



# ZfSÖ

## ZEITSCHRIFT FÜR SOZIALÖKONOMIE

- Johann Walter **3** Theoretische, politische und praktische Aspekte einer Vollgeldreform
- Dirk Löhr **11** Vollgeld – monetaristischer Aufguss oder Wunderwaffe?
- Ferdinand Wenzlaff **22** Vollgeld: eine (keynesianische) makroökonomische Analyse
- Thomas Betz **31** Vom Freigeld zum Vollgeld und vom Vollgeld zum Freigeld
- Beate Sauer **40** Virtuelle Währungen und Online-Zahlungssysteme – Entgrenzung der Geldschöpfung oder Möglichkeit für ein alternatives Vollgeld-/Freigeld-System?
- Hans-Günter Wagner **50** Zwischen Vernunft und Emotion – Wirtschaftsethische Paradigmen (II)
- Dieter Fauth **59** Martin Luthers Umgang mit dem Zinsproblem
- 62** Bücher – Veranstaltungen – Personalie
- 79** 60. Mündener Gespräche in Wuppertal

# Vollgeld: Eine (keynesianische) makroökonomische Analyse<sup>1</sup>

Ferdinand Wenzlaff

## 1 Einleitung

Die Vollgeldreform fußt auf der Überzeugung, die Kreditgeldschöpfung im zweistufigen Bankensystem sei maßgebliche Ursache für die Finanzkrise. Um zukünftige Krisen zu vermeiden, müsse die Geldschöpfung der Geschäftsbanken unterbunden und allein der Zentralbank überlassen werden. Damit wird das bisherige Prinzip indirekter Mengensteuerung mittels Zinspolitik durch direkte, am Potentialwachstum orientierte Mengensteuerung ersetzt. Auch wenn dem Vollgeldkonzept eine differenzierte, technisch weitgehend korrekte Erfassung des Kreditgeldschöpfungsprozesses zugrunde liegt und Kritiken kompetent begegnet wird<sup>2</sup>, fehlt eine Reflexion anhand der vorliegenden makroökonomischen Erkenntnisse. Basierend auf dem Studium einschlägiger Diskurse stelle ich die These auf, dass die Plädoyers für Vollgeld eine mangelhafte Problemwahrnehmung bezüglich der Funktionsweise entwickelter Geldwirtschaften aufweisen. Der Fokus auf die technische Geldschöpfung und die „öffentlich-rechtlichen und administrativen Voraussetzungen“<sup>3</sup> vernachlässigt das makroökonomische Fundament einer Wirtschaft und führt zu der Vorstellung, das Geldsystem ließe sich aus dem Sozialsystem Wirtschaft herauslösen und allein per Rechtsakt verändern. Um auch die systematischen Probleme entwickelter Geldwirtschaften – insbesondere Unterbeschäftigung bzw. Stagnation, steigende Ungleichverteilung von Einkommen und Vermögen sowie sinkende Sozialleistungen bei steigender Staatsverschuldung – wahrnehmen und adressieren zu können, muss neben der technischen Geldschöpfung auch der Einkommenskreislauf, bzw. die Rolle makroökonomischer Variablen wie Zinssatz, Sparquote, Investitionen und Beschäftigung sowie die Funktion

der Arbeitsteilung zwischen Geschäftsbanken und Zentralbank beachtet werden. Dazu möchte ich Denkanstöße anbieten.

## 2 Geldwirtschaft und Stagnationstendenz

Die hier zugrunde gelegte Problemwahrnehmung basiert auf der Diagnose der Stagnationstendenz entwickelter Geldwirtschaften. Sie baut auf keynesianischen, insbesondere monetärkeynesianischen (Riese-Schule) sowie eigenen Vorarbeiten auf und wird im Folgenden sehr verkürzt zusammengefasst.<sup>4</sup>

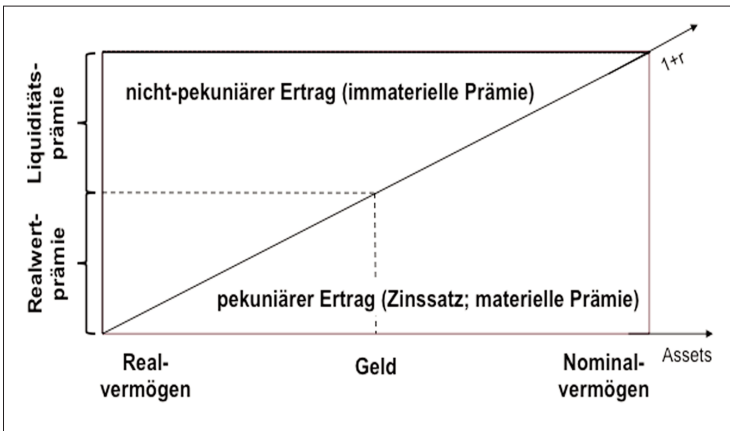
### 2.1 Geldwirtschaft

Die Funktionsweise der Geldwirtschaft ist durch die endogene Kreditgeldschöpfung bestimmt, in der (im Normalfall) per Kreditvergabe von Geschäftsbanken an Kunden Sichteinlagen und Geld geschaffen werden. Der Geldvermögenssaldo ist stets null, so dass es kein Geld geben kann, wenn es keine Schulden gibt. Geld wird damit zur Flussgröße (Huber nennt es zutreffend „Wechselmenge“) bzw. Residuum sich überlagernder Kreditschaffung und -tilgung.<sup>5</sup> Dies trifft für jede Gelddefinition zu: Bargeld, Zentralbankgeld oder M1 (Bargeld + Sichteinlagen).

Des Weiteren ist für moderne Geldwirtschaften eine subjektive Unsicherheit über die zukünftige Einkommensentwicklung bzw. Zahlungsfähigkeit charakteristisch, die ein Sparkalkül zur Absicherung gegen eine unvorhersehbare Zukunft plausibilisiert. Gespart wird aus dem laufenden Einkommen und die Sparneigung (Sparen relativ zum Konsum) steigt mit steigendem Einkommen. Unsicherheit erklärt also risikoaverses Verhalten, welches sich in der Liquiditätspräferenz bzgl. der

Portfolioentscheidung niederschlägt. Liquiditätspräferenz trifft auf drei Arten nichtpekuniärer Prämien von Vermögen: Liquiditätsprämie von Geld gegenüber Nominalvermögen; Währungsprämie einer Leitwährung gegenüber einer marginalen Währung; und Realwertprämie von Realvermögen (Boden, Edelmetalle, Kunstschätze) gegenüber Geld und Nominalvermögen der Leitwährung.

Aufgrund der Liquiditätspräferenz müssen Nominalvermögen gegenüber der Geldhaltung höher verzinst werden, da sonst kein Anreiz zur Liquiditätsaufgabe besteht. Aufgrund der Realwertpräferenz müssen Nominalvermögen inklusive Geld gegenüber Realvermögen verzinst werden. Damit lässt sich die Zinsstruktur bestimmen, wobei im Vermögensmarktgleichgewicht jedes Asset den gleichen Gesamtertrag abwerfen muss, also mit sinkender nicht-pekuniärer Prämie der pekuniäre Zinsertrag steigen muss (siehe nachstehende Abbildung).



Bestimmung des Vermögensmarktgleichgewichtes (eigene Darstellung)

Wie hängen nun Liquiditätspräferenz der Vermögensbesitzer, Geschäftsbankenkalküle und Zentralbankpolitik zur Erklärung der Zinsstruktur zusammen? Keynesianer und Reformer fragen sich oft, warum Banken überhaupt Zinsen auf Einlagen bieten, obwohl sie doch Geld per Kreditvergabe selbst schöpfen können? Dazu bedient sich Huber des Arguments des drohenden Reserveabflusses, welches allerdings so nicht überzeugt, da Reserven bei der Zentralbank oder über den Geldmarkt beschafft werden können. Entscheiden-

der als die Reserve-Abflussgefahr ist die prinzipielle Kurzfristigkeit von Geldmarkt- bzw. Zentralbankkrediten. Revolvierende kurzfristige Refinanzierung impliziert ein hohes Zinsänderungsrisiko, da die Zentralbank die Refinanzierungssätze kurzfristig anheben kann. Damit besteht für Geschäftsbanken der Anreiz, Publikumseinlagen mittels Verzinsung längerfristig zu binden. Der gleiche Sachverhalt aus Sicht der Zentralbank: Ihre Zinspolitik muss den Geschäftsbanken den Anreiz zur Publikumsrefinanzierung setzen und reagiert damit indirekt auf die gegebene Liquiditäts-/Realwertpräferenz der Vermögensbesitzer. Werden die Nominalvermögen der Vermögensbesitzer nicht ausreichend verzinst, steigt die zu vermeidende Fluchtgefahr in Devisen/Realwerte. Eine Steigerung des Realwertanteils im Portfolio impliziert ein geringeres Geldangebot, also ein geringeres Kredit- bzw. Investitionsvolumen mit höherer Arbeitslosigkeit. Ergo ist die Zentralbank

bestrebt, Flucht in Sachvermögen mittels Einlagenverzinsung zu vermeiden. Einlagenverzinsung erreicht sie durch einen ausreichend hohen Leitzins, so dass Banken den Anreiz haben, Kundeneinlagen als Refinanzierungsalternative zu verzinsen. Liegt der Leitzins unterhalb der gegebenen Liquiditäts-/Realwertpräferenz, refinanzieren sich Banken bei der Zentralbank und die Verzinsung von Kundeneinlagen sinkt, womit das Risiko der Flucht in Fremdwä-

hrungen oder Realwerte einhergeht. Die Höhe des nötigen Leitzinses ist also von der Liquiditäts-/Realwertpräferenz abhängig, die sich durch die Einschätzung der Realwert- bzw. Währungsprämie bestimmt. Nach Riese steht damit die Zentralbank nicht über dem Markt, sondern wird zum Marktteilnehmer. Folglich steuert die Zentralbank nicht die Geldmenge, sondern das Gleichgewicht des Vermögensmarktes sowie das Preisniveau mittels Zinspolitik (auch bekannt als new monetary consensus).<sup>6</sup>

## 2.2 Stagnation

Im aktuellen Diskurs zu secular stagnation werden nachfrage- und angebotstheoretische Mechanismen sinkender Wachstumsraten konzeptualisiert. Allerdings sollte Wachstum selbst keine politökonomische Zielvorgabe sein, sondern vielmehr Vollbeschäftigung. Vollbeschäftigung meint keine 40-Stunden-Woche-Lohnarbeit für alle, sondern die Abwesenheit unfreiwilliger Arbeitslosigkeit aufgrund unerfüllter Konsumwünsche. Es braucht daher eine konzeptionelle Unterscheidung zwischen der positiv besetzten klassischen Vision eines stationären Zustands mit Vollbeschäftigung, Nullwachstum und Nullzins und dem Begriff Stagnation mit normativ-negativer Konnotation, der eine Ökonomie mit unfreiwilliger überzyklischer Unterbeschäftigung beschreibt.

Eine Marktwirtschaft ohne Liquiditäts-/Realwertpräferenz würde die in der Neoklassik angenommene Tendenz zur Vollbeschäftigung einlösen. Aus monetärkeynesianischer Perspektive restringiert in der Realität jedoch ein zu hoher Zinssatz die Ökonomie und lässt systematische Unterbeschäftigung zum konstitutiven Merkmal der Geldwirtschaft werden.<sup>7</sup> Hinzu kommt die keynesianische Hypothese der mangelnden effektiven Nachfrage aufgrund zu hoher Sparquoten der höheren Einkommensklassen. Zinssatz und einkommensabhängige Sparquote verstärken sich dabei gegenseitig und führen zu einer Stagnationstendenz, gegen die Fiskal- auch Geldpolitik (Stichwort Nullzinsgrenze) machtlos wird. Nachfolgend soll genauer analysiert werden, welchen Beitrag Vollgeld zu dieser Diagnose beitragen kann.

## 3 Analyse der Vollgeldreform

### 3.1 „Wiederherstellung“ von Seigniorage für den Staat

Die Reformer fokussieren die „Frage, wer das Recht hat oder haben soll, [...] Geld zu schöpfen und die damit verbundenen Gewinn- und Machtvorteile zu realisieren: staatliche Zentralbanken oder private korporative Großbanken.“<sup>8</sup> Huber betont die historische Relevanz der Sei-

gniorage (Geldschöpfungsgewinn) der mittelalterlichen Münzherren, um seiner Forderung Nachdruck zu verleihen, die ‚Usurpation des Geldregals durch die Banken‘ durch die Vollgeldreform rückgängig zu machen. Aus der Überzeugung, dass Geldschöpfung unweigerlich Seigniorage impliziert, wird die ‚Wiederherstellung des staatlichen Geldregals‘ gefordert. Laut Graziani können im Geldschöpfungsprozess keine Seigniorage und folglich auch keine „ungerechte und illegitime Privilegierung des Bankensektors“ bzw. „Extragewinne der Banken“ in Form von „vermiedenen Finanzierungskosten“ anfallen.<sup>9</sup> Dennoch führt Huber zwei Arten der Seigniorage ein – originäre Seigniorage und Zinsseigniorage –, um dennoch Seigniorage zu begründen.

Originäre Seigniorage falle beim Kauf von Realvermögen für Banken an, die mittels Zentralbankkrediten finanziert werden. Jedoch gilt der oben erläuterte Sachverhalt: Im Normalfall refinanzieren Banken ihre Aktiva eben nicht systematisch über kurzfristige Verbindlichkeiten, da dies aufgrund der Gefahr der kurzfristigen Zinssteigerung sehr riskant ist. Gäbe es originäre Seigniorage, könnte die Existenz von Finanzintermediären ohne Zugang zum Geldmarkt oder Diskontfenster der Zentralbank nicht erklärt werden: Finanzielle Intermediäre wie Hedgefonds hätten einen systematischen Finanzierungsnachteil und müssten aus dem Markt verdrängt werden. Ein möglicher Weg der Konzeptualisierung ‚illegitimer‘ Erträge im Bankensektor wäre der Sonderfall eines Signals von dauerhaft (zu) niedrigen Leitzinsen seitens der Zentralbank. Damit würde das Risiko von Zinssteigerungen verschwinden und der Anreiz zur Verzinsung von Publikumsanlagen wäre ausgehebelt.<sup>10</sup>

Zinsseigniorage entstehe aus der nur anteiligen Zentralbankengeldrefinanzierung und geringen Verzinsung von Publikumsanlagen. Warum sollten Banken nicht denselben Wettbewerbsbedingungen wie andere Marktakteure ausgesetzt sein? Sinken die Kosten (Refinanzierungskosten), müssten unter Wettbewerbsbedingungen auch die Preise (Darlehenszinsen) sinken. Würde eine Bank nicht nachziehen, würde sie sich aus dem Markt drängen lassen, da Kredite bei der günstigeren Konkurrenz aufgenommen werden würden,

die so ihre Marktanteile ausweitet. Bei Huber wird der Darlehenszinssatz jedoch nicht durch Marktkräfte bestimmt: bei sinkenden Refinanzierungskosten bleibt der Darlehenszinssatz einfach auf seinem „normalen Niveau“.<sup>11</sup> Diese Extrazinsmarge ist aber eine markttheoretische Kontradiktion. Etwas anderes ist die Abschöpfung von Renten durch Wettbewerbsbeschränkung auf Basis oligopolistischen Wettbewerbs oder Preisabsprachen. Fragen der Wettbewerbskontrolle haben aber nichts mit der Geldsystemfrage zu tun.

### 3.2 Trennung von Geld und Kredit

Während die Argumentationen angeblicher Seignioragegewinne im heutigen Kreditgeldsystem nicht tragen, würde für den Emittenten von schuldlosem Vollgeld tatsächlich Seigniorage entstehen. Als Emissionskanäle sind Staatsausgaben, Bürgerdividenden, Steuersenkungen oder direkte Unternehmenskredite möglich, wobei Huber die Staatsausgaben-Variante bevorzugt, da so dem Staat die volle Seigniorage zukomme. Thomas Mayer besetzt mit seiner Vollgeld-Variante „Aktivgeld“ das Gegenlager: Statt Staatsfinanzierung bevorzugt er eine Bürgerdividende, allerdings keine pauschale Pro-Kopf-Dividende, sondern – inspiriert von den Vorschlägen Friedmans – einen proportionalen Anstieg der Aktivgeldguthaben.<sup>12</sup>

Im Vollgeldregime sollen Kredit und Geld voneinander getrennt werden. Banken sollen kein Kreditgeld mehr schöpfen dürfen, sondern nur noch eingesammelte Vollgeldeinlagen als Darlehen vergeben können. Damit werden sie „zu echten Finanzintermediären“ (Walter in diesem Heft). Girokonten werden abgeschafft und an deren Stelle Geldkonten mit Vollgeldguthaben außerhalb der Bankbilanz geführt. Die Vollgeldkonten sind keine Forderung auf Zentralbankgeld gegenüber der Geschäftsbank mehr, sondern selbst Zentralbankgeld – eben „Volles Geld“. Vermögensbesitzer haben die Wahl, ihr Geld unverzinst und risikolos auf einem Vollgeldkonto oder als verzinsliche und haftende Spareinlage bei einer Geschäftsbank zu halten. Allein haftende Einlagen können Kredite refinanzieren. Einlagensicherung und Rettungsaktionen könnten deshalb

entfallen, da die Spareinleger das Risiko tragen müssten und Banken liquidiert werden könnten, ohne dass dies Einfluss auf die Vollgeldkonten und den Zahlungsverkehr hätte.

### 3.3 Chartalismus als ideengeschichtliche Fundierung?

„Geld wird identisch mit Zentralbankgeld, von der Monetative ausgegebenem Vollgeld. Damit wird eine Geldordnung und Geldpolitik im Sinne der Tradition der Currency-Lehre und der chartalen Geldtheorie auf der Höhe der Zeit neu implementiert.“<sup>13</sup> Anders als viele andere Geldreformer findet Huber eine ideengeschichtliche Legitimation, und zwar in der staatlichen Theorie des Geldes (Chartalismus): „Man versteht das Geld in modernen und traditionellen Gesellschaften erst, wenn man es als Teil der staatlichen Rechtsordnung versteht. [...] Es ist immer der Staat, nicht die Banken, der das Geld gewährleistet. Daher gehen Currenylehren, chartale Geldtheorien, in historisch zutreffender Weise davon aus, das es sich beim Geldregal – dem Recht, die Landeswährung zu bestimmen, das Geld in dieser Währung herauszugeben und den damit verbundenen Geldschöpfungsgewinn zu realisieren – um eine notwendige staatliche Funktion handelt.“<sup>14</sup>

In dieser einseitigen Geschichtsinterpretation wird eine in die Sozialstruktur eingebettete mittelalterliche Subsistenzwirtschaft mit marginalem Geldkreislauf mit einer modernen ausdifferenzierten Kreditökonomie verglichen. Während Vollgeld den hoheitlichen Rechtsakt eines Münzherren oder einer Zentralbank betont und das Verpflichtungs- bzw. Schuldprinzip als Anhängsel zur Privilegierung der Banken erkennt, so liest die Verpflichtungstheorie des Geldes im hoheitlichen Akt nur eine hinreichende Bedingung mit der Funktion der Vereinheitlichung und Vertrauensschaffung.

Pierre Joseph Proudhon und Georg Simmel hoben das Schuldprinzip des Geldes hervor und erklärten, dass ein Wechsel – bzw. der Schuldschein des reichen Mannes – zeitlich, örtlich und personell nur begrenzt zirkuliert. Der gesellschaftliche Stempel (hoheitlicher Akt) erweitert den Zirkulationskreis, damit diese Wechsel zu Geld werden. Entsprechend belegen historische, ethnologische

und soziologische Studien vielmehr, dass nicht eine Hoheit, sondern Schuldverhältnisse konstitutiv für die Geldentstehung sind.<sup>15</sup> Der Chartalismus zeigt wichtige Aspekte auf, erklärt allein aber nicht die Funktionsweise der Geldwirtschaft und vernachlässigt kreislauftheoretische Fragen.

### 3.4 Geldmengensteuerung?

Huber nimmt Abstand von einer festen Geldmengenregel und fordert eine am Potenzialwachstum orientierte Geldmengenausweitung. Die Notwendigkeit diskretionärer Spielräume anerkennend, werden im Ausnahmefall flexible Kredite an Banken oder den Staat bzw. Offenmarktgeschäfte eingeräumt. Allerdings „sollte die Inumlaufbringung per originärer Seigniorage [also Staatsausgaben, FW] der Regelmechanismus der langfristigen Geldausgabe sein“.<sup>16</sup>

Die Argumentation für Mengensteuerung und gegen Zinssteuerung beruht jedoch auf einer Verkennung gegenwärtiger Ziele und Instrumente der Zentralbank. Es wird unterstellt, Zinspolitik sei ein „wenig wirksamer Ersatz für die außer Kraft gesetzte Geldmengenpolitik“ und hätte das Ziel, „die unkontrollierte Giralgeldschöpfung der Banken zu beeinflussen“<sup>17</sup>. Direkte Geldmengensteuerung war jedoch nie geldpolitisches Ziel noch Instrument. Auch für die Bundesbank galt die Steuerung der Zielinflation (Ziel) mittels Zinspolitik (Instrument).<sup>18</sup> Das rhetorische Zugeständnis an den Monetarismus aufgrund der Stagflation der 1970er Jahre darf nicht darüber hinwegtäuschen, dass Zentralbanken primär immer Zinspolitik betrieben haben, um die Zielinflationsrate und das Vermögensmarktgleichgewicht zu steuern. Die Verkennung der Zinspolitik basiert auch auf einer Unterschätzung der Dispositionsmöglichkeiten von Vermögensbesitzern, die in einer Kreditgeld- und Vollgeldökonomie gleichermaßen gelten. Da auch die liquiditätspräferenztheoretische Fundierung der Zinssätze auf dem Vermögensmarkt nicht in Betracht gezogen wird, erscheint den Reformern der Zinssatz nur als Frage des Angebots und der Nachfrage nach Kapital, dessen Bildung irrelevant für die Geldpolitik sei und allein den Märkten überlassen werden könne.<sup>19</sup>

### 3.5 Vermeidung von Krisen?

Neben der Schaffung der staatlichen Seigniorage ist eine stabile krisenfreie Währung Ziel der Vollgeldreform, wobei eine direkte Kausalität von ‚nicht kontrollierbarer‘ Kreditgeldschöpfung und Krisenanfälligkeit unterstellt wird.<sup>20</sup> Insbesondere Banken wird prozyklisches und damit krisenverstärkendes Verhalten zugeschrieben. Hierbei wird heruntergespielt, dass nicht nur Banken, sondern Vermögensbesitzer und Unternehmen disponieren, worauf Banken dann ‚prozyklisch‘ reagieren. Neben den global agierenden Vermögensbesitzern stellt die mangelnde effektive Nachfrage aufgrund von hohen Sparquoten der höheren Einkommensklassen exogene Parameter für die Banken dar. Die Unterbindung der ‚prozyklischen‘ Kreditgeldschöpfung tangiert aber nicht die (marktendogenen) Bestimmung der Investitionsnachfrage („animal spirits“) und des Geldangebots (Liquiditätspräferenz). Ergo sind Wirtschaftszyklen nicht allein den Banken und dem Kreditgeldsystem zuzuschreiben. Die Krisenursache steckt vielmehr in der Stagnationstendenz. Eine vollbeschäftigte Ökonomie gibt kaum Anlass, Blasen, Überschuldung und Krise entstehen zu lassen.

### 3.6 Eindämmung von Spekulation?

Im Vollgeldsystem wird die derzeitige Praxis der Zinssteuerung durch Geldmengensteuerung ersetzt und der Kredithahn zur Schaffung von neuen monetären Aktiva soll zugedreht werden, um Spekulation und Blasen quasi automatisch einzudämmen. Es herrscht die Vorstellung, dass das per Staatsausgaben emittierte Nettogeld automatisch im realwirtschaftlichen Kreislauf bleibt und damit Spekulation, Blasen und Vermögenspreis-inflation praktisch nicht mehr möglich sind.

Tatsächlich ist bei der Emission von Vollgeld über Staatsausgaben zumindest der primäre Nachfrageeffekt sicher, während Kreditgeld ohne Nachfrageeffekt direkt zum Kauf von oder zur Spekulation mit Vermögenswerten geschöpft werden kann und somit der Reflux-Mechanismus versagt (s. auch Löhr in diesem Heft). Allerdings bleibt mit der Reflux-Frage (die Frage der realwirtschaft-

lichen Deckung und Rückfluss von Kreditgeld) ein tieferes Problem außer Acht: Aus keynesianischen Diskursen ist bekannt, dass Einkommensmultiplikatoren begrenzt sind und über die Umverteilung die Einkommen dort landen, wo die Sparneigung hoch ist und folglich der Nachfrageeffekt schwindet. Und weniger Nachfrage zieht eine Senkung der Investitionen und Beschäftigung nach sich. Auch ein Vollgeldregime kann die Kalküle der Vermögensbesitzer nicht begrenzen, da Geld in den Händen des Publikums auch im Vollgeldregime nicht zur Konsumption verwendet werden muss und stattdessen zur Spekulation verwendet werden kann – folglich ist nicht selbstverständlich, dass Vollgeld die Risiken von Spekulation und Vermögenspreisinflation beheben kann.<sup>21</sup> Die Vorstellung, Vollgeld zirkuliere automatisch nachfragewirksam im Realkreislauf, bleibt eine haltlose Vision.

### 3.7 Nachfragebelebung und Rezessionsbekämpfung?

Im Vollgeldsystem können Rezessionen auch nicht viel besser als im Kreditgeldsystem bekämpft werden. Der Staat kann schuldenlos Ausgaben tätigen genauso wie er heute Ausgaben über deficit spending tätigen kann. Aber wie eben ausgeführt, kann auch mit einer Nettogeldmenge ohne Schulden kein dauerhaft hohes Investitions- und Konsumniveau erzwungen werden: „Die Vorstellung, dass eine Kreditkontraktion durch private Akteure bei einer von außen vorgegebenen Geldmenge nicht mehr möglich sei, ist dementsprechend zu kurz gedacht“.<sup>22</sup>

Warum sollten sich Sparverhalten und das gesamtwirtschaftliche Sparvolumen als Anteil vom Gesamteinkommen – bei gegebener Einkommensverteilung – ändern? Folglich gilt weiterhin die keynesianische Diagnose einer zu hohen gesamtwirtschaftlichen Sparquote, welche Nachfrage- und Unterbeschäftigung induziert. Auch wenn mit mehr Spareinlagen das zur Verfügung stehende Kreditvolumen steigen würde, würde dennoch die effektive Nachfrage fehlen, die erst Investitionen begründet. Gesamtwirtschaftliches Sparen bzw. die effektive Nachfrage werden maßgeblich durch die Einkommensverteilung bestimmt,

die unter anderem vom Zinssatz abhängt. Da die Liquiditätspräferenztheoretische Bestimmung des Zinssatzes unterbelichtet ist, bleibt auch das Problem unerkannt, dass Zinsen nur sinken können, wenn auch die Präferenz zur Haltung von Liquidität bzw. Realvermögen sinkt.

### 3.8 Inflationssteuerung?

Vorweg: In der Diskussion um Inflationssteuerung geht es hier nicht um eine maßvolle stabile Zielinflation, sondern um die Bekämpfung kumulativer Selbstverstärkungseffekte. Basierend auf dem Ziel der Mengensteuerung und der Quantitätstheorie herrscht unter den Reformern die Vorstellung, Vollgeld sei quasi inflationsfrei, insofern die Geldmengenerhöhung dem Potenzialwachstum entspricht. Inflation wird nach monetaristischer Denkart als bloßes monetäres Phänomen von „zu viel Geld“ wahrgenommen.<sup>23</sup> Obwohl Huber auch nicht-monetäre Ursachen von Inflation thematisiert, bleiben diese marginalisiert. Zuzustimmen ist dem Fokus auf die oft vernachlässigte Vermögenspreisinflation jenseits der Kerninflation. Aber auch in der monetärkeynesianischen Theorie wird Vermögenspreisinflation thematisiert, die als Anzeichen der Fluchttendenz von Nominalvermögen in Realvermögen verstanden wird. Daher wird in der Praxis auch Vermögenspreisinflation tendenziell mit Leitzinserhöhung seitens der Zentralbank begegnet. Denn so steigen die Zinsen auf Nominalvermögen und die Fluchtbewegung kann abgewendet werden.

Ob Kern- oder Vermögenspreisinflation bzw. Inflationserwartungen bekämpft werden sollen: Im Vollgeldregime ist der Bremsmechanismus Zinsanhebung nicht mehr verfügbar. Die Zentralbank müsste dann (über den Arm des Staates) Geld einsammeln, damit Geld knapp wird und der Zins steigen kann. Vor diesem Hintergrund müsste reflektiert werden, ob und wie die Zentralbank den Fiskus zur Steuererhebung und Abführung der Einnahmen zwingen kann, um Inflationssteuerung bzw. -bekämpfung betreiben zu können. Eine weitere Möglichkeit zur Erzwingung der Bereitschaft, Vollgeld bzw. Nominalvermögen auf Kosten von Devisen oder Realvermögen zu halten, könnte in der Verzinsung der Vollgeldkonten liegen, wobei

auch hier über den Arm des Staates Steuern eingetrieben werden müssten.

### 3.9 Vermögenssicherungsqualität (Währungsprämie)?

In der gegenwärtigen Situation deflationärer Tendenzen und Sehnsucht nach Inflationsraten annähernd der Zielinflationsrate im Euroraum wird man dem Szenario einer Inflationsgefahr nicht viel abgewinnen können. Dazu aber noch ein wichtiger Gedanke: Auch wenn Huber an der institutionellen Trennung von Staat und Zentralbank festhält und Missbrauch durch den „faktischen Vorrang der Geldpolitik vor der Fiskalpolitik“<sup>24</sup> verhindert wissen will, könnten Vertrauensverluste und Zweifel an der Vermögenssicherungsqualität der Währung aufkommen. Ein Nettogeld ohne Schuldnerdruck zur Leistungserbringung könnte eine geringere Währungsprämie bedeuten und verlangt damit einen Zinsaufschlag, damit der globale Vermögensmarkt ins Gleichgewicht kommt und die Flucht in Devisen (Abwertung) oder Sachvermögen (Inflation) abgewehrt wird. Aber auch der gegenläufige Effekt ist denkbar: Wenn es gelingt, die Vermögensbesitzer von der Stabilität und Krisensicherheit

der Vollgeldwährung zu überzeugen, könnte die Währungsprämie sogar steigen, so dass die Vermögensbesitzer bereit sind, geringere Zinsen zu akzeptieren.

## 4 Vollgeld und Freigeld

Die Ergebnisse der Analyse aus (monetär-)keynesianischer Perspektive werden noch einmal zusammengefasst und dabei ein holzschnittartiger Vergleich zum Freigeld gezogen (siehe auch nachstehende Tabelle). Zunächst unterscheiden sie sich grundlegend, da Vollgeld staatliche Seigniorage und Freigeld die Umlaufsicherung fokussiert. Beide Reformen möchten die Grundprinzipien einer Marktwirtschaft erhalten, jedoch ordnungspolitische Schranken mittels der Trennung von Geld und Kredit setzen. Beide Reformen schließen an den Monetarismus an und stellen sich ein Nettogeldsystem mit einer durch die Zentralbank exogen gesetzten und kontrolliert gesteuerten Geldmenge vor. Dabei muss man sagen, dass Huber die Funktionsweise der Kreditgeldschöpfung ausgiebig reflektiert, während die Freigeldbewegung hier Nachholbedarf hat.

Der Schlagschatz (Seigniorage) der Münzherren als Evidenz für den Chartalismus erinnert an die

	Vollgeld	Freigeld
Kernkonzept	Seigniorage	Umlaufsicherung
Ordnungspolitischer Ansatz	Trennung von Geld und Kredit	
Prinzip Geldschöpfung	Exogenes Nettogeld	
Prinzip Geldpolitik	Geldmengensteuerung	
Historische „Legitimation“	Münzherren/Seigniorage	Münzverrufung/Umlaufsicherung
Problem Krise	Kreditgeld als Ursache gedacht	Im Kontext Stagnation gedacht
Problem Spekulation		
Problem Stagnation	Nicht betrachtet	Im Ansatz erkannt
Problem Liquiditätspräferenz	Nicht betrachtet	erkannt
Problem (Boden)Renten	Nicht betrachtet	erkannt
Inflationssteuerung	Inflationsfreiheit unterstellt	
Vermögenssicherungsqualität	Nicht betrachtet	

Vollgeld- und Freigeldreform im Vergleich (eigene Darstellung)



Interpretation der Münzverfälschung als Evidenz der Umlaufsicherung. Beide historischen „Legitimationen“ erscheinen im Lichte der sozialhistorischen Forschung nicht tragbar und man könnte sich dieses ohnehin unnötigen Beiwerks entledigen. Anstelle des Suchens kaum haltbarer historischer Beweise von Nettogeld, Seigniorage oder Umlaufsicherung muss Theoriearbeit geleistet werden, was eine Umstellung von Kreditgeld auf Nettogeld nutzen soll und wie eine moderne Nettogeldwirtschaft funktionieren könnte.

Während Vollgeld die direkte Unterbindung von Spekulation bzw. Krise verspricht und überhaupt aufgrund der Finanzkrise an Anhängerschaft gewinnen konnte, fasst die Freigeldbewegung Spekulation und Krise eher als nachgelagerte sekundäre Phänomene strukturell tiefer liegender Probleme auf (auch wenn die Analyse von Ursachen und Effekten der Spekulation unterbelichtet bleibt). Das Vollgeldkonzept bleibt ordnungspolitisch fixiert und verzichtet beinahe ganz auf die Berücksichtigung makroökonomischer Zusammenhänge im Bereich Nachfrage und Zinssatz. Wenn auch die Argumentation über Geldhortung im Kontext der Kreditgeldwirtschaft fehlerhaft ist<sup>25</sup>, so ist das Freigeld für das Thema Nachfrageschwäche und Zinssatz sensibilisiert. Erst der „geschlossene Kreislauf“ kann Krisen die Grundlage entziehen, während im Vollgeld die naive Vorstellung vorherrscht, dass nur der Geldhahn zugedreht werden müsse. Die Zusammenhänge zwischen Liquiditätspräferenz, (Boden-) Renten (s. dazu Löhr in diesem Heft) und Zinssatz hat die Freiwirtschaft im Ansatz auf dem Schirm, während sie im Vollgeldkonzept unterbelichtet bleiben.

Beide Reformkonzepte unterstellen, dass mit der Reform Inflation automatisch gebändigt bzw. viel leichter zu steuern sei. Dies liegt an der ungenügenden Überwindung der quantitätstheoretisch-monetaristischen Überzeugung, Inflation sei nur ein monetäres Phänomen von „zu viel Geld“. Die Ursachen von Inflation sind jedoch viel komplexer und dabei sind eben insbesondere die Dispositionsmöglichkeiten der Vermögensbesitzer auf globalisierten Märkten zu beachten. Die Möglichkeit der Flucht in Fremdwährungen oder Sachvermögen kann zu Abwertung und In-

flation führen, so dass eine zinshebende Intervention der Zentralbank zur Verteidigung der Vermögenssicherungsqualität der heimischen Währung erzwungen wird. Diese Verteidigung funktioniert im Rahmen einer Mengensteuerung ohne Zinskanal nicht mehr. Es ist eben gut denkbar, dass Nettogeldwährungen ohne Schuldendeckung (d.h. ohne Leistungsdruck) an Ansehen verlieren, sodass die international agierenden Vermögensbesitzer Nominalvermögen in der Nettowährung nur unter der Bedingung steigender Zinsen zu halten bereit sind (denn so wird der Verlust an Vermögenssicherungsprämie kompensiert). Damit erscheint nicht nur das Problem, dass die Reaktionsmöglichkeiten der Zentralbank zur Zinsanhebung im Nettogeldsystem sehr eingeschränkt sind, sondern auch, dass ein höheres Zinsniveau die Stagnationsproblematik verstärkt, indem noch mehr Arbeitslosigkeit und noch mehr Umverteilung von Vermögen und Einkommen stattfinden. Während der Autor dies für das wahrscheinlichere Szenario der Effekte einer Vollgeldreform hält, ist auch das umgekehrte Szenario denkbar: Wenn Vollgeld und die darauf lautenden (aber eben haftbaren) Nominalvermögen so viel Vertrauen und Sicherheit erwecken können, dass die Währungsprämie steigt, kann das Zinsniveau fallen und der Stagnationsproblematik begegnet werden.

## 5 Fazit

Mit der Trennung von Geld und Kredit und der damit einhergehenden Ausgliederung der Vollgeldkonten aus den Bankbilanzen wird Vollgeld zwar gegen Bankeninsolvenzen „ausfallsicher“ (Walter in diesem Heft), aber nicht krisensicher, da auch Vollgeld eine Vermögensposition neben Fremdwährungen und Realvermögen bleibt. Vollgeld zwingt nicht zum Konsum, sondern bleibt Spekulation ausgesetzt. Es bleibt machtlos gegen Krisen, wenn die Ökonomie aufgrund tieferliegender Mechanismen stagniert. Daher ist kaum erkennbar, wie Vollgeld gegen die (hier aus Platzgründen nur skizzierte) Stagnationstendenz mit den Symptomen steigender Ungleichheit, Verschuldung sowie Arbeitslosigkeit wirken kann.

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass makroökonomische Ziele wie Stimulation der

Nachfrage und Konjunktur, Senkung des Realzinsniveaus bzw. Steigerung des Beschäftigungsgrades kaum explizite Ziele der ordnungspolitisch motivierten Vollgeldreform sind. Dieser Beitrag verfolgt das Ziel, Denkanstöße in Richtung einer makroökonomischen Reflexion und Fundierung der Vollgeldreform zu setzen. An die Stelle des fragwürdigen Ankers illegitimer Bankengewinne könnte ein nüchternes Programm zur Verbesserung der makroökonomischen Situation treten, welches an der Verteilungs-, Spar- und Zinssatz- und Nachfrageproblematik (Stagnation) ansetzt. Mein abschließender Vorschlag lautet daher, dass die Vollgeldreform neben der technischen Geldschöpfung und juristisch-ordnungspolitischen Sicht auch stärker makroökonomische Zusammenhänge problematisieren und adressieren sollte. Schließlich könnten auch die „doppelte Geldreform“ (Menschling) – die konzeptionelle Integration von Elementen der Vollgeld- und Freigeldreform – sowie ergänzende Instrumente (Walter in diesem Heft) weiter erörtert werden.

## Anmerkungen

- 1 Das Projekt wurde gefördert durch die Wissenschaftliche Arbeitsgruppe Nachhaltiges Geld. Ich danke Anne Löscher, Lino Zeddes und Benedikt Weihmayr für Diskussionen, die zur Präzisierung der Gedanken in diesem Aufsatz beigetragen haben.
- 2 Huber, J. (2014): Vollgeld in der Kritik – Erläuterungen zum Vollgeld-Konzept anlässlich Kritik aus verschiedenen ökonomischen Denkrichtungen. *vollgeld.de*, Okt 2014.
- 3 Huber, J. (2013): *Monetäre Modernisierung* (3. Auflage). Marburg: Metropolis, S. 55.
- 4 Empfehlenswert als Einstieg in das monetärkeynesianische Paradigma: Lüken-Klaßen, M. (1993): *Währungskonkurrenz und Protektion*. Marburg: Metropolis. Zur Entwicklung der Diagnose Stagnation: Spahn, H.-P. (1986): *Stagnation in der Geldwirtschaft*. Frankfurt/M.: Campus; Wenzlaff, F., Kimmich, C., & Richters, O. (2014): *Theoretische Zugänge eines Wachstumszwangs in der Geldwirtschaft*. ZÖSS Discussion Papers No. 45.
- 5 Graziani, A. (2003): *The monetary theory of production*. Cambridge: Cambridge University Press; Herr, H. (1988): *Geld, Kredit und ökonomische Dynamik in marktvermittelten Ökonomien – die Vision einer Geldwirtschaft*. München: VVF; Rochon, L.-P. 1999. *Credit, money, and production: An alternative post-Keynesian approach*. Cheltenham: Edward Elgar.
- 6 Bernanke, B. S., & Gertler, M. (1995): *Inside the black box – The credit channel of monetary policy transmission*. *The Journal of Economic Perspectives*, 9: 27-48; Riese, H. (1986): *Theorie der Inflation*. Tübingen: Mohr Siebeck; Wicksell, K. (1898): *Geldzins und Güterpreise*. Jena: Fischer.
- 7 Riese, H. (1990): *Das Forschungsprojekt "Geldpolitik als Grundlage der ökonomischen Entwicklung der Bundesrepublik Deutschland."*, in: H. Riese, & H. P. Spahn (Eds.): *Geldpolitik und ökonomische Entwicklung – Ein Symposium: 2-17*. Regensburg: Transfer, S. 6; Spahn (1986), S. 87.
- 8 Huber, J. (2013), S. 60.
- 9 Huber, J. (2017), S. 63 und S. 87; Graziani, A. (2003): *The monetary theory of production*. Cambridge: Cambridge University Press; s. auch Fontana, G., & Sawyer, M. (2016): *Full reserve banking: More 'cranks' than 'brave heretics'*. *Cambridge Journal of Economics*, 40(5), S. 1333-1350.
- 10 Etwa so kann auch die entstandene Immobilienblase vor der Finanzkrise erklärt werden, auf welche die FED mit Zinserhöhungen reagierte.
- 11 Huber, J. (2013), S. 87.
- 12 Friedman schlug unter anderem eine stabile Geldmenge mit leichter Deflation vor. Anfang der 1980er Jahre wurde ein sich vermehrendes Aktiengeld von Wolfram Engels entwickelt und von Dieter Suhr als genau das Gegenteil von Freigeld kritisiert. Auch aus keynesianischer Sicht sind die deflationären und nachfragehemmenden Effekte der Friedman-Engels-Mayer-Linie kontraproduktiv. Suhr, D. (1983): *Geld ohne Mehrwert – Entlastung der Marktwirtschaft von monetären Transaktionskosten*. Frankfurt/M.: Fritz Knapp; Zur Kritik an Mayer s. Wenzlaff, F. (2016): *Rezension zu Thomas Mayer (2014): „Die neue Ordnung des Geldes – Warum wir eine Geldreform brauchen“*. ZfSÖ, 188/189, S. 75-77.
- 13 Huber, J. (2013), S. 103.
- 14 Huber, J. (2013), S. 55, 96.
- 15 Z.B. Graeber, D. (2011): *Debt – The first 5000 years*. New York: Melville House; Kohl, T. (2014): *Geld und Gesellschaft*. Marburg: Metropolis.
- 16 Huber, J. (2013), S. 126.
- 17 Huber, J. (2013), S. 69, 149.
- 18 Bernanke, B., & Mihov, I. (1997): *What does the Bundesbank target?* *European Economic Review*, 41(6), S. 1025-1053.
- 19 Huber, J. (2013), S. 149.
- 20 Huber, J. (2013), S. 75.
- 21 Dieses Problem beschreibt auch Walter in diesem Heft, S. 8; Schulmeister, S. (2016): *Das „Vollgeldsystem“ – Notwendige Reform oder gefährliches Allheilmittel?*, WIFO Working Paper 518/2016. *Kritisch zu Vollgeld und Vermögenspreisinflation* s. auch Löhr, D. (2011): *Zu kurz gesprungen – Von Vollgeld, Freigeld und Assetpreisinflationen*. *Zeitschrift für Sozialökonomie*, 168/169, S. 40-54.
- 22 Sauber, M., & Weihmayr, B. (2014): *Vollgeld und Full Reserve Banking – Geldreformen auf dem Prüfstand*. *Wirtschaftsdienst* (12), S. 898-905, S. 900.
- 23 Fontana, G., & Sawyer, M. (2016), S. 1135f.
- 24 Huber, J. (2013), S. 128.
- 25 Wenzlaff, F. (2010): *Vorschlag für ein Paradigma einer Kreditgeldwirtschaft und neuen Kredit- und Geldpolitik*. ZfSÖ, 164/165, S. 23-29.