinstrument wird aber gerade die operative Dimension von Zentralbankpolitik und die Verankerung der Organisationen im Finanzsystem vernachlässigt.<sup>20</sup>

Mit einem historischen Blick ist aber wohl kaum zu übersehen, dass Zentralbanken zunächst einmal als Banken entstanden, ohne dass ihnen klare wirtschaftspolitische Aufgaben wie Inflationskontrolle zukamen. Die bis Mitte des 19. Jahrhunderts gegründeten Zentralbanken fungierten primär als Hausbanken für Regierungen zur Finanzierung von Kriegen unter Involvierung (und Privilegierung) privater Finanzeliten.<sup>21</sup> Spätere Gründungen oder Umwandlungen aus Geschäftsbanken waren durch zwei Dynamiken geprägt: der Zentralisierung von Notenausgabe und der kontrazyklischen Kreditvergabe während Finanzkrisen, vor allem an andere Bankinstitute (*lender of last resort*).<sup>22</sup> Von modernem Zentralbankenwesen spricht man ab dem späten 19. Jahrhundert, als die allermeisten Zentralbanken ihre primäre Rolle als Refinanzierungsbank für andere Banken entwickelt und sich damit vom kommerziellen Bankengeschäft differenziert hatten.<sup>23</sup> Einhergehend mit dieser spezifischen Rolle war unter den Akteur:innen in Zentralbanken bis weit ins 20. Jahrhundert die Auffassung verbreitet, sich an Aufgaben, Praktiken und Rationalitäten des Finanzwesens zu orientieren, anstatt in wirtschaftspolitischen Begriffen zu denken.<sup>24</sup>

Nicht nur aus historischen, sondern auch aus systematischen Gründen ist diese Verankerung im Finanzsystem und die Rolle von Zentralbanken als Bankiers für Geschäftsbanken sowie Staaten von Interesse. Denn erstens bilden Kredit- und Bilanzgeschäfte die Basis für jedwede politische Intervention vonseiten der Zentralbanken – darin unterscheiden sie sich grundlegend von anderen staatlichen Behörden. Deshalb muss selbst in Analysen, die sich für die realwirtschaftlichen Aspekte von Zentralbankpolitik (also Inflations- und Konjunktursteuerung) interessieren, danach gefragt werden, welche Möglichkeiten

und Grenzen sich aus dieser operativen Grundlage des Zentralbankwesens ergeben. Zweitens lassen sich aber unter Berücksichtigung der strukturalen Positionen und Operationen von Zentralbanken auch Aufgaben, (latente) Leistungen sowie (nicht intendierte) Effekte von Zentralbankpolitik in den Blick nehmen, die in den üblichen Diskussionen um Geldpolitik wenig Beachtung finden. In diesem Zusammenhang ist es plausibel zu unterstellen, dass die Kreditoperationen von Zentralbanken Auswirkungen sowohl im finanziellen wie auch im realwirtschaftlichen Bereich haben. Dies steht der üblichen Denkweise der Ökonomik entgegen, die dem sogenannten Tinbergen-Prinzip folgend davon ausgeht, dass die Instrumente der Wirtschaftspolitik jeweils nur *einem* Zweck (etwa die Zinssteuerung der Inflationskontrolle) dienen (sollten).

Der erste Punkt, die Bedingtheit von Geldpolitik durch die operativen Möglichkeiten von Zentralbanken, lässt sich mit dem Begriff *infrastruktureller Macht* grundsätzlicher fassen. Dieser vom Soziologen Michael Mann eingeführte Begriff drückt aus, dass sämtliche Staaten, vor allem aber die liberalen westlichen Demokratien, sich über die Ausweitung von Sphären mehr oder weniger freiwilliger Gefolgschaft entwickelt haben. Die Androhung und tatsächliche Ausübung von Gewalt zur Durchsetzung von politischen Entscheidungen und Gesetzen treten immer mehr in den Hintergrund. Stattdessen knüpfen Staaten ein Band der Macht mit Bürger:innen, indem sie Routinen und Interessenverfolgungen dieser Akteur:innen so lenken, dass politische Zwecke mit-erfüllt werden. Das geregelte gesellschaftliche und insbesondere wirtschaftliche Geschehen stellt also diejenigen Infrastrukturen bereit, die Machtausübung ermöglichen. Im Umkehrschluss gibt dies Bürger:innen stärkeren Einfluss auf die Möglichkeiten und Grenzen staatlicher Politik.<sup>25</sup>

Obwohl Mann bei der Entwicklung dieses Begriffs Zentralbanken gar nicht im Blick hatte, sind diese wie kaum eine andere staatliche Einheit vom Aufbau und Einsatz infrastruktureller Macht abhängig. Denn nicht nur ihr Erwartungsmanagement, sondern auch ihre Kreditgeschäfte setzen darauf, dass andere Akteur:innen aus Interesse und/oder Gewohnheit ihre Handlungen mit den Notenbanken koordinieren. Zwar können Zentralbanken Vorschriften für Mindesteinlagen der Banken bei ihnen definieren und dann die Konditionen bestimmen, unter denen sich Banken diese Einlagen leihen (mit welchen Sicherheiten und zu welchem Zinssatz). Doch spielen Mindestreservevorschriften heutzutage kaum noch eine Rolle; die Nachfrage nach Reserven (also der Einlagen von Geschäftsbanken bei der Zentralbank) ergibt sich primär aus den sich ändernden Liquiditätssituationen der Banken und den Konditionen auf dem privaten Geldmarkt.

Die stabile Umsetzung von Geldpolitik setzt deshalb eine enge Verzahnung von Zentral- und Geschäftsbanken, öffentlichen Interventionen und privaten Liquiditätspraktiken voraus. Noch wichtiger ist jedoch, dass Zentralbanken mit ihren Kreditgeschäften oftmals nur die Konditionen für eine sehr kurzfristige – größtenteils eintägige – Liquiditätsversorgung der Banken direkt kontrollieren. Sowohl Geldmarktbedingungen, die für das wachsende Finanzsystem jenseits des formellen Bankensektors von Bedeutung sind, als auch die Konditionen für längerfristige Kredite, etwa für Unternehmen oder Haushalte, kontrollieren Zentralbanken nicht unmittelbar. Deshalb sind Zentralbanken essenziell darauf angewiesen, dass sich ihre kurzfristigen Refinanzierungsbedingungen für Banken nach stabilen Mustern in breitere Geldmarktsätze und längerfristige Kreditbedingungen übersetzen. Hierfür sind die Strukturen und Praktiken in Finanzsystemen entscheidend, die diejenigen Infrastrukturen bereitstellen, aus denen Zentralbanken ihre geldpolitische Steuerungsmacht gewinnen.

Wie die spezifische infrastrukturelle Macht von Zentralbanken ihre Steuerungsmöglichkeiten prägt, lässt sich mit Beispielen erfolgreicher und gescheiterter Geldpolitik seit den 1970er-Jahren zeigen. In Deutschland etwa gelang es ab Mitte der 1970er-Jahre, mit der Bekanntgabe von Geldmengenzielen die Inflation in den Griff zu bekommen, weil die Bundesbank von relativ stabilen Bedingungen zur Beeinflussung makrofinanzieller und ökonomischer Prozesse profitierte. Das auf Universalbanken fußende Finanzsystem in Deutschland diente als Infrastruktur zur Übersetzung von Änderungen kurzfristiger Refinanzierungskonditionen in langfristige Kreditvergabe und Sparverhalten, mit erwartbaren Effekten auf Nachfrage und Investitionen. In Großbritannien hingegen scheiterten entsprechende Steuerungsversuche in den frühen 1970er-Jahren unter anderem auch deshalb, weil gleichzeitig mit Versuchen der Geldmengenkontrolle Banken ihre Geschäfte massiv im Bereich der Konsumenten- und Immobilienkredite ausweiteten und in die unregulierten Eurodollar-Märkte einstiegen (siehe dazu den Beitrag von ANDREA BINDER in diesem Band). Dies unterminierte die Regelmäßigkeiten zwischen Liquiditätsverhalten der Banken, Geldmärkten und allgemeinen Kreditkonditionen, auf die die Bank of England zur Justierung ihrer Interventionen angewiesen war. In den 1990er-Jahren zeigte sich dann aber für die Bank of England ein neues Muster, das ihre Erfolge mit der damals eingeführten Strategie des *inflation targeting* untermauerte: Durch die Liberalisierung und stärkere Verzahnung von Geldmärkten sowie die stark angestiegene Verschuldung privater Haushalte ergaben sich neue Möglichkeiten, über die kontrollierte, von den Märkten erwartbare Änderung von Zinsen makroökonomische Nachfrage

zu steuern. Auch für die US-amerikanische Federal Reserve erwiesen sich die Ausweitung des Schattenbankensystems und die wachsende Abhängigkeit der Wirtschaft von Kreditwachstum und Wertsteigerungen von Vermögengiteln als Quellen wachsender infrastruktureller Macht. Das große Prestige und die zunehmende Bedeutung von Zentralbanken in den 1990er- und 2000er-Jahren hatten also auch mit ihren spezifischen infrastrukturellen Beziehungen zu expandierenden, marktförmigen Finanzsystemen zu tun.<sup>26</sup>

Da Zentralbanken auf Verbindungen mit dem Finanzsystem angewiesen sind und operativ mit diesem System interagieren, haben ihre Interventionen aber auch immer Effekte innerhalb dieses Systems – und dies jenseits der Frage, ob diese Effekte Resultate expliziter regulatorischer Bemühungen oder Nebeneffekte von Maßnahmen zur Verfolgung anderer Ziele sind. Im frühen Zentralbankwesen des 19. Jahrhunderts tauchte diese Problematik vor allem mit Bezug auf Kreditzyklen und -krisen auf. Wollten Zentralbanker:innen verhindern, dass Geschäftsbanken sich zu stark auf den Zugang zu Notenbankliquidität in Krisenzeiten verließen und deshalb womöglich in guten Zeiten bereit waren, ihre Bilanzen zu schnell und mit riskanteren Krediten auszuweiten, so mussten sie entsprechende Vorkehrungen treffen. Diese konnten in der Eingrenzung der akzeptierten Sicherheiten oder in kontrazyklischer Zinspolitik bestehen – in Expansionsphasen sorgte man für eine Drosselung der Kreditvergabe durch höhere Refinanzierungskosten.

Doch diese regulatorischen Ansätze und Aufsichtspraktiken kamen vor allem aus der Pragmatik des Bankwesens und fanden keinen rechten Platz in den Zentralbankpolitiken des 20. Jahrhunderts.<sup>27</sup> Eine mangelnde Auseinandersetzung mit Regulierungs- und Aufsichtsfragen fiel bis in die 1970er-Jahre allerdings kaum ins Gewicht, weil sich die Bankensysteme in der Nachkriegszeit ohnehin als relativ stabil erwiesen. Fördernd waren sicherlich die positiven gesamtwirtschaftlichen Umstände, aber auch die erheblichen Einschränkungen und Begrenzungen für Banken. So wollten Staaten in der Nachkriegszeit den Kapitalverkehr einschränken, um Kapital in der Aufbauphase im Land zu behalten. Ferner spielten in Großbritannien und anderswo Regulierungen eine wichtige Rolle, die Banken dazu veranlassten, die Staatsfinanzierung zu unterstützen. Dadurch bildeten sich große Bestände quasi ausfallsicherer Vermögen auf den Bankbilanzen, die von den Notenbanken als Sicherheiten für Refinanzierungszwecke akzeptiert wurden.<sup>28</sup> Die „finanzielle Repression“ der Nachkriegszeit, die auch von Zentralbanken mitgetragen wurde, erzeugte demnach Finanzstabilität als weitgehend ungeplanten Nebeneffekt.

Ab den 1970er-Jahren löste sich allerdings diese Konstellation auf und Zentralbanken blieben eine neue, an die Umstände angepasste Antwort auf die Regulierungs- und Aufsichtsfragen schuldig. Risiken in Finanzsystemen nahmen erheblich zu. Kreditschöpfung und die Übernahme von Schuldentiteln in Bankbilanzen weiteten sich auf riskantere Bereiche, vor allem das Hypothekarwesen, aus. Auch die Finanzierung dieser Positionen änderte sich: Die relative Bedeutung von Kundeneinlagen (auf Giro- und Sparkonten) nahm ab und die Volumina auf verschiedenen Geldmärkten, wie Eurodollar, beliebige Kredite (*repurchase agreements*) oder für kurzfristige Schuldscheine (*commercial paper*) wuchsen massiv. Zudem mischten in immer stärkerem Maße solche Akteure im Kreditgeschäft mit, die gar keine direkten Refinanzierungsmöglichkeiten bei Zentralbanken hatten – etwa Geldmarktfonds oder von den Banken aufgesetzte spezielle Investitionsvehikel (*special purpose vehicles*). Im Lauf dieser Entwicklungen wurden dann Schritt für Schritt jene Regulierungen und Einschränkungen abgebaut, die das Kreditgeschäft bis in die 1970er-Jahre in Grenzen gehalten hatten. Gleichzeitig rückte in dieser Phase für Zentralbanken das Inflationsproblem ins Zentrum. Die Legitimation der Geldhüter:innen hing nun vor allem daran, die hohen Teuerungsraten nach dem Ölpreisschock 1973 in den Griff zu bekommen. Die Frage, wie der traditionellen Bedeutung von Zentralbanken in der Regulierung des Finanzsystems in dieser neuen Konstellation höherer Risiken Rechnung getragen werden könnte, wurde unter den Tisch fallen gelassen. Wichtig war von nun an, dass Finanzsysteme so funktionierten, dass sie die Inflationskontrolle unterstützten. Finanzstabilität hingegen wurde auf die Frage der Kapitalausstattungen von Banken reduziert und in den meisten Ländern aus dem Aufgabenkreis der Zentralbanken herausgelöst. Während also explizite Regulierung und Aufsicht vom Kerngeschäft der Zentralbanken entkoppelt wurde, übten die Geldpolitiker:innen ihren Einfluss auf das Risikoverhalten und die Strukturen im Finanzsystem mit Blick auf ihre eigenen wirtschaftspolitischen Ziele aus, ohne dabei finanzpolitische Verantwortung für die Nebeneffekte zu übernehmen.

Deutschland bildete bis in die 1990er-Jahre in dieser Hinsicht einen Ausnahmefall. Dies nicht deshalb, weil die Bundesbank per se stärkere Regulierungsambitionen als andere Zentralbanken hatte. Vielmehr führte der von ihr praktizierte Monetarismus – der Versuch der Geldmengensteuerung – dazu, dass sie auf die Stabilität des deutschen Finanzsystems mit Universalbanken baute. Deshalb unterband sie die Einführung neuer Geldmarktinstrumente und setzte relativ strenge Liquiditätsvorschriften durch. Beim *inflation targeting* hingegen waren die Zentralbanker:innen auf ganz andere Strukturen im Finanzsystem

angewiesen. Nun ging es darum, bei der Entwicklung und Konsolidierung von Märkten zu helfen, die möglichst sensibel und schnell auf die Zinssignale der Notenbanken reagierten und diese Signale effektiv in Vermögenspreise und längerfristige Finanzierungsbedingungen übersetzten. Zentralbanken, die dem *inflation targeting* folgten, setzten sich deshalb für den Ausbau der Geldmärkte und ihre stärkere Integration ein. Dies hatte dann erneut unbeabsichtigte Effekte für die Finanzstabilität – in diesem Fall allerdings weniger günstige als in der Nachkriegszeit oder beim Beispiel des deutschen Monetarismus. Banken und andere Finanzakteure gingen dazu über, sich in immer stärkerem Maße auf das Funktionieren eines hochintegrierten, globalen Geldmarktsystems zu verlassen. Allein im Zeitraum von 2000 bis 2007 verdoppelte sich das Volumen der Vermögenstitel auf den Bilanzen von US-amerikanischen Investmentbanken, die durch sehr kurzfristige Schulden auf dem Geldmarkt finanziert waren. Diese Finanzierungsmethoden erwiesen sich als fatal, denn mit einem Rückgang der Vermögenswerte und wachsendem Misstrauen verschwand im Zeitraum 2007/08 auch relativ schnell die zuvor angewachsene Liquidität. Geldmärkte brachen gänzlich zusammen oder boten nur noch Finanzierungsbedingungen, die für die Schuldner nicht zu erfüllen waren. Dies rief dann unweigerlich die Zentralbanken auf den Plan, weil sie die einzigen Organisationen sind, die in diesen Situationen entgegen dem Abwärtstrend allgemein akzeptierte Liquidität über Reserveschöpfung erzeugen und bereitstellen können.

In der Folge der Weltfinanzkrise 2008 gab es denn auch einige kritische Analysen zur Trennung von Zentralbankpolitik und Regulierungsverantwortlichkeiten. Einige Autor:innen zeigten den Einfluss von Zentralbanken auf Finanzmarktbedingungen auf und reartikulierten die alte Frage, wie die Rolle der Notenbanken als Kreditgeber der letzten Instanz so ausgestaltet werden könnte, dass Fehlanreize vermieden würden.<sup>29</sup> Allerdings führten diese Diskussionen nicht dazu, dass den Interdependenzen von Geldpolitik, Finanzaufsicht und -regulierung stärkere institutionalisierte Aufmerksamkeit geschenkt wurde. Stattdessen etablierte sich relativ schnell der Konsens, dass zwar neue Regulierungsziele und -methoden eingeführt werden müssten, dass diese aber getrennt von der Geldpolitik institutionalisiert werden sollten. Unter dem Stichwort „makroprudentielle Regulierung“ hat sich seitdem ein neuer Aufgabenbereich etabliert, der zwar oftmals in Zentralbanken angesiedelt ist, aber von der eigentlichen Geldpolitik abgeschirmt wird.<sup>30</sup>

Die Ironie dieser Entwicklung liegt darin, dass Zentralbanken seit 2008 Programme eingeführt haben, die die unterstellte und organisatorisch

festgeschriebene Trennung von Finanzmarktpolitik und makroökonomischer Steuerung noch zweifelhafter macht. Quantitative Lockerungen – großangelegte Aufkäufe öffentlicher und privater Anleihen – sind zugleich Geld- und Finanzmarktpolitik, ohne dass Zentralbanker:innen diese Verquickung eingestehen. Dies zeigt sich schon an der Entstehungsgeschichte dieser Interventionstechniken: Die US-amerikanische Notenbank weitete ihre Bilanz bereits im Herbst 2008 durch verschiedene Liquiditätsprogramme für Banken, Geldmarktfonds, Teilnehmer auf dem Markt für kurzfristige Schuldscheine und schließlich für Halter von riskanten Vermögengstiteln wie Hypotheken und Konsumentenkrediten massiv aus. Vor der Insolvenz der Investmentbank Lehman Brothers betrug das Bilanzvolumen der Federal Reserve (Fed) 924 Milliarden US-Dollar, im Dezember desselben Jahres, also nach der Lehman-Pleite, bereits 2 262 Milliarden. Auch operativ verschob sich die Grenze durch diese Kriseninterventionen. Bereits mit ihrem Programm zur Unterstützung des Hypothekar- und Konsumentenkreditmarktes begann die Fed, Papiere direkt auf dem Markt zu kaufen, anstatt sich auf die Refinanzierung der Geschäftsbanken zu beschränken. Die Ausweitung dieser Vermögengstitelkäufe im Dezember 2008 mit dem expliziten Ziel der Verbesserung von allgemeinen Kredit- und Marktbedingungen – die offizielle Bekanntgabe von *quantitative easing* – war dann nur ein kleiner nächster Schritt.<sup>31</sup> Ähnliches lässt sich bei anderen Zentralbanken beobachten: Ihre Bilanzen wuchsen 2008/09 zunächst, um das Finanzsystem zu stabilisieren – in der Eurozone zudem, um das Ansteigen der Kreditkosten für südeuropäische Staaten, vor allem Italien, zu verhindern. Viele Akteur:innen wussten in dieser ersten Phase zunächst überhaupt nicht, wie man die Käufe makroökonomisch begründen könnte.

Doch auch nachdem sich ab circa 2012 der Fokus vom Finanzkrisenmanagement auf die Förderung von Beschäftigung und Wachstum verschob und makroökonomische Argumente für die Anleihenkäufe gefunden waren, blieben die Finanzmarktaspekte der Kaufprogramme unübersehbar. Denn der wesentliche Mechanismus, über den die Programme expansive Effekte auslösen sollten, bestand darin, die Risikowahrnehmungen und -einschätzungen von (vor allem professionellen) Anleger:innen zu beeinflussen. Diese sollten dazu gebracht werden, die von den Zentralbanken aufgekauften Anleihen durch ähnliche, aber riskantere Titel zu ersetzen. Die Idee war, dass diese Beeinflussung des Risikoverhaltens schließlich die Preise für eine große Bandbreite von Vermögengstiteln anheben würde, wodurch Haushalte mit Titeln in ihrem Bestand einen Vermögenszuwachs erfuhren. Gesamtwirtschaftliche Nachfrage sollte also auf dem

Wege boomender Finanzmärkte gefördert werden. Die Forschung hat denn auch gezeigt, dass Anleihenkaufprogramme in ihrer Effektivität von der Konjunktur der Märkte abhängen. Boomen diese sowieso schon, ist der Effekt von quantitativen Lockerungen gering; bei Verunsicherungen und (wahrgenommenen) Krisengefahren haben die Zentralbankinterventionen jedoch starke Wirkungen.<sup>32</sup>

Der allgemeinere Punkt, der durch die Politiken der vergangenen Jahre also nochmals allzu deutlich wird, ist, dass man die Verhaltensweisen von Zentralbanken, die Funktionsweisen von Geldpolitik und die (offiziell geleugneten) Verstrickungen von Geld- mit Finanzmarktpolitik besser versteht, wenn man die Rolle von Zentralbanken als Bankiers für andere (Schatten-)Banken in Rechnung stellt. Wesentliche Entwicklungen der Geldpolitik lassen sich zumindest teilweise aus den spezifischen Möglichkeiten heraus erklären, die sich für Notenbankler:innen innerhalb bestimmter Finanzsysteme ergeben. Zentralbankler:innen stellen gewöhnlich die makroökonomischen Konsequenzen ihrer Maßnahmen in den Vordergrund – ihren Beitrag zu Inflationsbekämpfung und stabilem Wachstum. Dies ergibt sich nicht nur daraus, dass sie mit diesen Aufgaben gesetzlich betraut sind, sondern auch aus den dominanten Denkweisen, die von makroökonomischen Theorien geprägt sind. Die Interdependenzen von Geldpolitik und Finanzpolitik werden weitestgehend ausgeblendet, um Entscheidungsprozesse mit Bezug auf gesetzliche Ziele und unterstellte Kausalzusammenhänge organisieren zu können. Dies ist verständlich, sollte aber Forscher:innen und kritische Beobachter:innen nicht davon abhalten, ihre Aufmerksamkeit auf die weiterhin ungelösten Interdependenzprobleme zu lenken.

## **Sozialwissenschaftliche Aufklärung als Korrektiv zu wirtschaftswissenschaftlichem Kontrollwissen**

Auf je eigene Weise zeigen die hier diskutierten Ansätze, wie man mit den Mitteln der Sozialwissenschaften Zentralbankpolitiken in größere Zusammenhänge stellen und tiefere Ursachen für ihren Wandel identifizieren kann. Aus der Perspektive von Verteilungskonflikten ist Geldpolitik ein Bestandteil von Wirtschaftspolitik – sie beeinflusst die konjunkturelle sowie längerfristige Entwicklung der Ökonomie und ihre Verteilungsstrukturen. Deshalb gibt es keine neutrale Geldpolitik. Es geht einerseits um die Frage, welche Interessen dominieren, und andererseits darum, Differenzen in den Effekten von restriktiven oder expansiven Interventionen auszumachen. Dabei zeigt sich aus einer

historischen und soziologischen Perspektive, dass Geldpolitik immer im Kontext zu sehen ist. Neben geldpolitischen Entscheidungen, die sich über Kredit-, Vermögens- und Wechselkursmechanismen auf Wachstum und Inflation auswirken, bestimmen nämlich auch weitere Politiken und Regulierungen sowie strukturelle Faktoren darüber, wie sich „Preiskämpfe“ entwickeln und wie Preisbildungen auf verschiedenen Märkten (etwa Arbeits- und Gütermärkten) miteinander zusammenhängen.

Die Quintessenz aus der Literatur zu Vertrauen und Erwartungen ist, dass Geldpolitik Bestandteil von Kommunikations- und Transaktionsprozessen ist, die mehr sind als die Summe von Einzelentscheidungen. Geteilte Narrative und Imitationsverhalten unter Wirtschaftsteilnehmenden sorgen dafür, dass sich Vorstellungen über den Wert des Geldes gesellschaftlich verbreiten. Zeiten von Stabilität sind Phasen, in denen sich hegemoniale Vorstellungen etablieren können. Elitenwissen, die in Institutionen eingeschriebenen Denkweisen und populäre Narrative erzeugen im Zusammenspiel spezifische Grundannahmen und Erwartungsschemata, nach denen Geld gedeutet und benutzt wird. In der Phase nach 1970 haben sich Zentralbanken zu aktiven Managern solcher hegemonialen Geldvorstellungen entwickelt und ihre Geldpolitiken in unterschiedlichen Konstellationen auf diesen Hegemonien aufgebaut. Allerdings zeigt sich in Krisenzeiten, wie wenig Kontrolle letztlich selbst Zentralbanker:innen über die dynamischen Veränderungen von Gelderwartungen und -vertrauen haben. Erwartungsmanagement erweist sich als impotent, wenn Machtstrukturen bröckeln (oder Konflikttuspitzungen herbeiführen), gesellschaftliche Institutionen versagen und bisherige populäre Narrative aufgrund inkongruenter Erfahrungen infrage stehen.

Zuletzt zeigt vor allem die historische, aber auch neuere soziologische und politikwissenschaftliche Forschung, dass man auch an einem ganz anderen Punkt ansetzen kann. Man fragt dann nicht nach den mit Wirtschaftspolitik einhergehenden Konflikten oder den Problemen der Herstellung von Geldvertrauen und Stabilitätserwartungen, sondern betrachtet Notenbanken als zentrale Bankinstitute innerhalb von Finanzsystemen. Eine solche Sichtweise offenbart Organisationen, die ihre Geldpolitiken maßgeblich danach ausrichten, welche Möglichkeiten und Grenzen sich ihnen aufgrund ihrer Beziehungen und Routinen mit finanzwirtschaftlichen Akteur:innen bieten. Sichtbar wird auch, dass die Kredit- und Bilanzgeschäfte der Zentralbanken vielschichtige Effekte haben und nicht selten latente Leistungen vollbringen, die weder in Ökonomiklehrbüchern noch in öffentlichen Verlautbarungen Erwähnung finden.

Die drei diskutierten Perspektiven verhalten sich komplementär zueinander. Man kann tiefere Einsichten in monetäre Entwicklungen und Geldpolitik dadurch gewinnen, dass man sie integriert. Beispielsweise ist die monetäre Krise in Großbritannien während der späten 1970er-Jahre nicht zu verstehen, wenn man die zugespitzten Lohnkonflikte in dieser Phase außer Acht lässt. Gleichzeitig begreift man nur, warum Margret Thatcher 1979 die Wahl zur Premierministerin mit einem Versprechen für rigorose Inflationsbekämpfung gewann, wenn man beachtet, dass bis weit in die Mittel- und Arbeiterschicht hinein die hohen Inflationsraten als Regierungs- oder sogar Staatsversagen wahrgenommen wurden und letztlich zu einem Vertrauensentzug gegenüber der amtierenden Regierung führten. Zuletzt kann eine genauere Analyse der sich damals dramatisch ändernden operativen Beziehungen zwischen der Bank of England und Geschäftsbanken darüber aufklären, warum die britische Zentralbank anstatt einer inflationssenkenden Geldpolitik eher darauf setzte, die Regierung zu Einsparungen bei den Staatsausgaben zu bringen. Die britischen Notenbanker:innen verfügten nämlich nach den gescheiterten Versuchen der Geldmengensteuerung zwischen 1970 und 1973 über kein konsistentes Konzept der Umsetzung von Geldpolitik unter den veränderten Bedingungen.

Im Unterschied zu einem Großteil der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur lässt sich durch die Synthese der genannten Perspektiven zeigen, wie stark Zentralbanken in ihren Zielen und Methoden von den spezifischen politischen, ökonomischen und finanziellen Bedingungen abhängig sind, innerhalb derer sie agieren. Damit zusammenhängend ergibt sich auch eine methodologische Stärke eines integrativen sozialwissenschaftlichen Ansatzes. Während Studien der Wirtschaftswissenschaften meist versuchen, lineare Kausalzusammenhänge aufzuzeigen, die sich für die Steuerungsmotive von Zentralbanken nutzbar machen lassen, können Arbeiten der Soziologie, Politik- und Geschichtswissenschaft kontextuell sensible Beschreibungen und Erklärungen anbieten sowie komplexen Kausalitäten Rechnung tragen, wie etwa dem Zusammenwirken heterogener Prozesse, der Erzeugung unbeabsichtigter Nebenfolgen oder dem Auftreten von Rückkopplungseffekten. Das Ethos dieser Forschung ist weniger die technokratische Beherrschung monetärer Prozesse, sondern die Bereitstellung von Analysen, die Beteiligte und Beobachter:innen in ihren aufklärerischen Interessen bestärken.

Insofern bietet die Phase, in der Zentralbankpolitiken ihre Langeweile verloren haben, auch eine Chance. Einerseits lassen sich überzogene Steuerungserwartungen an Zentralbanken und ihre Überhöhung als unpolitische

Instanzen sowie aus dem Geschehen herausgehobene Stabilitätsanker korrigieren. Dies könnte auch dazu führen, dass man sich bei der Suche nach Lösungen für Probleme unserer Gegenwartsgesellschaft (etwa der Erderwärmung) stärker auf andere Akteur:innen und Instrumente konzentriert. Andererseits bietet die sozialwissenschaftliche Explikation derjenigen Interessen, Zwänge und organisationalen Handlungslogiken, die gegenwärtiges Zentralbankwesen bestimmen, die Chance, darüber nachzudenken, wie diese Bedingungen so verschoben werden können, dass für die Gesellschaft bessere Ergebnisse zustande kommen. Ob und in welcher Form Veränderungen stattfinden sollen, ist natürlich eine politisch-demokratische und nicht eine wissenschaftlich zu beantwortende Frage. Die hier diskutierte Forschung bietet jedoch genügend Anlass dazu, sie zu stellen.

## Anmerkungen

- 1 Mervyn King, Balancing the Economic See-Saw, 14.4.2000, [www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2000/balancing-the-economic-see-saw](http://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2000/balancing-the-economic-see-saw), abgerufen am 16.3.2023.
- 2 Philip Hildebrand, Now is not the Time for Boring Central Bankers, 30.4.2012, <https://www.ft.com/content/5935095c-92aa-11e1-b6e2-00144feab49a>, abgerufen am 16.3.2023.
- 3 Max Weber, *Wirtschaft und Gesellschaft*, Tübingen 1976 [1921], S. 36.
- 4 John Harry Goldthorpe, The Current Inflation: Towards a Sociological Account, in: Fred Hirsch / John Goldthorpe (Hrsg.), *The Political Economy of Inflation*, London 1978, S. 186–216.
- 5 Douglas A. Hibbs, Political Parties and Macroeconomic Policy, in: *The American Political Science Review*, 71 (1977) 4, S. 1467–1487.
- 6 Zu einem Überblick über die entsprechende Diskussion in der Ökonomik siehe Brian Snowdon / Howard R. Vane, *Modern Macroeconomics: its Origins, Development and Current State*, Cheltenham 2005, S. 135 ff.
- 7 Siehe hierzu auch Luiz da Silva u.a., *Inequality Hysteresis and the Effectiveness of Macroeconomic Stabilisation Policies*, Bank for International Settlements, Basel 2022.
- 8 Zu einer frühen Diskussion dieser Mechanismen siehe Fred Block, The Ruling Class Does not Rule. Notes on the Marxist Theory of the State, in: *Socialist Revolution*, 33 (1977), S. 6–28.
- 9 Vgl. Mark Blyth / Matthias Matthijs, Black Swans, Lame Ducks, and the Mystery of IPE's Missing Macroeconomy, in: *Review of International Political Economy*, 24 (2017) 2, S. 203–231.
- 10 Siehe, maßgeblich, Fritz W. Scharpf, *Sozialdemokratische Krisenpolitik in Europa*, Frankfurt am Main / New York 1987.
- 11 Vgl. Karen Petrou, *Engine of Inequality. The Fed and the Future of Wealth in America*, Hoboken, NJ 2021.
- 12 Siehe etwa J. David Lewis / Andrew Weigert, Trust as a Social Reality, in: *Social Forces*, 63 (1985) 4, S. 967–985; Niklas Luhmann, *Vertrauen: ein Mechanismus der Reduktion sozialer Komplexität*, Konstanz 2014 [1968].

- 13 Vgl. Jens Beckert, *Imagined Futures: Fictional Expectations and Capitalist Dynamics*, Cambridge, Massachusetts 2016.
- 14 André Orléan, *Monetary Beliefs and the Power of Central Banks*, in: Jean-Philippe Touffut (Hrsg.), *Central Banks as Economic Institutions*, Cheltenham / Northampton, Massachusetts 2008, S. 7–21.
- 15 Alan Blinder, *The Quiet Revolution: Central Banking Goes Modern*, New Haven 2004.
- 16 Douglas R. Holmes, *Economy of Words: Communicative Imperatives in Central Banks*, Chicago 2013.
- 17 Vgl. Benjamin Braun, *Governing the Future: the European Central Bank's Expectation Management during the Great Moderation*, in: *Economy and Society*, 44 (2015) 3, S. 367–391.
- 18 Jeremy B. Rudd, *Why Do We Think That Inflation Expectations Matter for Inflation? (And Should We?)*, in: *Finance and Economics Discussion Series*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C. 2021.
- 19 Vgl. Peter A. Hall / Robert J. Franzese, *Mixed Signals: Central Bank Independence, Coordinated Wage Bargaining, and European Monetary Union*, in: *International Organization*, 52 (1998) 3, S. 505–535.
- 20 Entsprechend stammt ein beliebtes Bonmot dieser Literatur von Ben Bernanke, dem ehemaligen Präsidenten der US-amerikanischen Notenbank (Federal Reserve), der behauptete, Geldpolitik sei zu 98 Prozent Kommunikation und bestehe nur zu zwei Prozent in tatsächlichen Interventionen. Siehe Ben S. Bernanke, *Inaugurating a new blog*, 30.5.2015, <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2015/03/30/inaugurating-a-new-blog>, abgerufen am 3.8.2023.
- 21 Vgl. J. Lawrence Broz, *The Origins of Central Banking: Solutions to the Free-Rider Problem*, in: *International Organization*, 52 (1998) 2, S. 231–268.
- 22 Vgl. Charles A. E. Goodhart, *The evolution of central banks*, Cambridge, Massachusetts / London 1988.
- 23 Richard S. Sayers, *The Bank of England 1891–1944, Volume 1*, Cambridge 1976.
- 24 Vgl. John H. Wood, *A History of Central Banking in Great Britain and the United States*, Cambridge 2005, S. 4.
- 25 Michael Mann, *The Autonomous Power of the State: its Origins, Mechanisms and Results*, in: *European Journal of Sociology*, 25 (1984) 2, S. 185–213; Michael Mann, *The Sources of Social Power, Volume 2: The Rise of Classes and Nation States 1760–1914*, Cambridge 1984, S. 59; siehe auch Benjamin Braun, *Central Banking and the Infrastructural Power of Finance: the Case of ECB Support for Repo and Securitization Markets*, in: *Socio-Economic Review*, 18 (2018) 2, S. 395–418.
- 26 Vgl. Leon Wansleben, *The Rise of Central Banks. State Power in Financial Capitalism*, Cambridge, Massachusetts 2023.
- 27 Vgl. Perry Mehrling, *The New Lombard Street: How the Fed Became the Dealer of Last Resort*, Princeton, New Jersey 2011.
- 28 Vgl. John D. Turner, *Banking in Crisis: the Rise and Fall of British Banking Stability, 1800 to the Present*, Cambridge 2014.
- 29 Siehe etwa Tobias Adrian / Hyun Song Shin, *Financial Intermediaries, Financial Stability, and Monetary Policy*, FRBNY Staff Report, Nr. 346, New York 2008 und C. A.E. Goodhart (Anm. 22).
- 30 Makroprudentielle Politik bezeichnet all jene Maßnahmen, die Risiken vermindern sollen, die aus Kreditzyklen und/oder den miteinander verschränkten Zahlungsverpflichtungen und -ansprüchen in Finanzsystemen erwachsen. Siehe Matthias Thiemann / Carolina Raquel Melches / Edin Ibrocevic, *Measuring and Mitigating Systemic Risks: How the Forging of New Alliances between Central Bank and Academic Economists Legitimize the Transnational Macroprudential Agenda*, in: *Review of International Political Economy*, 28 (2021) 6, S. 1433–1458.

- 31 Vgl. Alan Blinder, *A Monetary and Fiscal History of the United States, 1961–2021*, Princeton, New Jersey 2022, S. 279 ff.
- 32 Vgl. Gertjan Vlieghe, *Revisiting the 3D Perspective on Low Long Term Interest Rates*, Vortrag an der London School of Economics and Political Science, 26. Juli 2021.

Andrea Binder

# Das Vermächtnis des Dollar-Öl-Standards

Die internationale Geldordnung zwischen staatlicher und privater Macht

Die internationale Geldordnung entspringt der Natur des Geldes. Kredittheorien betrachten Geld als eine institutionalisierte soziale Beziehung. Auf der individuellen Ebene ist dies eine Beziehung zwischen Gläubiger:in und Schuldner:in. Geld ist hier ein Mittel, um Schuld zu erfassen und zu begleichen (siehe dazu den Beitrag von CAROLIN MÜLLER in diesem Band).<sup>1</sup> Über die Zeit entwickelte sich diese individuelle soziale Beziehung in die heute institutionalisierte Beziehung zwischen Banken, deren Verbindlichkeiten als Zahlungsmittel fungieren, und den Halter:innen dieser Guthaben. Auf der gesamtwirtschaftlichen Ebene handelt es sich um eine institutionalisierte soziale Beziehung zwischen denen, die Geld schöpfen (Zentralbanken und Geschäftsbanken), und denen, die Geld nutzen (alle an der Wirtschaft Teilnehmenden). Diese institutionalisierten sozialen Beziehungen sind in vielen Facetten hierarchisch gestaltet. Zum Beispiel können Banken nur das Geld schöpfen, das der Staat als offizielle Währung in seinem Gebiet anerkennt. Umgekehrt ist der Staat darauf angewiesen, dass Banken genügend Geld schöpfen, um reibungslose wirtschaftliche Aktivität zu ermöglichen. Die Hierarchie des Geldes schafft also Machtbeziehungen, die gleichzeitig von gegenseitiger Abhängigkeit und Asymmetrie geprägt sind.

Wenn nun die sozialen Beziehungen, die durch Geld entstehen, Grenzen überschreiten, ergeben sich zahlreiche Fragen und Konfliktpotenziale: In welcher Währung wird gezahlt? Wer kann und darf diese Währung schöpfen? Welches Recht regelt das Verhältnis zwischen Gläubiger:innen und Schuldner:innen? Wer setzt das Recht durch? Wer ist Kreditgeber letzter Instanz, wer leiht also Banken unter welchen Bedingungen im Krisenfall neues Geld?

Im Laufe der Zeit haben Händler:innen, Banker:innen und Staaten Wege gefunden, mit diesen Fragen und Konfliktpotenzialen umzugehen. Sie beruhen auf einer Verschränkung von öffentlichen und privaten Regeln und Interessen. Gemeinsam begründen diese Regeln und Interessen die internationale Geldordnung. Die internationale Geldordnung ist also, anders ausgedrückt, das Ergebnis des Zusammenwirkens von expliziten Politiken und impliziten Praktiken. Sie entsteht aus dem Zusammenspiel von Staat und Markt, von öffentlicher und privater Macht. Die internationale Geldordnung verändert sich fortlaufend als Reaktion auf neue Praktiken, veränderte Machtverhältnisse oder grenzübergreifende Krisen. Sie ist nicht in Stein gemeißelt.

Die Forschung unterscheidet üblicherweise zwischen mehreren historischen Phasen der internationalen Geldordnung: Etwa zwischen 1870 und 1931 organisierte der klassische Goldstandard die internationale Geldordnung. Hier waren nationale Währungen an Gold gebunden und daher die Wechselkurse zwischen nationalen Währungen fix. Diese Ordnung brach in der Zeit zwischen den Weltkriegen zusammen.

Von 1944 bis 1971 organisierte dann das sogenannte Bretton-Woods-System die internationale Geldordnung. Es wurde im Juli 1944 in Bretton Woods, einem Ort im US-Bundesstaat New Hampshire, ausgehandelt und sah unter anderem vor, dass nur noch der US-Dollar zu einem festen Preis an Gold gebunden ist. Alle anderen Währungen wurden an den US-Dollar gebunden. Das System etablierte also einen US-Dollar-Gold-Standard. In Bretton Woods wurden außerdem der Internationale Währungsfonds (IWF) und die Internationale Bank für Wiederaufbau und Entwicklung, heute bekannt als Weltbank, geschaffen. 1971 suspendierte der damalige US-Präsident Richard Nixon die Bindung des US-Dollars an Gold, womit auch die Bretton-Woods-Ordnung ihr Ende fand.

Seither ist die internationale Geldordnung, so kann man es zumindest oft lesen, ein „Nicht-System“.<sup>2</sup> Es wird national Fiatgeld – also Geld, das nicht an einen physischen Wert gebunden ist – geschöpft und die Wechselkurse zwischen den (meisten) Währungen der Welt werden frei auf den Währungsmärkten bestimmt.

In diesem Beitrag argumentiere ich, dass die Beschreibung der gegenwärtigen Ordnung als Nicht-System unzutreffend ist. Sie betont den Staat als entscheidenden Akteur in der Schaffung einer internationalen Geldordnung und übersieht dabei die wichtige Rolle privater Akteure. Dieser einseitige Fokus auf Staaten wird aber der dem Geld innewohnenden Verbindung zwischen staatlicher und privater Macht analytisch nicht gerecht. Vielmehr ist die gegenwärtige

internationale Geldordnung eine Verschränkung von Regeln und Institutionen, die Staaten geschaffen haben, mit Regeln und Institutionen, die private Akteure geschaffen haben. Wer genau hinschaut, sieht, dass neben Staaten eben auch internationale Banken, Anwaltskanzleien und Energieunternehmen Gestaltungsmacht in der internationalen Geldordnung haben. Spannenderweise ist dieser privat organisierte Teil der Ordnung in weiten Teilen unsichtbar – und das ist durchaus gewollt.

Um die Konturen der gegenwärtigen internationalen Geldordnung zu erklären, gehe ich in drei Schritten vor. Zunächst beschreibe ich die Bretton-Woods-Ordnung. Denn auch wenn sie Anfang der 1970er-Jahre zu Ende ging, wirken viele ihrer Institutionen und Regeln bis heute nach. Dann beleuchte ich das Offshore-Finanzsystem. Dieses System entwickelte sich zunächst von europäischen Banken privat organisiert parallel zu Bretton Woods als Nischenphänomen. In den 1970er-Jahren begann es aber, international dominant zu werden. Seit den 1970er-Jahren entschied der US-amerikanische Staat, dieses private System über mehrere internationale Finanzkrisen hinweg zu stützen. Man kann daher die gegenwärtige internationale Geldordnung als eine öffentlich-private Ordnung bezeichnen, in deren Zentrum der US-amerikanische Staat in Verbindung mit (hauptsächlich) europäischen Banken steht. Allerdings hätte diese Ordnung ohne die Mitwirkung der sogenannten Schwellenländer nicht ihre heutige Größe und Form entwickelt. Im dritten Schritt sehen wir, dass diese Ordnung, wie viele andere Bereiche der internationalen Politik, in einem Umbruch steckt und damit die öffentlich-private Machtverteilung neu verhandelt wird.

## Die Bretton-Woods-Ordnung

Am Beginn der Bretton-Woods-Ordnung standen der Zusammenbruch des klassischen Goldstandards in den 1930er-Jahren und die Erfahrungen zweier Weltkriege. Die Goldbindung des klassischen Goldstandards bedeutete, dass das in einer Volkswirtschaft vorhandene Gold die Geldmenge bestimmte und damit das mögliche Ausmaß an ökonomischer Aktivität. Viel Gold bedeutete demnach viel Aktivität, wenig Gold wenig Aktivität. Bei grenzüberschreitendem Handel flossen Waren in die eine Richtung und Gold (als Zahlungsmittel) in die entgegengesetzte. Grenzüberschreitende Geldflüsse funktionierten also mehr oder weniger „mechanisch“. Diese Mechanik wurde der Ordnung zum Verhängnis: Die europäischen Alliierten mussten im Rahmen der Kriegswirtschaft des

Ersten Weltkriegs große Mengen an Kohle, Öl und anderer Kriegsgüter aus den USA importieren. Entsprechend floss ihr Gold in die USA. Zum Ende des Krieges lag somit vom gesamten global verfügbaren Gold das allermeiste in den USA. Es stand also anderen Nationen nicht mehr zur Verfügung, um internationale Finanzströme abzusichern, und der Handel kam zum Erliegen. So trug der Goldstandard zur Weltwirtschaftskrise 1929 bei.<sup>3</sup> Vor diesem Hintergrund musste eine neue internationale Geldordnung geschaffen werden.

### Die Bretton-Woods-Institutionen

In den letzten Jahren des Zweiten Weltkriegs verhandelten die USA, Großbritannien und 42 weitere Staaten, vor allem des Globalen Südens, über die Konturen einer solchen neuen Geldordnung. Ziel war es, den internationalen Handel zu stützen, aber gleichzeitig Währungsspekulation zu begrenzen. Durch multilaterale Kooperation sollte es einzelnen Staaten möglich werden, den Konflikt zwischen grenzüberschreitenden Geldflüssen und einer unabhängigen, demokratisch bestimmten Geldpolitik aufzulösen. Die neue Ordnung sollte auf drei Pfeilern beruhen.

Erstens wurde ein US-Dollar-Gold-Standard eingeführt. Der US-Dollar wurde zum festen Preis an Gold gebunden (35 US-Dollar pro Unze). Für alle anderen Währungen wiederum wurde ein fester Wechselkurs zum US-Dollar festgelegt. Der internationale Handel war nun nicht mehr an die Menge des global verfügbaren Goldes gebunden, sondern an US-Dollar. Die Bindung des US-Dollars an Gold wiederum sollte sicherstellen, dass die USA nicht zu viele oder zu wenige US-Dollar schöpfen würden und somit der Wechselkurs in andere Währungen stabil bleiben würde. Mit diesem Arrangement sollten also die Probleme des allgemeinen Goldstandards überwunden und gleichzeitig Wechselkursstabilität garantiert werden.

Den zweiten Pfeiler bildete der neu gegründete Internationale Währungsfonds (IWF). Er sollte die neue Geldordnung aufrechterhalten. Dazu hatte er drei zentrale Instrumente: 1) Der IWF erlaubte Mitgliedstaaten Kapitalkontrollen, also eine Beschränkung der Ein- und Ausfuhr von Finanzmitteln. Dies kam vor allem den westeuropäischen Staaten zugute, die wegen ihrer weitreichenden Steuer- und Sozialpolitik Kapitalflucht in die USA verhindern wollten. 2) Der IWF bot außerdem einen institutionellen Rahmen für die friedliche Lösung zwischenstaatlicher Konflikte in Währungs- und Kapitalfragen. Dies kam vor allem den USA zugute, die verhindern wollten, dass westeuropäische Staaten sich durch eine Abwertung ihrer Währungen Wettbewerbsvorteile verschafften.

3) Der IWF sollte ferner Zahlungsbilanzprobleme einzelner Staaten durch Übergangskredite auffangen können. Dieses dritte Instrument beruhte, vereinfacht gesagt, auf folgender Idee: Die Mitgliedstaaten bauten innerhalb des IWF durch Beitragssätze, Quoten genannt, Währungsreserven auf. Die Quoten spiegelten die Wirtschaftskraft des jeweiligen Landes wider. Geriet nun ein Land in Schwierigkeiten, sagen wir, es konnte seine Importe nicht bezahlen, weil es nicht genügend Fremdwährung des Exportlandes hatte, sank der Wert der eigenen Währung. Die Importe wurden nun noch teurer und ein Zahlungsausfall drohte. Hier konnten Übergangskredite aus den IWF-Währungsreserven dem betroffenen Staat helfen. Er konnte sie nutzen, um seine Schulden zu begleichen oder über Finanzmarktinterventionen den Wert seiner Währung zu stabilisieren.

Der dritte Pfeiler der neuen Geldordnung war schließlich die Weltbank. Ihre Aufgabe bestand in der Vergabe von Krediten zur Finanzierung des Wiederaufbaus und wirtschaftlicher Entwicklung in den Nachkriegsjahren. Das Grundkapital der Weltbank stammte aus Beiträgen der Mitgliedstaaten. Darüber hinaus sollte sich die Weltbank an den privaten Geldmärkten finanzieren. Die vergebenen Kredite sollten, im Gegensatz zu IWF-Krediten, längerfristig und an bestimmte Projekte gebunden sein.

In dieser klassischen Beschreibung des Bretton-Woods-Systems fehlt ein ursprünglich geplanter Pfeiler: der *International Petroleum Council*. Weil die Gründung dieses „internationalen Öl-Rats“ nicht glückte, rutscht er häufig aus der Erzählung der Geschichte von Bretton Woods. Dass es ihn nicht gab, ist aber bedeutend dafür, wie die Bretton-Woods-Ordnung außerhalb des Reiches der Ideen, also in Wirklichkeit, aussah.

### Der US-Dollar-Öl-Standard

Energiemärkte sind zentral für die internationale Geldordnung. Sie bestimmen, welche Währung international dominiert. Denn für jegliche Form der modernen Produktion wird Energie gebraucht – seit dem frühen 20. Jahrhundert vor allem in Form von Öl. Bereits im späten 19. Jahrhundert hatte sich etabliert, dass Öl weder in der Währung des Landes der Ölvorkommen noch in der des Käufers bezahlt wurde, sondern in der Heimatwährung der Ölförderfirmen. Vor den Weltkriegen waren das vornehmlich britische Firmen und somit das Britische Pfund dominant. In den 1940er-Jahren, zur Zeit der Bretton-Woods-Verhandlungen, hatte sich das Blatt aber gewendet. Nun wurden circa 75 Prozent des weltweit verfügbaren Öls in den USA und von amerikanischen Firmen produziert. Der US-Dollar war dabei, das Pfund als internationale Leitwährung abzulösen.

Mit dem Marshall-Plan bauten die USA diesen Vorsprung gezielt aus. Während die günstigeren einheimischen Ölvorkommen der US-amerikanischen Binnenwirtschaft dienten, verkauften die US-Ölunternehmen das teurere, von ihnen im Nahen Osten geförderte Öl nach Europa. Die europäischen Staaten bezahlten diese Lieferungen mit den US-Dollar aus der Marshall-Hilfe. Vom Marshall-Plan profitierten also nicht nur die Staaten Europas als Adressaten der Wirtschaftsförderung, sondern auch die US-amerikanischen Ölunternehmen sowie die internationale Stellung des US-Dollars. Der tatsächliche Wert des US-Dollars als Grundpfeiler der Bretton-Woods-Geldordnung hing demnach vom Öl ab – nicht vom Gold. Dies galt nicht zuletzt, weil Öl schneller gefördert und gehandelt als neues Gold geschürft werden konnte. Der US-Dollar-Gold-Standard auf dem Papier war in Wirklichkeit ein US-Dollar-Öl-Standard.<sup>4</sup>

So schnell wollte sich die britische Regierung aber nicht geschlagen geben. Der Großteil des Öls aus dem Nahen Osten kam von Ölfeldern im Iran, die 1945 noch unter britischer Kontrolle waren. Großbritannien wollte den Platz des Pfunds in der internationalen Währungshierarchie verteidigen und versuchte, den Sterling-Block, eine Gruppe von Ländern, die bereits 1930, aber auch noch einige Jahre nach Bretton Woods ihre Währung am Pfund ausrichteten, aufrechtzuerhalten. Geschwächt von den Weltkriegen und dem beginnenden Zerfall des Empires, führte Großbritannien dieses Gefecht am Verhandlungstisch. Die Verhandlungsführer von Bretton Woods – John Maynard Keynes für Großbritannien und Dexter White für die USA – wollten dem IWF und der Weltbank eine dritte Internationale Organisation zur Seite zu stellen. Der *International Petroleum Council* sollte für die Kontrolle von und den Handel mit Öl und anderen Rohstoffen zuständig sein. Großbritannien sah in ihm ein Instrument, um seinen Zugriff auf das Öl des Nahen Ostens und die Bedeutung des Pfunds zu verteidigen sowie die Macht der internationalen Ölfirmen einzuhegen. Die USA dagegen wollten im Nahen Osten Entwicklungen wie in Lateinamerika vermeiden und ihre Ölfirmen schützen. In Lateinamerika hatten die Regierungen Mexikos und Boliviens – nach langjährigen anglo-amerikanischen Investitionen – die Ölindustrie verstaatlicht. In Mexiko wurden die ausländischen Ölfirmen enteignet und zu einem großen staatlichen Konzern, PEMEX, zusammengeführt.

Am Ende war der *International Petroleum Council* ein Flop. Er scheiterte sowohl an den unüberbrückbaren Interessenskonflikten zwischen den USA und Großbritannien als auch am Widerstand der großen Ölunternehmen. Keynes gelang es weder, die private Macht dieser Unternehmen einzuhegen, noch,

das Britische Pfund weiterhin im Ölmarkt zu verankern. 1950 löste sich der Sterling-Block auf. Die Rolle von Energieunternehmen in der internationalen Geldordnung wurde nicht formell institutionalisiert.

### Anspruch und Wirklichkeit

Aber auch für die in Bretton Woods verhandelte Geldordnung sollte es anders kommen als gedacht. Laut der Abschlussrede des damaligen US-amerikanischen Finanzministers Henry Morgenthau sollte die Vereinbarung die private Macht von Banken begrenzen und diese „aus dem Tempel der internationalen Finanzen vertreiben“.<sup>5</sup>

In der Realität hielt die Bretton-Woods-Ordnung dieser erhabenen Rhetorik nicht stand. Dafür gibt es drei zentrale Gründe. Erstens konnte eine Ordnung, die internationalen Handel und Wirtschaftswachstum mit nur einer internationalen Reservewährung kombinierte, deren Verfügbarkeit durch die Kopplung an Gold physisch beschränkt war, nicht funktionieren. Dieses Konstrukt führte entweder dazu, dass die internationale Wirtschaft mit wenig US-Dollar auskommen musste (also nicht wachsen konnte), oder dazu, dass die Geldordnung einen Umgang mit zu wenig Gold finden musste.<sup>6</sup>

Zweitens fand US-Präsident Harry S. Truman die neue Ordnung, die unter seinem Vorgänger Franklin D. Roosevelt verhandelt worden war, nicht überzeugend. Anstatt auf IWF und Weltbank zu setzen, nutzte Truman bilaterale Instrumente. In der europäischen Wirtschaftskrise 1947/48 kam so der Marshall-Plan, also bilaterale finanzielle Unterstützung, zum Einsatz. Länder in Lateinamerika, Israel und der Iran wurden mit dem „Point-IV-Program“ unterstützt. Dieses Programm etablierte die sogenannte Logik der Entwicklungszusammenarbeit als technische Kooperation. Statt wirtschaftlich arme Länder finanziell mit multilateralen Beihilfen und Krediten darin zu unterstützen, ihre Volkswirtschaften zu entwickeln, erhielten diese Länder von den USA bilaterale technische Unterstützung in Form von Gütern oder Beratungsdienstleistungen. Damit untergrub Truman den Beitrag der lateinamerikanischen Länder zur neuen Ordnung. Sie hatten auf globale Umverteilung und die Schaffung fairer Wettbewerbsbedingungen gesetzt – nicht auf technische Hilfe.<sup>7</sup>

Drittens hielt die Realität der ambitionierten Rhetorik nicht stand, weil die Voraussetzungen für die Vereinbarung nicht lange Bestand hatten. Zum Zeitpunkt der Vereinbarung besaßen die USA ein Monopol auf Goldbarren, produzierten einen Großteil des Öls und regulierten alle global zirkulierenden US-Dollar, die von Banken in den USA geschöpft wurden. Allein diese

Machtkonzentration verhinderte schließlich die Schaffung einer internationalen Geldordnung auf Augenhöhe.

Allerdings sollten sich die Rahmenbedingungen auch für die USA schnell verändern. Die heimische Ölproduktion ließ bald rapide nach und der US-Dollar wurde ab den 1950er-Jahren nicht nur in den USA, sondern auch *offshore* und damit außerhalb US-amerikanischer Regulierung geschöpft.<sup>8</sup> Wie das nächste Kapitel zeigt, entstand so, lange bevor Richard Nixon 1971 die Goldbindung beendete, ein Offshore-Finanzsystem, das vornehmlich privat organisiert, aber staatlich geduldet war.

## Die Macht des Unsichtbaren: das Offshore-Finanzsystem<sup>9</sup>

„Offshore“ heißt so viel wie „jenseits der Küste“. Der englische Begriff wird im Deutschen in unterschiedlichen Kontexten verwendet. Bezüglich des internationalen Finanzsystems bezeichnet der Begriff Finanzdienstleistungen, die (1) nur Gebietsfremden (also nicht einheimischen Unternehmen oder Individuen) angeboten werden, die (2) nicht oder gering besteuert und reguliert werden und die (3) aufgrund ihrer juristischen Form Eigentümerschaft oder Verbindlichkeiten unsichtbar machen.

Das Offshore-Finanzsystem nahm in den 1950er-Jahren seine Anfänge. Diese sind wirtschaftshistorisch gut erforscht.<sup>10</sup> Trotzdem wird die Rolle des Offshore-Finanzsystems für die gegenwärtige internationale Geldordnung wenig beachtet. Dies hat zwei Gründe: Zum einen sind die Finanzflüsse durch das Offshore-Finanzsystem größtenteils in offiziellen Statistiken unsichtbar. Warum das so ist, wird unten genauer erklärt. Zum anderen verhindert das in den Sozialwissenschaften weit verbreitete Konzept von Geld als neutralem Tauschmittel ein Verständnis für die Natur von offshore geschöpftem Geld. Daher erkläre ich im nächsten Abschnitt, wie Offshore-Geldschöpfung funktioniert, und zeige dann, inwiefern das sich daraus entwickelte Offshore-Finanzsystem für die internationale Geldordnung relevant ist.

### Offshore-Geldschöpfung

Die Macht der Geldschöpfung teilen sich Staat und Banken.<sup>11</sup> Der Staat verleiht der Währung durch seine Autorität Gültigkeit, indem er sie zum einzigen Zahlungsmittel auf seinem Gebiet bestimmt. Er gibt über die Zentralbank die nationale Währung aus. Geschäftsbanken schöpfen den Großteil der Währung

durch Kreditvergabe, sodass die Ökonomie mit einer angemessenen Geldmenge versorgt ist. Ziel ist es, wirtschaftliche Aktivität möglich zu machen, ohne Inflation zu erzeugen. Seit dem Ende des Goldstandards 1971 gibt es für die Geldschöpfung von Banken keine physischen Beschränkungen mehr. Sie können so viel Geld schöpfen, wie es eine angemessene Bankbilanz zulässt. Was eine „angemessene“ Bankbilanz ist, wird über die sogenannte Bankenregulierung gesetzlich festgelegt. Reguliert wird beispielsweise, wie viele Schulden eine Bank im Verhältnis zu ihrem Vermögen haben oder wie viel Reserve sie bei der Zentralbank vorhalten muss. Weil diese Regulierungen aber (im Gegensatz etwa zu Goldvorkommen) verhandelbar sind, bezeichnet man das so geschöpfte Geld gern als Fiatgeld, vom Lateinischen „es werde“: Es werde so viel Geld, wie die Bank innerhalb der Regularien für angemessen hält.

Der Prozess der Geldschöpfung ist immer Teil eines historischen Kontextes. Zu Beginn der Bretton-Woods-Ära 1944 war dieser historische Kontext davon geprägt, dass sich der US-Dollar gegenüber dem Britischen Pfund als internationale Reservewährung durchzusetzen begann. Das US-amerikanische Bankensystem war aber – im Unterschied zum britischen – noch nicht genug internationalisiert, um die Weltwirtschaft mit einer Reservewährung gut versorgen zu können. Die amerikanische Zentralbank, die Federal Reserve Bank (Fed), war erst etwa 30 Jahre vor Bretton Woods gegründet worden, um die Banken *innerhalb* der USA zu einem System zu verbinden. Dem gegenüber stand das britische Finanzsystem, das seit dem Ende des 17. Jahrhunderts den internationalen Handel und die imperialen Kriege Großbritanniens finanzierte. Nun, Mitte der 1940er-Jahre, waren die britischen Banken durch die Regelungen von Bretton Woods und einheimische Regulierungen erstmals in ihren internationalen Aktivitäten beschränkt.

Diese Situation brachte einige Londoner Handelsbänker:innen in den 1950er-Jahren auf eine Idee: Sie begannen auf US-Dollar lautende Kredite zu vergeben. Als Sicherheiten nutzten sie ihre wachsenden US-Dollar-Einlagen, die von internationalen Kund:innen stammten. Britische Banken begannen US-Dollar zu schöpfen. Diese Innovation ist aus zwei Gründen historisch bemerkenswert.

Zum einen veränderte sie die Natur des Geldes. Seit dem 17. Jahrhundert hatten sich der Staat und *inländische* Banken die Macht geteilt, Geld zu schöpfen. Von nun an wurde diese Macht zwischen dem Staat und *ausländischen* Banken über Grenzen hinweg geteilt: In London ansässige Banken schöpfen die nationale Währung der USA unter britischem Recht. Daraus ergeben sich

rechtliche Unterschiede zwischen US-Dollar, die in den USA geschöpft werden, und jenen, die in London geschöpft werden. Einer dieser Unterschiede ist der, dass die in London geschöpften US-Dollar keine letztgültige *öffentliche* Verbindlichkeit der Fed sind. Sie sind *private* Verbindlichkeit ausländischer Banken. Auf dem Papier sehen aber beide US-Dollar gleich aus. Um die Unterschiede dennoch zu fassen, begannen Banker:innen, von „Eurodollar“ zu sprechen – US-Dollar, die in Europa geschöpft werden.

Der zweite Grund, der die Innovation der US-Dollar-Schöpfung in London historisch bemerkenswert macht, ist, dass Eurodollar-Transaktionen nicht reguliert und durch keinen offiziellen Kreditgeber letzter Instanz, also keine Zentralbank, gestützt werden. Dieser Umstand lässt sich vereinfacht so erklären: Eurodollar unterliegen nicht der US-amerikanischen Regulierung, weil sie außerhalb des amerikanischen Rechtsraums geschöpft werden. Gleichzeitig unterliegen sie aber auch nicht der britischen Regulierung, da sie in London Transaktionen in Fremdwährung sind.

Allerdings mussten die Banken, als sie die Praxis erfanden, Eurodollar-Kredite zu vergeben, zunächst grundsätzlich um Genehmigung durch ihre eigene Zentralbank, die Bank of England, bitten. Diese erlaubte die Transaktionen, denn sie wollte den internationalen Status der City of London, des Finanzzentrums der britischen Hauptstadt, aufrechterhalten. Aber sie stellte eine Bedingung: Die Schöpfung von US-Dollar war nur mit gebietsfremden Kreditnehmer:innen möglich. Banken begannen in ihrer Buchhaltung Transaktionen mit Gebietsfremden als „offshore“ zu markieren. Deshalb spricht man alternativ zum „Eurodollar“ auch vom „Offshore-Dollar“. Die Bank of England stellte diese Bedingung, weil sie das Risiko für diese Transaktionen nicht tragen wollte. Sie selbst kann nämlich keine US-Dollar schöpfen und daher Banken, die auf US-Dollar lautende Zahlungsschwierigkeiten haben, nur bedingt stützen. Deshalb wurden Eurodollar von Regeln zu Mindestreserveanforderungen ausgenommen. Die Erwartung der Bank of England war, dass dies den Banken signalisierte, dass sie im Fall von Schwierigkeiten nicht mit Unterstützung rechnen konnten.

Gleichzeitig wollte auch die Fed das Risiko der Eurodollar-Transaktionen nicht übernehmen. Sie sah sich nicht in der Verantwortung, für ausländische Banken Kreditgeberin letzter Instanz zu sein. Dennoch ließen beide Zentralbanken die in London ansässigen Banken – zu denen bald auch die großen amerikanischen Geldhäuser gehören sollten – gewähren. Damit konnten private Banken in London Fiat-US-Dollar schöpfen, lange bevor der Goldstandard 1971 endete.

Während also Keynes und White in Bretton Woods Mitte der 1940er-Jahre eine staatlich organisierte und stark regulierte internationale Geldordnung schufen, wurde in London nur wenige Jahre später mit dem Eurodollar der Samen für eine privat organisierte und unregulierte internationale Geldordnung gepflanzt.

### Euro-amerikanisches Zentrum

Aus den Anfängen der Offshore-Geldschöpfung in den Eurodollar-Devisenmärkten der 1950er-Jahre erwuchs in den 1960er-Jahren der *Eurobond*-Markt – ein Markt für langfristige Anleihen, die auf US-Dollar lauteten, aber außerhalb der USA vergeben werden. In den 1970er-Jahren kamen kurzfristige Eurodollar-Kredite, sogenannte *Euroloans* hinzu.<sup>12</sup> Außerdem führten die Risiken der grenzüberschreitenden Schöpfung von US-Dollar, die unterschiedlichen Laufzeiten und die steigenden Volumina der Kreditinstrumente zur Bildung von Banksyndikaten. Das heißt, Banken schlossen sich international als Anleihe-Emittentinnen und Kreditgeberinnen zusammen, um das Risiko zwischen den Banken aufzuteilen. Gleichzeitig bedeutet dies aber auch, dass sich die Bilanzen dieser Banken über Grenzen hinweg verschränkten. Risiko wurde systemisch.

Durch das starke Wachstum dieser drei Märkte (Eurodollar, Eurobonds, Euroloans) entwickelten sich der Eurodollar von einer Innovation zu einem privat organisierten Offshore-Finanzsystem. Es ist allerdings bis heute ein System, das darauf angewiesen ist, dass die USA es nicht unterbinden – denn es funktioniert nur, weil der Eurodollar wie ein US-Dollar aussieht, auch wenn er juristisch betrachtet keiner ist. Die USA ließen die Großbanken gewähren, denn das Offshore-System spielte eine zentrale Rolle dabei, die wachsende Weltwirtschaft mit US-Dollar zu versorgen. So zog der Eurodollar über Zeit von einer kleinen Ecke des internationalen Finanzsystems in dessen Zentrum.

Zu Beginn der 1970er-Jahre wurden die Auswirkungen des Eurodollars auf das Bretton-Woods-System offensichtlich. Das Schöpfen großer Mengen an US-Dollar (ergänzend zu denen, die „onshore“, also in den USA, geschöpft wurden) untergrub die Bindung des US-Dollars an Gold. Gleichzeitig verlieh es den europäischen Banken große Macht, denn sie konnten nun die Geldmenge der internationalen Leitwährung beeinflussen.

Dennoch entschied sich die Fed gemeinsam mit den europäischen Zentralbanken, das System nicht einzuschränken. Der Grund dafür: Öl. Der Jom-Kippur-Krieg arabischer Staaten gegen Israel führte 1973 zu weltweit stark steigenden Ölpreisen. Da Öl, auch das aus dem Nahen Osten, in US-Dollar

gehandelt wurde, stieg auch die Menge der US-Dollar, die im internationalen Finanzsystem zirkulierten. Diese durch den gestiegenen Ölpreis im Umlauf befindlichen US-Dollar nennt man auch „Petrodollar“. Aus Angst, diese US-Dollar würden in die Binnenwirtschaft gelangen und dort die Inflation noch weiter anheizen, entschieden sich die großen Zentralbanken, die Petrodollar von Offshore-Banken „recyclen“ zu lassen. Das heißt, sie sollten die US-Dollar dahin leiten, wo sie angeblich gebraucht würden. Die Offshore-Banken taten dies in Form von Eurodollar-Krediten an lateinamerikanische Staaten (siehe unten).<sup>13</sup>

Die Inflation der 1970er-Jahre und die damit verbundenen Schwankungen in den Zinsraten machten die Banker:innen in London wieder erfinderisch. Diesmal suchten sie nach einem Finanzinstrument, mit dem sie den mit der Inflation verbundenen Risiken begegnen beziehungsweise diese zu Profiten machen konnten. Eurodollar-Derivate wie Währungs-Swaps, Zins-Swaps und Eurodollar-Termingeschäfte waren die Antwort. Diese Derivate sind kurzfristige Schuldinstrumente – es handelt sich in der Regel um Laufzeiten von einem, drei oder sechs Monaten. Sie dienen dazu, Liquiditätsprobleme in einem privat organisierten System ohne Kreditgeberin letzter Instanz zu beheben. Gleichzeitig sind diese Finanzprodukte auch hoch spekulativ. Sie führten zu einem weiteren großen Wachstum des Offshore-Finanzsystems. Der Eurodollar wurde zu einer globalen Währung.

Das Offshore-Finanzsystem dehnte sich über Zeit nicht nur bezüglich des Volumens aus, sondern auch in andere Währungen und geografische Regionen. Neben dem US-Dollar wurde zunächst die D-Mark und dann ab 1998 auch der Euro offshore geschöpft. Der japanische Yen spielte im Offshore-Finanzsystem ebenfalls früh eine Rolle. Seit einigen Jahren kommt vermehrt der chinesische Renminbi dazu. Neben der City of London – dem Ursprungsort der Offshore-Geldschöpfung – wurde diese Praxis zunächst auch von den britischen Kanalinseln und Luxemburg aus verfolgt, dann auch in der Karibik und in Hongkong. Die City of London blieb aber, selbst nach dem Brexit, bis heute das wichtigste Offshore-Finanzzentrum der Welt.

Im Offshore-Finanzsystem spielten neben den britischen auch die großen kontinentaleuropäischen Banken, allen voran die Deutsche Bank und die französische BNP Paribas, eine entscheidende Rolle. Die Deutsche Bank war ziemlich vom Beginn der Offshore-Märkte an dabei. 1963 war sie Konsortialführerin in dem Bankensyndikat, das den ersten Eurobond der Bankengeschichte emittierte. Der Eurobond wurde in Luxemburg emittiert und finanzierte der staatlichen italienischen Gesellschaft Autostrade per l'Italia den Autobahnausbau in Italien.

Dieser Eurobond etablierte Luxemburg neben der City of London als zentralen Knoten im Netzwerk des Offshore-Finanzsystems – eine Entwicklung ganz im Sinne der Deutschen Bank, die das benachbarte Fürstentum dafür gewinnen wollte, ein Offshore-Finanzzentrum für die Schöpfung (und damit Internationalisierung) der D-Mark zu werden. Neben der Deutschen Bank wurden auch andere deutsche Banken zu großen Kreditgeberinnen im Offshore-Finanzsystem.

In diesen Anfangsjahren bemühten sich die Zentralbanken im Rahmen ihrer Kooperation in der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) darum, die Entwicklungen in den Eurodollar-Märkten statistisch zu erfassen und strategisch zu begleiten. So wurde die BIZ zu einer wichtigen (aber weitgehend unbeachteten) Institution der gegenwärtigen internationalen Geldordnung. Aufgrund der rechtlichen Vertracktheit des Eurodollar – die Währung eines Landes, geschöpft im Rechtsraum eines anderen Landes, unter Umständen für einen Kredit, der an ein drittes Land geht – fing die BIZ an, für die Anleihestatistik zwischen drei unterschiedlichen Typen zu unterscheiden: (1) *domestic bonds* – Anleihen, die auf US-Dollar lauteten, in den USA emittiert und von US-amerikanischen Investor:innen gekauft wurden, (2) *foreign bonds* – Anleihen, die auf US-Dollar lauten, in den USA emittiert und von ausländischen Investor:innen gekauft wurden und (3) Eurobonds – Anleihen, die auf US-Dollar lauteten, außerhalb der USA emittiert und sowohl von ausländischen als auch US-amerikanischen Investor:innen gekauft wurden. Typ 1 und 2 waren an Zinssätzen in den USA orientiert, Typ 3 an einem Zinssatz, der sich „LIBOR“ nennt. Die Abkürzung steht für *London Interbank Offered Rate*; es ist der Zinssatz, zu dem sich Banken in London gegenseitig Geld leihen.

Zunächst unterschieden sich die Zinssätze in den USA vom LIBOR. Als sich aber über die Jahrzehnte der Eurobond-Markt etabliert hatte und die Deregulierungen der 1980er-Jahre es Banken leichter ermöglichte, durch diese Zinsunterschiede Gewinne zu erzielen (sogenannte Arbitrage), glichen sich die Preise auf beiden Seiten des Atlantiks an. Die BIZ sah in den 1990er-Jahren keinen Grund mehr, zwischen *foreign bonds* und Eurobonds zu unterscheiden, denn der Markt schien das Risiko für beide Anleihen gleich zu bewerten. So verschmolz sie die beiden Statistiken und die Eurobonds waren von nun an statistisch unsichtbar. Die rechtlichen Unterschiede aber blieben: Eurodollar waren weiterhin eine private Verbindlichkeit ausländischer Banken, keine letztendliche Verbindlichkeit der Fed.

Die Eurodollar-Derivate, die sich in den 1980er-Jahren entwickelt hatten und ein wichtiges Instrument sind für die Arbitrage von Zinssätzen in den

USA und Europa, werden ebenfalls nicht in öffentlichen Statistiken erfasst. Das liegt daran, dass laut internationaler Bankenregulierung diese Derivate nicht in den Bankbilanzen ausgewiesen werden müssen. Die BIZ bezeichnet diese kurzfristigen Kredite daher auch als *missing global debt* – „verschwundene globale Schulden“.<sup>14</sup>

Das Offshore-Finanzsystem bereitet aber nicht nur den BIZ-Statistiker:innen Kopfzerbrechen. Auch juristisch sind die Verträge, die den Eurodollar-Transaktionen zugrunde liegen sehr komplex. Wie in der Binnenwirtschaft, so regeln auch im Offshore-System Verträge die wichtigen Fragen danach, wem was gehört (Eigentumsrechte), wer welche Sicherheiten hinterlegt hat, wer im Fall eines Zahlungsausfalls noch bezahlt wird und wer mit leeren Händen dasteht, ob der Vertrag auch in anderen Rechtssystemen Bestand hat, ob sein Wert in Bargeld konvertierbar ist und unter welchen Bedingungen, unter welches Steuerrecht er fällt und welche Regulierungen berücksichtigt werden müssen. Ist ein Finanzinstrument, wie es bei Offshore-Finanzdienstleistungen immer der Fall ist, grenzübergreifend, müssen diese Fragen für mehrere Rechtsräume beantwortet werden. Das Offshore-Finanzsystem könnte also ohne die Expertise von großen internationalen Wirtschaftskanzleien nicht bestehen. Wie die globalen Banken, sind auch sie zentrale Akteure der internationalen Geldordnung.<sup>15</sup>

Vor dem Hintergrund des Volumens und der Komplexität der Finanzinstrumente, ihrer statistischen Unsichtbarkeit, der schwierigen rechtlichen Fragen und der Verschränkung von Bankbilanzen über Grenzen hinweg ist es offensichtlich, dass das Offshore-Finanzsystem zu Fragilität neigt. Und so war es immer wieder ein wichtiger Faktor in internationalen Finanzkrisen. Vor allem in Krisenzeiten zeigt sich dann auch, wie diese privat organisierte Ordnung sowohl mit den Bankensystemen in den Binnenökonomien als auch mit den Institutionen der offiziellen internationalen Geldordnung, vor allem dem IWF, verschränkt ist. Um diese Verschränkung gut zu verstehen, müssen wir zunächst unseren Blick vom Zentrum der Ordnung in seine Peripherie lenken.

### Die Peripherie

Offshore-Finanzdienstleistungen sind ein exklusives Geschäft. Sie stehen nur großen wirtschaftlichen Akteur:innen zur Verfügung, wie etwa globalen Banken, multinationalen Unternehmen, Superreichen oder Staaten. In Bezug auf

das Kreditgeschäft mit Staaten war für die Entwicklung des Offshore-Finanzsystems vor allem Lateinamerika wichtig. Bereits im 19. und frühen 20. Jahrhundert verschuldeten sich zum Beispiel Mexiko und Brasilien bei Banken in London – damals allerdings noch in Pfund. Als die gleichen Banken das Eurodollar-Geschäft begannen, änderte sich die Denominierung dieser Beziehung von Pfund auf US-Dollar.

Aber auch für das Offshore-Geschäft in anderen Währungen waren lateinamerikanische staatliche Kreditnehmer wichtig. Den ersten Offshore-D-Mark-Bond zum Beispiel emittierte Argentinien. Diese Offshore-Kredite waren – wie oben bereits beschrieben – nur wenig reguliert oder besteuert. Dies hatte für Schwellenländer drei wichtige Vorteile: 1) Sie hatten Zugang zum US-Dollar, der für eine Teilnahme am internationalen Handel unabdingbar war, aber zu dem sie über den stark regulierten US-amerikanischen Binnenmarkt keinen Zugang bekommen konnten. 2) Die Verschuldung fand unter britischem Recht statt, das bereits bekannt war und das im Verhältnis zu US-amerikanischem Recht milder gegenüber Schuldner:innen ist. 3) Die Konditionen – erhältliche Kreditvolumina und Zinssätze – waren oft weit besser als das, was die heimischen Finanzmärkte oder die Märkte in den USA hergaben.<sup>16</sup>

Ab den frühen 1960er-Jahren begannen also lateinamerikanische Staaten, vor allem Brasilien und Mexiko, in den Offshore-Dollar-Märkten Schulden aufzunehmen. Im Fall von Brasilien wurde diese Schuldenaufnahme institutionell sehr gezielt geplant und geleitet. Die Regierung erließ 1964 spezielle Gesetze, um die Aktivität einheimischer Banken in den Offshore-Dollar-Märkten zu regeln. Diese Gesetze sind auch heute noch die juristische Grundlage von Brasiliens Engagement im Offshore-Finanzsystem. Der gesetzliche Rahmen begrenzt unter anderem die Zahl der Banken, die an den Offshore-Märkten aktiv sein können, gibt vor, wie Banken eine Überschuldung und ein Währungsungleichgewicht vermeiden können, und regelt, auf welche Weise die brasilianische Zentralbank heimische Banken bei Finanzmarktinstabilitäten unterstützen kann.

Im Gegensatz zum brasilianischen Ansatz erlaubte die mexikanische Regierung in den 1960er- und 1970er-Jahren den Banken ungehinderten Zugang zu den Offshore-Finanzmärkten. Auf diese Weise mobilisierte sie Mittel für das eigene politische Programm. Die Verschuldung beider Länder, aber vor allem die Mexikos, in den Eurodollar-Märkten stieg in den 1970er-Jahren stark an. Während dieser Dekade nahm Mexiko 322 Euroloans im Wert von 16 Milliarden Dollar auf.<sup>17</sup> Möglich war dies aus drei Gründen: Erstens hatten die Zentralbanken der Industrienationen im Rahmen ihrer Beratungen in der

BIZ beschlossen, Petrodollars über die Eurodollar-Märkte zu recyceln (siehe oben). Die Großbanken hatten also einen Anreiz, an Schwellenländer zu leihen. Dieser Anreiz zeigte sich auch darin, dass die Zinsen, um beim Beispiel Mexiko zu bleiben, offshore 40 bis 60 Prozent niedriger waren als im heimischen Bankensystem. Dadurch hatten, zweitens, die mexikanische Regierung und die mexikanischen Banken ein Interesse, offshore Schulden aufzunehmen: Die Regierung konnte ihr Entwicklungsprogramm günstiger finanzieren; die Banken konnten durch die Zinsunterschiede Profite machen – sie liehen sich in den Offshore-Märkten günstig US-Dollar und verliehen die entsprechenden Mexikanischen Pesos teurer weiter. Hinzu kam, drittens, dass in den 1970er-Jahren neue Ölquellen im Golf von Mexiko gefunden wurden. Die Öleinnahmen dienten den globalen Banken als Sicherheit für die Euroloans. Auf ähnliche Weise verschuldeten sich auch andere Länder Lateinamerikas und auch Osteuropas in den Eurodollar-Märkten.

Als 1982 plötzlich der Ölpreis kollabierte, hatte Mexiko einen großen auf US-Dollar lautenden Schuldenberg, aber keine entsprechenden US-Dollar-Einnahmen aus dem Ölgeschäft mehr. Das Land wurde zahlungsunfähig. Da andere lateinamerikanische Staaten ebenfalls in US-Dollar verschuldet waren und ihre Banken teilweise mexikanische Staatsschulden hielten, entwickelte sich aus dem mexikanischen Schuldenausfall die lateinamerikanische Finanzkrise. Gleichzeitig betraf der Zahlungsausfall durch die Syndikatbildung der Eurodollar-Banken viele große westliche Geldinstitute. Die lateinamerikanische Schulden- und Finanzkrise bekam systemischen Charakter.

In dieser Situation wurde dem IWF die Kompetenz zugewiesen, mit zusätzlichen Krediten die Finanzkrise in Lateinamerika zu bekämpfen. Die IWF-Kredite sollten den betroffenen Staaten die Möglichkeit geben, ihren Schuldendienst bei den privaten Banken weiter zu leisten und den Abfluss von Devisen und heimischem Kapital auszugleichen. Sie waren mit sogenannten Struktur Anpassungsmaßnahmen verbunden. Diese beinhalteten die Etablierung oder Stärkung der Unabhängigkeit von Zentralbanken, harsche Sparmaßnahmen, die Privatisierung von Industriezweigen und andere wirtschafts- und finanzpolitische Anpassungen. Die Rolle des IWF in der Finanzkrise 1982 ging über die einer Kreditgeberin letzter Instanz weit hinaus.

Die Kombination aus internationaler Finanzkrise, einheimischer Bankenkrise und Struktur Anpassungsprogrammen hatte in Lateinamerika verheerende soziale und politische Folgen. Sie führte zu einer Dekade ohne Wachstum und mit steigender Armut. Die Legitimität des IWF war in Lateinamerika schwer

beschädigt. Die Industrienationen betrachteten die Maßnahmen zur Stabilisierung des internationalen Finanzsystems hingegen als notwendig. Grundlegendere Reformmaßnahmen, zum Beispiel ein verändertes Anreizsystem für globale Banken oder eine Bekämpfung der Volatilität der Ölpreise, wurden hingegen nicht in Angriff genommen.

Die lateinamerikanische Schulden- und Finanzkrise spiegelte die Struktur und Hierarchie der internationalen Geldordnung nach 1945 wider. Diese Ordnung hat sich aus den Überresten von Bretton Woods in Kombination mit dem Offshore-Finanzsystem entwickelt. Öl und die Eurodollar-Märkte waren die Grundlage des steigenden Einflusses der USA in der internationalen Geldordnung. Durch die 1970er- und 1980er-Jahre hindurch konnten die USA den US-Dollar-Öl-Standard verteidigen. Als in den Mitgliedstaaten der internationalen Organisation der erdölexportierenden Länder (OPEC) zunehmend staats-eigene Ölfirmen westliche verdrängten, boten die USA Saudi-Arabien höhere Quoten und Stimmrechte innerhalb des IWF an, als dessen Wirtschaftskraft es rechtfertigte. Im Gegenzug sicherte Saudi-Arabien innerhalb der OPEC zu, dass Öl weiterhin in US-Dollar gehandelt werden würde. Die Absicherung der Ölzahlung in US-Dollar war für die USA auch deshalb wichtig, weil diese zunehmend selbst Öl importierten.

Der US-Dollar dominierte also weiter unangefochten die internationale Geldordnung. Gleichzeitig stieg aber der Offshore-Anteil der global zirkulierenden US-Dollar stetig. Die Kombination aus US-Dollar und englischem Recht hat die Grundlage für einen privat organisierten Teil der gegenwärtigen internationalen Geldordnung geschaffen, der statistisch weitgehend unsichtbar ist und so – durchaus legal – Regulierungen und Besteuerung umgehen kann. Damit wurden die globalen Banken nicht nur Teil der internationalen Geldordnung, sie gewannen im Hintergrund sogar an Gestaltungsmacht. Darüber hinaus veränderte sich die Rolle der Bretton-Woods-Institutionen: Der IWF, dessen Funktion als Währungspuffer durch den Übergang zu flexiblen Wechselkursen nicht mehr relevant war, wurde zum Kreditgeber letzter Instanz für Schwellenländer, die durch die Volatilität der Eurodollar-Märkte in Zahlungsschwierigkeiten gerieten. Über die 1980er- und 1990er-Jahre hinweg dehnte sich diese Ordnung weiter aus und institutionalisierte sich einerseits durch weiteres Wachstum in den Offshore-Dollar-Märkten und andererseits durch die Bekämpfung der Finanzkrisen in Asien (1997) und Russland (1998). Sie leistete der Macht privater Akteure Vorschub, anstatt sie – wie ursprünglich in Bretton Woods angedacht – zu begrenzen.

## Interregnum: zwischen alter und neuer Ordnung

Der nächste große Einschnitt für die internationale Geldordnung kam mit der globalen Finanzkrise 2008, die strukturverändernde Auswirkungen mit sich brachte. Zum einen wurde die Fed nun zur internationalen Kreditgeberin letzter Instanz – erst nur für ausgewählte Länder, dann im März 2020 für alle. Zum anderen untergrub die globale Finanzkrise langfristig die Legitimität der existierenden Ordnung – sowohl in den USA als auch im Rest der Welt. In diesem abschließenden Abschnitt zeige ich, wie die alte Ordnung in eine Legitimitätskrise geriet und wie diese Krise sich mit der weltweiten Energietransition weiter verdichtet.

### Legitimitätskrise

Für die Legitimitätskrise der alten internationalen Ordnung spielte das Offshore-Finanzsystem eine große Rolle. Das Phänomen der *missing global debt* (der „verschwundenen globalen Schulden“, siehe oben) und die Komplexität der grenzüberschreitenden auf US-Dollar lautenden Finanzprodukte brachten einige große europäische Banken an den Rand des Zusammenbruchs. Als Reaktion auf diese Unsicherheiten bezüglich der Stabilität einiger großer Geldinstitute froren 2008 die Interbanken-Märkte in London ein. Das heißt, die Banken vertrauten sich gegenseitig nicht mehr genug und liehen sich daher untereinander keine US-Dollar mehr. Ohne auf US-Dollar lautende Refinanzierung konnten die Eurodollar-Banken aber ihre vielen kurzfristigen auf US-Dollar lautende Schulden, die sie durch die Eurodollar-Derivate in ihren Bilanzen (und vor allem auch jenseits ihrer Bilanzen) angehäuft hatten, nicht mehr bedienen. Es entstand also eine äußerst kritische Lage.

Trotzdem konnten die europäischen Zentralbanken ihren in Finanznot geratenen Geldinstituten nicht als Kreditgeberinnen letzter Instanz dienen. Denn nur in ihrer eigenen Währung kann eine Zentralbank so viel Geld schöpfen, wie nötig ist, um die Banken zu stabilisieren. In einer Fremdwährung – in diesem Fall also: US-Dollar – ist das nicht möglich. Im Gegensatz zu privaten Banken können Zentralbanken auch keine Offshore-Dollar schöpfen. Der IWF konnte ebenfalls nicht aushelfen. Die Summen überstiegen bei Weitem das, was der IWF leisten konnte, und auch die Prozesse, um zu einer Einigung über mögliche Hilfen zu kommen, waren in dieser kritischen Lage zu schwerfällig.<sup>18</sup> Da die europäischen Banken nicht nur untereinander ihre Bilanzen verschränkt hatten, sondern auch mit US-amerikanischen

Geldinstituten, entschied sich schließlich die Fed, den europäischen Banken aus der Klemme zu helfen. Nur so konnte ein Zusammenbruch der Bankensysteme des gesamten euro-amerikanischen Zentrums des internationalen Finanzsystems vermieden werden.<sup>19</sup>

Die Hilfe, die die Fed schließlich organisierte, bedeutete, dass die US-amerikanische Zentralbank in indirekter Weise zur Kreditgeberin letzter Instanz für nicht US-amerikanische Banken wurde. Praktisch funktionierte das über sogenannte Zentralbank-Währungstauschvereinbarungen, oder im englischen Fachterminus: Zentralbank-Swaps. Für eine kurze Zeit – in der Regel drei Monate – leiht die Fed einer anderen Zentralbank, sagen wir der Europäischen Zentralbank (EZB), US-Dollar. Als Sicherheit für diesen kurzfristigen Kredit stellt die EZB der Fed die gleiche Menge Geld in Euro zur Verfügung. Nach drei Monaten werden die Währungen wieder zurückgetauscht. Die Fed erhält außerdem einen vorher vereinbarten Zinssatz dafür, dass sie den Kredit zur Verfügung gestellt hat. Die EZB kann mit den so geliehenen US-Dollar den Banken helfen, die Liquiditätsengpässe in US-Dollar haben.

Die Zentralbank-Swaps haben in der Finanzkrise von 2008 das euro-amerikanische Zentrum des internationalen Finanzsystems vor dem Kollaps bewahrt. Auch zu Beginn der Corona-Pandemie 2020 kamen sie wieder zum Einsatz. In der gegenwärtigen internationalen Geldordnung handelt die Fed also bei Bedarf als globale Kreditgeberin letzter Instanz. Sie stützt damit das Offshore-Finanzsystem und legitimiert die Schöpfung von US-Dollar außerhalb US-amerikanischer Regulierung. Trotz dieses Erfolgs der Zentralbanken, den Kollaps des internationalen Finanzsystems zu vermeiden, waren die ökonomischen und sozialen Auswirkungen der Krise sowohl im euro-amerikanischen Zentrum als auch in der Peripherie weitreichend. Die internationale Geldordnung geriet aus zwei Richtungen unter Druck.

Erstens veränderte die (neue) Rolle der Fed als globale Kreditgeberin letzter Instanz die Kosten-Nutzen-Kalkulation der USA. Die Weltreservewährung in der internationalen Geldordnung zur Verfügung zu stellen, birgt Vorteile: Die USA kann ihre Energieimporte und alle Aktivitäten im internationalen Handel in der heimischen Währung bestreiten. Darüber hinaus verleiht es dem Staat Geldmacht. Der Staat kann seine Währung nutzen, um andere als monetäre Ziele in der internationalen Politik zu erreichen. Das offensichtlichste Beispiel sind hier Finanzsanktionen im Rahmen von Sicherheitspolitik, wie sie zum Beispiel aktuell gegenüber Russland genutzt werden (siehe dazu den Beitrag von AARON SAHR zur Militarisierung des Geldes in diesem Band).

Diese Vorteile werden in Politik und Wissenschaft als „exorbitantes Privileg“ bezeichnet. Die Weltreservewährung zur Verfügung zu stellen, bedeutet jedoch auch immer, dass Geldpolitik zu Hause nicht ohne einen Blick auf die Welt gemacht werden kann. Geldpolitik, die im Inneren für angemessen erachtet wird – zum Beispiel um die Inflation niedrig zu halten –, kann nach außen zu Problemen führen, die dann auf die eigene Wirtschaft zurückwirken. Eine restriktive Geldpolitik kann zu einer US-Dollar-Knappheit in der internationalen Wirtschaft führen. Das *offshoring* der US-Dollar-Schöpfung hatte über Jahrzehnte diese Nachteile gering gehalten. Die USA konnten es sich leisten, Geldpolitik mit Fokus auf nationale Interessen zu betreiben. In einer Zeit aber, in der das Offshore-Dollar-System groß und instabil geworden ist, gesellt sich zum „exorbitanten Privileg“ die „exorbitante Pflicht“,<sup>20</sup> das globale Finanzsystem zu stützen. Inwiefern es im Interesse der Wähler:innen und Steuerzahler:innen in den USA ist, ausländische Banken in Krisenzeiten zu stützen, ist eine kontrovers diskutierte Frage.

Zweitens haben die Finanzkrise und die politischen Reaktionen darauf das Vertrauen in den Staat und in Banken geschwächt. Die Maßnahmen zur Bewältigung der Krise haben zu starker Ungleichheit auch im euro-amerikanischen Zentrum geführt. Banken zu stabilisieren, heißt eben auch, die Profite ihrer Anteilseigner:innen zu stützen. Gleichzeitig wurde der Wohlfahrtsstaat durch Sparmaßnahmen geschrumpft. In den Jahrzehnten vor der Finanzkrise hatte sich die Idee etabliert, dass Geld etwas Natürliches sei, unpolitisch und knapp (siehe dazu die Beiträge von CAROLIN MÜLLER und JAKOB FEINIG in diesem Band). Aus dieser Vorstellung hatte sich ergeben, dass Geldpolitik der demokratischen Willensbildung entzogen und von Technokrat:innen verwaltet werden sollte. Die Finanzkrise und die Maßnahmen, die von Zentralbanken und Regierungen ergriffen wurden, um diese zu beenden, machten deutlich, dass diese Vorstellung von Geld ein Mythos war. Im März 2009 erklärte Ben Bernanke, der damalige Vorsitzende der Fed, staunenden Journalist:innen vor laufenden Kameras, dass für die Rettung des angeschlagenen Versicherungsunternehmens AIG kein Steuergeld nötig sei. Die Federal Reserve könne dafür einfach neues Geld schöpfen und es einem Bankkonto gutschreiben.

Mit dieser Erklärung wurde klar, dass es eine politische Entscheidung war, wer in den Genuss dieses Geldes kommen würde und wer nicht. Diese politischen Entscheidungen wurden aber vom Staat und Banken in nicht öffentlichen Verhandlungen getroffen. Geld war also weder natürlich noch knapp noch unpolitisch. Aber seine Verwendung war demokratisch nur indirekt legitimiert.

Vor diesem Hintergrund wurde das Versprechen von Kryptowährungen populär: eine Währung, die ohne das Vertrauen in Staat und Banken und ihre geteilte Macht der Geldschöpfung auskommt, die durch Technologie die Politik des Geldes zu überwinden vermag und so angeblich völlig privat, dezentralisiert und demokratisch sei (mehr dazu im Beitrag von FLORIAN KERN in diesem Band). Eine gewisse Ähnlichkeit zwischen der Idee des Offshore-Geldes – durch die Verknüpfung der Währung eines Landes mit dem Rechtsraum eines anderen Landes ungeliebte staatliche Regulierung zu umgehen und den Geldmarkt privat zu organisieren – und Kryptowährungen lässt sich durchaus erkennen; nicht zuletzt darin, dass beide auch Paradiese für Geldwäsche und für die Finanzierung von illegalen Aktivitäten darstellen. Bisher spielen Kryptowährungen für die internationale Geldordnung allerdings eine untergeordnete Rolle. Ihre weitere Entwicklung und der mögliche Übergang zu digitalem Zentralbankgeld, den die zunehmende Popularität von Kryptowährungen beschleunigt hat, können aber durchaus Faktoren sein, die zu einer zukünftigen Veränderung der internationalen Geldordnung und dem Verhältnis von privater zu öffentlicher Macht darin beitragen.

Sicher ist hingegen, dass die begonnene Energietransition und die damit verbundenen geopolitischen Verschiebungen die internationale Geldordnung grundlegend beeinflussen werden. In welche Richtung diese Reise geht, ist indes, wie der nächste Abschnitt zeigt, noch offen.

### Geopolitische Rivalität und Klimakrise

Es ist wissenschaftlich viel diskutiert worden, ob verschiedene Entwicklungen – sei es der Aufstieg des Euro, die Internationalisierung des chinesischen Renminbis oder die zunehmende Verwendung von Finanzsanktionen als Mittel des Konfliktaustrags unterhalb der Schwelle des Krieges – dem US-Dollar-Öl-Standard die Grundlage entziehen und damit die gegenwärtige internationale Geldordnung beenden würden. Bisher ist keines dieser Szenarien eingetreten. Stattdessen wird deutlich, dass dieser Druck aus einer anderen Richtung kommt: der Energietransition.

Die Verbindung zwischen Öl und dem US-Dollar war zentral für die Entstehung der gegenwärtigen internationalen Geldordnung. Nun aber verlieren Öl (und andere fossile Brennstoffe wie Kohle und Gas) an Bedeutung. Dieser Bedeutungsverlust hat zwei Gründe. Zum einen steigt der weltweite Verbrauch von Öl schneller, als neue Ölquellen erschlossen werden können. Der relativ

schnelle und unkomplizierte Zugang zu Öl, den wir seit dem späten 19. Jahrhundert erlebt haben, scheint in Zukunft nicht aufrechterhalten werden zu können. Zum anderen, und weitreichender, stellt die Verbrennung fossiler Brennstoffe einen zentralen Beitrag zum Klimawandel dar. Die notwendige Energietransition zu grüneren Energieträgern hat daher bereits in vielen Ländern begonnen.

Mit großer Wahrscheinlichkeit werden wir in den kommenden Jahrzehnten daher in einer Welt multipler Energieressourcen leben. Fossile Brennstoffe werden weniger genutzt, dafür steigt die Bedeutung erneuerbarer Energien. Wie fossile Brennstoffe, so sind aber auch erneuerbare Energien – und insbesondere ihre Grundlagen – nicht gleichmäßig über den Globus verteilt. Viele der Mineralien und Metalle, die für alternative Energiegewinnung wichtig sind, kommen in China vor. Daher liegt es nahe, dass China in der internationalen Geldordnung einen steigenden Einfluss haben wird, weil die Volksrepublik sicherlich beeinflussen will, in welcher Währung sie diese natürlichen Ressourcen anbietet und verkauft. Die geopolitischen Konflikte, die wir um den Handel von fossilen Brennstoffen und vor allem um die Währung erlebt haben, in der dieser stattfindet, werden mit hoher Wahrscheinlichkeit also auch das Zeitalter der vielfältigen Energiequellen prägen. Schließlich ist bereits jetzt zu beobachten, dass es – wiederum ähnlich wie im Zeitalter des Öls – in der Erschließung erneuerbarer Energiequellen zu einer engen Verschränkung von öffentlicher und privater Macht kommt. Es zeichnet sich zum Beispiel ab, dass der Staat die Risiken privater Investitionen schultert oder über eine aktive Kreditpolitik private Geldströme lenkt.

Kurz: Die Phase, in der sich die internationale Geldordnung, ihre Hierarchie und die Verteilung von privater und öffentlicher Macht darin gerade befinden, könnte man – sich eines Konzeptes von Antonio Gramsci bedienend – als „Interregnum“ bezeichnen. Es ist eine Zwischenzeit, in der die alte Ordnung bereits endet, die neue aber noch nicht geboren ist.

## Anmerkungen

- 1 Vgl. Geoffrey K. Ingham, *The Nature of Money*, Cambridge 2004.
- 2 José Antonio Ocampo, *Resetting the International Monetary (Non)System*, Oxford 2017.
- 3 Vgl. Barry Eichengreen, *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression 1919–1939*, New York, 2. Auflage 1995; Timothy Mitchell, *Carbon Democracy: Political Power in the Age of Oil*, London, 2. Auflage 2013.

- 4 Vgl. T. Mitchell (Anm. 3).
- 5 Zit. n. ebd., S. 110 (Übersetzung A. B.).
- 6 Vgl. Helen Thompson, *Disorder: Hard Times in the 21st Century*, New York 2022.
- 7 Vgl. Eric Helleiner, *Forgotten Foundations of Bretton Woods*, New York 2014.
- 8 Vgl. H. Thompson (Anm. 6).
- 9 Die folgenden Darstellungen beruhen auf Andrea Binder, *Offshore Finance and State Power*, Oxford 2023 und der darin zitierten Literatur. Es soll aber nicht unerwähnt bleiben, dass unter Offshore-Forscher:innen die genauen Konturen, Größe und Struktur des Systems kontrovers diskutiert werden.
- 10 Siehe u.a. Catherine R. Schenk, *The Origins of the Eurodollar Market in London: 1955–1963*, in: *Explorations in Economic History*, 35 (1998) 2, S. 221–238; Carlo Edoardo Altamura, *European Banks and the Rise of International Finance: The Post-Bretton Woods Era*, London / New York 2017.
- 11 Vgl. Susan Strange, *States and Markets*, London, 2. Auflage 1994.
- 12 Bei beiden Finanzprodukten wurde die Euro-Vorsilbe genutzt, um zu bezeichnen, dass sie zwar auf US-Dollar lauteten, aber in Europa vergeben wurden. Die Vorsilbe blieb auch dann noch erhalten, als *Eurobonds* und *Euroloans* bereits in Offshore-Finanzzentren außerhalb Europas vergeben wurden.
- 13 Vgl. C. E. Altamura (Anm. 10).
- 14 Vgl. Claudio Borio / Robert N McCauley / Patrick McGuire, *FX Swaps and Forwards: Missing Global Debt?* in: *BIS Quarterly Review*, September 2017, S. 37–54.
- 15 Vgl. Katharina Pistor, *The Code of Capital: How the Law Creates Wealth and Inequality*, Princeton 2020.
- 16 Vgl. Andrea Binder, *Relational Claims: Offshore Dollar and Sovereign Debt*, in: Benjamin Braun / Kai Koddenbrock (Hrsg.), *Capital Claims: Power and Global Finance*, Oxfordshire 2022.
- 17 Vgl. Sebastian Alvarez, *International Banking and Financial Fragility: The Contrasting Experience of Brazil and Mexico in the Lead-up to the 1982 Crisis*, Oxford 2020.
- 18 Vgl. Daniel McDowell, *Brother, Can You Spare a Billion? The United States, the IMF, and the International Lender of Last Resort*, New York 2017.
- 19 Vgl. Ian Hardie / Helen Thompson, *Taking Europe Seriously: European Financialization and US Monetary Power*, in: *Review of International Political Economy*, 28 (2020) 4, S. 775–793.
- 20 Pierre-Olivier Gourinchas / Hélène Rey / Nicolas Govillot, *Exorbitant Privilege and Exorbitant Duty*, in: IMES discussion paper series, E-20 (2010), S. 1–45.



Aaron Sahr

# Waffenfähige Ansprüche

Zur Militarisierung des Geldes im Ukrainekrieg<sup>1</sup>

Man führe einen „ökonomischen Blitzkrieg“ gegen sein Land, beklagte der russische Präsident Wladimir Putin im Mai 2022.<sup>2</sup> Anlass zu dieser Rhetorik gaben ihm die drastischen Sanktionen, mit denen zahlreiche Länder des sogenannten Westens in enger Abstimmung den völkerrechtswidrigen Überfall auf die Ukraine konterten. Schon kurz nach dem Einmarsch russischer Truppen am 24. Februar 2022 begann eine Koalition verschiedener Staaten und internationaler Organisationen mit Unterstützungsmaßnahmen für die ukrainische Seite: Man erließ Flugverbotszonen und Reisepräventionen, lieferte zunächst leichte, später schwere Waffen, verhängte Exportverbote für Schlüsseltechnologien und schloss Putin aus internationalen Gremien sowie russische Sportler:innen aus Großveranstaltungen aus. Und man verhängte finanzielle Sanktionen: Viele reiche und mächtige Russ:innen landeten auf Schwarzen Listen, Banken wurden von der Infrastruktur zur Abwicklung von Transaktionen abgekoppelt und die Auslandsreserven der russischen Zentralbank wurden eingefroren.

„Die Welt befindet sich im Finanzkrieg“, schrieb der Historiker Adam Tooze in *The New Statesman* Anfang März 2022.<sup>3</sup> Im Herzen dieses „Finanzkrieges“ findet sich eine Militarisierung des Geldes, auf die sich der folgende Beitrag konzentrieren wird. Das Einfrieren russischer Devisenreserven bedeutete nicht weniger, als das Geld selbst als Mittel und Ziel geostrategischer Operationen zu mobilisieren und es damit waffenfähig zu machen. So gut begründet und notwendig dieser Schritt auch gewesen sein mag, militarisiert er doch die *gemeinsame* Grundlage monetärer Beziehungen und Zahlungsprozesse, die durch den „Rückstoß“ der Maßnahmen dauerhaft beeinträchtigt werden könnte.

Ohne einen Einwand gegen die moralische oder politische Gebotenheit der monetären Kriegsführung entwickeln zu müssen (solch normative Erwägungen werden hier ausgeblendet), sollte man sich dieses Potenzials für einen dadurch forcierten Umbruch in der internationalen Geldordnung doch vergewissern.

## Formen der Wirtschaftsmilitarisierung

Die Militarisierung ökonomischer Prozesse, Mittel und Organisationen hat freilich Tradition.<sup>4</sup> Auf vielfältige Weise wurden in der Geschichte Handelsströme, Versorgungssysteme, Vermögen und Zahlungsmittel in geopolitischen Konflikten aufgerufen und in militärische Kalküle integriert, sie wurden also zum Einsatz gebracht, manipuliert oder zerstört, um den Gegner zu schwächen oder Verbündete zu stärken. Der Zufluss von Lebensmitteln, Treibstoff oder Menschen wurde von jeher von Militärs durch Belagerungen oder Blockaden unterbrochen. Auch organisierte Überfälle auf Transporte oder geduldete und geförderte Kaperfahrten auf hoher See, Embargos oder das strategische Aufkaufen vom Feind benötigter Ressourcen auf dem Weltmarkt gehören zum Standardrepertoire der Kriegsführung.

Sich primär auf die Unterbrechung oder Umleitung physischer Warenhandelsströme beziehende Maßnahmen kann man zum Zwecke der Unterscheidbarkeit *realwirtschaftliche* Kriegsführung nennen. Derartige Maßnahmen können in ihren Auswirkungen dem unmittelbaren Einsatz wortwörtlicher Waffen durchaus gleichen. Die Crux: Sie richten sich in der Regel nicht nur gegen offizielle Kombattant:innen, militärisches Gerät oder dessen Logistik, sondern auch gegen die Zivilbevölkerung in der belagerten Stadt oder dem blockierten Landstrich.<sup>5</sup> Als Reaktion auf den russischen Überfall auf die Ukraine im Frühjahr 2022 mobilisierte ein Verbund koalierender Staaten zwar keine militärische Blockade, verhängte aber realwirtschaftliche Sanktionen, die eine ganze Reihe wichtiger Warenströme unterbrachen. Sie verboten den Verkauf von Schlüsseltechnologien – etwa für die Flugzeugwartung, die Automobilherstellung und den Maschinenbau sowie die Pharmaindustrie – und Gütern, die auch für militärische Zwecke genutzt werden können.

Neben der realwirtschaftlichen hat im 21. Jahrhundert die *finanzielle* Kriegsführung als Form der Militarisierung ökonomischer Prozesse und Infrastrukturen an Bedeutung gewonnen. Forciert wurde diese Entwicklung insbesondere im und durch den „War on Terror“ der USA nach den Anschlägen vom 11. September 2001, als die US-amerikanischen Sicherheitsbehörden

Techniken und Verfahren zur Verfolgung und Unterbrechung konventioneller und unkonventioneller Finanzströme weiterentwickelten und durchsetzen.<sup>6</sup>

Die wachsende Attraktivität finanzieller Kriegsführung hängt mit dem Wachstum und Bedeutungsgewinn der Finanzwirtschaft für die globale Ökonomie seit den 1980er-Jahren zusammen (ein Prozess bekannt als Finanzialisierung), in dem die US-Banken zum Zentrum weltweiter Zahlungsströme wurden. Diese US-amerikanische Vormachtstellung lässt sich sicherlich auf die Innovationskraft des Financial Districts in Manhattan zurückführen, vor allem aber auf die Verfügbarkeit von Investmentkapital und den Umstand, dass der US-Dollar als Weltwährung die Recheneinheit internationaler Handels- und Geldströme darstellt.

Anders als Blockaden oder Belagerungen gelten Finanzsanktionen als Präzisionswaffen: Es geht schließlich um die Sperrung einzelner Bankkonten und Fonds von Individuen, Gruppen oder Unternehmen, die (mutmaßlich) in die Finanzierung ungewollter Aktivitäten involviert sind. Damit vermeiden finanzielle Sanktionen, was See- und Landblockaden noch bezweckt hatten oder wenigstens in Kauf nahmen, nämlich die Flächenwirkung unter Nichtkombattant:innen. Außerdem sind die Maßnahmen finanzieller Kriegsführung vergleichsweise kostenarm (für den Einsetzenden) und schnell umsetzbar – im Kern bestehen sie aus dem Verfassen und Verteilen einer Liste von Personen, die für Banken nunmehr *Personae non gratae* werden sollen.

Als Reaktion auf den russischen Einmarsch in die Ukraine im Februar 2022 wurde nun ein deutlich weniger präzise angelegtes Sanktionsmittel mobilisiert, das mehrfach als „finanzielle Atombombe“<sup>7</sup> bezeichnet wurde: die Abkoppelung russischer Banken von SWIFT, dem Nachrichtennetzwerk der Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication. Die 1973 gegründete und in Belgien ansässige Gesellschaft bietet den wichtigsten Nachrichtendienst für die Abwicklung von Banküberweisungen und Finanztransaktionen an, ein System also, mit dem Informationen wie Sender, Empfänger und Umfang einer Überweisung verschlüsselt, sicher und schnell übermittelt werden können. SWIFT verbindet mehr als 10000 Banken in über 200 Ländern, im Jahr 2021 wurden über das Netzwerk Transaktionen im 1,5-fachen Umfang des globalen Bruttoinlandsprodukts abgewickelt.<sup>8</sup>

Schon im Vorfeld des Krieges war ein Ausschluss Russlands aus dem System im Gespräch gewesen, um auf das Zusammenziehen von Truppen in Nähe der ukrainischen Grenze und die sich verschärfende Rhetorik in Bezug auf die von Separatisten besetzten Gebiete in der Ostukraine durch Putin zu reagieren.

In den Tagen nach der Invasion im Februar 2022 erlebte die Forderung nun eine erstaunliche Konjunktur: Expert:innen wie Lai:innen in den traditionellen und neuen Medien entwarfen die „finanzielle Atombombe“ als notwendige und vielversprechende Lösung: Russland würde sich von dieser Maßnahme nicht erholen, zu wichtig sei SWIFT für die Finanzwirtschaft und die Finanzwirtschaft für Putins Staat. Die Abkopplung Russlands versprühte das Flair entschlossenen Auftretens und wirkmächtigen Handelns gegen den Aggressor. Nach kurzem Zögern von Ländern wie Deutschland, Italien oder Ungarn zündete die Europäische Union Anfang März zusammen mit den USA und dem Finanzzentrum Schweiz die vermeintliche Nuklearwaffe.

Die in das Instrument SWIFT gesetzten Hoffnungen wurden allerdings aus zwei Gründen enttäuscht:<sup>9</sup> Erstens ist SWIFT, aller Bedeutung zum Trotz, bloß ein Nachrichtenübermittlungsdienst, für den sich zwar langsamere und kostspieligere, aber fungible Alternativen finden lassen. Zweitens waren einige der westlichen Staaten nicht zu einer pauschalen Abkopplung bereit. Sie ließen insbesondere die für die Abwicklung von Zahlungen für Gaslieferungen benötigten Banken, etwa die Gazprombank, angeschlossen und unterminierten sich damit selbst.

Effekte entfalteten die Maßnahmen der finanziellen Kriegsführung schlussendlich erst zusammen mit dem Einfrieren russischer Devisen, das heißt den Fremdwährungsvermögen der russischen Zentralbank, die man gesondert betrachten sollte. Es handelt sich dabei nämlich um im engeren Sinne monetäre Sanktionen, die das Geld selbst militarisierten. Auf diese Maßnahmen der „monetären Kriegsführung“<sup>10</sup> lohnt sich ein genauerer Blick. Denn sie verraten viel über die Natur des Geldes – was wiederum dabei hilft, den potenziellen Rückstoß der Maßnahmen einordnen zu können. Ein solcher Hinweis auf eine mögliche Selbstverletzung durch Sanktionen, sei er auch noch so vorsichtig vorgebracht, wird gemeinhin als Einspruch gegen diese gelesen. Das ist hier ausdrücklich nicht gemeint. Es ist richtig, dass etwa die Weigerung, bestimmte Rohstoffe vom Gegner zu erwerben, nur für den Preis zu haben ist, dann auf diese Rohstoffe verzichten zu müssen. Sanktionen wirken also höchst selten nur in eine Richtung. Diese bei Rohstoffen so plausibel anzunehmende Entbehrungserfahrung lässt sich aber mit den Konsequenzen monetärer Kriegsführung nicht so einfach in eins setzen – vielmehr müssen wir uns fragen (dürfen), *was* mit ihr eigentlich riskiert, was sozusagen *genau* durch diese Form der Kriegsführung attackiert wird. Es ist, so wird im Folgenden argumentiert, jedenfalls nicht bloß die russische Währung oder Wirtschaft, die angegriffen

wird, sondern die Grundlage internationaler Zahlungsfähigkeit selbst. Es darf deswegen nicht verwundern, dass die Sanktionen als Katalysator eines Umbruchs in der internationalen Geldordnung diskutiert werden (siehe zur internationalen Geldordnung auch den Beitrag von ANDREA BINDER in diesem Band).

Der Blick auf die mittel- und längerfristigen Risiken monetärer Kriegsführung ist schließlich auch deswegen geboten, weil inzwischen mehr oder weniger deutlich wurde, dass es vor allem die Unterbrechungen wichtiger Warenströme nach Russland und nicht etwa die (halbherzigen) Finanz- und Geldmaßnahmen waren, die die russische Kriegsmaschinerie empfindlich schwächen (konnten).<sup>11</sup> Das disruptive Potenzial monetärer Kriegsführung für die internationale Geldordnung bleibt davon unbeschadet.

## Was ist monetäre Kriegsführung?

Kriege werden selbstredend immer auch mit dem Scheckbuch geführt. Material, von Waffen über Ausrüstungsgegenstände bis hin zu Fahrzeugen, Bauwerken und Treibstoff, der Sold für Kombattant:innen, die Organisation der Logistik und die Beseitigung von Trümmern oder der Wiederaufbau zerstörter Infrastruktur: Krieg kostet Geld. Jenseits des notwendigen Kapitals für den Aufbau, den Unterhalt und die Logistik von Armeen und der Aufrechterhaltung einer Kriegswirtschaft kommt Geld in bewaffneten geopolitischen Konflikten aber auch *strategisch* zum Einsatz, als Mittel und Ziel von Interventionen, die auf den Konflikt- oder Kriegsverlauf zugunsten einer Seite einwirken sollen.<sup>12</sup>

In den Kriegen der USA in Afghanistan und im Irak während der 2000er-Jahre waren Zahlungen beispielsweise sogar offizieller Teil militärischen Kalküls. Neben der Bestechung lokaler Akteur:innen zur Sicherung von Zugang, Informationen und Material wurden im Rahmen der mit dem Akronym COIN abgekürzten *counterinsurgency*-Strategie Investitionen in Infrastrukturen, Mikrokredite und Kompensationen für getötete oder verletzte Zivilist:innen bereitgestellt. Zwischen 2003 und 2006 beliefen sich allein die Kompensationszahlungen an Hinterbliebene und Opfer für die USA auf 60 Millionen US-Dollar.<sup>13</sup> Das Ziel war klar: Das Geld sollte für wachsende Unterstützung für die US-Amerikaner:innen in der afghanischen und irakischen Zivilbevölkerung sorgen und damit die Wahrscheinlichkeit verringern, dass den feindlichen Kombattant:innen Rückzugsorte gewährt sowie Sabotageakte gegen die US-Truppen befürwortet oder unterstützt würden. Außerdem sorgten die Zahlungen in der heimischen und globalen Öffentlichkeit für Milde im Angesicht der

fragwürdigen völkerrechtlichen Legitimität insbesondere des Kampfeinsatzes im Irak und der humanen „Kollateralschäden“ beider Kriege.

Diese Maßnahmen scheinen für den Erfolg militärischer Operationen so bedeutsam, dass, darauf hat die Politische Geografin und Militärforscherin Emily Gilbert hingewiesen, in begleitenden Militärhandbüchern der US-Armee lokal eingesetzte finanzielle Mittel als „Waffensystem“ und „Munition“ klassifiziert werden.<sup>14</sup> Hier wird Geld also sowohl semantisch militarisiert als auch strategisch integriert, Zahlungsfähigkeit wird als militärisches Gerät behandelt und eingesetzt. Und das ist keineswegs neu: Alliierte Truppen im Zweiten Weltkrieg trugen bei der Landung in Frankreich sogenannte „Speerkopf-Währungen“ bei sich, in den USA gedruckte französische Franc, mit denen vor Ort Nachschub erworben werden sollte – auch in diesem Zusammenhang bezeichnete das Militär Geld als „Kriegswaffe“.<sup>15</sup>

Geld kann aber nicht nur Mittel, sondern auch Ziel militärischer Interventionen werden. Während das US-Militär in seinen Einsätzen im Nahen und Mittleren Osten einerseits US-Dollar für (im weitesten Sinne) Bestechungen der Zivilbevölkerung eingesetzt hat, hat es andererseits auch die Geldbestände seiner Feinde direkt angegriffen. Am 16. Januar 2016 etwa wurden gezielt neun Bargeldlager der Terrororganisation „Islamischer Staat“ bombardiert.<sup>16</sup> Diese Maßnahme an sich konstituiert allerdings genau genommen noch keine monetäre Kriegsführung, unterscheidet sie sich doch allenfalls in einer eventuellen symbolischen Bedeutung von der konventionellen Zerstörung feindlicher Vorräte.<sup>17</sup> Maßnahmen der *monetären* Kriegsführung nehmen nicht nur einzelne Vermögensbestände wie zu sperrende Bankkonten oder Bargeldlager oder die Infrastrukturen der Finanzwirtschaft ins Visier, sondern die Zahlungsfähigkeit eines gegnerischen Landes insgesamt. Anders gesagt: Wir sprechen hierbei über strategisch durchgeführte Maßnahmen, die es erschweren sollen, eine andere Währung *als Geld* einzusetzen.

Eine Form dieser monetären Kriegsführung ist die Manipulation der Kaufkraft der gegnerischen Währung. Kaufkraft hat eine Währung zum einen im Binnenmarkt (hier würde sich eine stabile Kaufkraft durch stabile Preise für Waren im Inland auszeichnen) und außerdem im Außenhandel (hier würde sich stabile Kaufkraft durch stabile Wechselkurse auszeichnen). Eine – wenn auch historisch wenig erfolgreiche – Möglichkeit, die Kaufkraft einer Währung strategisch zu manipulieren, ist das Fluten des gegnerischen Währungsraumes mit Fälschungen, die das Vertrauen in die Währung unterminieren sollen.<sup>18</sup>

Als größtes strategisches Geldfälschungsprogramm der Geschichte gilt das „Unternehmen Bernhard“:<sup>19</sup> Im Konzentrationslager Sachsenhausen ließ das

Deutsche Reich seine Gefangenen Britische Pfund kopieren. Die unter der Leitung von SS-Hauptsturmführer Bernhard Krüger produzierten Fälschungen sollen von solcher Qualität gewesen sein, dass es kaum möglich war, die Nazi-Scheine von echten Banknoten der Krone zu unterscheiden. Sie wurden genutzt, um andere Währungen, Wertstoffe und Edelmetalle zu kaufen, ihr Hauptzweck aber galt der monetären Kriegsführung: Man plante ursprünglich, die falschen Scheine in großen Mengen durch die deutsche Luftwaffe über Großbritannien abwerfen zu lassen und sie so durch achtlose Untertanen des Vereinigten Königreichs in Umlauf zu bringen. Die dadurch ruckartig zunehmende Geldversorgung sollte, das war wohl der Plan, das Vertrauen in das Pfund (und die Kreditwürdigkeit der britischen Regierung) unterminieren und damit ökonomische und soziale Unruhen befeuern. Dazu kam es aber nicht: Weil der Massenabwurf nicht zu organisieren war, brachte man einige Scheine über das militärische Beschaffungswesen in Umlauf, ohne messbaren Effekt auf die Kaufkraft des Originals.

Historisch lassen sich weitere Beispiele finden, etwa die britische Produktion von gefälschten Dollarnoten während der Amerikanischen Revolution, verschiedene strategische Fälschungsprogramme im Zusammenhang mit Konflikten im Nahen und Mittleren Osten<sup>20</sup> oder die mutmaßliche Produktion von „Superdollar“ in Nordkorea. „Falschgeld war immer ein Kriegsmittel“, stellen die Autoren Nils Ole Oermann und Hans-Jürgen Wolff nüchtern fest.<sup>21</sup>

Eine andere Möglichkeit zur monetären Kriegsführung ist die Währungsmanipulation mittels Marktmechanismen. Ein solches Manöver gab es beispielsweise in der Suez-Krise: Im Juli 1956 nationalisierte die ägyptische Regierung den Suez-Kanal, eine für den internationalen Warenverkehr damals wie heute bedeutsame Wasserstraße in ihrem Hoheitsgebiet, die zuvor aufgrund der Nachwirkungen kolonialer Machtverhältnisse von einem internationalen Konsortium verwaltet worden war. Daraufhin paktierte die ehemalige Kolonialmacht Ägyptens, Großbritannien, mit Frankreich und Israel und entsandte Besatzungstruppen. Die USA und Russland reagierten mit Kritik und brachten UN-Resolutionen gegen den Einmarsch auf den Weg, die allerdings an Vetos scheiterten. US-Präsident Dwight D. Eisenhower legte daraufhin unter anderem bereits zugesagte Finanzhilfen für Großbritannien und Israel auf Eis. Vor allem aber visierte er eine Attacke auf die britische Zahlungsfähigkeit auf dem Weltmarkt an: Er drohte, die erheblichen US-amerikanischen Bestände an Britischem Pfund mit einem Mal zu veräußern und damit den Kurs des Pfunds in US-Dollar – also seinen Wert als internationales Zahlungsmittel – einbrechen zu lassen.

Solche Bestände an Fremdwährungen werden normalerweise aus geldpolitischen Gründen ge- und verkauft, weil eine Zentralbank den Außenwert des eigenen Geldes gegenüber der Fremdwährung verändern will, um die Preise für Im- und Exporte zu stabilisieren oder anderweitig zu beeinflussen. Oder schlicht für die Befriedigung des Importbedarfs der eigenen Wirtschaft, wenn diese Waren aus dem Land der Fremdwährung erwerben will. In diesem Fall jedoch wurden die eigenen Fremdwährungsreserven gezielt zur Abwertung der anderen Währung eingesetzt, um Druck auf Großbritannien aufzubauen – eine Form monetärer Kriegsführung.

Das strategische Abstoßen einer gegnerischen Währung setzt freilich voraus, dass die eigene Zentralbank hinreichend große Bestände der anvisierten Währung als Vermögen hält. Aber auch die Verbindlichkeiten der Zentralbank (also die Kehrseite ihrer Bilanz) können für militärische Ziele mobilisiert werden – und damit kehren wir nun zurück zur russischen Invasion in der Gegenwart: Schon kurz nach dem Ausschluss einiger russischer Banken aus dem Finanznachrichtendienst SWIFT im März 2022 wurde eine weitere Sanktionsforderung laut, die genau diese Verbindlichkeiten betraf: das Einfrieren der Auslandsvermögen (Devisenreserven) der russischen Zentralbank (CBR). Auch diese Sanktion setzt bei der Funktion von Devisen für die Stabilisierung des Geldwertes an. Zentralbanken halten und nutzen Guthaben in anderen Währungen, um ihren Bürger:innen internationalen Handel zu ermöglichen und um den Wechselkurs der eigenen Währung durch Käufe zu stützen. Damit können sie auch Einfluss auf die Preise im Inland, also die Kaufkraft ihrer Währung nehmen. Die Europäische Union, die USA und Großbritannien verfügten nun aber, dass die Euro-, US-Dollar- und Pfundguthaben der CBR nicht mehr bewegt werden konnten, sie sperrten ihr, anders gesagt, die Konten. Nicht ohne Stolz verkündete die EU, die CBR könne von ihren im Februar mit fast 600 Milliarden Euro bezifferten Auslandsreserven im März nur noch weniger als die Hälfte nutzen. Auch die Schweiz, Kanada, Japan und Australien blockierten Guthaben und Zugriffsmöglichkeiten auf russische Vermögen bei ihren Zentralbanken.

Zusammen mit den realwirtschaftlichen Import- und Exportbeschränkungen und den finanziellen Sanktionen – der Abkopplung (einiger) russischer Banken vom Nachrichtendienst SWIFT, Handelsverboten für Finanzinstitute und der Sperrung zahlreicher Konten russischer Privatpersonen und Organisationen – zeitigte schon die Ankündigung dieser Maßnahme Wirkung, der Kurs des Rubels in Währungen wie US-Dollar oder Euro brach über Nacht ein.

Die CBR reagierte drastisch: Sie erhöhte den Leitzins von (im internationalen Vergleich schon recht hohen) 9,5 auf 20 Prozent. Durch die Verteuerung des Geldes hoffte man, einen inflationären Schock im Inland zu verhindern, weil eine solche Zinserhöhung mutmaßlich die Importkosten senkt, Nachfrage drosselt und Sparanlagen in Rubel lukrativer macht. Zusätzlich wurde der Verkauf von Rubel drastisch eingeschränkt und russischen Exporteuren wurde auferlegt, 80 Prozent ihrer Guthaben und Einnahmen in Fremdwährungen bei der CBR gegen Rubel zu verkaufen, um so den Kurs künstlich zu stützen. Die kriegswirtschaftlichen Gegenmaßnahmen zeigten Wirkung, der internationale Wert des Rubels stabilisierte sich nicht nur, er lag im Mai 2022 höher als vor dem Einmarsch. Der Inlandspreis allerdings fiel, die Inflation betrug laut CBR 16,7 Prozent im März und 17,6 Prozent im April, sank danach allerdings bis Anfang 2023 auf etwa fünf bis sieben Prozent. In einigen Sektoren wie der Automobilindustrie scheinen die Preise deutlich stärker gestiegen zu sein, was aber wohl eher auf die realwirtschaftlichen Sanktionen zurückzuführen ist.<sup>22</sup>

Das Sperren von Konten ausländischer Zentralbanken und Regierungen gehört nicht zum Standardrepertoire geopolitischer Sanktionen und wurde dementsprechend vielfach mit Überraschung, aber auch großer Zustimmung aufgenommen. Zwar hatten die USA im Zweiten Weltkrieg noch großflächig Auslandsvermögen des Deutschen Reiches und seiner Besatzungsgebiete eingefroren, in der globalisierten Nachkriegsordnung allerdings ist diese drastische Maßnahme bisher nur gegen geopolitisch schwächere Länder und auch dort nur selten zum Einsatz gekommen. So froren die USA etwa im Zuge des Atomstreits mit dem Iran dessen Auslandsvermögen in US-Dollar ein, ebenso die Bestände der afghanischen Zentralbank nach der Machtergreifung der Taliban 2021, hier freilich mit der Besonderheit, dass es der Taliban-Regierung an internationaler Anerkennung mangelt, man also genau genommen nicht gegen einen grundsätzlich als souverän betrachteten Staat, sondern gegen einen als Terrororganisation eingestuftem Akteur agierte. Dass das Einfrieren von Zentralbankreserven nicht häufiger als Machtmittel zum Einsatz kommt – an geopolitischen Streitpunkten herrscht schließlich in der Regel kein Mangel –, ist keineswegs verwunderlich, betrifft diese Militarisierung doch die Statik der sozialen Architektur des Geldes insgesamt. Die Maßnahmen mögen als präziser Stoß gegen die (internationale) Kaufkraft einer einzelnen Währung intendiert sein, sind aber de facto eine Mobilmachung der Grundlage von Zahlungsbeziehungen selbst.

## Wenn Ansprüche zu Waffen werden

Die hier grob unterschiedenen Varianten monetärer Kriegsführung – die Manipulation gegnerischer Kaufkraft (durch Fälschung oder strategischen Verkauf) und das Einfrieren von Devisenreserven – verweisen auf die Doppelstruktur modernen Geldes: Geld ist aus soziologischer Sicht in gleich zweifacher Hinsicht ein sozialer Anspruch. Beide Anspruchsebenen können militarisiert, also in geopolitischen Konflikten als Machtmittel oder „Waffe“ mobilisiert werden.

Erstens – sozusagen aus der Perspektive der Nutzer:innen – ist Geld ein Anspruch auf Güter. Diese Perspektive dominiert unser geldtheoretisches und geldpolitisches Denken. Gemeinhin betrachten wir Geld im Hinblick auf den Sinn und Zweck, aus dem es von uns als Individuen begehrt und gehalten wird. Wer Geld begehrt (und im Austausch annimmt), der tut dies in der Erwartung der Möglichkeit, später etwas Gleichwertiges dafür eintauschen zu können. Dementsprechend ist ein Geldbetrag aus individueller Sicht ein Anspruch an die mit diesem Geld handelnde Gruppe: Wer Geld hat, dem „schuldet“ die Gesellschaft Güter.<sup>23</sup> Dieses Anspruchsverhältnis war früher durch den Einsatz wertvollen Materials abgesichert, ist bei modernem, stoffwertlosem Fiat-Geld aber ein reines Erwartungsverhältnis. Geld funktioniert, so der Soziologe Jens Beckett, aufgrund einer „moralischen Atmosphäre, die Vertrauen in das an sich wertlose [Geld] gewährleistet“.<sup>24</sup> Es ist diese „moralische Atmosphäre“, die in den beiden erstgenannten Beispielen attackiert werden soll: Strategische Fälschungen des „Unternehmen Bernhard“ sollten die Akzeptanz des britischen Pfundes im heimischen Markt unterminieren, der strategische Verkauf von Pfund sollte dessen Gegenwert auf dem Weltmarkt verwässern, also die Menge an Gütern vermindern, die Besitzer:innen von Pfund erwerben konnten. Auch das Einfrieren der Zentralbankreserven hat zusammen mit den weiteren Finanzsanktionen dem Außen- und Binnenwert des Rubels geschadet. Dennoch kommt in diesem Beispiel Geld als Anspruch in anderer Hinsicht zu seiner Waffenfähigkeit.

Denn unser Geld ist zweitens zwar aus individueller und alltagspraktischer Sicht ein Anspruch auf Güter, rechtlich betrachtet werden Guthaben aber als Anspruch gegen das Bankensystem emittiert und gehalten (siehe dazu auch die Beiträge von ANDREA BINDER, FLORIAN KERN und CAROLIN MÜLLER in diesem Band); man spricht hier in Abgrenzung zu einer Nutzerperspektive auf Geld auch von einer „Verfassungsperspektive“.<sup>25</sup> Im Alltag verwenden wir das sogenannte Giralgeld auf den Girokonten und Sparbüchern. Hierbei handelt es sich um Verbindlichkeiten privater Geschäftsbanken, um Bankschulden also.

Untereinander handeln Geschäftsbanken mit Guthaben auf Zentralbankkonten, auch Staaten führen mit einem solchen Konto ihre Geschäfte. Guthaben auf Zentralbankkonten sind als Verbindlichkeiten der Zentralbank verbucht. Über Guthaben auf diesen Konten gelangen Geschäftsbanken auch an Bargeld, das sie ihren Kund:innen auszahlen können. Auch wenn Bargeld für den Einzelnen nicht als Schuld der Zentralbank erkennbar ist, so wird es doch ebenso über deren Bilanz als Verbindlichkeit erzeugt und verwaltet. Mit den monetären Verbindlichkeiten schulden die Banken ihren Kund:innen nun allerdings keine Güter, auch keine nicht monetären Vermögenswerte wie Gold oder Silber. Das Guthaben auf dem Bankkonto ist ein Anspruch auf die Übernahme einer eigenen Schuld durch eine hierarchisch höherrangige Schuld.

Diese kontraintuitiv anmutende Beobachtung lässt sich durch den Akt der Zahlung illustrieren: Eine potenzielle Käuferin möchte das Produkt eines Verkäufers erwerben, der zustimmt und ihr das Produkt überlässt. Die Käuferin schuldet dem Verkäufer nun eine vereinbarte Summe. Sie zahlt mit ihrer Bankkarte und der Verkäufer ist zufrieden. Was war passiert? Die Käuferin hat ihre Bank davon unterrichtet, dass sie auf einen Teil ihrer Bankschuld zugunsten des Verkäufers verzichtet. Die Bank der Käuferin reduziert den Kontostand entsprechend, also den Betrag, den sie der Käuferin noch schuldet. Die Bank des Verkäufers bekommt die Nachricht, den Kontostand des Verkäufers zu erhöhen, sie schuldet ihrem Kunden nun somit mehr als zuvor. Der Verkäufer hat also seine Ware abgegeben und dafür zunächst eine Verbindlichkeit der Käuferin bekommen, die mit der Zahlung durch eine Verbindlichkeit seiner Bank – den erhöhten Kontostand – ersetzt wurde. Das ist für den Verkäufer attraktiv, weil die Bankschuld auch von anderen zur Tilgung von Schulden akzeptiert wird, der Verkäufer mit ihr also seine Miete und seine Angestellten bezahlen kann. Das unterscheidet die Bankschuld, also das Guthaben auf dem Konto, von der Verbindlichkeit der Käuferin (einem einfachen Zahlungsverprechen, das jede:r von uns abgeben kann): davon, dass die Käuferin ihm etwas schuldet, hat der Verkäufer nichts; die Schuld der Bank aber tilgt andere Schulden, ist also eine *höherrangige* Verbindlichkeit.

Schulden der Zentralbank (und die in der Praxis häufig fast äquivalent behandelten Schuldpapiere des Staates) gelten als die höchstrangigen monetären Verbindlichkeiten eines Währungsraums. Schulden der Zentralbank, also Guthaben auf Zentralbankkonten, werden verwendet, um Zahlungsdifferenzen zwischen Geschäftsbanken (die etwa durch Überweisungen von Kund:innen entstehen) und die Ansprüche und Schulden des Staates selbst abzuwickeln

sowie Zugriff auf ebenfalls als Verbindlichkeit der Zentralbank emittiertes Bargeld zu erhalten. Zahlungen werden somit durch und innerhalb eines hierarchischen Beziehungsgeflechts möglich, in dem niederrangige Schulden durch höherrangige tilgbar werden, ohne dass mit diesen Schulden etwas anderes geschuldet würde als ihre Akzeptanz zur Tilgung. Das heißt: Während Geld in der ersten Hinsicht ein *Anspruch auf Dinge* ist, nämlich die zum Verkauf stehenden Güter einer Volkswirtschaft, ist es in dieser Hinsicht ein *Anspruch auf Handlungen*: die Akzeptanz der Tilgung und die Durchführung einer Zahlung – und zwar durch konkrete Akteur:innen. Diese Handlungen können – das ist entscheidend – nur *innerhalb* des Beziehungsgeflechts ausgeführt werden.

Diese hier innerhalb eines einzelnen Währungsraums dargestellte Hierarchie setzt sich auch im Außenhandel fort: Internationale Handels- und Finanzgeschäfte werden in der großen Mehrheit in US-Dollar abgeschlossen, der etwa 60 Prozent der globalen Devisenreserven stellt. In der Finanzwirtschaft ist die Konzentration auf den US-Währungsraum besonders groß. Wer also international zahlungsfähig sein will, braucht die als Quasi-Geld gehandelten US-Bundesanleihen und Konten bei US-Banken. Kurzum: Wer international zahlungsfähig sein will, muss Ansprüche gegen US-Banken, die US-amerikanische Zentralbank Federal Reserve (Fed) und/oder, über das Bankensystem vermittelt, gegen die US-Regierung halten. Auf dem Weltmarkt zahlungsfähig wird man also vor allem als *Gläubiger:in* des US-Bankensektors (oder von Banken, die außerhalb des US-amerikanischen Staatsgebiets Kontoverbindlichkeiten in US-Dollar anbieten; siehe zur Offshore-Geldschöpfung von US-Dollar den Beitrag von ANDREA BINDER in diesem Band).

Während sich nun die Möglichkeiten realwirtschaftlicher Kriegsführung vornehmlich aus der relativen militärischen Stärke der Kriegsparteien und den geografischen Gegebenheiten des Konflikts ergeben – relevant ist, wo die Warenströme langfließen und ob eine Kriegspartei genug militärisches Gerät oder Einfluss mobilisieren kann, um die Ströme wirksam zu unterbrechen –, entspringen die Möglichkeiten finanzieller und monetärer Kriegsführung primär (wenn auch nicht nur) den jeweiligen hierarchischen Positionen der Konfliktparteien im globalen Geldgeflecht. Ihre doppelte Sonderrolle als Anbieter der Weltwährung und wichtigstes Zentrum des globalen Finanzsystems geben insbesondere den USA ein Potenzial zum Einsatz wirksamer finanzieller und monetärer Kriegsführung an die Hand.

Halten wir fest: Das Wort „Geld“ bezeichnet, anders als in der Alltagsvorstellung, nicht nur eine Summe durch Lohnarbeit oder Handel eingenommener

Vermögen, und anders als in Ökonomielehrbüchern auch nicht bloß ein funktionales Tauschmittel. Vielmehr bezeichnet es *auch* ein stark hierarchisches, den Globus umspannendes Geflecht aus Ansprüchen, die aufeinander – und auf nichts sonst – verweisen. In diesem Beziehungsgeflecht sind die Gläubiger:innen darauf angewiesen, dass die Schuldner:innen zahlen, und die Schuldner:innen darauf, dass die Gläubiger:innen ihre Zahlungsanweisungen akzeptieren. Wenn nun die Regierungen des Westens entscheiden, die russischen Auslandsvermögen „einzufrieren“, dann tun sie nichts anderes, als ihre Rolle als Schuldner zu verneinen; sie weigern sich also, zu zahlen, wenn sie die Aufforderung dazu erhalten. Denn die Devisen Russlands sind Ansprüche gegen die Bankensysteme anderer Währungsräume, also: deren Schulden. Euro-Guthaben Russlands sind Euro-Verbindlichkeiten (vornehmlich) der Europäischen Zentralbank (EZB), die es nicht in irgendetwas anderes einlösen, sondern nur zum Tilgen weiterer Zahlungen innerhalb des Geflechts aus Ansprüchen verwenden kann. Russland kann sie auch nicht aus dem Euro-Bankensystem entfernen und in Konfliktsituationen wie der aktuellen in den heimischen Schatzkellern aufbewahren, um sie vor einem Zugriff wie dem Einfrieren zu bewahren. Guthaben sind Schuldbeziehungen, die man nicht „irgendwo“ lagern kann, außer in beiden Zentralbankbilanzen der CBR und EZB gleichzeitig, einmal als (europäische) Verbindlichkeit, einmal als (russisches) Vermögen. Wenn die mit diesen Ansprüchen verbundenen Handlungen nicht vollzogen werden – genau das bedeutet „einfrieren“ – sind sie nichtig.

## Es geht um den monetären Frieden

Beide geldsoziologisch einnehmbaren Perspektiven, die erwartbare Gültigkeit einzelner Guthabenbeträge als abstrakte Ansprüche auf Güter für ihre Halter:innen (Nutzerperspektive) und deren rechtliche Anlage als Gläubigeranspruch gegen das Bankensystem (Verfassungsperspektive), sind für die Einordnung dieser Maßnahmen monetärer Kriegsführung relevant. Geld stiftet nur dann einen verlässlichen Handlungskontext, darauf haben verschiedene geldsoziologische Beiträge immer wieder hingewiesen, wenn seine soziale Konstruiertheit und Fragilität in der Unauffälligkeit verschwinden, es für selbstverständlich genommen werden kann, also in eine Art Objektivitätsfiktion eingebettet ist.<sup>26</sup> Niemand würde ein Bankkontoguthaben in der heimischen Währung vorbehaltlos als Arbeitslohn akzeptieren (anstatt Bargeld, Naturalien oder die Währung eines anderen Landes), wenn das Guthaben durch die

Bank aufgrund vorher nicht vertraglich vereinbarter Gründe für nichtig erklärt werden könnte, etwa weil ihr nicht zugesagt, was wir mit dem Geld kaufen oder weil wir es zu einem Konkurrenzunternehmen transferieren wollen und sie das nicht gutheißt. Der Rechtsstaat sichert gewissermaßen die Objektivitätsfiktion einzelner Guthaben ab, sodass sie mehr oder weniger unbedarft als *bedingungslose Ansprüche* auf Güter betrachtet und verwendet werden können.

Dieser Zusammenhang lässt sich nicht ohne Weiteres auf die internationale Ebene übertragen. Zahlungsfähigkeit wird auf den Weltmärkten durch Ansprüche gegen Akteure ermöglicht, die sich in fremden Rechtsräumen befinden oder sogar – und das ist der Normalfall – Institutionen eines anderen souveränen Staates sind, der unter Umständen als geopolitischer Konkurrent zu gelten hat. Damit Teilnehmende des Euro-Währungsraums Waren indischer Firmen importieren können, brauchen sie Rupien, das heißt: Ansprüche gegen das indische Bankensystem. In der Regel – die Offshore-Welt einmal ausgenommen – nutzen sie dafür ihre Ansprüche gegen heimische Banken (Bankguthaben), durch die sie die EZB dazu bewegen können, ihrerseits Ansprüche gegen die Reserve Bank of India, die indische Zentralbank, zu erwerben (also mit Euro Rupien als Guthaben bei der Bank of India zu kaufen). Die Institution eines Verbundes souveräner Staaten (der Eurozone) akkumuliert Ansprüche gegen die Institution eines anderen souveränen Staates (Indien) – das bedeutet es, „Devisen zu halten“. Diese Ansprüche müssen also auch ohne die Absicherung einer integrierenden staatlichen Rechtsordnung als Vermögen behandelbar sein – die sie einbettende Objektivitätsfiktion ist auf internationaler Ebene also strukturell fragiler als jene innerhalb einzelner Währungsräume.

Die Existenz und Stabilität einer internationalen monetären Objektivitätsfiktion ist historisch keineswegs selbstverständlich: Man darf nicht vergessen, wie jung die Praxis souveräner Staaten eigentlich ist, Zahlungsverprechen anderer Souveräne als Vermögensanlagen zu akzeptieren und auf deren Objektivität zu vertrauen. Sie tun das systematisch erst seit dem späten 19. Jahrhundert,<sup>27</sup> eine Periode, die dabei auch noch von zwei Weltkriegern unterbrochen wurde. Der Historiker Max Harris hat jüngst in einer Studie noch einmal verdeutlicht, wie schwierig es am Ende des Ersten Weltkriegs war, die für den Welthandel notwendige Objektivität und Fraglosigkeit internationaler Zahlungsbeziehungen herzustellen. Dieser Versuch wurde damals mit der Vokabel des „monetären Friedens“<sup>28</sup> bezeichnet.

Die sogenannte erste Phase der Globalisierung der Weltwirtschaft im Übergang vom 19. zum 20. Jahrhundert hatte sich noch auf eine mehr oder weniger

allgemeine Bindung an Edelmetalle stützen können, die die Notwendigkeit vermied, langfristige Ansprüche gegen geopolitische Konkurrenten aufzubauen und zu halten. Dieses starre System konnte allerdings die Asymmetrien globaler Zahlungsströme einer zunehmend dynamischen Weltwirtschaft nicht wirklich tragen. Mit der grassierenden Aufkündigung der Gold-Konvertibilität durch praktisch alle mit einem Goldstandard operierenden Länder im Zuge des Ersten Weltkriegs begann eine Zeit monetärer Unsicherheit, in der die Wechselkurse verschiedener Währungen immer wieder strategisch auf- und abgewertet wurden, um in protektionistischer Manier Vorteile für die eigene Volkswirtschaft zu generieren. Es war kaum möglich, Fremdwährungen als verlässliche Ansprüche auf Güter in anderen Währungsräumen zu halten, jedenfalls nicht mittel- oder längerfristig. Nach dem Kriegsende war ein aufwendiger diplomatischer Prozess der Entwöhnung von dieser Art monetärer Kriegsführung und des Einschwörens auf stabile Tauschverhältnisse zwischen den Ländern notwendig, um internationalen Handel neu zu starten – und einen Zustand kooperativer Verlässlichkeit, den monetären Frieden, herzustellen.

Als das Deutsche Reich im Frühjahr 1940 Dänemark und Norwegen besetzte, beschlagnahmten die USA 267 Millionen US-Dollar an dänischem und norwegischem Auslandsvermögen in Amerika und verboten ihren Banken Transaktionen mit dem Feindgebiet. In den Folgemonaten wurden weitere 7,6 Milliarden US-Dollar an Vermögen anderer besetzter Gebiete eingefroren, also für ihre Besitzer:innen für unverfügbar erklärt, darunter eben auch Guthaben ausländischer Zentralbanken bei der US-amerikanischen Fed. Der US-amerikanische Sicherheitsberater Judd Polk fragte sich schon in einem 1941 erschienenen Aufsatz im Magazin *Foreign Affairs*, ob man nach dem Krieg wieder problemlos zu einer „freien“, das heißt vorbehaltlos ablaufenden Zahlungswirtschaft zurückkehren könne.<sup>29</sup> Schließlich sei nun für jeden ersichtlich, so Polk, dass der US-Dollar kein unbedingter Anspruch mehr sei, sondern ein konditionaler, dessen Wert sich nicht „von selbst“ ergebe, sondern der an geopolitische Kollaboration geknüpft sei. Anstatt einer Objektivitätsfiktion könne sich nach dem Krieg die Einschätzung durchsetzen, nur wer es sich mit den USA nicht verscherze, könne seine Dollar-Bestände auch wirklich als Dollar-Guthaben einsetzen. Die Maßnahmen riskierten nicht das Vertrauen in den stabilen Wert monetären Guthabens, so Polks Befürchtung, sondern die Erwartung vorbehaltlosen Respekts für monetäre Ansprüche, aus denen die Guthaben bestehen.

Selbst beim Einfrieren der Reserven weltwirtschaftlich weniger bedeutender Länder wie dem Iran oder Venezuela in der jüngeren Vergangenheit

wurden ähnliche Sorgen artikuliert.<sup>30</sup> Schließlich, so muss man nach einem Blick auf das Geld als einem selbstreferenziellen Geflecht aus Ansprüchen zwischen Gläubiger:innen und Schuldner:innen sagen, kann dies nur so lange funktionieren, wie sich alle an ihre Rollen halten – insbesondere wenn es sich um hierarchisch bedeutsame Schuldner wie die EZB oder die Fed handelt. Wer seine Zahlungsfähigkeit als Anspruch gegen einen anderen Akteur hält – auf der internationalen Ebene also: ein anderes Land, eventuell einen Konkurrenten –, der wird dies nur tun, wenn diese Ansprüche nicht jeden Tag oder bei jeder noch so kleinen Meinungsverschiedenheit infrage gestellt und neu ausgehandelt werden müssen. Soziologisch muss man wohl davon ausgehen, dass hier eine Art *working fiction* objektiver Guthaben besonders wichtig ist, ja mehr oder weniger eine Voraussetzung reibungslosen internationalen Handels bildet – die Fiktion also, dass Ansprüche an fremde Zentralbanken auch in Konfliktsituationen so „objektiv“ als Zahlungsmittel verwendet werden können, als seien sie nicht Verbindlichkeiten einer Bank in einem anderen Rechtsraum, in dem man seine Ansprüche gar nicht so einfach durchsetzen kann.

Hier kommt die Rekonstruktion von Geld als einem doppelten Anspruch besonders zum Tragen: Betrachtet man Geld als einen Anspruch auf Güter, dessen Wert durch die Erwartung seiner weiteren Akzeptanz gestiftet wird, so kommt es auf das Verhalten *einzelner* Akteur:innen nicht an. Akzeptiert ein beliebiger Bäcker keine Euro mehr als Zahlungsmittel, wird mein Euro-Guthaben dadurch nicht wertlos. An der nächsten Straßenecke wird weiter Brot angeboten, und selbst wenn nicht, so gibt es viele andere Verkäufer:innen, für deren Angebote in Euro gezahlt werden kann. Betrachtet man Euro-Guthaben aber nicht als Ansprüche auf Güter, die von vielen verschiedenen Akteur:innen eingelöst werden können, sondern als Rechtsansprüche gegen konkrete Banken im europäischen Bankensystem, dann funktionieren diese nur als Geld, solange *genau diese* Banken tun, was sie versprochen haben zu tun. In dieser Hinsicht ist das Geld viel fragiler als im Hinblick auf seinen Tauschwert, weil es schon durch die Entscheidung eines einzelnen Akteurs, etwa der EZB, nichtig werden kann. Dementsprechend kommt hochrangigen Knotenpunkten im Geldgeflecht, wie der Fed oder EZB, eine besondere Relevanz (und damit gegebenenfalls auch Verantwortung) für die Aufrechterhaltung der *working fiction* neutraler Abwicklung „objektiver“ Guthaben zu. Sie müssen sich belastbar und überzeugend zu jenem kooperativen Verhalten bekennen, das im Nachklang des Ersten Weltkrieges „monetärer Frieden“ genannt wurde.

Nach dem Zweiten Weltkrieg versuchte man zunächst, den monetären Frieden durch die Bindung des US-Dollars an Gold zu restaurieren. Das gelang, weil sich die USA als Sieger- und Aufbaumacht gleichzeitig überzeugend als Weltgeldlieferant anbieten konnten. Es funktionierte aber auch, weil unter den Bedingungen des Ost-West-Konflikts die USA als unangefochtener Hegemon des westlichen Wirtschaftsraumes gelten konnten. Der Wirtschaftswissenschaftler Barry Eichengreen vergleicht das Halten ausländischer Währungen mit der Praxis unterlegener Vasallen, enge Verwandte als Geiseln an den Hof des Lehnsherren zu schicken – eben keine rein vertragliche Interaktion auf Augenhöhe innerhalb eines gegebenen Rechtsraums, sondern eine stets auch politische (und nicht immer freiwillige) Geste asymmetrischen Vertrauens.<sup>31</sup> Eine solche Geste war für die transatlantischen Bündnispartner in Zeiten des Kalten Krieges sowohl politisch als auch ökonomisch alternativlos.

Nach dem Ende des Gold-Dollar-Standards durch Richard Nixon Anfang der 1970er-Jahre wurde die Objektivitätsfiktion monetärer Ansprüche durch ein zunehmend komplexeres Geflecht nationaler und internationaler Institutionen gestützt. Geldpolitische Entscheidungen und Steuerungsverantwortung wurde an Akteure wie unabhängige Zentralbanken, Internationalen Währungsfonds (IWF), Weltbank, G20 und andere ausgelagert. Man kann davon sprechen, dass die *working fiction* der Objektivität monetärer Ansprüche nun durch eine Art „Verrechtlichung“ erreicht werden sollte – ein Gefüge sich apolitisch, fast schon technizistisch gerierender Institutionen verwaltete das Geld abseits tagespolitischer Konjunkturen und Querelen.<sup>32</sup> Diese Fiktion des Apolitischen wird durch die Militarisierung der Zentralbankbilanzen nun besonders auffällig durchbrochen.

Mit den Maßnahmen gegen den Rubel im Jahr 2022 wurden nun also die basalen Ansprüche einer politisch und ökonomisch bedeutsamen Macht – mit guten moralischen und womöglich auch geostrategischen Gründen – infrage gestellt. Damit hat man sich entschieden, die gemeinsame Grundlage internationaler Zahlungsfähigkeit zu riskieren. Das Einfrieren von Euro- und Dollar-Guthaben stellt das Halten von Guthaben in diesen Währungen infrage, weil diese nun nicht mehr bloß objektive Einnahmen aus Exportgeschäften (und damit Ansprüche auf Importgeschäfte) repräsentieren. Wenn die Wahrnehmung der eigenen Schuldnerrolle von Fed und EZB nun offen politisch konditional ist, so werden Guthaben erneut nur als Gefolgschaftszertifikate sicher, ausgestellt von realpolitischen Konkurrenten. Das durch die monetäre Kriegsführung ausgesandte Signal sagt: Euer Geld ist nur so lange Geld, wie wir es zulassen,

das heißt, solange ihr in unserem Sinne handelt. Das mag, um es noch einmal zu unterstreichen, moralisch wie geostrategisch gerechtfertigt sein, verdeutlicht uns aber eben auch ein Rückstoßpotenzial, das in der sozialen Natur des Geldes selbst liegt, das wir verstehen und auf das wir eine Antwort werden finden müssen – der monetäre Friede ist schließlich kein Naturzustand, der sich von selbst einstellt, sondern ein historisch recht junges und von jeher fragiles Fundament des Welthandels, das aufwendig und mit Bedacht aufgebaut und gepflegt wurde – und nach der Krise restauriert werden muss.

## Am Vorabend einer neuen Ordnung?

Das Einfrieren der russischen Devisenreserven befeuerte eine Debatte um die Zukunft internationaler Zahlungsfähigkeit. Wenn Dollar- und Euro-Bestände auf Konten, die andere Regierungen und deren Zentralbanken bei der EZB oder der Fed führen, nunmehr (wieder) zur Verhandlungsmasse geopolitischer Konflikte gehören, so die Überlegung, verlören sie an Attraktivität als „objektive“ Vermögensanlage. Welcher selbstbewusste Staat mit Optionen sollte weiter umfangreiche Euro-Guthaben ansparen wollen, wenn diese mit einem Tastendruck für nichtig erklärt werden können, sollte man sich einmal uneins sein? Was innerhalb des sogenannten Westens in Zeiten des Ost-West-Konflikts funktionierte, weil die USA mehr oder weniger unumstrittene Hegemonialmacht waren, wird sich in der multipolaren Welt der Gegenwart wahrscheinlich nicht mehr umsetzen lassen. Heißt: Politisch konditionale Ansprüche gegen das europäische oder US-amerikanische Bankensystem zu halten, könnte von anderen Ländern zunehmend als geostrategisches Sicherheitsrisiko eingeschätzt werden. Sie werden also womöglich, wie es Russland, Indien oder China bereits versuchen, nach alternativen Arrangements zur Abwicklung internationaler Zahlungen suchen.

Solche Entwicklungen könnten durchaus im Alltag spürbar werden. Während die Nutzer:innen von Währungen wie dem Euro das Gefühl haben, sie könnten ihre Euro-Guthaben problemlos in alle Welt „überweisen“ – wer Euro besitzt, hält sozusagen abstrakte Ansprüche auf ein annähernd globales Güterangebot –, basieren solche Zahlungsanweisungen im Hintergrund auf einer ganzen Kette routiniert eingelöster und neu gebuchter Ansprüche gegen verschiedene nationale Banken und Bankensysteme.<sup>33</sup> Diese Routinen des Ein- und Ausbuchens von Zahlungsverpflichtungen machen unser Geld im Kern aus. Sie funktionieren aber bisher aufgrund einer global wirksamen Hierarchie,

in der die Mehrheit der internationalen Zahlungsanweisungen Ansprüche gegen US-amerikanische und europäische Banken involvieren. Kann man der Objektivität dieser fundamentalen Ansprüche nicht länger mehr oder weniger bedingungslos vertrauen, müssen die Routinen der Verpflichtung so neu organisiert werden, dass das wieder geht.

Manch eine:r mag nun bereits eine neue Weltgeldordnung am Horizont aufsteigen sehen, in der regionale Machtblöcke untereinander Ansprüche als Zahlungsmittel akzeptieren – also Devisen in Fremdwährungen nur noch von engen Verbündeten akkumulieren – und im globalen Handel zwischen den Blöcken auf Ad-hoc-Vereinbarungen oder Tauschgeschäfte setzen.<sup>34</sup> Das mag sich durch den künftigen Bedeutungsverlust von Erdöl noch verschärfen, weil die Macht von Rohstofflieferanten für erneuerbare Energien wie China wachsen könnte, ihre Geschäfte nicht mehr in US-Dollar abzuwickeln (siehe den Beitrag von ANDREA BINDER in diesem Band). Alternative Abrechnungsverfahren zu SWIFT sind im asiatischen Raum längst in der Entwicklung.<sup>35</sup> Digitale Währungen – insbesondere die von vielen großen Zentralbanken geplante und teilweise bereits in Pilotprojekten erprobten *central bank digital currencies* – werden als Katalysatoren einer Fragmentierung der internationalen Zahlungsbeziehungen diskutiert,<sup>36</sup> manch eine:r raunte bereits vor der gegenwärtigen Konfrontation einen durch die Digitalisierung ermöglichten „Kalten Währungskrieg“<sup>37</sup> herbei, der sich nun aufheizen könnte. Mit ihnen könnten grenzübergreifende Zahlungen ohne die Akkumulation von Ansprüchen gegen traditionelle Banken oder Zentralbanken möglich werden. Dann könnte es tatsächlich sein, dass infolge der monetären Kriegsführung – oder wenigstens durch sie unterstützt – Guthaben in international anerkannten Währungen wie dem Euro nicht mehr ohne Weiteres, wenigstens nicht ohne weiteren Aufwand und weitere Kosten, als Ansprüche auf Güter auf einem globalen Markt gelten können.

Ob der „Ukraine-Schock“ ausreicht, um die Vorherrschaft des US-Dollars als Weltwährung (und dem Euro als seinem Vize) zu brechen, ist natürlich keineswegs sicher.<sup>38</sup> Alternative internationale Zahlungsmittel müssen schließlich nicht einfach nur vorhanden, sondern hinreichend praktikabel und verlässlich sein. Bremsen werden die jüngsten Mobilisierungen monetärer Kriegsführung den sich bereits abzeichnenden Umbruch der internationalen Geldordnung allerdings sicher nicht. Damit wird es zu einer offenen Frage der Geldpolitik, auf welche Weise und mit welcher Reichweite monetärer Frieden, das heißt die Objektivität von Ansprüchen an geopolitische Konkurrenten, in Zukunft hergestellt und garantiert werden kann.

## Anmerkungen

- 1 Ich bedanke mich für viele anregende Kommentare aus dem Forschungskolloquium des Hamburger Instituts für Sozialforschung und insbesondere bei Carolin Müller und Florian Schmidt für allerhand Hilfreiches.
- 2 Reuters, Putin Says the West's Economic ‚Blitzkrieg‘ Has Failed, in: Reuters Media vom 12. April 2022.
- 3 Adam Tooze, The World Is at Financial War, in: New Statesman vom 2. März 2022 (Übersetzung A. S.).
- 4 Vgl. Tor Egil Følrand, The History of Economic Warfare: International Law, Effectiveness, Strategies, in: *Journal of Peace Research*, 30 (1993) 2, S. 151–162.
- 5 Vgl. Nicholas Mulder, The Economic Weapon, The Rise of Sanctions as a Tool of Modern War, New Haven / London 2022. Gerade angesichts ihrer verheerenden Wirkung ist es bemerkenswert, wie Mulder nachzeichnet, dass sich solche Maßnahmen mit der Gründung des Völkerbunds in den Zwischenkriegsjahren von einem gegen den Feind im Krieg eingesetzten Mittel zu einer Sanktion transformierten, die auf dem geopolitischen Parkett eingesetzt werden konnte, ohne notwendigerweise einer Kriegserklärung gleichzukommen. Die Wahrnehmung der ökonomischen Kriegsführung wandelte sich von einer Waffe, die man nur gegen Feinde im Kampf einsetzte, hin zu einem diplomatischen Mittel, das Gegner unter Druck setzte, aber (völkerrechtlich) keinen Angriff konstituierte.
- 6 Vgl. Juan C. Zarate, Treasury's War, The Unleashing of a New Era of Financial Warfare, New York 2013; David J. Katz, Waging Financial War, in: *The US Army War College Quarterly: Parameters*, 43 (2013) 4, S. 77–86.
- 7 dpa, Merz: Swift-Ausschluss Russlands wäre Atombombe für Kapitalmärkte, in: *Handelsblatt* vom 16. Januar 2022.
- 8 *The Economist*, The Geopolitics of Money Is Shifting Up a Gear, <https://www.economist.com/leaders/2021/10/23/the-geopolitics-of-money-is-shifting-up-a-gear>, abgerufen am 13.3.2023.
- 9 Vgl. Andreas Nölke, Glaube nicht dem SWIFT-Hype, in: *Makroskop* vom 28. Februar 2022.
- 10 Aaron Sahr, Monetäre Kriegsführung, in: *Aus Politik und Zeitgeschichte*, (2022) 18–19, S. 40–45.
- 11 Vgl. Maria Snegovaya et al., Russia Sanctions at One Year, Center for Strategic & International Studies 2023, <https://www.csis.org/analysis/russia-sanctions-one-year>, abgerufen am 13.3.2023.
- 12 Vgl. Kenneth Mouré, Money in Wars, in: Stefano Battilossi / Youssef Cassis / Kazuhiko Yago (Hrsg.), *Handbook of the History of Money and Currency*, Singapore 2020.
- 13 Vgl. Emily Gilbert, The Gift of War: Cash, Counterinsurgency, and ‚Collateral Damage‘, in: *Security Dialogue*, 46 (2015) 5, S. 403–421.
- 14 Ebd.
- 15 Kenneth Mouré, Spearhead Currency: Monetary Sovereignty and the Liberation of France, in: *The International History Review*, 42 (2020) 2, S. 279 (Übersetzung A. S.).
- 16 Vgl. Emily Gilbert, Militaries, Finance, and (In)Security, in: *Finance and Society* 3 (2017) 2, S. 180–187.
- 17 Gerade die symbolische Bedeutung veranlasst etwa Ricardo Crespo dazu, diese Angriffe sehr wohl als, wie er es nennt, „currency warfare“ zu bezeichnen: Ricardo A. Crespo, Currency Warfare in the Middle East: Currency Counterfeiting in the 1953 Iranian Coup, the 1990–1991 Gulf War, and Yemen's Current Civil War, in: *The Journal of the Middle East and Africa*, 11 (2020) 4, S. 413–429.
- 18 Die Grundlage dieser allgemeinen Betrachtung von geopolitischen Manövern mit und gegen Geld ist das Standardwerk von Jonathan Kirshner, *Currency and Coercion: The Political Economy of Interna-*

tional Monetary Power, Princeton 1995. Hier finden sich in hoher Auflösung zahlreiche und deutlich vielfältigere Beispiele, als in diesem kurzen Aufsatz aufgeführt werden können.

- 19 Vgl. Volkher von Lengeling, The Distribution of Fake British Pounds in the Biggest Money Counterfeiting Scheme in History, in: *Journal of Intelligence History* 22 (2023) 2, S. 171–191.
- 20 R. A. Crespo (Anm. 17).
- 21 Niils Ole Oermann / Hans-Jürgen Wolff, *Wirtschaftskriege, Geschichte und Gegenwart*, Bonn 2020, S. 160. Zahlreiche Beispiele finden sich in John K. Cooley, *Currency Wars*, London 2008.
- 22 Zur durchwachsenen Wirkung der Sanktionspakete etwa ein Jahr nach Kriegsbeginn siehe M. Snegovaya et al. (Anm. 11).
- 23 Vgl. Jens Beckert, *Imaginierte Zukunft, Fiktionale Erwartungen und die Dynamik des Kapitalismus*, Berlin 2018, S. 161.
- 24 Ebd., S. 164.
- 25 Christine Desan, Über die Verfasstheit des Geldes, Die Produktion der modernen Welt und die Gestaltung von Geld, in: *Mittelweg* 36, 18 (2019) 3–4.
- 26 Siehe dazu vor allem Christoph Deutschmann, Geld als soziales Konstrukt: zur Aktualität von Marx und Simmel, in: *Leviathan: Berliner Zeitschrift für Sozialwissenschaft*, 23 (1995) 3, S. 376–393; außerdem André Orléan, Money: Instrument of Exchange or Social Institution of Value?, in: Pierre Alary et al. (Hrsg.), *Institutionalist Theories of Money. An Anthology of the French School*, Cham, Switzerland 2020; J. Beckert (Anm. 23); Bruce G. Carruthers / Wendy Nelson Espeland, Money, Meaning, and Morality, in: *American Behavioral Scientist*, 41 (1998) 10, S. 1384–1408; Nigel Dodd, *The Sociology of Money, Economics, Reason and Contemporary Society*, Cambridge 1994.
- 27 „Die Praxis der Zentralbanken, Devisenreserven zu halten, entwickelte sich im neunzehnten Jahrhundert. Zuvor hatten die nationalen Notenbanken (sofern vorhanden) ihre Währungsreserven [...] in Gold- und Silberbarren gehalten“, Barry Eichengreen / Arnaud Mehl / Livia Chițu, *How Global Currencies Work. Past, Present, and Future*, Princeton / Oxford 2018, S. 16 (Übersetzung A. S.).
- 28 Max Harris, *Monetary War and Peace. London, Washington, Paris, and the Tripartite Agreement of 1936*, Cambridge 2021, S. 121 (Übersetzung A. S.).
- 29 Judd Polk, Freezing Dollars against the Axis, in: *Foreign Affairs*, 20 (1941) 1.
- 30 Robert D. Blackwill / Jennifer M. Harris, *War by Other Means. Geoeconomics and Statecraft*, Cambridge, Massachusetts / London 2017, S. 190.
- 31 Barry Eichengreen, International Currencies in the Lens of History, in: Stefano Battilossi / Youssef Cassis / Kazuhiko Yago (Hrsg.), *Handbook of the History of Money and Currency*, Puchong 2020.
- 32 Vgl. Roy Kreitner, *The Jurisprudence of Global Money*, in: *Theoretical Inquiries in Law* 11 (2010) 1; Aaron Sahr, *Die monetäre Maschine, Eine Kritik der finanziellen Vernunft*, München 2022.
- 33 Erinnerung sei hier an die Doppelstruktur des Geldes als *Ansprüche auf Dinge* und *Ansprüche auf Handlungen*, also Ansprüche auf ökonomische Werte und Ansprüche auf das Achten von Verbindlichkeiten.
- 34 Vgl. Mike Dolan, Russia Central Bank Freeze May Hasten ‚Peak‘ World FX Reserves, in: Reuters Media vom 2. März 2022; Barry Eichengreen, Ukraine War Accelerates the Stealth Erosion of Dollar Dominance, in: *Financial Times* vom 28. März 2022; James K. Galbraith, The Dollar System in a Multi-Polar World, <https://www.ineteconomics.org/perspectives/blog/the-dollar-system-in-a-multi-polar-world>, abgerufen am 13.3.2023.
- 35 Vgl. Andreas Nölke, *Geoeconomic Infrastructures*, in: Benjamin Braun / Kai Koddenbrock (Hrsg.), *Capital Claims: Power and Global Finance*, London 2022.

- 36 Siehe stellvertretend Eswar S. Prasad, *The Future of Money, How the Digital Revolution Is Transforming Currencies and Finance*, Cambridge, Massachusetts / London 2022.
- 37 David Birch, *The Currency Cold War*, London 2020.
- 38 Für eine weiterführende Diskussion siehe Mona Ali, *Regime Change?*, in: *Phenomenal World* vom 27. April 2022.

Florian Kern

# Fiat-, Krypto- oder Goldstandard?

Wer von welchem Geld profitiert

Kryptowährungen, insbesondere der Bitcoin als größte Kryptowährung, ermöglichen eine Übertragung von Vermögenswerten ohne Nutzung des Bankensystems. Ihre Anhänger verbreiten eine libertäre und staatskritische Erzählung. Dieser Beitrag erklärt, was Kryptowährungen sind, wie sie sich vom heutigen US-Dollar- und Euro-dominierten Fiat-Standard unterscheiden, was einen Kryptostandard mit dem Goldstandard verbindet und welche Konsequenzen sich bei der Einführung eines Kryptostandards für die Makroökonomie ergäben. Außerdem wird das ideologische Fundament der Idee dezentralen Geldes analysiert und herausgearbeitet, wo die Annahmen der Befürworter von Kryptowährungen von der Realität abweichen. Der Beitrag endet mit einem Ausblick auf die Aspekte, die eine künftige Regulierung von Kryptowährungen beeinflussen.

## Was zeichnet Kryptowährungen aus?

Kryptovermögenswerte sind Einträge auf einer Blockchain. Dabei handelt es sich um eine Art dezentrales und online einsehbares Register, in dem Eigentumsrechte geklärt sind. Im Fall von Bitcoin, dessen Blockchain so konstruiert ist, dass insgesamt nicht mehr als 21 Millionen Bitcoin existieren können, erlaubt die Bitcoin-Technologie das Versenden von Bitcoin mithilfe sogenannter Wallets, also digitalen Geldbörsen. Neu im Vergleich zum Finanzsystem, wie wir es bisher kannten, ist dabei, dass die Übertragung von Bitcoin oder Vermögenswerten in einer anderen Kryptowährung ohne eine vertrauenswürdige dritte Person funktioniert. Um dies zu verstehen, hilft vielleicht folgendes Beispiel: Stellen wir uns vor, ein Restaurantbesitzer in Leipzig kauft Wein einer Winzerin aus der Pfalz. Um diesen zu bezahlen, überweist er über die App

seiner Bank, sagen wir der Volksbank, Geld auf das Konto der Winzerin bei der Sparkasse Südliche Weinstraße. Die Überweisung führt dazu, dass sich die Vermögensverhältnisse der beiden Banken ändern. Die Volksbank überweist von ihrem Konto bei der Zentralbank, in diesem Fall bei der Deutschen Bundesbank, auf das Konto der Sparkasse bei der Bundesbank. Gleichzeitig reduziert sich das Kontoguthaben des Restaurantbesitzers bei der Volksbank, während sich das Guthaben der Winzerin bei der Sparkasse erhöht. Überweisungen von einer Bank zur anderen führen also dazu, dass die Banken Guthaben bei der „Bank der Banken“, der Zentralbank, übertragen. Umgekehrt kann man feststellen, dass Guthaben bei gewöhnlichen Geschäftsbanken ein Versprechen darstellen, sie in Guthaben gegenüber der Zentralbank umzuwandeln: entweder indem man das Guthaben gegen von der Zentralbank ausgegebenes Bargeld abhebt oder indem man eine Überweisung auslöst, die dazu führt, dass die eigene Geschäftsbank Zentralbankguthaben auf das Konto einer anderen Bank überweist.

Damit dieses System funktioniert, ist Vertrauen in die beteiligten Akteure notwendig. Der Restaurantbesitzer und die Winzerin müssen darauf vertrauen, dass sie ihre Guthaben bei ihren Banken jederzeit abrufen können. Beide Bankkunden sowie Volksbank und Sparkasse müssen darauf vertrauen, dass die Guthaben bei der Bundesbank immer abrufbar sind. Um dieses Vertrauen aufrechtzuerhalten, werden viele Maßnahmen getroffen: Wirtschaftsprüfer kontrollieren, ob die angegebenen Vermögenswerte überhaupt existieren. Bankenaufseher prüfen, ob Banken über ein angemessenes Risikomanagement verfügen. Und im Eurosystem aus Europäischer Zentralbank und Nationalen Zentralbanken wird ein alle verbindendes Zahlungsverkehrssystem betrieben (Target II), dessen Technik parallel an vier Standorten existiert, um sicherzustellen, dass selbst bei einem gleichzeitigen Ausfall von drei Standorten noch immer Überweisungen durchgeführt werden könnten. Diese vertrauensschützenden Maßnahmen bieten keinen perfekten Schutz (wie der Fall Wirecard beweist)<sup>1</sup> und sie sind einigermaßen aufwendig, denn Wirtschaftsprüfer, Aufseher und IT-Systeme wollen bezahlt werden.

Im Fall von Bitcoin, der größten Kryptowährung, werden die Transaktionen von sogenannten Minern bestätigt, die ihre Computer von überall an das Bitcoin-Netzwerk anschließen und bei der Verifizierung von Transaktionen (also praktisch bei der digitalen Kontoführung) mithelfen können.<sup>2</sup> Dabei werden alle Transaktionen auf der online und öffentlich einsehbaren Blockchain festgehalten. Die Blockchain ist eine Art digitales und für alle einsehbares Grundbuch, in dem jeder sehen kann, wer aktuell über welche Bitcoin verfügen kann. Dieses

System ermöglicht (von in der Praxis wenig relevanten Grenzfällen abgesehen) eine vertrauensfreie Übertragung eines Datenbankeintrags von einer Wallet in die andere. Würde der Restaurantbesitzer den Wein mittels Bitcoin bezahlen, würde schlicht auf der Blockchain vermerkt, dass über diese Bitcoin fortan nur noch aus der Wallet der Winzerin verfügt werden darf. Die Guthaben aller Wallets sind ebenfalls öffentlich auf der Blockchain einsehbar, wobei nicht festgehalten ist, wer das Passwort besitzt, um auf die jeweiligen Wallets zugreifen zu können.

Hier unterscheidet sich die Funktionsweise von Kryptowährungen also tatsächlich elementar von unserem herkömmlichen Finanzsystem. Wer paranoid veranlagt ist oder Anbieter von Finanzdienstleistungen generell als unmoralisch ansieht, findet diesen Aspekt von Kryptowährungen oft attraktiv; Gleiches gilt für Kriminelle, die sich dem Zugriff des Staates zu entziehen wünschen – oder eben auch für Dissidenten in totalitären Diktaturen, die Werte ohne Genehmigung des Staates übertragen wollen.

In der Praxis sind diese Vorteile für die meisten Nutzer jedoch ohne Belang, da diese ihre Kryptowährungen bei Kryptobörsen halten – also wie bei Banken bei zentralisierten Institutionen. Da die Nutzung von Wallets unkomfortabel ist und die Werte beispielsweise bei einem Verlust des Passworts für immer verloren sind, nutzen Standardkunden lieber Kryptobörsen, die den Benutzerkomfort von Banken-Apps imitieren. Hält man seine Kryptowerte auf dem Konto einer Kryptobörse, befinden sich diese nicht in der eigenen Wallet, sondern in jener der Kryptobörse – und gehen entsprechend verloren, wenn diese insolvent wird. Die Kryptobörsen haben darüber hinaus, anders als Banken, keinen Sitz in der EU und werden auch nicht hierzulande reguliert. Wird Geld zu einer Kryptobörse überwiesen, fließt dies in aller Regel über ein Netz aus Korrespondenzbanken in ein wenig reguliertes Land. Auch hier muss also darauf vertraut werden, dass man Geld wieder zurückerhält, wenn man eine entsprechende Anweisung an die Börse sendet. Für die große Mehrheit der Menschen ist die Vertrauensunabhängigkeit von Kryptowährungen wie Bitcoin also kein Vorteil.

## **Vertrauen in die Werterhaltung als Grundlage eines Zahlungsmittels**

Die heute von Zentralbanken ausgegebenen Währungen nennen sich Fiat-Währungen: „Fiat“ kommt aus dem Lateinischen und bedeutet so viel wie „Es geschehe! Es werde!“. Fiat-Geld hat keinen inneren Wert – im Gegensatz etwa

zu Warengeld, zum Beispiel Zigaretten, die in der Nachkriegszeit in Deutschland regelmäßig als Zahlungsmittel dienten. Solange es Raucher gibt, wären diese immer bereit, andere Güter gegen Zigaretten einzutauschen. Der Wert von Zigaretten-Warengeld leitet sich also unmittelbar aus der ureigenen Knappheit von Zigaretten ab (Zigaretten sind nicht unbegrenzt vorhanden und Raucher wollen rauchen).

Doch der Gegensatz von Fiat-Geld zum Warengeld oder auch zu Gold verschwimmt bei näherem Hinsehen zusehends: Tatsächlich ist Wert jeder Form von Geld immer abhängig von Vertrauen. Die Nutzer von „Zigaret tengeld“ vertrauen darauf, dass Raucher süchtig bleiben, Zigaretten nicht plötzlich billiger herzustellen sind oder Tabaksteuern nicht plötzlich fallen. Sie vertrauen letztlich darauf, dass das Morgen ähnlich aussehen wird wie das Heute. In gleicher Form vertrauen die Käufer von Gold darauf, dass Menschen auch weiterhin Gold als Schmuck verwenden, Zentralbanken ihre sehr hohen Goldbestände nicht veräußern<sup>3</sup> und keine neuen, großen und einfach zu schürfenden Goldvorkommen entdeckt werden, Gold also ein knappes Gut bleibt. Und die Halter von Kryptowerten wie Bitcoin vertrauen darauf, dass es auch in der Zukunft Nachfrage nach Bitcoin gibt und dass die größten Halter von Bitcoin, die sogenannten Wale, ihre Bitcoin nicht auf den Markt bringen und das Angebot so groß wird, dass die Preise einbrechen. Das Vertrauen in Fiat-Währungen hingegen bezieht sich auf die Institutionen, die die gesamtwirtschaftliche Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen in einem Währungsraum beeinflussen können, also zum Beispiel auf Zentralbanken, die Zinsen festlegen, oder auf Parlamente, die öffentliche Ausgaben beschließen.

Als die Deutsche Bundesbank 1948 als Bank Deutscher Länder nach den Vorstellungen der Alliierten gegründet wurde, sollte die im Bundesbankgesetz festgeschriebene Unabhängigkeit der Zentralbank helfen, eine Machtkonzentration in der Regierungszentrale zu verhindern. Das Modell unabhängiger Zentralbanken wurde im Lauf der Zeit populärer.<sup>4</sup> Im Kern verhindert eine unabhängige Zentralbank eine destabilisierende Fiskalpolitik durch die Hintertür. Kurbelt die Regierung die gesamtwirtschaftliche Nachfrage durch Steuersenkungen oder Transferleistungen zu stark an, kann die Zentralbank dem entgegenwirken, indem sie die Zinsen erhöht. Dass dies funktionieren kann, hat sich etwa in der jüngeren Geschichte gezeigt: US-Präsident Donald Trump forderte die amerikanische Zentralbank Federal Reserve (Fed) während seiner Amtszeit von 2017 bis 2021 mehrfach offensiv auf, die Zinsen zu senken. Niedrigere Zinsen erhöhen Vermögenspreise,<sup>5</sup> was generell die Zufriedenheit in der Bevölkerung erhöht

und dem amtierenden Präsidenten zugutekommt. Der Präsident der Federal Reserve, Jerome Powell, erklärte in Pressekonferenzen jedoch regelmäßig, dass das gesetzliche Mandat der Fed sich auf stabile Preise und hohe Beschäftigung beziehe, und erweckte dabei nicht den Eindruck, dass die Äußerungen des US-Präsidenten ihn beeindruckten.

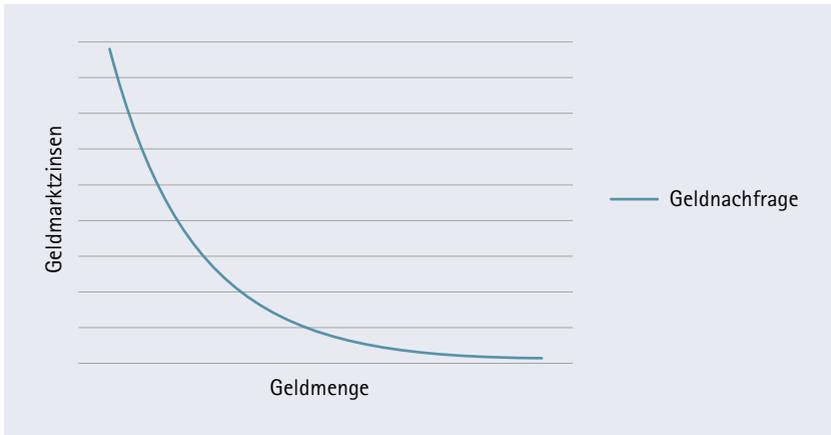
Somit schafft eine unabhängige Zentralbank Vertrauen in Fiat-Währungen. Wirtschaftsteilnehmer gehen davon aus, dass die Zentralbank ihre Zinspolitik nutzt, um zu makroökonomischer Stabilität beizutragen und eine preistreibende Übernachfrage zu verhindern. So wie Gold- und Bitcoin-Halter (unter anderem) darauf vertrauen, dass die größten Halter ihre Positionen nicht verkaufen, müssen Halter von Fiat-Währungen darauf vertrauen, dass Regierungen und Zentralbanken mit ihrer Fiskal- und Geldpolitik eine stabilisierende Makrofinanzpolitik betreiben.

## Das Problem der fixen Geldmenge am Beispiel des US-Goldstandards

Der Geldmarkt ist ein Markt, an dem sich Wirtschaftsteilnehmer kurzfristig Geld leihen können. Wenn die angebotene Geldmenge nicht von einer Zentralbank mit dem Ziel der Zinsstabilisierung kontrolliert wird, können die Zinsen erheblich schwanken (vgl. Abb. 1). Je mehr Geld angeboten wird, desto geringer fallen die Zinsen aus und umgekehrt.

Anhänger eines Gold- oder Kryptostandards glauben, dass das begrenzte Angebot von Gold oder Bitcoin eine stabilisierende Wirkung entfalten würde. Tatsächlich zeigt ein Blick in die Geschichtsbücher des 18. und 19. Jahrhunderts, welche Probleme mit einem begrenzten Geldangebot für die Finanzierung der Wirtschaft auftreten können. Im Jahr 1792 etablierte der US-Kongress auf Empfehlung von Finanzminister Alexander Hamilton einen Gold- und Silberstandard und legte fest, dass eine Ein-Dollar-Münze 371,25 Korn an Silber (circa 24 Gramm) enthalten musste. Es wurden auch Goldmünzen mit einem Wert von 2,5 US-Dollar und 10 US-Dollar herausgegeben, wobei der Goldanteil pro US-Dollar per Gesetz 15-mal geringer war als der von Silber.<sup>6</sup> Das knappe Geld trug jedoch nicht zur wirtschaftlichen Stabilität bei. Insbesondere im Westen des Landes wurden Investitionen und Finanzierungen benötigt, sodass den Banken eine fraktionelle Reservehaltung erlaubt wurde. Das heißt, die Banken konnten das bei ihr eingezahlte Geld wieder verleihen. Sie mussten dabei aber eine bestimmte Reserve an Einlagen vorhalten, um ihren Einlegern zu

► Abb. 1 Zinsbildung am Geldmarkt ohne Zentralbank, Modell



Quelle: Eigene Darstellung

garantieren, jederzeit Geld abheben zu können – immer in der Annahme, dass nicht alle Kunden gleichzeitig ihr Geld abheben wollen.<sup>7</sup>

Im 19. Jahrhundert war New York City bereits das Zentrum des US-Finanzsystems. Bis 1853 wurden Überweisungen zwischen Banken freitags verrechnet, und der Übertrag wurde physisch von einer Bank zur nächsten getragen: Es gab also Goldtransporter, die Gold über die Straßen New Yorks von Bank zu Bank beförderten. Dieses System war nicht nur unsicher, sondern auch ineffizient. Im Jahr 1853 schlug ein Buchhalter einer Bank vor, dass Banken ihre Verrechnungen doch bei einer zentralen Institution durchführen sollten. Am 4. Oktober 1853 wurde daraufhin das New York Clearing House gegründet. Überträge von einer Bank zur nächsten wurden nun nicht mehr über die Straßen New Yorks transportiert, sondern per Scheck auf Konten des Clearing House ausgeglichen. Die am Clearing House teilnehmenden Banken verpflichteten sich jeweils dazu, bestimmte Mindestreservequoten an Gold vorzuhalten und wöchentliche Besuche von Wirtschaftsprüfern stellten sicher, dass das Gold auch tatsächlich vorhanden war.<sup>8</sup> Gold wurde nur noch physisch bewegt, wenn sich dauerhaft einseitige Belastungen zwischen einzelnen Banken ergaben.

Das US-Bankensystem des 19. Jahrhunderts erwies sich trotzdem als nicht sonderlich stabil: Zwischen 1863 und 1913 gab es insgesamt acht Banken Krisen.<sup>9</sup> Zu diesen kam es immer dann, wenn die Sorge aufkam, die Reserven könnten

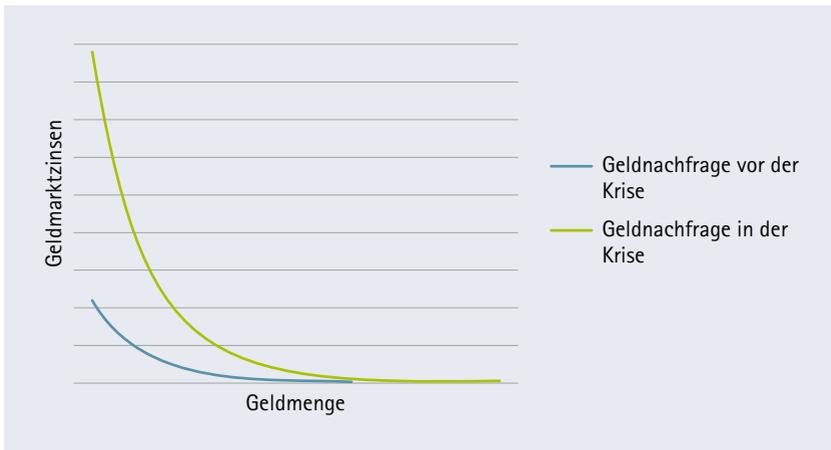
nicht reichen. Da die ersten Einleger, die ihr Geld von der Bank abheben, immer bedient werden, kann so ein sich selbst verstärkender Mechanismus entstehen: Sehe ich Menschen, die sich bei der Bank anstellen, stelle ich mich sicherheits halber selbst auch an, solange die Bank noch Geld auszahlen kann. Eine solche Vertrauenskrise springt gerne von einer Bank zur nächsten über, wie etwa im Jahr 1884. Die Marine National Bank wurde insolvent, nachdem sich ihr Eigentümer verspekuliert hatte. Kurz darauf wurde bekannt, dass der Präsident der Second National Bank drei Millionen US-Dollar gestohlen hatte und nach Kanada geflohen war, was einen Bank-Run bei dieser Bank auslöste, also die Kunden der Bank dazu brachte, ihr Geld schnellstmöglich abzuheben. Im Anschluss musste die Metropolitan National Bank nach einem Bank-Run Auszahlungen stoppen (was zwar illegal war, jedoch nicht verfolgt wurde). Hintergrund der Panik waren Gerüchte, dass der Präsident der Bank mit Kundengeldern auf Eisenbahnaktien spekulierte, was sich im Nachhinein als falsch herausstellte. Die Stadt war jedoch in hellem Aufruhr und Gerüchte reichten aus, um Bank-Runs auszulösen und selbst solide geführte Bankhäuser in die Illiquidität zu schicken.

Die kurz aufeinanderfolgenden Bankskandale hatten eine Lawine des Misstrauens gebildet, die nur durch eine extreme Maßnahme aufgehalten werden konnte: Der „Whatever-it-takes“-Moment des Jahres 1884 trat ein, als das New York Clearing House Wirtschaftsprüfer zur Metropolitan National Bank sendete, erklärte, dass die Bank solvent sei, und ihr drei Millionen US-Dollar lieh, um ihre Liquidität zu sichern.

Doch woher nahm das Clearing House drei Millionen US-Dollar? Es nutzte hierfür sogenannte *clearinghouse loan certificates* (CLCs). CLCs waren Kredite, die Banken sich gegen Sicherheiten beim Clearing House leihen konnten, um dann mit ihnen anstelle von Gold an andere Banken zu zahlen. Alle Clearing-House-Mitgliedsbanken verpflichteten sich, die CLCs uneingeschränkt zu akzeptieren. Die CLCs waren letztlich Ansprüche auf die gesamten Goldreserven aller Mitgliedsbanken.<sup>10</sup> Die Metropolitan National Bank war so in der Lage, alle panischen Einleger auszuzahlen. Das System wäre nur dann ins Wanken geraten, wenn so viele Einleger hätten Geld abheben wollen, dass Zweifel entstanden wären, ob die gesamten Dollar- beziehungsweise Goldreserven aller Mitgliedsbanken hierfür reichen würden.

Die Mitglieder des New York Clearing House hatten eine Art Zentralbank geschaffen, die im Krisenfall neues Geld – CLCs – herausgeben und so eine Panik stabilisieren konnte. Abb. 2 stellt modellhaft dar, wie die Stabilisierung am Geldmarkt wirkte.

► **Abb. 2** Wirkung einer plötzlich gestiegenen Geldnachfrage auf die Zinsen anhand eines Geldmarktmodells



Quelle: Eigene Darstellung

Die Krise bedeutete zunächst eine Verschiebung der Geldnachfragekurve nach rechts: Zwar hatte sich die Gold- und Geldmenge nicht verändert, aber die Geldnachfrage war plötzlich in einem Vertrauensverlust angestiegen, was zu deutlich steigenden Kosten der Geldbeschaffung in Form prohibitiv hoher Zinsen geführt hätte. Ohne die CLCs hätten Banken sich untereinander kein Geld mehr verliehen, aus Angst, dass der nächste Run sie hätte treffen können. Die Einführung von CLCs, die ein Goldsubstitut waren und als Geld akzeptiert wurden, erhöhte die Geldmenge so, dass trotz der temporär höheren Geldnachfrage die Zinsen moderat blieben. Die beruhigende Wirkung der temporären Geldmengenausweitung führte dazu, dass das Vertrauen zurückkehrte und die Geldnachfrage sich wieder normalisierte, sodass die CLCs nicht mehr benötigt wurden.

Im Jahr 1907 war die Stadt New York allerdings mit einer besonderen Krise konfrontiert. Dieses Mal standen zunächst nicht Banken, sondern Trusts im Fokus – Mischunternehmen, die unter anderem auch Finanzdienstleistungen anboten. Trusts waren unter anderem in der Finanzierung von Aktienkäufen an der New Yorker Börse tätig und nahmen auch Kundeneinlagen an. Als Nichtbanken waren sie jedoch keine Mitglieder des New York Clearing Houses. Am 18. Oktober 1907 wurde bekannt, dass der Knickerbocker Trust erfolglose Aktiengeschäfte finanziert hatte. In der Folge entstand ein Run auf den Trust.

Als dieser sich an das New York Clearing House wandte, erklärte dieses, nur Mitgliedern Kredite zu geben. In der Folge wurden nicht nur acht Millionen US-Dollar beim Knickerbocker Trust abgehoben, sondern der Run weitete sich auch auf andere Banken aus. Gleichzeitig erhielten Aktienhändler, die bislang von Trusts Kredite für Aktienpositionen erhalten hatten, von diesen keine mehr, da die Trusts aus Angst vor Runs ihre Dollar bei sich hielten. Entsprechend stieg also nicht nur die Geldnachfrage am Geldmarkt deutlich an, sondern die Trusts reduzierten auch noch ihr Geldangebot. In Ermangelung einer Zentralbank beziehungsweise eines *clearing house*, das die Geldmenge erhöhen könnte, schnellten die Zinsen in die Höhe. Am 24. Oktober 1907 stiegen kurzfristige Zinsen auf 100 Prozent pro Jahr (Abb. 3).<sup>11</sup>

Die Panik von 1907 konnte letztlich nur durch eine Gemeinschaftsanstrengung überwunden werden: Der wohl einflussreichste Privatbanker seiner Zeit (und vielleicht aller Zeiten), J. P. Morgan, überredete die Präsidenten anderer Trusts zu einer Kreditvergabe an Trusts, die von Runs geplagt waren, und verließ auch Teile seines Vermögens, um die Runs zu befriedigen. Das New York Clearing House schuf zudem CLCs in einem Umfang von 100 Millionen

► Abb. 3 Zinsen am US-Geldmarkt in der Krise 1907



Quelle: Jon R. Moen / Ellis W. Tallman, The Panic of 1907, <https://www.federalreservehistory.org/essays/panic-of-1907>

US-Dollar, um die Liquidität der teilnehmenden Banken zu sichern, die mittlerweile ebenfalls von einer Vertrauenskrise betroffen waren. Obwohl ein kompletter Zusammenbruch des Finanzsystems verhindert wurde, blieb die Vertrauenskrise nicht ohne Konsequenzen für die US-amerikanische Wirtschaft, die in diesem Jahr um ganze zwölf Prozent schrumpfte.<sup>12</sup>

Die fixe Geldmenge unter dem Goldstandard führte in den USA zu einem instabilen Finanzsystem, das zur Selbstzerstörung neigte und nur durch deutliche Ausweitung der Geldmenge in Krisenzeiten vor sich selbst und zerstörerisch hohen Zinsen gerettet werden konnte. Die Zinsen selbst waren jedoch in der Abwesenheit einer Zentralbank, die aus Angst vor zentraler Macht und Skepsis gegenüber Bankern von der Ostküste nicht etabliert worden war, sehr volatil. Eigentlich funktionierende Unternehmen mussten angesichts plötzlich extrem steigender Zinsen immer wieder Insolvenz anmelden. Der spätere Vizepräsident der Federal Reserve, Paul Warburg, erklärte 1906, dass diese Sorgen und Vorurteile aus einem beinahe fanatischen Dezentralismus herrührten. Die Bankenkrise von 1907 war ein wichtiger politischer Wendepunkt, der trotz dieser Vorbehalte die 1913 erfolgte Gründung einer US-amerikanischen Zentralbank, der Federal Reserve, erst möglich machte.<sup>13</sup> Die Erfahrung, dass ohne die Möglichkeit der Geldmengenausweitung durch eine Zentralbank ein sich selbst verstärkender destabilisierender Prozess entstehen kann, führte dazu, dass die Angst vor einer neuen Krise größer wurde als die Angst vor der Macht einer Zentralbank an der Ostküste. Dennoch wurde bei der Etablierung der Federal Reserve Bank bewusst auf den Begriff „Zentralbank“ verzichtet, um entsprechende Sorgen zu besänftigen.

### Welche Implikationen ergeben sich hieraus für einen Kryptostandard?

Kryptowährungen sind wie Gold in der Menge begrenzt. Eine Ausweitung der Geldmenge ist bei Kryptowährungen (wie eigentlich bei Gold) nicht vorgesehen. Wenn Kryptodienstleister Kryptowerte ihrer Einleger verleihen, unterliegen sie also prinzipiell dem gleichen Risiko wie die US-Banken unter dem Goldstandard. In einer *decentralized finance* (DeFi), also einer dezentralen Finanzwelt, die durch die Blockchain-Technologie möglich wird, gibt es allerdings keine zentralen Intermediäre wie das New Yorker Clearing House. DeFi entspricht also noch mehr den Grundprinzipien eines „fanatischen Dezentralismus“, wie ihn Paul Warburg kritisierte. Entsprechend könnten unter einem Kryptostandard – anders als beim Goldstandard – keine CLCs ausgegeben werden, die

de facto die Geldmenge kurzzeitig erhöhen, um eine etwaige Panik zu beruhigen. Denkbar wäre nur, dass Kryptobanken sich untereinander verbinden, ihre Kryptoreserven in einen Pool geben und diese an Kryptobanken verleihen, die von einem Run bedroht sind. Hierfür wären jedoch Wirtschaftsprüfer notwendig sowie eine Art Kryptozentralbank, der alle Kryptoanbieter vertrauen und bei der diese ihre Reserven lagern. Das würde jedoch dem vertrauensfreien Konzept von Kryptowährungen widersprechen. Letztlich würde so zwar ein System geschaffen, das stabiler ist als das jetzige Kryptosystem, aber noch immer deutlich instabiler als unser reguläres Fiat-System ist, während es gleichzeitig noch nicht einmal mehr über die scheinbaren Vorteile eines vertrauenslosen DeFi-Systems verfügen würde.

### Der Vergleich von Gold- und Kryptostandard zum Fiat-System

In den USA des 19. Jahrhunderts waren die Institutionen noch jung und das Wissen über die Implementierung der Geldpolitik noch relativ gering. Je weniger empirisch gesichertes Wissen existiert, desto stärker ist die Rolle, die normative Vorstellungen bei der Bewertung von Sachverhalten spielen. Die Banker der damaligen Zeit gingen davon aus, dass nicht von Metall gedecktes Geld „wertlos“ sei. Werte aus dem Nichts zu schaffen, das galt zur damaligen Zeit praktisch als Blasphemie.<sup>14</sup> In unserem gegenwärtigen Fiat-System wird Geld zwar aus dem Nichts erschaffen, allerdings niemals *für* nichts. Wenn die Europäische Zentralbank Euro ausgibt, führt sie keinen Vermögenstransfer durch, der dann in der Eurozone zu höherer Nachfrage führt. Die von der EZB geschaffenen Euro werden nicht verschenkt und erhöhen entsprechend nicht die nominale Kaufkraft der Beschenkten, sondern sie werden gegen Sicherheiten verliehen oder durch den Kauf von Vermögensgegenständen (zum Beispiel Staatsanleihen) geschaffen.

Die EZB erhält also immer einen Vermögenswert, wenn sie Euro schafft – so wie auch das New York Clearing House Forderungen gegen Banken für die Ausgabe von CLCs erhielt. Wird jedoch unter einem Goldstandard neues Gold gefunden, dann entstehen Zahlungsmittel ohne einen Gegenwert – das Gold wird anders als Euro nicht für etwas eingetauscht (für Vermögensgegenstände, sodass das gesamte Vermögen in der Hand der privaten Akteure konstant bleibt). Stattdessen bedeutet neu geschürftes Gold im Goldstandard, dass die Menge an Zahlungsmitteln ohne einen Gegenwert gestiegen ist. Entsprechend wirkt die Sichtung neuer Goldvorräte in einem auf dem Goldstandard

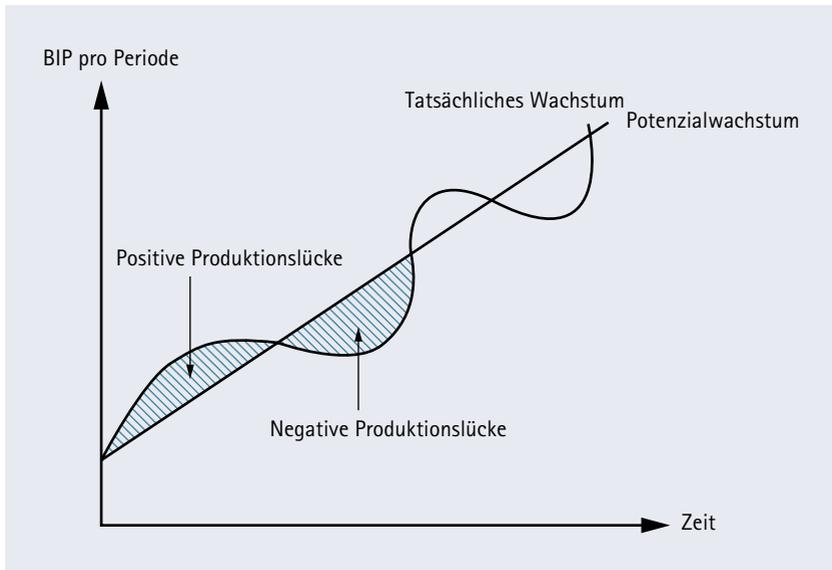
beruhenden System (beziehungsweise der Verkauf zuvor als verschollen gegoltener Kryptowerte in einem Kryptostandard) inflationär, während der Kauf kurzfristiger Staatsanleihen durch die Fiat-Zentralbank nicht inflationär wirkt.

In modernen Fiat-Systemen ist der Begriff „Geldmarkt“ eigentlich etwas überdehnt. Die Zinsen am Geldmarkt werden von der Zentralbank mit dem Ziel gesteuert, die Nachfrage und damit das Preisniveau zu stabilisieren (siehe Infokasten).

### **Die Wirkung der Geld- und Fiskalpolitik auf das Preisniveau**

Der in der Volkswirtschaft aktuell dominierenden neokeynesianischen Theorie zufolge wächst die Wirtschaft im Schnitt in Höhe ihres Produktionspotenzials, das durch technischen Fortschritt sowie angebotsseitige Aspekte beeinflusst wird. Hier geht es um die Frage: Wie viele Güter und Dienstleistungen können wir anbieten? Allerdings kann es auch Abweichungen vom Pfad des Produktionspotenzials geben (Abb. 4). Das ist immer dann der Fall, wenn die Nachfrage nicht ausreicht, um das Angebot abzufragen (negative Produktionslücke) oder wenn die Nachfrage zu hoch ausfällt (positive Produktionslücke). Ist die Nachfrage zu hoch, steigen die Preise. Ist die Nachfrage zu niedrig, führen nach unten kaum bewegliche Preise zu Arbeitslosigkeit. Die Geldpolitik beeinflusst durch ihre Zinspolitik den relativen Preis heutigen Konsums gegenüber dem Konsum in der Zukunft und beeinflusst Investitionen wie auch Vermögenspreise (je niedriger die Zinsen, desto höher Investitionen und Vermögenspreise). Die Geldpolitik kann also bei einer positiven Produktionslücke die Nachfrage so beeinflussen, dass die Produktionslücke kleiner wird und die Preise nicht zu stark steigen. Bei einer negativen Produktionslücke kann sie hingegen die Zinsen senken und dazu beitragen, dass die Nachfrage steigt, was zu einem höheren Beschäftigungsniveau beiträgt. Darüber hinaus kann die Fiskalpolitik ebenfalls durch Steuersenkungen (oder Steuererhöhungen) zu einer höheren (oder niedrigeren) Nachfrage beitragen und so die Produktionslücke beeinflussen.

► Abb. 4 Produktionspotenzial und Produktionslücke



Quelle: Eigene Darstellung

Das gelingt Zentralbanken, indem sie so viel Geld zur Verfügung stellen, dass dieses niemals knapp wird. Man spricht von einem Floor-System,<sup>15</sup> von englisch „floor“ für „Untergrenze“. In einem Floor-System definiert die Zentralbank eine Untergrenze für die Zinsen am Geldmarkt, indem sie Banken Zinsen auf Guthaben zahlt, das diese auf ihrem Zentralbankkonto halten. Entsprechend würden Banken niemandem Geld für einen Zinssatz leihen, der unterhalb der Untergrenze liegt. Mit diesem Zinssatz, dem sogenannten Leitzins, leitet die Zentralbank die Zinsen am Geldmarkt.

Wenn die Zentralbank die Nachfrage dämpfen möchte, erhöht sie also die Zinsen, die sie Banken zahlt. Entsprechend der Markterwartungen für künftige Zinsentscheidungen entwickeln sich am Kapitalmarkt, dem Markt für längerfristige Kredite, die Langfristzinsen. Steigende Zinserwartungen führen also zu höheren Langfristzinsen am Markt – über diesen Mechanismus wirken Zinserhöhungen sehr schnell auf die Nachfrage nach längerfristigen Krediten, zum Beispiel für den Hausbau.

Im heutigen Paradigma – also innerhalb unserer heutigen Vorstellung, wie Geldpolitik auf die Wirtschaft wirkt – geht es also um das Zinsniveau und nicht um die Zentralbankgeldmenge. In einem System mit nicht manipulierbarer, fest vorgegebener Geldmenge, wie in einem Krypto- oder Goldstandard, sind die Zinsen hingegen nicht steuerbar, sondern sie ergeben sich aus Angebot und Nachfrage auf dem Geldmarkt. Der Geldpolitik wird es so zumindest erheblich erschwert, stabilisierend auf die Nachfrage zu wirken und das Preisniveau zu beeinflussen. Um ein aus makroökonomischer Sicht unerwünschtes Hochschnellen der Zinsen zu verhindern, hat die Geldpolitik (ob privat organisiert wie zu Zeiten des New York Clearing House oder durch eine Zentralbank bestimmt) in solchen Situationen die Mindestreserve gesenkt: Banken durften also mehr Kredite vergeben und Einlagen vorhalten, als durch Goldreserven gedeckt waren. Dabei kann diese Maßnahme nicht ewig weiter durchgeführt werden: Wird die Mindestreservequote zu weit gesenkt, sinkt auch die Glaubwürdigkeit, dass eine Rückzahlung möglich ist, was einen Run auslösen kann. Dieses Problem war auch der Auslöser für die Weltwirtschaftskrise Ende der 1920er-Jahre, als hohe Zinsen zu Insolvenzen und Massenarbeitslosigkeit führten und eine Ausweitung der Geldmenge, die niedrigere Zinsen mit sich gebracht hätte, von der Federal Reserve Bank nicht durchgeführt wurde. Zu groß war die Sorge, dass eine Geldmengenausweitung, die eine Aufweichung des Goldstandards impliziert hätte, eine Vertrauenskrise auslöst.<sup>16</sup> Eine Überwindung der Krise war entsprechend erst mit einer Aufgabe des Goldstandards am 5. Juni 1933 und einem Anstoßen der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage durch die Konjunkturpolitik des New Deal unter Präsident Franklin D. Roosevelt möglich.

## **Ideologie und Geld: Auf welcher ideologischen Basis fußt der Gedanke dezentralen Gelds?**

In Deutschland ist das Wort „Ideologie“ nach zwei Diktaturen im 20. Jahrhundert verständlicherweise fast ausschließlich negativ besetzt. Hier jedoch soll „Ideologie“ einfach im Sinne von Weltanschauung verstanden werden: eine Brille aus Werten und Normen, mit der Menschen auf die Welt blicken, wobei diese Werte und Normen die eigenen Urteile umso stärker mitbestimmen, je weniger spezifisches Wissen über einen Sachverhalt vorhanden ist.

Am 9. März 1776 veröffentlichte der schottische Moralphilosoph Adam Smith sein Werk *The Wealth of Nations* und begründete damit die moderne

Volkswirtschaftslehre. Im späten 18. Jahrhundert hatte es noch keine Volkswirtschaftslehre im eigentlichen Sinne gegeben und Universitäten hatten auch keine in sich geschlossenen Fakultäten, die einen fachlichen Austausch innerhalb der eigenen Disziplin ermöglicht hätten. Vielmehr traf Smith in den Salons Glasgows auf (anglikanisch) protestantische Theologen, von deren Ideen er beeinflusst wurde.<sup>17</sup> Die Protestanten lehnten die Rolle der katholischen Kirche als zentraler Vermittlerin zwischen Mensch und Gott leidenschaftlich ab, sahen darin einen Mechanismus, der nur dem Machtausbau der Kirche diene, und entwickelten eine grundlegende Skepsis für vom Menschen designte Institutionen.

Eine Idee, die in diesem Kontext bei protestantischen Denkern sehr populär war, ist die der *spontanen Ordnung*. Sie beschreibt das ungeplante Aufkommen von Ordnung aus Chaos und wurde bereits von Stoikern beschrieben. Adam Smith war der Erste, der dieses Konzept auf das Funktionieren von Volkswirtschaften bezog:<sup>18</sup> „Nicht vom Wohlwollen des Metzgers, Brauers und Bäckers erwarten wir das, was wir zum Essen brauchen, sondern davon, dass sie ihre eigenen Interessen wahrnehmen. Wir wenden uns nicht an ihre Menschen-, sondern an ihre Eigenliebe.“<sup>19</sup> Der Gedanke, dass etwas Gutes entstehen könnte, ohne dass Menschen eine altruistische Absicht verfolgten, war zum damaligen Zeitpunkt neu, hat aber das Denken von Ökonomen seither geprägt. Der Gedanke, dass eine „unsichtbare Hand“ dann zu maximalem Wohlstand führt, wenn sie nicht durch den irdischen Einfluss Mächtiger gestört wird, trägt dabei offenkundig religiöse Züge.

Häufig wird Adams Smiths „unsichtbare Hand“ als Idealisierung des Egoismus und vollständig unregulierter Märkte missverstanden. Im Gegenteil waren Smith jedoch die Grenzen und Schwächen freier Märkte durchaus bewusst. Er argumentierte, dass der Markt seine Koordinationsfunktion nur dann zum Wohle aller ausfüllen könnte, wenn die Regeln, nach denen er funktioniert, staatlich festgelegt und überwacht würden. Zinsen sollten nach den Vorstellungen Smiths keinesfalls nur das Resultat aus Angebot und Nachfrage am Geldmarkt sein, sondern nicht höher als fünf Prozent ausfallen dürfen.<sup>20</sup>

Das Konzept spontaner Ordnung wurde jedoch Anfang des 20. Jahrhunderts von Ökonomen der sogenannten Österreichischen Schule weit grundlegender ausgelegt und unter anderem auch auf den Geldmarkt bezogen. Die Denkschule um Ökonomen wie Ludwig von Mises und Friedrich August von Hayek war dabei motiviert von den Gedanken Johannes Calvins, der die protestantische Bewegung in der Schweiz, den Niederlanden, den USA und in Großbritannien

noch stärker als Luther beeinflusst hatte. Calvin ging davon aus, dass der Mensch seit der Erbsünde verkommen sei. Calvin schrieb „Das Perverse in uns hört niemals auf“ und „So verkommen ist der Mensch, dass er nur zum Bösen angetrieben werden kann“.<sup>21</sup> Um die Verkommenheit des Menschen zu überwinden, sei Leid nicht nur nicht zu vermeiden, sondern sogar notwendig. Die Idee, dass eine Zentralbank die Volatilität der Zinsen begrenzt oder die Zinsen sogar steuert, um damit die gesamtwirtschaftliche Nachfrage mit dem Ziel der Preisstabilität zu beeinflussen, war für Ökonomen der Österreichischen Schule, wenn nicht schon Blasphemie, dann doch mindestens Größenwahn. Ihrer Ansicht nach sollten sich Zinsen immer an einem Markt aus Angebot und Nachfrage bilden, wobei das Angebot nicht manipuliert werden dürfe, um damit doch wieder eine Zinssteuerung umzusetzen. Eine Zentralbank, die Zinsen „künstlich“ niedrig hält, macht sich nach Ansicht der Österreichischen Schule einer Anmaßung von Wissen schuldig, zu der sie nicht legitimiert ist. Die zahlreichen Finanzkrisen während des Goldstandards des 19. Jahrhunderts, den mit ihnen verbundenen Wohlstandsverlust und das damit verbundene menschliche Leid betrachteten sie als unvermeidbar. In ihren Augen waren Krisen notwendig, um einen Prozess der kreativen Zerstörung in Gang zu setzen, der Katharsis mit sich bringt und die gesellschaftliche Ordnung sichert. In seiner „Theorie des Geldes und der Umlaufmittel“ ging Ludwig von Mises sogar davon aus, dass Konjunkturzyklen und Krisen überhaupt erst durch den Eingriff des Menschen und die Wirtschaftspolitik entstünden.<sup>22</sup> Finanzkrisen waren für ihn daher kein Indiz, dass es eine das Geldangebot steuernde Zentralbank bedürfe, da er davon ausging, dass es ohne wirtschaftspolitische Eingriffe nie zu einer entsprechenden Krise gekommen wäre.

Im Anschluss an die Große Depression 1929, die erst mit den staatlichen Konjunkturprogrammen und der Abschaffung des Goldstandards überwunden werden konnte, war der Idee einer auf das Prinzip der spontanen Ordnung basierenden Geldpolitik zunächst diskreditiert. Im Zweiten Weltkrieg setzte die Federal Reserve Bank in den USA nicht nur auf eine Kontrolle der kurzfristigen Zinsen, sondern legte sogar langfristige Zinsen fest.<sup>23</sup> Nach dem Zweiten Weltkrieg wurde in der westlichen Welt mit dem Bretton-Woods-System ein Geldsystem errichtet, das auf fixe Wechselkurse zwischen Währungen setzte, sodass auch die Preise von Währungen zueinander staatlich festgelegt waren. Konkret waren die Wechselkurse zum US-Dollar festgeschrieben, während dieser wiederum entsprechend dem Bretton-Woods-Abkommen von 1944 zu einem festen Kurs in Gold eintauschbar sein sollte. Damit ein solches System

dauerhaft funktionieren kann, wäre eine Koordination der Finanz- und Wirtschaftspolitik notwendig gewesen, die so nicht stattfand. Als das Abkommen 1973 aufgekündigt und die Goldeinlösung des US-Dollars für beendet erklärt wurde, waren Geldsysteme, die auf staatlich festgelegte Währungskurse setzten, ähnlich diskreditiert wie Systeme spontaner Ordnung nach der Großen Depression. So wiederholte sich die Geschichte unter umgekehrten Vorzeichen: Der Kollaps eines auf staatliche Planung setzenden Systems erhöhte in den 1970er-Jahren den Einfluss derer, die auf Systeme spontaner Ordnung setzten, etwa der Anhänger der Österreichischen Schule. Für kurze Zeit versuchte die Deutsche Bundesbank im Anschluss, eine strikte Zentralbankgeldmengensteuerung umzusetzen, bei welcher sich die Zinsen am Geldmarkt ohne weiteren Einfluss der Zentralbank ergeben sollten. Das Experiment wurde jedoch nach sechs Monaten eingestellt, nachdem die Zinsen teilweise auf bis zu 40 Prozent stiegen, um kurz darauf wieder auf nahe Null zu fallen.

Der Volkswirt Ulrich Bindseil, seit 2019 Generaldirektor für Marktinfrastrukturen und Zahlungsverkehr im Direktorium der Europäischen Zentralbank, veröffentlichte 2004, damals noch als Referent für die EZB tätig, ein Paper, in dem er untersuchte, warum der Gedanke unkontrollierter Geldmärkte an Popularität gewann. Für ihn war klar, dass die Befürworter den Gedanken nur deshalb für gut befanden, weil ihnen praktische Erfahrung bei der Umsetzung der Geldpolitik fehlte.<sup>24</sup> In Abwesenheit ihrer praktischen Erfahrung war es ihre Weltanschauung, die Ablehnung gegenüber von Menschen geschaffenen Systemen und ihr Vertrauen auf spontane Ordnung, also ihre normativen Vorstellungen über die Frage, wie Geldmärkte funktionieren sollten, aus denen sie ableiteten, wie sie tatsächlich funktionierten.

Bitcoin entstand im Umfeld der Cypherpunk-Bewegung – einer Gruppe von IT-Nerds, die im Kontext des Patriot Acts, der die staatliche Überwachung der Bevölkerung im Anschluss an die Anschläge des 11. September 2001 in den USA ermöglichte, eine noch stärkere staatliche Überwachung auch der Zahlungsströme verhindern wollte. In dieser Gruppe gab es nachvollziehbare Skepsis gegenüber staatlichen Institutionen. Bitcoin wurde so optimiert, um vor staatlicher Überwachung und Einflussnahme zu schützen. Die Cypherpunk-Bewegung stand ideologisch also durchaus den libertären Vordenkern der Österreichischen Schule nahe. Es ist daher kein Zufall, dass die Geldmenge im Bitcoin-System festgeschrieben und nicht durch Dritte verändert werden kann: Die festgeschriebene Geldmenge in Bitcoin entspricht einer programmierten Umsetzung der Ideen der Österreichischen Schule. Allerdings hatten

die Cypherpunks keine Erfahrung mit der Funktionsweise von Geldmärkten und deren Einfluss auf die Volkswirtschaft. Die fehlende Flexibilität zur Ausweitung der Geldmenge, die aus ihrer Sicht ein wünschenswertes Designelement der Kryptowährung darstellt, würde es unmöglich machen, auf einen Anstieg der Geldnachfrage zu reagieren. Würde sich Bitcoin als Währung durchsetzen, wären also zwangsläufig Krisen wie Ende des 19. Jahrhunderts in den USA die Konsequenz.

## Qui bono – wer verdient an welchem Standard?

In den USA des 19. Jahrhunderts hat kaum eine Gruppe so viel in Lobbying und in die Finanzierung von Wahlkämpfen von Kongressabgeordneten investiert wie die Betreiber von Silberminen. Die Tatsache, dass die USA zeitweise Geld nicht nur mit Gold, sondern vorübergehend auch mit Silber deckten, bedeutete eine ungeheure Nachfrage nach Silber, was dessen Preis erhöhte und einen stabilen Absatzmarkt für Silber schuf. Die Minenbetreiber unterstützten entsprechend bereitwillig Wahlkämpfe der Abgeordneten, die für den Erhalt des Silberstandards eintraten und eine Rückkehr zum Goldstandard ablehnten.

In einem Metallstandard – sei es Gold oder Silber – wird das entsprechende Metall gefördert, um es danach irgendwo in Safes zu lagern. Davon abgesehen, dass die Förderung dieses Metalls und die Lagerung eine große Verschwendung von Ressourcen bedeutet – mit dem Metall geschieht ja nichts, außer eben in Safes zu lagern –, bedeutet ein Metallgeldstandard auch immer, dass die Seigniorage, also der Gewinn der Geldschöpfung, an die Metallindustrie fließt. Würden Zentralbanken erklären, im nächsten Jahr ihre Goldbestände verkaufen zu wollen, würde der Goldpreis einbrechen, da die Nachfrage nach Gold etwa in der Schmuckindustrie bei Weitem geringer ist als die Goldbestände der Zentralbanken.<sup>25</sup> Gleiches würde für einen Kryptostandard gelten: Ein Teil der Seigniorage würde immer an diejenigen fließen, die neue Bitcoin (oder eine andere Kryptowährung, die zum gesetzlichen Zahlungsmittel erklärt würde) schürfen. Von den aktuell 19 Millionen existierenden Bitcoin wurden seit Anfang 2019 über 7,5 Millionen Bitcoin nicht bewegt<sup>26</sup> – sie werden dem Markt also ähnlich entzogen wie das Gold der Zentralbanken. Würden etwa Bitcoin aus der Wallet des Gründers Satoshi Nakamoto verkauft, in der aktuell allein über 1,1 Millionen Bitcoin liegen, wäre mit einem sofortigen Preisverfall des Bitcoin zu rechnen.

Ein Geldstandard mit staatlich nicht kontrollierbarer und knapper Währung (egal ob Gold oder Krypto) bedeutet nicht nur, dass die Zinsen nicht – wie oben

beschrieben – zum Zweck der makroökonomischen Stabilisierung festgelegt werden können. Der Staat kann dann auch nicht mehr seine eigenen Staatsanleihen als risikofrei erklären. In einem monetär souveränen Staat können die Schuldtitel des Staates nicht ausfallen, da sie ja eine Rückzahlung in der vom Staat kontrollierten Währung versprechen. Bezieht sich das monetäre System auf eine nicht vom Staat kontrollierbare Größe wie Gold oder Kryptowährungen, werden Ausfallprämien<sup>27</sup> auf Staatsanleihen fällig. Im Ergebnis wird die Verschuldung des Staates teurer. Er muss höhere Steuern einnehmen, um die gleichen Leistungen zu finanzieren (oder weniger Leistungen anbieten), und er kann auch nicht mehr fiskalpolitisch aktiv werden, um makroökonomisch zu stabilisieren.<sup>28</sup> Die Ausfallrisikoprämien fließen dafür an diejenigen, die das knappe Geld halten.

Bleibt die Geldmenge konstant, während die Wirtschaft wächst, muss das Geld zudem automatisch an Wert zunehmen – ein höheres Angebot an Waren steht einer nominal gleich gebliebenen Nachfrage gegenüber. Die dadurch entstehende Deflation nutzt dabei denen am meisten, die bereits über hohe Geldvermögen verfügen. Im Jahr 1895 war etwa der damalige US-Präsident bei ausgereizten staatlichen Goldreserven gezwungen, mit gesenktem Kopf beim damals wohlhabendsten Banker der USA, J. P. Morgan, um Gold zu betteln, das dieser ihm im Gegenzug für 30-jährige Staatsanleihen zu einem Zinssatz von vier Prozent großmütig überreichte.

Die Macht über die Geldmenge zu besitzen, ist unweigerlich mit wirtschaftlicher und politischer Macht verknüpft. Der Gedanke unabhängiger Zentralbanken fußt auf der Überlegung, dass die Macht über die Geldmenge in den Händen einer staatlichen Gewalt, also einer Regierung oder einer parlamentarischen Mehrheit, eine zu große Konzentration politischer Macht bedeuten würde. Diese Macht an private Krypto- oder Goldeigentümer abzugeben, würde nicht nur einen Verlust an staatlicher Souveränität bedeuten, sondern wäre auch mit einer erheblichen wirtschaftlichen Umverteilung zugunsten dieser Eigentümer verbunden.

## **Sonderfall „Stablecoins“ – eine Mischung aus Fiat- und Kryptogeld?**

Stablecoins sind auf einer Blockchain ausgegebene Kryptotoken, die versprechen, dass man sie jederzeit auf einer Kryptobörse zu einem festen Kurs eintauschen kann – in der Regel eins zu eins zum US-Dollar. Da Stablecoins auf Blockchains übertragen werden können, besitzen sie im Hinblick auf Dezentralität

und Pseudonymität die gleichen Vorteile wie auch Bitcoin: Niemand kann feststellen, wem die Wallet gehört, die gerade Stablecoins übertragen hat, und man benötigt keine staatliche oder Bankinfrastruktur, um Stablecoins zu übertragen beziehungsweise gegen andere Kryptowährungen zu handeln.<sup>29</sup> Im Unterschied etwa zu Bitcoin beziehen sich Stablecoins auf eine existierende, staatliche Währung. Sie sind also keine private Währung, sondern privates Geld.

Die Anbieter geben unverzinsten Stablecoins heraus und kaufen mit dem erhaltenen Geld verzinste Anleihen. Dieses Geschäftsmodell erinnert an das Geschäftsmodell einer Zentralbank bei der Herausgabe von (unverzinstem) Bargeld. Die Herausgabe von Bargeld ist über diesen Mechanismus (die Zentralbank erhält Zinsen auf Kredite oder Anleihen, aber zahlt keine für Bargeld) einer der Haupttreiber der Seigniorage, also des Zentralbankgewinns. Damit dieser Gewinn in der öffentlichen Hand bleibt (Zentralbanken führen Gewinne in der Regel am Jahresende in den öffentlichen Haushalt ab), setzt der Gesetzgeber enge Grenzen für die Ausgabe von privatem Geld.

Das Bundesbankgesetz verbietet explizit die Ausgabe von privatem Geld unter hoher Strafe, selbst dann, wenn die Wertbezeichnung nicht auf Euro lautet. In Paragraph 35 des Bundesbankgesetzes heißt es: „(1) Mit Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder mit Geldstrafe wird bestraft, 1. wer unbefugt Geldzeichen (Marken, Münzen, Scheine oder andere Urkunden, die geeignet sind, im Zahlungsverkehr an Stelle der gesetzlich zugelassenen Münzen oder Banknoten verwendet zu werden) oder unverzinsliche Inhaberschuldverschreibungen ausgibt, auch wenn ihre Wertbezeichnung nicht auf Euro lautet [...].“

Allerdings bezieht sich das Gesetz nur auf „Marken, Münzen, Scheine oder andere Urkunden, die geeignet sind, im Zahlungsverkehr an Stelle der gesetzlich zugelassenen Münzen oder Banknoten verwendet zu werden“. Als das Gesetz 1964 geschrieben wurde, konnte sich noch niemand Kryptotoken vorstellen – was der einzige Grund ist, warum Stablecoins nicht durch das Gesetz verboten sind. Die Kryptoblase der Pandemiejahre hat jedoch – unterstützt durch millionenschwere Marketingkampagnen – bei vielen den Eindruck entstehen lassen, Krypto- und Stablecoins seien schon irgendwie die Zukunft – und keine Politikerin beziehungsweise kein Politiker möchte als die- oder derjenige dastehen, der das „next internet“ nicht erkannt hat und verbieten wollte.

Aus politischer Sicht sollte man Klarheit schaffen, welche Strategie man verfolgen möchte: Falls man ein Verbot von Stablecoins nicht für möglich oder sinnvoll hält, wäre es wichtig, ein staatliches Produkt in Umlauf zu bringen, das den gleichen Nutzen verspricht – nur so kann die Seigniorage weiter in

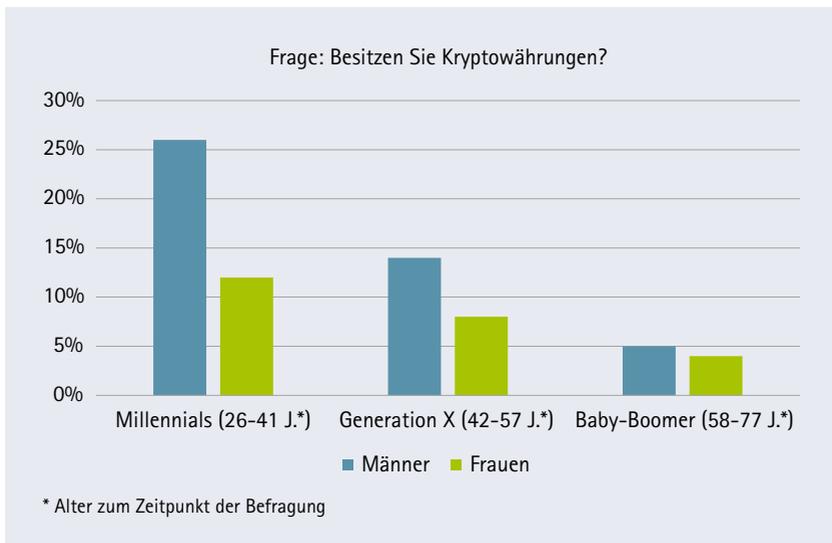
öffentlicher Hand gehalten werden. Sollte sich der europäische Gesetzgeber für die Einführung von digitalem Zentralbankgeld aussprechen, wäre etwa denkbar, dieses mit entsprechenden Eigenschaften auszustatten.

## Kulturelle Aspekte und Kryptowährungen

Das JP Morgan Chase Institute, die hauseigene Denkfabrik der US-Bank J. P. Morgan Chase, untersuchte die Eigentümerstruktur von Bitcoin als größter Kryptowährung und kam dabei zu eindrucksvollen Ergebnissen. So zeigt sich, dass jüngere Menschen deutlich häufiger in Kryptowährungen investieren (Abb. 5).

Die relative hohe Beteiligung jüngerer Menschen im Kryptomarkt steht dabei im Kontrast zur Tatsache, dass jüngere Menschen üblicherweise weniger finanzielle Vermögenswerte erwerben als ältere. Gelegentlich wird argumentiert, Krypto sei irgendwie neu und digital und würde daher mehr von einer

► Abb. 5 Eigentümer von Kryptowährungen nach Alter und Geschlecht in den USA (2022)



Quelle: J. P. Morgan Chase Institute, The Dynamics and Demographics of U.S. Household Crypto-Asset Use, [https://www.jpmorganchase.com/institute/research/financial-markets/dynamics-demographics-us-household-crypto-asset-cryptocurrency-use?jp\\_cmp=email\\_stakeholdernote\\_crypto22](https://www.jpmorganchase.com/institute/research/financial-markets/dynamics-demographics-us-household-crypto-asset-cryptocurrency-use?jp_cmp=email_stakeholdernote_crypto22)

Generation genutzt, die in einer digitalen Welt aufgewachsen ist beziehungsweise sie zumindest seit ihrer Jugend kennt. Bedenkt man jedoch, dass Kryptowährungen lediglich Datenbankeinträge in einer dezentralen Blockchain ohne inneren Wert sind, stellt sich die Frage, warum das digitale Know-how ausgerechnet zu höheren Investitionen in Kryptowährungen führen sollte.

Interessant ist auch, dass Stand Februar 2023 etwa 80 Prozent aller Käufer von Kryptowährungen Verluste erlitten. Diese einfache Tatsache – Kryptowährungen sind für die meisten ein Verlustgeschäft – kommt in ihrer öffentlichen Wahrnehmung jedoch nicht ausreichend an. Ein Grund dafür mag sein, dass Menschen sehr gern über persönliche Erfolge berichten, während sie persönliche Fehlschläge lieber verheimlichen. Das Internet ist voll von großen Krypto-Erfolgsgeschichten und jungen Männern, die Lamborghini fahren. Gleichzeitig werden Menschen, die von ihren Verlusten berichten, häufig mit Häme überzogen, was die Scham anderer erhöht und dazu führt, dass in der öffentlichen Wahrnehmung mehr Erfolgs- als Verlustgeschichten auftauchen. Das *Wall Street Journal* hat im Februar 2023 Menschen besucht, die trotz Verlusten weiterhin in Kryptowährungen investieren und kam dabei zu einem weiteren – wenn auch aufgrund der kleinen Stichprobe nicht wissenschaftlich signifikanten – interessanten Ergebnis: Einige der Investoren halten an Kryptowährungen fest, da sie ohne Aussicht auf ein großes Erbe keinen anderen Weg zum Aufstieg in der Gesellschaft erkennen.<sup>30</sup> Diese „Investoren“ könnten als Spiegelbild einer Gesellschaft verstanden werden, in der Aufstieg durch Arbeitsleistung als immer schwieriger angesehen wird, sodass vermeintliche Abkürzungen auf dem Weg nach oben so eine besondere Anziehungskraft entwickeln.

Die Differenzen im Kryptointeresse unter den Generationen können jedoch auch auf kulturelle Unterschiede hindeuten. Millennials in den USA sind in einer Zeit aufgewachsen, in der sich die Elite des Landes so rasant wie wohl nie zuvor verändert hat. Die mächtigsten Menschen des Landes waren bis in die 1990er-Jahre konservative Männer in Anzug und Krawatte. Zentralbanker wirken dabei oft besonders konservativ: Ihre Sprache ist komplex, ihre Mitarbeiterschaft vor allem in Führungspositionen wenig divers und ihr Kleidungsstil jüngerer Generationen ganz zu schweigen. Millennials haben erlebt, wie die konservativen Männer in mehr und mehr Branchen am Alten festhalten wollten, dabei Innovationen übersahen und schließlich durch von Nerds geleitete, neue Unternehmen abgelöst wurden. Die fünf größten US-Unternehmen nach

Marktkapitalisierung sind Microsoft, Apple, Amazon, Alphabet (Google) und Meta (Facebook). Die drei letztgenannten Unternehmen wurden erst Ende der 1990er-Jahre gegründet und der kometenhafte Aufstieg von Microsoft und Apple fällt ins gleiche Zeitfenster. Wer wie Millennials immer wieder die Ablösung der sich der Innovation verschließenden Alten durch die innovativeren Jungen erlebt hat, für den wirkt es natürlich, dass dies auch in einem weiteren Bereich passieren könnte.

Blickt man auf die Medien, die junge Menschen nutzen, um sich über Investitionen zu informieren, fällt auf, dass Zentralbanken dort kaum aktiv sind und keine Reichweite generieren. Zentralbanken wie Aufsichtsbehörden wären entsprechend gut beraten, sich Kommunikationsformate zu überlegen, die gerade bei jungen Menschen ankommen. Diversität sollte gelebt werden – nicht nur im Vorstand und nicht nur in Bezug auf das Geschlecht, sondern weiter gedacht, also auch in Bezug auf Alter, soziale Herkunft oder Weltanschauung. Eine unabhängige Zentralbank, die ein gesetzliches Zahlungsmittel ausgibt, muss im Dienst der Gesellschaft agieren und um daran keinen Zweifel aufkommen zu lassen, sollte ihr Personal auf allen Ebenen auch die Gesellschaft abbilden. Warnungen vor Kryptoinvestments sollten etwa nicht als verklausulierter Rechtstext formuliert werden, sondern anhand persönlicher Erzählungen erlebbar gemacht werden.

## Ausblick

Wie wird unser Währungssystem in Zukunft aussehen? Haben Kryptowährungen das Potenzial, unser Währungssystem zu verändern? Die vorherigen Abschnitte haben gezeigt, dass Kryptowährungen einerseits ungeeignet sind, um in einem Kryptostandard makroökonomische Stabilität zu erzeugen, andererseits aber auch wie Gold auf eine mächtige Erzählung aufbauen, nach der Knappheit gut und Stabilisierung durch Geld- und Fiskalpolitik schlecht ist. In dieser Hinsicht unterscheiden sich Befürworter eines Goldstandards nicht von denen eines Kryptostandards: Ihre Erzählung ist die gleiche, nur fordern die einen, dass Geld nur gegen Kryptoreserven ausgegeben werden darf, während die anderen Goldreserven verlangen. In beiden Fällen wären Banken gezwungen, große Mengen an entweder Gold in Tresoren oder Krypto in Wallets zu halten, was die Nachfrage nach dem Vermögensgegenstand der Wahl erhöhen würde. Der Ruf von Bitcoin-Maximalisten nach einem Kryptostandard mag ideologisch motiviert sein – er ist aber auf jeden Fall durch die Tatsache motiviert,

dass Halter von Kryptowährungen sich dadurch eine wesentlich größere Nachfrage nach dem von ihnen gehaltenen Vermögen und entsprechende Kursgewinne versprechen. Die Kursgewinne bei den privaten Haltern dieser Vermögensgegenstände kämen dabei nicht aus dem Nichts, sondern ergäben sich aus der Übertragung der Geldschöpfungsgewinne aus der öffentlichen Hand hin zu privaten Eigentümern von Gold oder Kryptowährungen.

Aufsichtsbehörden und Zentralbanken dachten lange, das Kryptoproblem würde sich von allein lösen. Die herrschende Meinung in diesen Institutionen war: Ein Vermögensgegenstand ohne intrinsischen Wert, der anders als eine Aktie (Dividenden) oder Anleihe (Zinsen) keine Zahlungsrückflüsse generiert, würde automatisch an Wert verlieren. Diese Strategie zeigte doch während der Corona-Pandemie ihre Schwächen, als US-Amerikaner – durch den Lockdown an die eigenen vier Wände gefesselt und in ihren Konsummöglichkeiten eingeschränkt – Kryptowährungen kauften wie nie zuvor. So stand der Bitcoin-Kurs im Februar 2020 noch bei 8 500 US-Dollar und stieg auf über 55 000 US-Dollar im November 2021: angetrieben durch benutzerfreundliche Webseiten von Kryptobörsen, höhere Ersparnissen derjenigen, die während der Pandemie weiter regulär ihr Einkommen bezogen, und der Möglichkeit, mit der von Kryptobörsen möglich gemachten Aufnahme von Krediten mit Kryptowährungen zu spekulieren.

Der Kursanstieg von Kryptowährungen und der Aufstieg von Kryptodienstleistern waren für die Aufsichtsbehörden unerwartet und hatten auch unerwartete Konsequenzen: Bei einem Kurs von 50 000 US-Dollar existiert Scheinvermögen in Höhe von über 900 Milliarden US-Dollar (es existieren aktuell gut 18 Millionen Bitcoin). Dieses Buchvermögen ist zwar lediglich vermutetes Vermögen – da Bitcoin anders als Anleihen und Aktien keine Zahlungsflüsse produziert, ist der Kurs rein davon abhängig, ob sich jemand findet, der glaubt, dass der Kurs weiter steigt –, aber in dieser Höhe produziert es politökonomische Wirkung: Während bislang private Währungen in Deutschland verboten waren, tritt mit der Markets in Crypto Assets (MiCA)-Verordnung der Europäischen Union zum 30. Juni 2024 ein freundliches Regelwerk für Stablecoins in Kraft, mit der Anbieter zukünftig nicht nur private Dollar und Euro ausgeben (und die Seigniorage hierfür behalten) können, sondern für diese Dienstleistung, die Ähnlichkeit mit dem (extrem regulierten) Einlagengeschäft aufweist, auch nur minimale Anforderungen erfüllen müssen.

Der Kursanstieg von Kryptowährungen führte also zunächst dazu, dass mehr und mehr Menschen glaubten, durch Kryptowährungen reich zu werden,

was Regulierung entsprechend erschwerte bis unmöglich machte. Umgekehrt führten das abnehmende Interesse der Kunden mit dem Ende der Lockdowns während der Corona-Pandemie und steigende Zinsen<sup>31</sup> zu einem entsprechenden Kursverfall von Kryptowährungen, der wiederum Rufe nach Regulierung auslöste. Entsprechend wäre es denkbar, dass etwa die MiCA-Verordnung heute etwas weniger kryptofreundlich geschrieben werden würde.

Kryptowährungen sind der ideologisch motivierte Versuch, ein neues Währungssystem einzuführen, das ähnlich destabilisierend wirken würde, wie es unter dem Goldstandard bereits der Fall war. Sollte dieser Versuch scheitern, wären Kryptowährungen lediglich eine Form des Glückspiels, bei der der heutige Preis aus einer fundamental nicht zu erklärenden Erwartung künftiger Nachfrage resultiert und das sich aufgrund seiner Pseudonymität ideal für Geldwäsche eignet. Ob und wann die Regulierung entsprechend schärfer wird und Bitcoin weniger als Vermögensgegenstand und mehr als Glücksspiel betrachtet wird, bleibt offen. Würde dies passieren, würde es institutionellen Investoren praktisch unmöglich werden, Kryptowährungen zu kaufen, was die erwartete zukünftige Nachfrage senken und entsprechend negativ auf die Preise wirken würde. Die Kryptolobby wird entsprechende Regulierungsvorschläge daher so bekämpfen, wie die Silberlobby in den USA des 19. Jahrhunderts für den Silberstandard eintrat: mit Spenden an Politikern und Parteien, die sich für eine immer weitergehende Anerkennung von Kryptowährungen einsetzen. Im Januar 2023 erhielt etwa Boris Johnson von einem Kryptoinvestor mit einer Million britischer Pfund die höchste Einzelspende, die je ein britischer Abgeordneter erhalten hat.<sup>32</sup> Zuvor hatte Johnson die Einführung der Blockchain als Wendepunkt der Geschichte bezeichnet, der mit der Einführung des Internets verglichen werden könne.<sup>33</sup>

Wie es mit Kryptowährungen weitergeht, hängt daher davon ab, ob Wähler sowie Abgeordnete erkennen, worum es sich bei Kryptowährungen im Kern handelt: um den gescheiterten Versuch eines Putsches gegen die Währungsordnung, der die Privatisierung der Geldschöpfungsgewinne zur Folge gehabt hätte und der anschließend in Glücksspiel überging, das auch als solches reguliert werden sollte.

## Anmerkungen

- 1 Im Fall von Wirecard hatten Wirtschaftsprüfer fälschlicherweise nicht hinreichend geprüft, ob die vermeintlich vorhandenen Vermögen Wirecards überhaupt in entsprechender Höhe existieren. Das Vertrauen in die Aussage der Wirtschaftsprüfer, die Bilanz Wirecards sei entsprechend den gesetzlichen Vorgaben entstanden, hat Anleger und Banken motiviert, in Wirecard zu investieren, was am Ende zu hohen Verlusten führte.
- 2 Um die Miner für ihren Einsatz zu entlohnen, ist Bitcoin so programmiert, dass immer wieder neue Bitcoin an die Miner ausgelost werden, wobei sich die Menge der neu geschaffenen Bitcoin alle vier Jahre halbiert. Der Algorithmus legt zusätzlich fest, dass letztlich maximal 21 Millionen Bitcoin existieren werden. Die Blockchain kann dabei bis zu sieben Transaktionen pro Sekunde abwickeln. Für die Transaktionen fallen Gebühren an, die in Zukunft die einzige Einnahmequelle der Miner sein werden und die umso höher ausfallen, je mehr Nachfrage nach Bitcoin-Transaktionen entsteht. Die überschaubare Transaktionsmenge (VISA kann 60 000 Transaktionen pro Sekunde abwickeln) führt dazu, dass Bitcoin-Fans zumindest nach Möglichkeiten suchen, diese zu erhöhen.
- 3 Knapp 20 Prozent des geschürften Goldes befindet sich in den Tresoren von Zentralbanken. Ein Drittel hiervon bei den Top-3-Haltern: USA, Deutschland und Italien. Vgl. The Entrust Group, Which International Central Banks Own the Most Gold and Why?, 4.9.2018, <https://www.theentrustgroup.com/blog/how-much-gold-do-central-banks-hold-and-why>, abgerufen am 8.9.2023.
- 4 Als der IWF 1999 seinen ersten Central Bank Independence Index herausgab, umfasste dieser 92 Zentralbanken in 107 Ländern, wobei der Durchschnittswert 0,48 betrug (eine 1 steht für eine komplett unabhängige und eine 0 für eine völlig abhängige Zentralbank), wobei die Deutsche Bundesbank als unabhängigste Zentralbank hervorstach. Der Index maß im Jahr 2021 81 Länder mit unabhängigen Zentralbanken (von 134 analysierten Ländern).
- 5 Den Zusammenhang zwischen Vermögenspreisen und Zinsen kann man etwas vereinfacht am Wert von vermieteten Wohnungen erkennen. Wenn man bei einem Zinssatz von 4 Prozent 250 000 Euro auf einem Sparkonto anlegt, wird man 10 000 Euro an Zinsen erhalten. Umgekehrt gilt: Wenn man aus einer Wohnung 10 000 Euro an Mieteinnahmen pro Jahr erhält, wird man bei einem Zinssatz von 4 Prozent am Markt für Sparkonten in der Regel kaum jemanden finden, der mehr als 250 000 Euro für die vermietete Wohnung bezahlen möchte – der potenzielle Käufer würde seinen Anlagebetrag in diesem Fall bevorzugt auf ein Sparkonto einzahlen und höhere Einnahmen erzielen. Senkt die Zentralbank die Zinsen auf 1 Prozent, steigt der Wert der 10 000 Euro an Mieteinnahmen deutlich. In diesem Fall müsste man schon eine Million Euro auf ein Sparkonto einzahlen, um Zinsen in gleicher Höhe zu erhalten. Entsprechend würden in diesem Fall die Chancen deutlich steigen, einen potenziellen Käufer zu finden, der mehr als 250 000 Euro für die Wohnung zu bezahlen bereit ist. Niedrigere Zinsen führen also dazu, dass sich alle Inhaber von Vermögenswerten reicher und zufriedener fühlen.
- 6 Der Gold- und Silberanteil wurde mehrfach angepasst. Wenn der Goldpreis am Weltmarkt stieg, wurden die Goldmünzen einbehalten und nur noch die Silbermünzen gehandelt, und umgekehrt. Vgl. Craig K. Elwell, Brief History of the Gold Standard in the United States, Congressional Research Service, Juni 2011.
- 7 Um zu verstehen, was Reservehaltung bedeutet, kann man sich zunächst eine fiktive Supersicher-Bank vorstellen. Die Supersicher-Bank hält lediglich Tresore vor. Kunden zahlen Geld in einen Tresor ein und können es wieder abheben, wenn sie es benötigen. Die Supersicher-Bank fasst das Geld nicht an und verdient entsprechend auch kein Geld damit. Würden nur Banken wie die Supersicher-Bank existieren, müssten alle Banken sehr hohe Kontoführungsgebühren (die ganzen Safes!) verlangen und wären außerdem auch nicht in der Kreditvergabe tätig. Stellen wir uns nun die Mittelsichere Bank

vor, die zwar Geld annimmt, aber auch teilweise wieder verleiht. Die Mittelsichere Bank hofft auf die sogenannte Bodensatztheorie, das heißt, sie hofft, dass nicht alle Kunden gleichzeitig ihr Geld abheben wollen. Die Mittelsichere Bank kann dadurch auch Fristentransformation betreiben, das heißt, sie verleiht Teile des Gelds auf längere Frist. Wenn die Mittelsichere Bank zum Beispiel erklärt, mindestens 30 Prozent der Einlagen immer vorzuhalten, würde man davon sprechen, dass ihre Mindestreserve 30 Prozent beträgt.

- 8 Vgl. The Clearing House, [https://en.wikipedia.org/wiki/The\\_Clearing\\_House](https://en.wikipedia.org/wiki/The_Clearing_House), abgerufen am 26.4.2023.
- 9 Vgl. Gary Richardson / Tim Sablik, Banking Panics of the Gilded Age, <https://www.federalreserve-history.org/essays/banking-panics-of-the-gilded-age#:~:text=Between%201863%20and%201913%2C%20eight,1907%20spread%20throughout%20the%20nation>, abgerufen am 26.4.2023.
- 10 Vgl. Sean Fulmer, New York Clearing House Association: Overview, in: *Journal of Financial Crises*, 4 (2022) 2, S. 694–707.
- 11 Vgl. Jon R. Moen / Ellis W. Tallman, The Panic of 1907, <https://www.federalreservehistory.org/essays/panic-of-1907>, abgerufen am 26.4.2023.
- 12 Vgl. ebd.
- 13 Roger Lowenstein, *America's Bank: The Epic Struggle to Create the Federal Reserve*, München 2015, S. 55 ff.
- 14 Vgl. ebd., S. 16.
- 15 Vgl. Pontus Aberg / Marco Corsi / Vincent Grossmann-Wirth / Tom Hudepohl / Yvo Mudde / Tiziana Rosolin / Franziska Schobert, Demand for Central Bank Reserves and Monetary Policy Implementation Frameworks: the Case of the Eurosystem, ECB Occasional Paper Series, 2021.
- 16 Vgl. Barry Eichengreen / Peter Temin, The Gold Standard and the Great Depression, in: *Contemporary European History*, 9 (2000) 2, S. 183–207.
- 17 Vgl. Benjamin M. Friedman, *Religion and the Rise of Capitalism*, New York 2022, S. XI.
- 18 Vgl. ebd., S. 107 f.
- 19 Adam Smith, *Der Wohlstand der Nationen: eine Untersuchung seiner Natur und seiner Ursachen*, München 1983 [1776], S. 17.
- 20 Vgl. Joseph Persky, From Usury To Interest, in: *Journal of Economic Perspectives*, 21 (2007) 1, S. 227–236.
- 21 Vgl. B. M. Friedman (Anm. 17), S. 117 ff.
- 22 Vgl. Ludwig von Mises, *Nationalökonomie, Theorie des Handelns und Wirtschaftens*, Wirtschaft und Finanzen, Genf 1940, S. 693 ff.
- 23 Vgl. Kenneth D. Garbade, How the Fed Managed the Treasury Yield Curve In the 1940s, 4.4.2020, <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2020/04/how-the-fed-managed-the-treasury-yield-curve-in-the-1940s>, abgerufen am 8.10.2023.
- 24 Ulrich Bindseil, The Operational Target of Monetary Policy and the Rise and Fall of Reserve Position Doctrine, in: ECB Working Paper Series, Nummer 372, 2004.
- 25 Vgl. Serkan Arslanalp / Barry Eichengreen / Chima Simpson-Bell, Gold as International Reserves: A Barbarous Relic No More?, IMF Working Paper No. 2023/014.
- 26 Vgl. [https://bitinfocharts.com/top-100-dormant\\_9y-bitcoin-addresses.html](https://bitinfocharts.com/top-100-dormant_9y-bitcoin-addresses.html), abgerufen am 8.10.2023.
- 27 Eine Ausfallprämie ist die Prämie, die Investoren im Schnitt verlangen, um das Risiko eines potenziellen Ausfalls eines Kredits oder einer Staatsanleihe zu übernehmen.

- 28 Befürworter „knappen Geldes“ wenden häufig ein, dass eine makroökonomische Stabilisierung durch den Staat ohnehin nicht wünschenswert sei und maximal notwendige Anpassungen verzögere. Die häufig dahinter stehende Idealisierung von Krisen als Katharsis wird im Abschnitt zur ideologischen Basis dezentralen Geldes erklärt.
- 29 Stablecoins erinnern damit an Banknoten im 19. Jahrhundert in den USA: Diese waren vermeintlich immer gegen US-Dollar in Gold bei der herausgebenden Bank einlösbar, aber oft genug stellte sich die Bank dann doch als pleite heraus. Außerdem hatten Banken einen Anreiz, dass ihre Noten möglichst weit weg von der Ausgabestelle zirkulierten, was die unerwünschte Rückzahlung unwahrscheinlicher machte.
- 30 Vgl. Joe Pinker, *The Investors Who Still Think Crypto Can Make Them Rich*, 21.2.2023, <https://www.wsj.com/articles/some-everyday-investors-still-bet-crypto-can-make-them-rich-7107d63e>, abgerufen am 26.2.2023.
- 31 Wenn am Markt Zinsen erhältlich sind, wird die Anlage in Vermögensgegenstände, die keine Zahlungsrückflüsse generieren, unattraktiver.
- 32 Boris Johnson's office receives £ 1m donation from crypto investor, 12.1.2023, <https://www.bbc.com/news/uk-politics-64257007>, abgerufen am 26.4.2023.
- 33 Boris Johnson hails blockchain 'possibilities' at Singapore conference, 2.12.2022, <https://www.theguardian.com/politics/2022/dec/02/boris-johnson-hails-blockchain-possibilities-at-singapore-conference>, abgerufen am 8.10.2023.

Jakob Feinig

# Das Ende der Schweigsamkeit

Ein Plädoyer für die Demokratisierung der Geldschöpfung<sup>1</sup>

Im New York City des 18. Jahrhunderts verursachte verschmutztes Trinkwasser Seuchen unter den Bewohner:innen der Stadt. Deshalb entwickelte ein Ingenieur einen Plan für ein System von Holzrohren, durch das eine dampfgetriebene Pumpe Wasser von einer Quelle in die Stadt trieb. Für damalige Verhältnisse war das eine teure Hightech-Anlage. Die Stadtregierung dachte jedoch nicht daran, sie durch Steuern zu finanzieren – die Bevölkerung klagte ohnehin schon über Geldknappheit und es wäre schwierig gewesen, höhere Beiträge politisch durchzusetzen.

Stattdessen griff die Stadt zu einer Maßnahme, die heute merkwürdig erscheint, damals aber alltäglich war: Sie rief eine neue Währung ins Leben, die als „Wasserwerkgeld“ bekannt wurde. Das Finanzamt zahlte die Geldscheine für das Rohmaterial, die Arbeiten an der Dampfmaschine und an den Rohren aus. Wie von Zauberhand begannen Menschen, sich an die Arbeit zu machen, bauten eine Dampfmaschine und fertigten Holzrohre, um reines Trinkwasser nach New York City zu bringen.<sup>2</sup>

Da war jedoch keine Zauberhand im Spiel. Der Schlüssel zum Mechanismus, der Rohstoffe, Arbeitende und ihre Kunstfertigkeiten zusammenbrachte, lag in der folgenden rechtlichen Tatsache: Die Stadt verpflichtete sich, dass die Bevölkerung ihre Steuern in der neuen Währung bezahlen konnte. Da viele Menschen Steuerschulden hatten oder bald welche haben würden, akzeptierten sie die neuen Scheine von denen, die für ihre Arbeit an den Rohren oder der Maschine bezahlt worden waren und es deshalb zuerst erhalten hatten. So ging die Währung von Hand zu Hand, bis sie wieder in den Kassen der Stadt landete,

wenn Leute ihre Steuern zahlten. So machte sich New York City die Erwartung der Bevölkerung zunutze, dass früher oder später Steuern anfallen würden, um durch Geldschöpfung Ressourcen für die Wasserversorgung zu mobilisieren.<sup>3</sup> Zwar wurden die Arbeiten wegen des Unabhängigkeitskriegs nicht fertiggestellt, das Projekt zeigt aber eine heute kaum denkbare Möglichkeit auf: Die öffentliche Hand schuf eine neue, zweckgebundene Währung und setzte damit ein politisches Projekt um.<sup>4</sup>

Das Wasserproblem von New York City entstand in einer Zeit, in der Wissen um die politische Herstellung des Geldes verbreitet war. Die europäischen Männer, die das Wahlrecht hatten und an (geld-)demokratischen Prozessen teilnehmen konnten,<sup>5</sup> betrachteten Geld nicht als rätselhaftes Gebilde außerhalb von politischen Prozessen, sondern als zentralen Ort der Gesellschaftsgestaltung. Sie waren es gewohnt, Geldschöpfungsprozesse an ihre Bedürfnisse anzupassen. Geld war für sie kein undurchschaubarer Hintergrund für das wirtschaftliche Leben oder ein knappes Gut, es war eine Institution, die sie nach ihren Ansprüchen und Zielen gestalten konnten.

Im Gegensatz dazu sind wir es heute nicht mehr gewohnt, über die Herstellung des Geldes nachzudenken. Wir tendieren dazu, nicht über Geldproduktion zu sprechen und Geld als reinen Hintergrund für das Marktgeschehen zu verstehen. Ich nenne diese Situation ein Beschweigen des Geldes.<sup>6</sup> Wir beschweigen Geld, wenn wir es vermeiden, uns mit dieser zentralen Institution zu beschäftigen. Das Beschweigen des Geldes ist ein Muster unseres öffentlichen Verhaltens, das es schwieriger macht, die Herausforderungen von heute anzugehen – zum Beispiel wäre es für New York City in einer Situation, in der Geldproduktion vom öffentlichen Leben ausgeklammert wurde, schwieriger gewesen, Arbeitende und Ressourcen für die Wasserversorgung zu mobilisieren. Die Stadt hätte zuerst an eine Währung kommen müssen, über dessen Produktion sie kaum oder keine Kontrolle hatte. Durch diesen Beitrag möchte ich es Leser:innen ermöglichen, mit dem Beschweigen des Geldes zu brechen und die Fragen, die Geld aufwirft, wieder zu stellen.

Ich werde zunächst erklären, warum Geld eine zentrale politische Institution ist. Geld entsteht, wenn eine Gesellschaft politische Grundfragen beantwortet hat: Wo wird Geld hergestellt? Wer erhält zuerst neu geschöpftes Geld? Zu welchen Zwecken wird es geschaffen? Ich zeige dann anhand von Beispielen aus den USA, wie verschiedene Gruppen diese Fragen kontrovers debattierten und versuchten, damit ihre Gesellschaft zu prägen. Im letzten Teil argumentiere ich anhand des Beispiels der Arbeitsplatzgarantie, dass wir mit

Geldproduktion demokratischer umgehen sollten, um eine lebenswerte Zukunft zu ermöglichen.

## Gelddesign: die politische Gestaltung des Geldes

Jede Form der Geldschöpfung ist die Antwort auf politische Grundfragen, die Gesellschaften beantworten müssen, wenn sie die Institutionen der Geldproduktion aufstellen. Zentrale Akteur:innen einer Gesellschaft – oft Gesetzgeber:innen – entscheiden, wer Geld schöpfen darf, wer zuerst Zugang dazu bekommt und wofür es geschöpft werden darf. Die Rechtswissenschaftlerin Christine Desan nennt solche institutionellen Fragen das „Design“ des Geldes.<sup>7</sup> Weil das Beschweigen des Geldes es heute schwierig macht, das Design des Geldes als solches wahrzunehmen, müssen wir uns kurz damit beschäftigen, wie so ein Gestaltungsprozess konkret aussieht. Die folgenden drei Fragen sind gute Ausgangspunkte dafür.

*Wo entsteht neues Geld?* Der erste Aspekt des Gelddesigns betrifft die Geldproduktion selbst. Verschiedene Institutionen können das Recht zur Geldschöpfung in Anspruch nehmen – das können Gemeinden und Städte wie New York City sein, aber auch die gesetzgebenden Versammlungen von ganzen Ländern wie den Vereinigten Staaten. Rechtsordnungen können Geldherstellung an demokratische Prozesse koppeln oder das Privileg an private Unternehmen (Geschäftsbanken) vergeben. Wer Geld *nicht* schaffen darf, ist auch Teil des Gelddesigns, weil Institutionen, die nicht ihr eigenes Geld machen können, auf das Geld derjenigen angewiesen sind, die es herstellen können. (Die Stadt New York, zum Beispiel, hätte sich das Geld anderer Institutionen beschaffen müssen, wenn sie nicht selbst Geld produziert hätte.) Die Beziehung zwischen denen, die Geld schöpfen dürfen, und denen, die es benutzen müssen, ist eine zentrale Frage des Gelddesigns. Dieses Verhältnis führt uns zur zweiten Grundfrage.

*Wer erhält Geld zuerst?* Diejenigen, die neues Geld von den Herstellenden zuerst erhalten, haben verlässlicheren Zugang zu Geld als all jene, die es durch sie erhalten müssen.<sup>8</sup> Deshalb übernehmen die Ersterhaltenden eine Mittlerfunktion beim In-Umlauf-Bringen von Geld. Die Produktion von Gütern und Dienstleistungen richtet sich zunächst an ihren Bedürfnissen aus, wodurch ihre Lebenssituation stabiler ist. Wenn zum Beispiel eine Regierung Geld schafft, um Arbeitsuchende zu beschäftigen, stärkt sie deren Position in der Gesellschaft. Wenn sie Geld für Klimaschutz, die Kriegsindustrie oder Gesundheitsversorgung

herstellt, tut sie dasselbe mit denen, die in diesen Sektoren tätig sind. Umgekehrt kann es eine Rechtsordnung für bestimmte Gruppen schwierig oder unmöglich machen, an neues Geld zu kommen, und ihnen damit diese Stabilität verwehren. Ein Beispiel ist die Immobilien-Kreditschöpfung nach rassistischen Kriterien in den USA nach dem Zweiten Weltkrieg (siehe dazu unten).<sup>9</sup> Wer das neu geschaffene Geld zuerst erhält und wer nicht, prägt Gesellschaften. Kurz: Geld wird nicht von Helikoptern abgeworfen, sondern erreicht Menschen selektiv durch politisch geschaffene Kanäle. Eng verbunden mit der Frage, wer Geld zuerst erhält, ist die dritte Frage des Gelddesigns.

*Wofür entsteht neues Geld?* Die Antwort auf diese Frage ist bedeutsam, weil sie die Prioritäten einer Gesellschaft verankert. Wird Geld hergestellt, um private Unternehmungen zu finanzieren, die gewinnorientiert wirtschaften? Oder wird es für öffentliche Projekte wie Wasserwerke geschaffen? Garantiert die öffentliche Hand, dass eine bestimmte Menge Gold oder Silber einen Geldwert hat? Oder verpflichtet sie sich, Arbeitssuchende anzustellen und damit Geld gegen Arbeitskraft herzustellen? Die öffentliche Hand könnte auch Geld für jede Tonne geschlucktes CO<sub>2</sub> bereitstellen, Geldschöpfung für bestimmte Zwecke teurer machen oder sogar verbieten (zum Beispiel für Produktionen, die viel CO<sub>2</sub> ausstoßen). Zu welchen Zwecken Geld geschaffen wird und zu welchen nicht, ist deshalb eine zentrale Frage des Gelddesigns.

Durch Gelddesign entscheiden wir also, wer Geld schöpfen darf, wer es zuerst erhält und zu welchen Zwecken Geld produziert wird. Indem eine Gesellschaft diese drei Grundfragen beantwortet, baut sie selektiv Weltsichten und Interessen in den Geldschöpfungsprozess ein. Nachdem diese Gestaltungsfragen beantwortet sind, kann ein Gelddesign beschwiegen oder zum Objekt von Kontroversen werden. Auf jeden Fall prägt Gelddesign aber, sichtbar oder unsichtbar, wie wir miteinander leben: Es bewertet manche Aktivitäten als produktiv (und andere nicht) und bevorzugt bestimmte Regionen, Gruppen, und Sektoren (während andere vernachlässigt werden). Gelddesign schafft Arme und Reiche und spielt eine bedeutende Rolle im Entscheidungsprozess, wie und was eine Gesellschaft produziert (und was nicht). Gelddesign prägt deshalb Gesellschaften und ihre Entwicklung.

Das klingt vielleicht noch etwas abstrakt und weit hergeholt, was nicht verwundert, weil wir es ja gewohnt sind, Gelddesign zu beschweigen. Deshalb werde ich im nächsten Schritt anhand von Beispielen aus der Geschichte Nordamerikas zeigen, wie verschiedene Gruppen versuchten, ihre Gelddesign-Projekte umzusetzen, um ihre Gesellschaft und damit die Zukunft zu gestalten.

## Warum die Kolonien Geld herstellten

Als New York City Ende des 18. Jahrhunderts das Wasserwerkgeld ins Leben rief, konnte die Stadt auf jahrzehntelange Erfahrungen in den britischen Kolonien Nordamerikas zurückblicken. Wie in New York City gaben die Behörden der einzelnen Kolonien die Herstellung von Scheinen in Auftrag. Der rechtliche Mechanismus, der die bedruckten Papierstücke zu Geld machte, war auch derselbe wie in New York City: Die Finanzämter der Kolonien verpflichteten sich, sie als Erfüllung von Steuerzahlungspflichten anzunehmen. Und da sie wussten, dass Steuerverbindlichkeiten immer wieder anfallen würden, vertrauten Geldbenutzer:innen darauf, dass die monetären Instrumente breit akzeptiert wurden, und nahmen sie von den Regierungen als Zahlungsmittel an, wenn sie sich an Projekten wie Brückenbau oder Kriegsführung beteiligten. Auf den Scheinen waren manchmal sogar die Armenhäuser, Leuchttürme oder Gefängnisse abgebildet, für deren Finanzierung das Geld geschaffen worden war. Die Kolonialregierungen konnten so Ressourcen in Anspruch nehmen, ohne von Währungen abhängig zu sein, über deren Herstellung sie keine Kontrolle hatten. Sie versprachen auch nicht, das Geld in andere Währungen zu konvertieren oder einen fixen Wechselkurs mit den Währungen der Großmächte zu verteidigen. Dadurch verschafften sie sich Spielraum, weil sie nicht an das Geld anderer Regierungen kommen mussten.<sup>10</sup>

Die Alternative zur lokalen Geldherstellung nämlich war das Benutzen der Währungen der Großmächte – vor allem aus dem spanischen Weltreich –, die die britischen Kolonien nicht selbst produzieren konnten.<sup>11</sup> Während koloniales Geld lokal hergestellt werden konnte, mussten andere Formen des Geldes durch Exporte von Waren erworben werden. Exporte sind jedoch oft eine problematische Methode, um an monetäre Instrumente zu kommen: Die Regierung der exportierenden Wirtschaft hat kaum Einfluss auf internationale Preise und Nachfrage, was zu Problemen führt, wenn Exporteur:innen niedrige Preise akzeptieren müssen oder die Verkäufe komplett wegfallen. Die Geldversorgung und damit lokale Zahlungen, Kredite, Investitionen und Sparen, aber auch Besteuerung hängen dann von instabilen Exporterlösen ab.<sup>12</sup> Kurz: Wenn Geldversorgung vor allem von außen kommt, haben fehlende Exporteinnahmen katastrophale Auswirkungen auf das örtliche Wirtschaftsleben.

Die öffentlichen Projekte der kolonialen Regierungen – die Organisation von Gewalt gegen die indigene Bevölkerung, Kriegsführung gegen europäische Rivalen, aber auch der Bau von Infrastruktur wie Straßen und

Leuchttürmen – erforderten, dass sie schnell Ressourcen mobilisieren konnten. Aus Sicht der Behörden waren diese Unterfangen dringend und durften nicht an der Finanzierung scheitern. Ohne lokale Geldschöpfung wären sie davon abhängig gewesen, dass erstens die Bevölkerung ausreichend Geld durch Exporterlöse einführte und zweitens ihre Finanzämter davon ausreichend Steuern eintreiben konnten. Regierende waren aber nicht die Einzigen, die öffentliche Geldschöpfung durch gedrucktes Papier befürworteten.

### Als kleinbäuerliche Haushalte das Gelddesign ändern wollten

Regierungen produzierten Geld für Kriegsführung, Infrastruktur und andere öffentliche Projekte. Jedoch erreichte dieses Geld einen großen Teil der Siedlerbevölkerung – kleinbäuerliche Haushalte – nur indirekt, nämlich nachdem es durch die Taschen der Firmen und Arbeitenden geflossen war, die direkt an der Produktion von Infrastruktur und an der Kriegsführung beteiligt waren und es deshalb zuerst erhalten hatten (das betrifft unsere ersten zwei Designfragen oben). Die kleinbäuerlichen Haushalte beklagten sich oft, dass sie zu wenig Geld erreichte: Im 18. Jahrhundert kannten sie Situationen der Geldknappheit, in denen sie so verzweifelt waren, an Geld zu kommen, dass sie ihre Güter zu Dumpingpreisen verkaufen mussten. Geldknappheit bedeutete auch, dass sie auf Kredite von reichen Gläubigern und deren hohe Zinsen angewiesen waren und riskierten, bei Zahlungsausfall ihr Land an diese Kreditgeber zu verlieren.

In diesem Kontext verlangten Kleinbauern, die wählen konnten, direkten und verlässlichen Zugang zu lokal hergestellten Währungen: Sie forderten ein Gelddesign, in dem sie als Erste – und zu garantierten Bedingungen – an neu hergestelltes Geld kämen. Zugang zum neu entstehenden Geld hieß, dass kleinbäuerliche Haushalte nicht mehr von einer Gruppe reicherer Kreditgeber abhängig waren, die sich das Land, das die europäischstämmige Bevölkerung den indigenen Bewohner:innen vor Kurzem geraubt hatte, nach und nach einverleibte. Stattdessen verlangten kleinbäuerliche Haushalte Kredit zu tragbaren Zinsen durch öffentliche Geldschöpfung, und die gewählten Versammlungen in den einzelnen Kolonien setzten solche Maßnahmen auch oft durch.

Die rechtliche Struktur dieses Geldes – sein Design – änderte sich ständig und auf eine Art und Weise, die aus der Perspektive der Geldbenutzer:innen sichtbar war. Manchmal wurde neu geschaffenes Geld gratis an die Bevölkerung verteilt, um die allgemeine Geldknappheit zu bekämpfen. Manchmal schufen Versammlungen Geld für Gemeinden, die lokal entschieden, ob sie es

für Kleinkredite, Infrastruktur oder Lehrpersonal verwenden wollten. Ein besonders erfolgreiches Projekt war die Geldschöpfung für Kredite an kleinbäuerliche Haushalte in Pennsylvania, wo Ländereien als Sicherheit für den Kredit hinterlegt wurden.

Jene, die das Geld zuerst bekamen, bezahlten damit andere in einer Kette von Ausgaben und Einnahmen, bis es wieder durch Steuerzahlung an ihren Ursprung zurückkehrte: die öffentliche Hand. Der Schlusspunkt dieser Reihe von Zahlungen war ebenso sichtbar wie die Ausgabe des Geldes: Auf den Geldscheinen war vermerkt, welches Finanzamt – etwa das in Boston – die Noten zur Bezahlung von Steuern annehmen würde. Manche Noten hatten sogar ein Ablaufdatum, und die gesetzgebenden Versammlungen gaben detaillierte Instruktionen, was zu tun war, wenn die gebrauchten Noten durch Steuerzahlungen wieder in den Besitz der öffentlichen Hand gekommen waren: Sie mussten unter Aufsicht zu Asche verbrannt werden. Diese temporären Währungen erinnerten Geldbenutzer:innen daran, dass monetäre Instrumente vergängliche rechtliche Gebilde sind. In diesem Kontext war es leichter als heute zu verstehen, dass Geld kein neutraler Hintergrund ist – und dass Gelddesign Gesellschaften prägt.

Den kleinbäuerlichen Haushalten gegenüber standen eine kleinere, aber einflussreiche Gruppe von exportorientierten Kaufleuten und die imperialen Behörden. Sie hatten kein Interesse, am lukrativen Handel und der exportorientierten Abhängigkeit der Kolonien von Großbritannien etwas zu ändern. Aus ihrer Sicht war es sogar ein Vorteil, dass die Kolonien exportieren mussten, um an Geld zu kommen, weil dadurch Druck entstand, die lokale Produktion auf Nachfrage von außen auszurichten. Die Statthalter, die Regierungschefs der einzelnen Kolonien, erhielten deshalb oft Instruktionen aus London, Geldschöpfung so weit wie möglich zu begrenzen.<sup>13</sup> Geldherstellung für Kriegsführung, Infrastruktur und administrative Ausgaben war in Ordnung, aber eine weitergehende Demokratisierung durch Gelddesign ging zu weit. William Douglass, Arzt und selbst ein Kreditgeber, formulierte solche Ängste in der Mitte des 18. Jahrhunderts so: Die Gruppe, die eine Ausweitung der öffentlichen Geldschöpfung befürwortete, habe vergessen, dass jede „Gesellschaft Unterwerfung benötigt“. Diese Gruppe bestehe aus gedankenlosen, unverantwortlichen und verschuldeten Wählern – einer Mehrheit, wie er bedauernd feststellte. Er stellte sich eine Gesellschaft vor, die von Großgrundbesitz geprägt war.<sup>14</sup> Douglass schrieb diesen Text in einer denkbar hitzigen Atmosphäre.

## Die rebellische Währung von Massachusetts

Als Großbritannien gegen Mitte des 18. Jahrhunderts Ernst machte und versuchte, die lokale Geldschöpfung einzuschränken, zeigten die Siedler:innen von Massachusetts, dass sie die Lektionen der demokratischen Geldwirtschaft gelernt hatte. Sie argumentierten: Wenn eine gesetzgebende Versammlung eine führende Rolle in der Geldproduktion spielen kann, dann kann eine soziale Bewegung, die die Interessen der kleinbäuerlichen Haushalte verteidigt, das auch tun.

Diese Bevölkerung entwickelte deshalb eine Form der Geldherstellung, die als „Landbank“ bekannt wurde. Die Landbank druckte ihre eigene Währung, gab sie durch Kredite aus und akzeptierte Land als Sicherheit. Dabei handelte es sich um keine Bank im heutigen Sinne, weil sie keine Konten führte. Es war ein reines Kreditinstitut, das jedes Mal, wenn es ein Darlehen an ein Mitglied vergab, neue Scheine in Umlauf brachte. Die Mitglieder der Bank, ihre Schuldner, konnten ihren Kredit mit Landbank-Scheinen tilgen. Der Statthalter in Boston weigerte sich allerdings, der Landbank eine Genehmigung zur Geldschöpfung zu erteilen, und das Finanzamt in Boston akzeptierte das Geld nicht.<sup>15</sup> Trotzdem begann die Institution, Geld zu drucken und es durch Darlehen in Umlauf zu bringen.

Wie die Stadt New York und die einzelnen Kolonien versuchte die Landbank, ihrer Währung breite Akzeptanz zu verleihen. Sie hatte jedoch keine Kontrolle über die zentrale Institution der Geldannahme: das Finanzamt in Boston, dem bedeutendsten Gläubiger in Massachusetts, dem Steuerpflichtige jedes Jahr Abgaben schuldeten. Die Landbank flickte deshalb ein Gewebe der Akzeptanz zusammen: Erstens mussten sich die Mitglieder der Landbank, die die Scheine als Erste erhalten hatten, verpflichten, sie künftig selbst anzunehmen.<sup>16</sup> Zweitens konnten Mitglieder ihre eigenen Landbank-Kredite in Landbank-Geld tilgen, was eine gewisse Nachfrage danach sicherte. Drittens verpflichteten sich eine Reihe von Gemeindeversammlungen, die Währung zur Zahlung von Steuerschulden an die lokalen Behörden anzunehmen. Schließlich gab es auch sozialen Druck und sogar Gerüchte um einen Marsch auf Boston, durch den ländliche Gruppen die Kaufleute der Stadt dazu zwingen wollten, Landbank-Noten zu akzeptieren. (Der Statthalter ließ mehrere Personen verhaften, die beschuldigt wurden, federführend daran beteiligt zu sein.)

Wenn Gemeinden und Individuen sich öffentlich verpflichteten, Landbank-Noten zu akzeptieren, unterstützten sie damit ein Gelddesign, das die

wirtschaftliche Situation der kleinbäuerlichen Haushalte stabilisieren sollte. Sie sahen ihr Geld nicht als bloßes Verteilungsproblem: Es ging ihnen nicht um die Frage, wie schon geschaffene Währung verteilt werden sollte oder wie hoch die Steuerbelastung für Arme und Reiche sein sollte. Stattdessen stellten sie die Fragen des Gelddesigns ins Zentrum, die sie als grundsätzlicher betrachteten: Wer Geld herstellen darf und zu welchem Zweck, aber vor allem: Welche Gruppen verlässlichen Zugang dazu haben, weil sie es als Erste bekommen.

Während die Landbank ein Gewebe der Akzeptanz zusammenflickte, versuchten der britische Statthalter und eine Gruppe von Kaufleuten, eine breite Verweigerung der Währung zu organisieren. Zum Beispiel entließ der Statthalter Richter und Offiziere, die das neue Geld unterstützten, und verweigerte Tavernen, die die Scheine akzeptierten, die Zulassung. Zusätzlich veröffentlichte eine Gruppe von Kaufleuten einen Text, in dem sie erklärten, dass sie die Landbank-Noten nicht annehmen würden. Da viele Menschen diesen Kaufleuten Geld schuldeten und Letztere deshalb wiederum das Geld von ihren eigenen Schuldnern verweigern würden, hätte das in eine allgemeine Währungsverweigerung münden können. Die Verweigerungskampagne fruchtete aber nicht, weil breite Kreise der Bevölkerung das neue Gelddesign durch ihre Akzeptanz unterstützten.

Schließlich verboten die britischen Behörden die Landbank und verpflichteten die Schuldner, ihre Darlehen zurückzuzahlen. Wenn Geldscheine zur Institution zurückkehren, die sie geschaffen hat – sei es ein Finanzministerium, die Stadt New York oder eben die Landbank –, werden sie aus dem Verkehr gezogen und können zerstört werden.

Geldschöpfung war ein zentrales Thema in den Auseinandersetzungen, die zum Krieg mit Großbritannien mit dem Ziel der Unabhängigkeit führten. Als die Siedlerbevölkerung sich gegen Besteuerung wehrte, dann zum Teil deswegen, weil sie in einem Kontext, in dem sie kaum selbst Geld schaffen durfte, nicht noch mehr Zahlungsmittel durch Steuern an Großbritannien verlieren wollte.<sup>17</sup> Im nächsten Abschnitt zeige ich, wie nach der US-amerikanischen Unabhängigkeit eine neue Form des Gelddesigns, das Bankgeld, entstand und die Gesellschaft prägte.

## **Bankgeld: das neue Gelddesign**

Es wäre naheliegend, zu denken, dass die monetäre Mitbestimmung der männlichen europäischstämmigen Bevölkerung nach der US-amerikanischen Unabhängigkeit von Großbritannien vertieft wurde. Das passierte jedoch nicht:

Nach einer Reihe von teils blutigen Konflikten zwischen verschiedenen Siedlergruppen verbot die US-Verfassung den einzelnen Bundesstaaten die Geldschöpfung und veränderte damit den Charakter der gesetzgebenden Versammlungen, die seit Jahrzehnten eine wichtige Rolle in der Währungsproduktion gespielt hatten. (Die Versammlungen der US-Bundesstaaten sind die direkten Nachfolgerinnen der Legislativen der Kolonialzeit.)

In dieser Situation griffen die Bundesstaaten zu einem Gelddesign, das es in den britischen nordamerikanischen Kolonien nicht gegeben hatte, das heute aber sehr verbreitet ist: Bankgeld, also Geld, das von kommerziellen Banken geschöpft wird. Wenn sie Banklizenzen ausgaben und die neuen Kreditinstitute mit dem Privileg der Geldschöpfung ausstatteten,<sup>18</sup> delegierten die gewählten Abgeordneten ein Recht, das sie früher selbst ausgeübt hatten, an profitorientierte Unternehmen.<sup>19</sup> Das war ein dramatischer Moment, in dem die politische Natur des Geldes sichtbar wurde: Der Ökonom Farley Grubb nennt den Übergang zum Bankgeld eine „Aneignung staatlicher Souveränität durch private profitorientierte Banker“ und der Historiker Terry Bouton spricht von einer „Privatisierung“ der Währungsproduktion.<sup>20</sup>

Banken werden oft als Teil des Privatsektors verstanden, aber sie sind nicht „privat“ in dem Sinne, dass sie losgelöst von staatlichen Institutionen handeln. Stattdessen brauchen sie eine öffentliche Hand, die ihnen eine Lizenz verleiht (und belässt) und ein rechtliches Umfeld, in dem Bankgeld funktionieren kann. Deshalb sind Banken nur in einem viel engeren Sinne privat: Es handelt sich (mit Ausnahmen) um gewinnorientierte Institutionen mit privaten Besitzer:innen. Wenn eine Bank Kredit vergibt, schafft sie damit neues Geld, genau wie die Wasserwerkscheine von New York City oder die monetären Instrumente der einzelnen Kolonien. Der Unterschied ist, dass Banken im Interesse ihrer Inhaber:innen Profite machen. Sie schaffen deshalb Geld für Kreditnehmer:innen, von denen sie denken, dass sie ihre Schulden (inklusive Zinsen) zurückzahlen können – und das funktioniert natürlich nur, wenn diese künftig selbst genügend Einnahmen haben.<sup>21</sup>

Die zentrale Position gewinnorientierter Unternehmen (die selbst keine Banken sind) in unserer Gesellschaftsordnung ist damit im Gelddesign eingebaut, weil Unternehmen, die voraussichtlich Gewinne machen können, privilegierten Zugang zu neu entstehendem Bankgeld erhalten. Wenn private Banken Geld herstellen und als Kredit vergeben, tun sie das nach einer ganz anderen Logik als öffentliche Geldproduzenten, die keinen Gewinn machen müssen. (Es ist wichtig, im Blick zu behalten, dass demokratische Gesellschaften die Logik der

Bankgeldschöpfung jederzeit einschränken können, wenn sie sich entscheiden, öffentliches Geld zu produzieren.)

Es ist an dieser Stelle hilfreich, kurz zum Wasserproblem von New York City zurückzukehren, um das sich schnell ändernde Verhältnis zwischen Geld und öffentlichem Interesse zu illustrieren. Weil der Krieg gegen Großbritannien die Arbeiten unterbrochen hatte, zog sich das Problem bis zum Ende 18. Jahrhunderts. Nachdem aber die US-Verfassung den Bundesstaaten verboten hatte, ihre eigenen Währungen ins Leben zu rufen, schuf die gesetzgebende Versammlung des Bundesstaates New York eine Wassergesellschaft mit beschränkter Haftung und beauftragte sie mit der Trinkwasserversorgung. Das war jedoch nur ein Vorwand: Im Kleingedruckten versteckt und ohne dass die meisten Abgeordneten oder die Öffentlichkeit das wussten, erteilte die Versammlung der Firma das Recht, Geld zu schöpfen.<sup>22</sup>

In der Folgezeit vernachlässigte die „Wassergesellschaft“ die Wasserversorgung und konzentrierte sich auf die lukrative Geldproduktion durch Kreditvergabe. So entstand die Bank, die später als Chase Manhattan bekannt wurde. Das sich ändernde Verhältnis von Finanzen und Trinkwasserversorgung in New York City ist ein Extrembeispiel, das zwei verschiedene Logiken des Gelddesigns illustriert: Zuerst war Geld ein Mittel zum öffentlichen Zweck der Wasserversorgung, später spielten Profite eine zentrale Rolle und die Wasserversorgung wurde zum Vorwand.

Ein zweiter Vergleich ist hilfreich, um zu verstehen, wie neu und wie anders das bankzentrierte Gelddesign war. Es wäre naheliegend, zu denken, dass die neuen Banken den Institutionen der Kolonialzeit wie der Landbank in Massachusetts ähnelten, es gab aber zumindest zwei wesentliche Unterschiede: Erstens war die Landbank in sozialen Bewegungen und kollektivem Wissen verankert. Im Kontrast dazu wurden jetzt Banklizenzen an profitorientierte Geschäftsleute vergeben. Zweitens versprach die Landbank nicht, ihre Scheine in ein Geld umzutauschen, das sie nicht kontrollierte. Im Kontrast dazu mussten sich die neuen Banken verpflichten, auf Anfrage unverzüglich ihre Währung in Gold- oder Silbermünzen auszuzahlen. Sie hatten das Recht, Geld zu schöpfen, versprachen aber, es auf Anfrage in eine Währung zu konvertieren, die sie nicht herstellen konnten, sondern erwerben mussten. So entstanden bald Hunderte von profitorientierten Banken, jede mit ihrer eigenen Papierwährung und jede mit der Verpflichtung, ihr Papiergeld in Münzen auszuzahlen.

Im nächsten Abschnitt zeige ich, wie das neue Gelddesign – Geldschöpfung durch Bankkredite – das öffentliche Wissen über Geldherstellung veränderte.

In einem Kontext, in dem Banken die wichtigsten Währungsproduzentinnen wurden, rückten Vorwürfe über Schwindel und Korruption dieser privaten Institutionen in den Vordergrund.

### Die Kritik an Banken und das Beschweigen des Geldes

Der erste Kritikpunkt war, dass Banken nicht verlässlich Silber- oder Goldmünzen auszahlen. Manche Kreditinstitute verwendeten tatsächlich Trickereien, um Geld zu schöpfen, ohne Münzen auszahlen zu müssen: Zum Beispiel versteckten sich sogenannte *wildcat banks* in abgelegenen Gebieten, um nicht in die Verlegenheit zu geraten, Münzen auszahlen zu müssen, die sie nicht hatten. Der zweite Vorwurf war, dass die gesetzgebenden Versammlungen, die Bankzulassungen vergaben, korrupt waren: Das Privileg der Papiergeldschöpfung mit begrenzter Haftung werde nur an Insider:innen vergeben, die Kontakte mit bestechlichen Abgeordneten pflegten. Laut dieser Kritik war die Gründung von Banken, die Geldscheine in Umlauf bringen durften, nur durch diese käufliche Allianz möglich.

Aus Wut über Schwindel und Korruption verlangten große Teile der Bevölkerung ein Ende der Banken und des Papiergeldes: Sie begannen, sich eine bestimmte Form von Geld als neutral und unpolitisch vorzustellen, als zeitlos, außerhalb von korrupter Politik und Profitmacherei: Münzen aus Gold und Silber. Die Alternative zu Bankgeld sahen sie nicht mehr in demokratisch beschlossener, öffentlicher Papiergeldschöpfung, sondern in vermeintlich „natürlichem“ Geld. Die Abschaffung von Geschäftsbanken kam allerdings nie ernsthaft infrage. Banken blieben im Zentrum der Geldschöpfung und rivalisierende Fraktionen des Finanzsektors nutzten die Anti-Banken-Rhetorik aus, um ihre Konkurrenz zu diskreditieren.

Die Wahrnehmung von Geld als politischem Gegenstand hatte sich verändert: Die Kritik konzentrierte sich auf eine Ablehnung von Banken und Staat und verlor die Sicht auf die Möglichkeiten, die das öffentliche Projekt „Geld“ mit sich bringt. Geldkritik geriet in eine Sackgasse. Das Fantasiebild einer Währung, die außerhalb der Kontrolle des Gesetzgebers stehen könne, schränkte monetäre Möglichkeiten ein, denn die Menschen verstanden Geld nicht mehr als Mittel der Gesellschaftsgestaltung, sondern idealerweise als neutralen Hintergrund, und Gelddesign verschwand aus dem Blickfeld. Obwohl Banken im Zentrum der öffentlichen Kontroversen standen, war dies deshalb auch eine Zeit, in der das Gelddesign beschwiegen wurde.

Es ist wichtig, hier kurz zu erwähnen, dass diese Form der Kritik uns heute wohlbekannt ist, obwohl heute meist nicht mehr Edelmetalle, sondern digitale Konstrukte wie Bitcoin als apolitische Alternative dargestellt werden. Es ist das zentrale Versprechen des Bitcoin-Projektes, ein kryptografisches Geld bereitzustellen, das von jeder Form von Politik ferngehalten wird (siehe dazu den Beitrag von FLORIAN KERN in diesem Band). Das führt oft zu Debatten über Geschäftsbanken und staatliche Institutionen wie Zentralbanken, verschließt jedoch den Blick auf das gesamte Spektrum des Gelddesigns und die Möglichkeiten zu dessen demokratischer Gestaltung.

Als die Vereinigten Staaten von Amerika (die Nordstaaten) Mitte des 19. Jahrhunderts den Krieg gegen die Sklaverei-Bundesstaaten im Süden finanzierten, riefen sie eine Währung ins Leben, die später als „Greenbacks“ bekannt wurde. Genau wie beim Wasserwerkgeld New York Citys verstanden Geldbenutzer:innen, dass das Bürgerkriegsgeld direkt von einer gesetzgebenden Versammlung genehmigt und unter der Aufsicht des Finanzministeriums gedruckt und ausgegeben worden war. Trotz Jahrzehnten der monetären „Sprachlosigkeit“ erinnerte diese Art der Kriegsfinanzierung die Bevölkerung daran, dass Geld eine öffentliche Angelegenheit ist und deshalb für politisch wünschenswerte Ziele eingesetzt werden kann.

Nach dem Ende des Bürgerkriegs rückten Debatten um das Gelddesign bald wieder ins Zentrum der Politik. Die Frage, welche Rolle Gold, Silber, Banken und öffentliches Papiergeld spielen sollten, prägte politische Auseinandersetzungen und Wahlen. Der erste Marsch auf Washington Ende des 19. Jahrhunderts war eine wochenlange Demonstration von Arbeitsuchenden, die öffentliche Arbeitsplätze zur Verbesserung der Straßen, finanziert durch öffentliche Geldproduktion, forderten. Sie beantworteten damit ganz konkret alle drei Designfragen: wo Geld entsteht, wen es zuerst erreicht und zu welchem Zweck es geschaffen wird.<sup>23</sup> Solche Forderungen verschwanden nie ganz, bis während des New Deal ab den 1930er-Jahren neue Formen des Beschweigens des Geldes entstanden.

### Das Beschweigen des Geldes als Vermächtnis des New Deal

Die Regierung Franklin D. Roosevelts ist für ihre sozial fortschrittlichen Maßnahmen bekannt. Es mag daher überraschen, dass der damals wie heute beliebte Präsident auch Grundsteine für das Beschweigen des Geldes im 20. Jahrhundert legte. Tatsächlich stemmte er sich in den 1930er-Jahren mit allen Kräften

gegen öffentliche Geldschöpfung, die als solche erkennbar war, entwickelte eine Rhetorik, die half, die Fragen des Gelddesigns aus dem öffentlichen Bewusstsein verschwinden zu lassen, und schuf Institutionen, die das Leben von vielen Menschen stabilisierten, aber das Geld außerhalb der öffentlichen Wahrnehmung schöpften.

Die Regierung Roosevelts handelte in einem Kontext von Massenarbeitslosigkeit, rasch sinkenden Preisen und einer Währungskrise. Soziale Bewegungen, aber auch eine große Anzahl von Abgeordneten im US-Kongress forderten, dass das Finanzministerium unverzüglich Geld nach dem Modell der Greenbacks während des Bürgerkriegs schöpfen sollte, und manche Gemeinden begannen, lokales Geld zu schöpfen.<sup>24</sup>

Der Konflikt zwischen Verfechter:innen einer demokratischen Geldwirtschaft und Roosevelt lässt sich anhand der Forderungen der Weltkriegsveteranen zeigen. Diese riesige soziale Bewegung verlangte, dass die finanzielle Entschädigung, die ihnen zustand, unverzüglich durch öffentliche Geldproduktion ausgezahlt werden sollte. Bereits während der Präsidentschaft von Roosevelts Vorgänger Herbert Hoover (1929–1933) hatten Hunderte Veteranen in Washington, D.C. in Sichtweite des Kapitols eine Zeltstadt aufgebaut, um ihren Forderungen Ausdruck zu verleihen. Die Ex-Soldaten fanden sich bald bewaffneten Kräften mit Panzern und Kavallerie gegenüber. Einige von ihnen starben durch die Konfrontation.

Nach langem Hin und Her beschloss der Kongress Jahre später eine Auszahlung dieser Gelder durch öffentliche Geldschöpfung ähnlich der Greenbacks des Bürgerkriegs. Roosevelt, inzwischen neuer Präsident, legte jedoch sein Veto ein und hielt eine vielbeachtete Ansprache, in der er die Möglichkeit einer demokratischen Geldwirtschaft kategorisch ablehnte:<sup>25</sup> Erstens schuf er eine rhetorische Trennung von Staatsausgaben und Geldschöpfung, indem er das auch heute gängige Bild in die Welt setzte, der US-amerikanische Staat – die Bundesbehörden, die weitreichende Kontrolle über die Geldherstellung ausüben – müsse wie ein privater Haushalt wirtschaften. Er argumentierte, dass Geldschöpfung, die als Reaktion auf öffentlichen Druck der Wählerschaft geschehe, eine Staatspleite und andere ökonomische Katastrophen zur Folge haben würde. Diese Rede war eine Weichenstellung, in der er den New Deal von einer demokratischen Geldwirtschaft abkoppelte.

Eine zweite Weichenstellung des Gelddiskurses hatte er bereits in mehreren Reden 1933 vorgenommen,<sup>26</sup> als er Banken als unproblematische Institutionen dargestellt hatte: Nur einige wenige korrupte Individuen hätten

an der Weltwirtschaftskrise der 1930er-Jahre Schuld gehabt. Die Pflicht der Geldbenutzer:innen sei es, dem Geldsystem zu vertrauen – es sei nicht nötig, es auch zu verstehen. Gleichzeitig klammerte Roosevelt in dieser und anderen Ansprachen konsequent die oben beschriebenen Grundfragen des Gelddesigns aus. Die damals wie heute möglichen Formen des Gelddesigns und die konfliktive Geldgeschichte des Landes verschwanden dadurch zunehmend aus dem Blickfeld.

Die dritte und letzte Weichenstellung Roosevelts war institutioneller Natur. Die US-amerikanische Regierung vermied es konsequent und gegen großen Druck, im Rahmen der Wirtschafts- und Sozialreformen des New Deal Geld direkt durch das Finanzministerium drucken zu lassen. Stattdessen ermöglichte sie neue Formen der Geldherstellung, die jedoch für die Öffentlichkeit unsichtbar blieben. Ein wichtiges Beispiel war die Kreditvergabe durch Banken, die es einer breiten, vor allem weißen Bevölkerungsschicht ermöglichte, ein Eigenheim zu finanzieren. Da die Darlehen durch Banken vergeben wurden, konnte der Eindruck entstehen, dass es sich um einen banalen Marktvorgang handelte. Tatsächlich aber garantierte die Regierung diese Darlehen und schuf in Zusammenarbeit mit lokalen Immobilienakteur:innen rassistische Richtlinien für die Kreditvergabe. Diese institutionelle Auslagerung der Geldschöpfung an profitorientierte Banken führte letztlich zur Entstehung hauptsächlich weißer Suburbs und zur Benachteiligung vor allem der schwarzen Bevölkerung, die als nicht kreditwürdig galt.<sup>27</sup>

Das war gesellschaftsgestaltendes Gelddesign – aber anders als in der Kolonialzeit vermied es dieses Gelddesign, sein Gesicht zu zeigen und sich der öffentlichen Diskussion zu stellen. Stattdessen ermöglichte es auch, den geplanten und beabsichtigten Prozess der Kreditvergabe an die weiße Bevölkerung als reinen Marktvorgang darzustellen. Die rassistische Organisation des Raumes in den Vereinigten Staaten der Nachkriegszeit hat deshalb verblüffend viel mit Gelddesign und dem Beschweigen des Geldes zu tun.

Forderungen nach einer demokratischen Geldwirtschaft standen bis zur Weltwirtschaftskrise oft im Zentrum der US-amerikanischen Politik. Seitdem ist das öffentliche Leben der USA, wie auch das vieler anderer Länder, vom Beschweigen des Geldes geprägt – einer Konstellation, in der Geld als neutraler Hintergrund für das Marktgeschehen erscheint, Geldschöpfung als rein technische Angelegenheit verstanden wird und in der Geldbenutzer:innen vergessen, dass Gelddesign eine verhandelbare Frage ist. Im nächsten Teil wende ich mich dem Beschweigen des Geldes zu, das unser öffentliches Leben in der Gegenwart prägt.

## Wie wir Geld heute verstehen

Die geldpolitischen Bedingungen sind heute ganz andere als im 18. Jahrhundert: Der Anlass für die Existenz einzelner Banknoten ist heute nicht mehr bildlich auf den Noten abgedruckt, die meisten Menschen sind es nicht gewohnt, zu artikulieren, warum sie ein bestimmtes Geld annehmen, und oft erreicht uns Geld nicht in Papierform, sondern als elektronische Information. Die rechtlichen Grundlagen für unser Geld sind komplexer und klingen oft technischer, der Zusammenhang von Geldschöpfung und demokratischen Prozessen ist schwieriger zu verstehen. Schließlich besitzen wir derzeit keine kollektive Sprache, um über öffentliches Gelddesign nachzudenken. Eigentlich ist es nicht verwunderlich, dass wir eine starke Tendenz haben, die Bedingungen der Geldproduktion zu beschweigen.

Dazu kommt, dass wir in Ökonomie-Lehrbüchern, aber auch in Alltagstexten wie Kinderliteratur ein Geldverständnis lernen, das uns nicht hilft, unsere Sprachlosigkeit zu überwinden. Die typische Definition lautet nämlich: Geld ist ein Zahlungsmittel, ein Wertspeicher und eine Recheneinheit. Durch diese Definition können wir unsere Alltagserfahrung von Geld in Worte fassen: Es ermöglicht uns Zugang zu Gütern und Dienstleistungen, wenn wir für sie damit bezahlen. Für diejenigen, die es sich leisten können zu sparen, ist Geld auch ein Wertspeicher. Und als Recheneinheit erlaubt uns Geld, Werte in Form von Zahlen auszudrücken und miteinander zu vergleichen.

Diese Definition ist nützlich, weil sie uns hilft, Geld von anderen Dingen zu unterscheiden: Dinge, die all diese Funktionen erfüllen, sind Geld, und alle anderen sind es nicht. Beispielsweise kann ich mit einem Fahrrad normalerweise nicht in einer Bäckerei bezahlen und das Finanzamt akzeptiert es auch nicht. Es ist daher kein Zahlungsmittel und damit nicht Geld. Es ist schwer vorstellbar, dass Fahrradsammlungen als Wertspeicher dienen könnten oder dass jemand Wert in der Form von Fahrrädern ausdrückt: Auch deshalb sind Fahrräder nicht Geld. Die typische Definition hilft so, die Rolle des Geldes in unserem Leben zu verstehen.

Diese Definition mit Fokus auf die *passive* Dimension des Geldes („Was mache ich mit Geld, das es schon gibt?“) zieht aber auch enge Grenzen für unser Wissen und damit unsere Handlungsmöglichkeiten, weil sie die Frage nach einer *aktiven* Dimension („Wer stellt Geld her, wer hat zuerst Zugang dazu, zu welchen Zwecken wird es geschöpft?“) unterschlägt.<sup>28</sup> Sie erklärt

nicht, wie Geld hergestellt wird und dann auf unsere Konten kommt (oder eben nicht). Sie hilft uns nicht zu verstehen, wie unser Zugang zum Geld zustande kommt (oder eben nicht). Kurz: Die Definition verstellt den Blick auf die Fragen des Gelddesigns und schränkt damit demokratische Debatten über die institutionellen Fragen, die jede Gesellschaft beantworten muss, ein. Deshalb ist diese im Alltag nützliche Definition gleichzeitig am Beschweigen des Geldes mitschuldig.

Es lohnt sich, über diese Gelddefinition hinauszugehen und eine Sprache für Gelddesign-Debatten zu entwickeln. Denn Gelddesign kann ein Projekt sein, das rassistisch ausgrenzt und Arbeitslosigkeit schafft. Es kann ein Projekt sein, das zu privaten Vermögen der Wenigen führt und den Kampf gegen Klimawandel als nicht gewinnbringend und damit nicht finanzierbar erscheinen lässt. Wir können Geldherstellung aber auch so organisieren, dass wir das Wohlergehen aller Menschen in den Vordergrund stellen. Wenn wir Geld (wieder) als Designfrage sehen, wirkt Gesellschaft gestaltbarer und die sozialen Muster, die wir Kapitalismus nennen, erscheinen als fragiler.

Die demokratischen Geldwirtschaften der Vergangenheit, die ich in diesem Beitrag beschrieben habe, können kein Modell für eine inklusive und demokratische Zukunft sein. Sie sind jedoch lehrreich für uns Geldbenutzer:innen des 21. Jahrhunderts, weil in diesen Zeiten ein Beschweigen des Geldes so schwer vorstellbar war wie heute eine demokratische Geldwirtschaft. Als Geld für kleinbäuerliche Haushalte, Kriegsführung oder Wasserversorgung geschöpft wurde, war allen Beteiligten klar, dass Geld ein öffentliches Projekt ist. Und wenn britische Behörden versuchten, die Geldschöpfung zu begrenzen, war das eine Erinnerung daran, dass Gelddesign Gesellschaft gestaltet und die soziale Zukunft produziert.

Wie die Stadtregierung von New York City sind auch wir heute inmitten einer ökologischen Notsituation. Wie der Stadtregierung von New York City stellt sich uns die Frage, wie und wie schnell wir Ressourcen mobilisieren können, um sie in den Griff zu bekommen. Genau wie die Stadtregierung von New York City Wasserwerksgeld schuf, um die Lebensbedingungen der Menschen zu verbessern, so können wir darüber nachdenken, ob wir durch unser Gelddesign das Wohlergehen der derzeitigen und künftigen Generationen fördern wollen. Im letzten Teil werde ich anhand eines konkreten Beispiels Denkanstöße zu einer Demokratisierung des Gelddesigns liefern.

## Eine lebenswerte Zukunft durch Gelddesign: das Beispiel der Arbeitsplatzgarantie

Die staatliche Arbeitsplatzgarantie ist ein in den USA oft debattiertes Modell der Gesellschaftsveränderung. Durch eine solche Garantie würde die öffentliche Hand allen Arbeitssuchenden anbieten, gegen angemessene Entlohnung produktiv zu arbeiten. Gemeinden und Nichtregierungsorganisationen könnten diese Arbeitenden anfordern und gemeinnützig beschäftigen.<sup>29</sup> Sie würden darauf achten, dass diese Stellen den Wünschen und Fähigkeiten der Arbeitssuchenden angepasst sind. Dieses System würde von den US-Bundesbehörden, die das Recht der Geldschöpfung ausüben, finanziert und die bestehende Arbeitslosenunterstützung nicht ersetzen, sondern ergänzen.<sup>30</sup>

Staatlich garantierte Arbeitsplätze haben eine Reihe anderer Vorteile. Erstens könnten sie das Leben aller anderen Beschäftigten verbessern, vor allem in Niedriglohnsegmenten. Wenn diese im Privatsektor Ausbeutung oder schlechten Arbeitsbedingungen ausgesetzt sind, würde die Arbeitsplatzgarantie ihnen garantiert und unverzüglich eine Alternative bereitstellen. Dadurch würde in privaten Betrieben breiter Druck entstehen, Beschäftigte gut zu behandeln, um sie nicht an den öffentlich garantierten Sektor zu verlieren. Zweitens könnte es helfen, regionale Ungleichheiten auszugleichen, weil Gebiete mit hoher Arbeitslosigkeit automatisch mehr öffentliches Geld erhalten würden. Wenn eine Rezession droht, könnte die wachsende Menge an garantierten Arbeitsplätzen automatisch die Nachfrage stabilisieren und damit selbstverstärkende Effekte des Konjunkturerinbruchs verhindern.<sup>31</sup> Hier wird sichtbar, dass Fragen des Gelddesigns (Teil-)Fragen der gesamten Wirtschaftspolitik sind und auch andere Aspekte unserer Politik berühren. Sie auszuklammern, heißt dabei nicht, dass sie neutral beantwortet werden, sondern nur, dass im Stillen bereits eine Antwort auf sie getroffen wurde.

Inwiefern hat dieses Projekt innovativer Sozialpolitik nun etwas mit demokratischer Geldwirtschaft zu tun? Betrachtet man die drei Grundfragen des Gelddesigns, lassen sich hier grundlegende Änderungen der Gruppe beobachten, die öffentlich geschöpftes Geld zuerst erhält (zweite Grundfrage): die von Arbeitslosigkeit Bedrängten, die arbeiten wollen. Gleichzeitig ändert sich auch der Zweck, für den das Geld geschaffen wird (dritte Grundfrage). Wenn Behörden, die Geld herstellen können, garantieren, das für all diejenigen zu tun, die Arbeit suchen, ist das eine Änderung des Gelddesigns. Und wenn Geld Arbeitssuchende verlässlich, ohne Wenn und Aber, erreicht, stabilisiert dieses Design deren Position in der Gesellschaft und somit ihre Lebensbedingungen.

Man könnte einwenden: Wäre eine Arbeitsplatzgarantie nicht auch ohne eine Änderung des öffentlichen Geldverständnisses denkbar? Ist es wirklich nötig, mit der herkömmlichen Logik zu brechen – der Vorstellung, dass öffentliche Projekte entweder durch Steuern oder neue Schulden finanziert werden müssen und dass Geld knapp ist? Meine Antwort darauf ist: Eine Arbeitsplatzgarantie ist auch in der herkömmlichen Logik denkbar. Und: Es lohnt sich trotzdem, Geld anders zu denken.

Das hängt mit der ersten Grundfrage des Gelddesigns zusammen: Wo entsteht neues Geld? Wenn im Beispiel der USA der Kongress und das Bundesfinanzministerium als Ort der Geldschöpfung und damit der Gesellschaftsgestaltung neu sichtbar werden, dann sind wir, erstens, die langen Debatten darüber los, woher denn das Geld kommen soll, wer denn besteuert werden muss oder ob zusätzliche öffentliche Schulden tragbar sind. Zweitens macht es ein neues, öffentliches Geldverständnis schwieriger, demokratisch verankerte und weithin beliebte Projekte zu kürzen. (Wenn die öffentliche Hand nicht als Geldherstellerin, sondern als passive Geldnutzerin gesehen wird, sind solche Maßnahmen bekannterweise ständig von Kürzungen gefährdet.)

Es gibt aber noch grundsätzlichere Gründe, warum es sich auszahlt, Geld neu zu denken. Wenn man Geld als gesellschaftlich gestaltbares Mittel behandelt, dann wird es schwieriger, Menschen auszugrenzen: Wenn Geld kein knappes Gut mehr ist, sondern ein Medium der Inklusion, werden Arbeitende nicht mehr als Konkurrent:innen gesehen, die sich Jobs streitig machen, sondern es kann immer Arbeitsplätze für alle geben. Viele Formen der Ausschließung werden abwegig, wenn wir verstehen, dass Arbeitsstellen nur so lange knapp sind, wie wir Geld beschweigen.

Wenn wir beginnen, öffentlich garantierte Arbeitsplätze nicht nur als Sozialpolitik zu verstehen, sondern als Gegenstand einer demokratischen Diskussion um das richtige Gelddesign, würde es, wie im 18. Jahrhundert, schwieriger werden, die Zahlung von öffentlichem Geld an Menschen, die es dringend brauchen, zu verweigern. Mit welchem Argument kann man Arbeitsuchenden einen öffentlichen Arbeitsplatz verweigern, wenn Menschen wissen, dass sie durch Geldherstellung demokratisch Prioritäten setzen können? Wie im 18. Jahrhundert kleinbäuerliche Haushalte direkten öffentlichen Kredit verlangten, um ihre Lebenssituation zu stabilisieren, könnten Arbeitende und Arbeitsuchende als Teil einer demokratischen Geldwirtschaft ihr Menschenrecht auf befriedigende Arbeit mit guten Bedingungen einfordern.<sup>32</sup>

Wer das Privileg der Geldschöpfung ausübt, entscheidet auch darüber, wer und was als „produktiv“ gilt – so wie private Banken bei ihrer Kreditvergabe monetäre Gewinne als „produktiv“ behandeln, könnte der öffentliche Sektor über das Gelddesign das als „produktiv“ definieren, was die allgemeine Wohlfahrt fördert. Deshalb könnten wir, wenn wir Geld als gesellschaftlich gestaltbares Mittel behandeln, auch über die Bezahlung derzeit unvergüteter Leistungen nachdenken, vor allem die „unsichtbare“ Arbeit in Haushalten und in der Pflege. Solche Maßnahmen würden helfen, das Menschenrecht auf „gerechte und befriedigende Entlohnung“ zu verwirklichen.<sup>33</sup>

Dann wird auch klar, dass die dringenden Investitionen der Gegenwart keine Profite erbringen müssen, sondern öffentliche Geldschöpfung ein Mittel werden kann, um andere Herausforderungen der Gegenwart anzugehen. Garantierte Arbeit für alle, die das wollen, kann Arbeitende und ihre Kunstfertigkeiten mobilisieren, in großem Stil energiesparende Maßnahmen umzusetzen oder dabei zu helfen, vom steigenden Meeresspiegel bedrohte Küsten zu befestigen. Die Menschen, die derzeit in Arbeitslosigkeit gezwungen werden, könnten Lehrende in Schulen unterstützen, in der Alterspflege tätig sein oder öffentliche Parkanlagen pflegen. Wie im Fall des Wasserwerkgelds von New York City wird dann sichtbar, dass Geld ein Mittel ist, um Arbeitende zu mobilisieren – kein knappes Gut, das gehortet werden muss, bevor es eingesetzt werden kann.

Das Beispiel der Arbeitsplatzgarantie illustriert, wie relevant das Konzept des Gelddesigns in der Praxis ist. Viele andere Projekte des Gelddesigns sind vorstellbar und sollten demokratisch debattiert und gegebenenfalls auch umgesetzt werden. Diese Projekte können auf verschiedenen Ebenen angesiedelt sein – von Gemeinden über Nationalstaaten bis hin zu globalen Geldschöpfungsinstitutionen.<sup>34</sup> Anhand dieser Debatten würde klar werden, dass wir Geschichte machen, wenn wir entscheiden, wie wir uns zum Geld verhalten: ausschließlich als Individuen, die über die Runden kommen müssen, oder auch als Beteiligte an einer Geldwirtschaft, die wir demokratisch gestalten.

## Anmerkungen

- 1 Ich bedanke mich herzlich bei Dirk Ehnts, Johannes Jäger, Philip Orphal, Chiara Rohlf, Aaron Sahr, Lea Steininger und Chris Weitz für ihre Kommentare und bei Eik Welker für das hervorragende Lektorat. Ich konnte nicht alle Vorschläge berücksichtigen und bin für Mängel allein verantwortlich.
- 2 Vgl. Gerard Koeppel, *Water for Gotham: A History*, Princeton 2001; Jakob Feinig, *Money, Water, and the Job Guarantee*, in: Benjamin Wilson (Hrsg.), *Care, Climate and Debt: Transdisciplinary Problems and Possibilities*, London 2022.

- 3 Zur Rolle von Steuerverbindlichkeiten bei der Schaffung der Akzeptanz des Geldes vgl. z.B. Christine Desan, *Money as a Legal Institution*, in David Fox / Wolfgang Ernst (Hrsg.), *Money in the Western Legal Tradition: Middle Ages to Bretton Woods*, Oxford 2004; Dirk Ehnts, *Modern Monetary Theory: Eine Einführung*, Heidelberg 2022; Mathew Forstater, *Taxation and Primitive Accumulation: The Case of Colonial Africa*, in: *Research in Political Economy*, 22 (2005), S. 51–64; Geoffrey Ingham, *The Nature of Money*, Cambridge 2004.
- 4 Diese Sicht des Geldes könnte auch eine andere Sicht auf Preisbildung und Inflation ermöglichen; vgl. Lea Steininger, *Die Inflationsphilosophie aus den Angeln heben*, 12.3.2023, <https://www.derstandard.at/story/2000144386373/die-inflationsphilosophie-aus-den-angeln-heben>, abgerufen am 16.3.2023.
- 5 Die britischen Kolonien in Nordamerika und später die USA waren alles andere als inklusive und gerechte Gesellschaften. Nur europäische Männer hatten das Wahlrecht, und auch diese Gruppe hatte eingeschränkten Zugang zu den Urnen, weil Grundeigentum Voraussetzung für Mitbestimmung war. Alle anderen waren nicht nur von politischen Prozessen ausgeschlossen, sondern auch verschiedenen Formen von Ausschließung und Gewalt ausgesetzt, von Versklavung bis hin zum Genozid und der Unterdrückung von Frauen, und Teile der öffentlichen Gelddebatte waren von Antisemitismus geprägt. Deshalb können diese Formen des Wissens und der politischen Praxis kein Vorbild für unsere Zeit sein. Ich denke jedoch, dass der Kontrast zwischen unserer gegenwärtigen Schweigsamkeit und dem monetären Wissen des 18. Jahrhunderts es uns ermöglicht, auszuloten, ob eine inklusive und demokratische Geldwirtschaft möglich ist. Es ist wichtig, festzuhalten, dass Ausgrenzung und Unterdrückung sowohl Teil von demokratischen Geldwirtschaften als auch vom Beschweigen des Geldes sein können und historisch auch waren.
- 6 Ich bedanke mich bei Aaron Sahr, der „monetary silencing“ als „Beschweigen des Geldes“ übersetzt hat. Ich entwickle die Begriffe des Beschweigens des Geldes (*monetary silencing*) und der demokratischen Geldwirtschaft (*moral economy of money*) in Jakob Feinig, *Moral Economies of Money*, Redwood City 2022. Wenn nicht anders angemerkt, sind die historischen Beispiele aus diesem Buch.
- 7 Christine Desan, *Making Money: Coin, Currency, and the Coming of Capitalism*, Oxford 2015; Christine Desan, *The Key to Value: The Debate over Commensurability in Neoclassical and Credit Approaches to Money*, in: Isabel Feichtner / Geoff Gordon (Hrsg.), *Constitutions of Value: Law, Governance and Political Ecology*, London 2023.
- 8 Vgl. C. Desan, *The Key to Value* (Anm. 7).
- 9 Vgl. David Freund, *Marketing the Free Market: State Intervention and the Politics of Prosperity in Suburban America*, in Kevin M. Kruse / Thomas J. Sugrue (Hrsg.), *The New Suburban History*, Chicago 2006.
- 10 Wichtige Beiträge zur kolonialen Geldschöpfung sind Farley Grubb, *Is Paper Money Just Paper Money? Experimentation and Variation in the Paper Monies Issued by the American Colonies from 1690 to 1775*, in: *Research in Economic History*, 32 (2006), S. 147–224; Terry Bouton, *Taming Democracy: „The People,“ the Founders, and the Troubled Ending of the American Revolution*, Oxford 2007; Mary Schweitzer, *Custom and Contract: Household, Government, and the Economy in Colonial Pennsylvania*, New York 1987. Vgl. auch J. Feinig (Anm. 6), Kapitel 1 und 2.
- 11 Vgl. Andrew David Edwards / Fabian Steininger / Giorgio Andrea Tosato, *The Era of Chinese Global Hegemony: Denaturalizing Money in the Early Modern World*, in: *L'Atelier du Centre des Recherches Historiques* 18.
- 12 Hinzu kommt, dass exportorientierte lokale Produktion nicht an die lokalen Bedürfnisse angepasst ist, sondern von externer Nachfrage abhängen, und die örtliche Bevölkerung dementsprechend nicht in die Bresche springen kann, wenn die externe Nachfrage einbricht.

- 13 Vgl. Margaret Newell, *From Dependency to Independence: Economic Revolution in Colonial New England*, Ithaca 1998.
- 14 Vgl. J. Feinig (Anm. 6), S. 50–53.
- 15 Zur Landbank vgl. z. B. George Billias, *The Massachusetts Land Bankers of 1740*, Orono 1959; J. Feinig (Anm. 6), Kapitel 2, sowie die Anmerkungen darin.
- 16 Zeitungsanzeigen machten klar, ob ein Verkäufer Landbank-Geld akzeptieren würde. Ein Ver-skla- ver bot zum Beispiel einen Mann zum Verkauf an und verkündete, er würde Landbank-Noten als Zahlungsmittel akzeptieren. Rassistische Gesellschaftsordnung und Gelddemokratie der Siedlerbevöl- kerung gingen dabei Hand in Hand. Vgl. Andrew McFarland Davis (Hrsg.), *Currency and Banking in the Province of the Massachusetts-Bay: Part 2, Banking*, New York 1901, S. 146.
- 17 Vgl. Andrew David Edwards, *Grenville's Silver Hammer: The Problem of Money in the Stamp Act Crisis*, in: *Journal of American History*, 104 (2017) 2, S. 337–362.
- 18 Die US-Verfassung erteilte den Bundesstaaten nicht das Recht, Banklizenzen auszugeben, verbot es ihnen aber auch nicht ausdrücklich.
- 19 Vgl. z. B. Robert Hockett / Saule Omarova, *The Finance Franchise*, in: *Cornell Law Review*, 102 (2017) 5, S. 1143–1218; Aaron Sahr, *Keystroke-Kapitalismus: Ungleichheit auf Knopfdruck*, Hamburg 2017. In England fand ein ähnlicher institutioneller Wandel vom öffentlichen Geld zu Bankgeld deutlich früher statt als in den Vereinigten Staaten, vgl. C. Desan, *Making Money* (Anm. 7).
- 20 Farley Grubb, *Creating the U.S. Dollar Currency Union, 1748–1811: A Quest for Monetary Stability or a Usurpation of State Sovereignty for Personal Gain?*, in: *American Economic Review*, 93 (2003) 5, S. 1778–1798; Terry Bouton, *Moneyless in Pennsylvania: Privatization and the Depression of the 1780s*, in: Cathy Matson (Hrsg.), *The Economy of Early America: Historical Perspectives Et New Direc- tions*, University Park 2006 (Übersetzung J. F.).
- 21 Wenn der Darlehensbetrag zurückgezahlt wird, wird das Geld wieder „vernichtet“ und die Bank bucht erhaltene Zinsen als Gewinn. Obwohl das heute meist auf elektronische Art passiert, ist die Logik dieselbe.
- 22 Beatrice Rubens, *Hamilton and the Manhattan Company: Part I: Gaining the Charter*, in: *Political Science Quarterly* 72 (1957) 4, S. 578–607.
- 23 Jerry Prout, *Coxey's Crusade for Jobs: Unemployment in the Gilded Age*, Dekalb 2016.
- 24 Vgl. Loren Gatch, *Tax Anticipation Scrip as a Form of Local Currency in the USA during the 1930s*, in: *International Journal of Community Currency Research*, 16 (2012), S. 22–35.
- 25 Franklin D. Roosevelt, *Address Before a Joint Session of the Congress on the Veto of the Bonus Bill*, 22.5.1935, <https://www.presidency.ucsb.edu/documents/address-before-joint-session-the-congress-the-veto-the-bonus-bill>, abgerufen am 7.11.2023.
- 26 Franklin D. Roosevelt, *Inaugural Address*, 4.3.1933, <https://www.presidency.ucsb.edu/documents/inaugural-address-8>, sowie ders., *Fireside Chat on Banking*, 12.3.1933, <https://www.presidency.ucsb.edu/documents/fireside-chat-banking>, beide abgerufen am 7.11.2023.
- 27 Vgl. D. Freund (Anm. 9). Im Rahmen des sogenannten *redlining* produzierte die Home Owner's Loan Corporation (HOLC) Karten, die die Kreditwürdigkeit von Orten und Ortsteilen hierarchisch und an- hand von rassistischen Kriterien einstuft. Diese Karten wurden dann systematisch bei der Vergabe und Ablehnung von Krediten verwendet. Dieser Prozess hatte langfristige Folgen, unter anderem, weil er die Schaffung von generationellem Vermögen in weißen Haushalten erleichterte und in schwarzen Haushalten erschwerte.

- 28 Ich bedanke mich bei Philip Orphal für diese Formulierung.
- 29 Pavlina Tcherneva, Plädoyer für eine Jobgarantie, Berlin 2021; Philip Harvey, Employment as a Human Right, in: William Julius Wilson (Hrsg.), *Sociology and the Public Agenda*, Newbury Park 1993; Mathew Forstater, The Job Guarantee in a Municipal Socialist Framework: Counterhegemonic Possibilities in the Age of Neoconservative Globalization and Economic Crisis, in: Nikolaos Karagianis / Zagros Madjid-Sadjadi / Swapan Sen (Hrsg.), *The U.S. Economy and Neoliberalism: Alternative Strategies and Policies*, London 2013, S. 48–55; David Stein, Why Coretta Scott King Fought for a Job Guarantee, 17.5.2017, <https://www.bostonreview.net/articles/david-stein-why-coretta-scott-king-fought-job-guarantee>, abgerufen am 7.11.2023.
- 30 In Niederösterreich gibt es ein vielversprechendes lokales Jobgarantie-Pilotprojekt, das die Langzeitarbeitslosigkeit in kurzer Zeit stark verringert hat. Vgl. Hannah Quinz / Jörg Flecker, Marienthal. reversed: Wie wirkt eine Arbeitsplatzgarantie für langzeitarbeitslose Menschen im österreichischen Kontext?, in: *Wirtschaft und Gesellschaft*, 49 (2023), 3, S. 79–104, <https://journals.akwien.at/wug/article/view/208/196>, abgerufen am 21.11.2023.
- 31 Vgl. P. Tcherneva (Anm. 29).
- 32 Artikel 23 der Allgemeinen Erklärung der Menschenrechte spricht vom „Recht auf Arbeit, auf freie Berufswahl, auf gerechte und befriedigende Arbeitsbedingungen sowie auf Schutz vor Arbeitslosigkeit“. Da das Jobgarantie-Gelddesign auch im Privatsektor breiten Druck für gute Arbeitsbedingungen schafft, könnte es helfen, das Menschenrecht auf „angemessene und befriedigende Arbeitsbedingungen“ praktisch umzusetzen. Vgl. <https://www.ohchr.org/en/human-rights/universal-declaration/translations/german-deutsch>, abgerufen am 16.3.2023.
- 33 Vgl. Artikel 23 (3.) der Allgemeinen Erklärung der Menschenrechte.
- 34 Vgl. z. B. William Saas / Benjamin Wilson / Scott Ferguson, The Uni Currency Project: Democratic Finance for Public Higher Education After COVID-19, in: Benjamin Wilson (Hrsg.), *Care, Climate, and Debt: Transdisciplinary Problems and Possibilities*, London 2002, S. 213–227; Rohan Grey, Monetary Resilience, in: *Western New England Law Review*, 41 (2019) 3, S. 505–518, Esteban Cruz-Hidalgo / Dirk Ehnts / Pavlina Tcherneva, Completing the Euro: The Euro Treasury and the Job Guarantee, *Revista de Economía Crítica*, 27 (2019), S. 100–111; Thomas Coutrot / Bruno Théret, Tax-credit Instruments as Complementary Currencies: a Policy Proposal for Fighting Austerity While Saving the Euro Zone, in: *International Journal of Community Currency Research*, 25 (2001), S. 68–74.



# Autorinnen und Autoren

**Andrea Binder** ist Freigeist-Fellow und Forschungsgruppenleiterin am Otto-Suhr-Institut der Freien Universität Berlin. Sie forscht und lehrt zur Internationalen Politischen Ökonomie der Offshore-Financen und ihrer geopolitischen Folgen.

**Isabel Feichtner** ist Professorin für Öffentliches Recht und Wirtschaftsvölkerrecht an der Universität Würzburg.

**Jakob Feinig** ist Soziologe und Assistant Professor am Department of Human Development an der State University of New York at Binghamton. Er ist Autor von *Moral Economies of Money: Politics and the Monetary Constitution of Society* (Stanford University Press 2022).

**Lukas Haffert** ist Professor für vergleichende politische Ökonomie an der Universität Genf. Er forscht und lehrt zu politischer Geografie, den historischen Quellen politischer Einstellungen und den öffentlichen Finanzen. Zuletzt erschien *Stadt, Land, Frust. Eine politische Vermessung* (C.H. Beck 2022).

**Florian Kern** arbeitet als Experte für Grundsatzfragen der geldpolitischen Implementierung bei der Deutschen Bundesbank und unterstützt als Policy Fellow das Dezernat Zukunft e. V. Die hier vorgetragenen Argumente und Positionen sind rein persönlicher Natur und sollten keinesfalls als Positionen der Bundesbank missverstanden werden.

**Luca Kokol** ist wissenschaftliche Mitarbeiterin am Hamburger Institut für Sozialforschung und Teil der Forschungsgruppe Monetäre Souveränität. Ihre Forschungsinteressen liegen in den Bereichen der privaten und öffentlichen Geldschöpfung, Schattenbanken, Finanzmarktstabilität und Finanzmarktregulierung sowie der grünen Geld- und Fiskalpolitik.

**Carolin Müller** ist wissenschaftliche Mitarbeiterin in der Forschungsgruppe Monetäre Souveränität des Hamburger Instituts für Sozialforschung. Sie arbeitet zu Theorien des Geldes und der Internationalen Politischen Ökonomie sowie zu öffentlicher Verschuldung und der Politik der Staatsfinanzierung.

**Aaron Sahr** ist Gastprofessor am Institut für Soziologie und Kulturorganisation der Leuphana Universität in Lüneburg und Leiter der Forschungsgruppe Monetäre Souveränität am Hamburger Institut für Sozialforschung. Er forscht und lehrt zu Geld- und Wirtschaftstheorie, Kapitalismusgeschichte und öffentlichen Finanzen.

**Waltraud Schelkle** ist Professorin am Europäischen Hochschulinstitut in Florenz, wo sie vorrangig Promotionsarbeiten zu Politischer Ökonomie sowie zu Wirtschafts- und Sozialpolitik betreut. Sie lehrt vergleichende Institutionentheorie sowie Krisenforschung. Außerdem leitet sie gemeinsam mit Maurizio Ferrera und Hanspeter Kriesi ein großes Forschungsprojekt zu den Wirkungen der Krisen seit 2008 auf die Entwicklung des politischen Systems der EU.

**Florian Schmidt** ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Hamburger Institut für Sozialforschung und Mitglied der Forschungsgruppe Monetäre Souveränität. Neben der politischen Soziologie des Geldes und der Geschichte des Kapitalismus interessieren ihn sozialwissenschaftliche Ansätze zur Narrativität und Fiktionalität sowie das Verhältnis von Soziologie und Literatur(-wissenschaft).

**Leon Wansleben** ist Leiter der Forschungsgruppe Umstrittene Ökologien am Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung in Köln. Er forscht derzeit zu Verteilungs-, Wert- und Machtkonflikten im Kontext der Dekarbonisierung von Wirtschaftssystemen. Jüngst erschienen: *The Rise of Central Banks. State Power in Financial Capitalism* (Harvard University Press 2023).





# Geldpolitik im Umbruch

Geld ist mehr als ein bedruckter Papierschein oder ein Eintrag auf einem Bankkonto: Es ist eine komplexe soziale Infrastruktur, die das Zusammenleben in modernen Gesellschaften in vielerlei Hinsicht ermöglicht und prägt. Woraus besteht diese Infrastruktur, und was an ihr ist politisch? Die im Band versammelten Beiträge machen deutlich, dass Geldpolitik nicht auf die technische Frage der Wahrung von Preisstabilität reduziert werden kann und eine „Politik des Geldes“ auf mehr zielt als auf die Verteilung bereits vorhandener Werte und Vermögen. Es geht darum, wie Geld geschöpft wird und zu welchen Zwecken, auf welche Weise Zentralbanken als bedeutsame Akteure einer Währungsordnung agieren, wo die Grenze zwischen Fiskal- und Geldpolitik gezogen wird – und wer über all das entscheidet. Geleitet sind die Beiträge von Fragestellungen, die sich mit einer Gegenwart im Umbruch auseinandersetzen: Wie hängt die in Deutschland verbreitete Inflationsangst, jüngst noch verstärkt durch die hochgeschnehten Teuerungsraten 2022/23, mit der Tradierung bestimmter historischer Narrative im kollektiven Gedächtnis zusammen? Was bedeutet es, wenn internationale Zahlungsansprüche als „Waffen“ in geopolitischen Konflikten zum Einsatz kommen, wie es beim russischen Angriffskrieg gegen die Ukraine der Fall ist? Was bedeutet der Umstieg auf erneuerbare Energien für eine internationale Geldordnung, in der die Vorherrschaft des US-Dollars eng an fossile Energieträger gebunden ist? Und was hat es schließlich mit Kryptowährungen auf sich, die seit einiger Zeit in aller Munde sind? Die Beiträge zeigen, dass die Ordnung des Geldes auf vielfältige Weise in Bewegung ist.