

# Zeitschrift

# für

# Sozialökonomie

Helmut Creutz	Die Welt im Börsenfieber _____	3
Norman Ehrentreich	Die Nullschränke nominaler Zinsen als geldpolitische Restriktion in der wissenschaftlichen Diskussion _____	9
Dirk Löhr	Konsequente Neutralisierung der Liquiditätsprämie des Geldes – eine portfoliotheoretische Sichtweise _____	16
	Bücher – Veranstaltungen _____	25
	27. Mündender Gespräche _____	31

Liebe Leserin und lieber Leser,

in einem Buch "Jetzt oder nie" hat BDI-Chef Hans-Olaf Henkel kürzlich sein Credo für die Gestaltung unserer aller Zukunft formuliert. Er beklagt das "niedrige Niveau der in Deutschland erzielten Gewinne", zu hohe Unternehmenssteuern und die "ungezügelt hohen Arbeitskosten". Arbeit sei nur gegen Lohnzuwachsverzichte zu bekommen und gegen existenzielle Risiken müsse verstärkt private Vorsorge getroffen werden. "Die Globalisierung kennt keine Sentimentalitäten", meint Henkel, und zu ihr "gibt es keine Alternative". Die Kritik von Viviane Forrester oder Marion Gräfin von Dönhoff am ungezügelt Kapitalismus sei unsinnig. Nicht etwa ein Neoliberalismus sei auf dem Vormarsch. Nein, "wenn wir nicht aufpassen, macht sich ein Neostaatsozialismus breit". Liberalisierung, Privatisierung und Deregulierung hält Henkel für die besten Rezepte für Wachstum, Arbeit, Wohlstand und "letztlich auch für Solidarität mit den Schwachen". (S. 14, 22-25 und 36-37)

Es ist interessant und zugleich erschütternd zu sehen, wie Industriekapitäne die Realität wahrnehmen und welchem Denken ihr Handeln entspringt. Doch zum Glück gibt es auch Ausnahmen, zu denen der frühere Daimler-Benz-Vorstandsvorsitzende Edzard Reuter gehört. In einem Artikel "Ratlose Zauberlehrlinge" bezeichnete Reuter die Unternehmer als "Treiber des Geschehens" und zugleich als "Getriebene im Wettbewerb um ihre Kunden und ... ihre Geldgeber"; sie seien "ausgeliefert an Gesetzmäßigkeiten, die sich längst verselbständigt haben." (In: Die Zeit Nr. 50/1999, S. 3) Reuter beklagt sogar ihre "Selbstausslieferung an die Börsen"; diese sind mittlerweile zu regelrechten Schlachtfeldern geworden, wo ein erbarmungsloses Fressen und Gefressenwerden stattfindet. Wenn es darum geht, sich gegenseitig mehr oder weniger feindlich zu übernehmen, sind einzelne Megakonzerne in der

Lage, zwei- oder dreistellige Milliardenbeträge einzusetzen. Aber als sie gemeinsam die vergleichsweise geringe Summe von fünf Milliarden Mark zur verspäteten Entschädigung von NS-Zwangsarbeitern aufbringen sollten, begann erst einmal ein merkwürdiges Feilschen.

Es ist verdienstvoll, dass Edzard Reuter von den Unternehmern auch die Bereitschaft zur Mitverantwortung für die Menschen und das Gemeinwesen einfordert. Und er möchte auch "gegenüber der Zügellosigkeit wirtschaftlicher Egoismen den Primat der Politik wieder herstellen". Allerdings zeigt er noch keinen Weg zu diesem erstrebenswerten Ziel. Nach unserer Ansicht gehört dazu eine Korrektur der Geldordnung, welche dem unternehmerischen Handeln einen rechtlichen Ordnungsrahmen vorgibt. Sie müsste das grenzenlose exponentielle Wachstum der Geldvermögen durch Zinsen und Zinseszinsen stoppen und die verselbständigten Finanzmärkte auf den Boden der Realwirtschaft (zurück-)holen.

Angesichts der in Japan deutlich gewordenen Gefahr, dass die Weltwirtschaft in einer Phase mit niedrigen Zins- und Inflationsraten wie zur Zeit der großen Weltwirtschaftskrise in eine erneute Deflation umkippen könnte, ist in amerikanischen und englischen Notenbankkreisen erfreulicherweise eine Diskussion über die geldpolitischen Instrumente in Gang gekommen, die wir seit langem anstreben. Hierüber berichtet Norman Ehrentreich im vorliegenden Heft und Dirk Löhr fügt dem seine Erkenntnisse über Wege zur Neutralisierung des Liquiditätsvorteils von Bar- und Giralgeld hinzu. Die internationalen Finanzmärkte bezeichnet Bernard Lietaer in seinem neuen Buch "Das Geld der Zukunft" als "Achillesferse der ganzen Welt". Thomas Betz stellt Ihnen vor, wie Lietaer ein zukünftiges Geldwesen durch die Förderung von lokalen und regionalen Zweitwährungen mitgestalten möchte.

Ihr Werner Onken

## "Das internationale Währungssystem als Achillesferse der USA und der ganzen Welt"

"Es könnte jederzeit eine Finanzkrise größeren Ausmaßes eintreten. Wie gesagt: Die Finanzkrise in Mexiko in den Jahren 1994 und 1995, die Asienkrise 1997, die Finanzkrise in Rußland 1998 und die in Brasilien 1999 werden sicher nicht die letzten unserer Zeit gewesen sein. Dass die reale Weltwirtschaft durch die Devisenspekulation immer mehr in den Schatten gestellt wird, beschwert uns auch in Zukunft sicher ähnliche Fälle. Zum 'Big Crash' käme es allerdings erst, wenn der amerikanische Dollar in Turbulenzen gerieselt. Dass die Instabilität des offiziellen Währungssystems auf die Stützwährung übergreifen wird, zeichnet sich bereits ab, fraglich ist nur noch der Zeitpunkt. ... Die Wahrscheinlichkeit für einen derartigen Crash wächst mit der Zunahme der spekulativen Kapitalbewegungen – mit einer Geschwindigkeit von ungefähr 15 bis 25 Prozent im Jahr. Demgegenüber bleibt das Sicherheitsnetz der Zentralbanken relativ unverändert.

Viele Menschen fragen sich, wie es wirklich dazu kommen könnte. Doch diese Frage ist von geringerer Bedeutung. Spielte es tatsächlich eine Rolle, dass die Kreditanstalt in Wien die Börsenpanik in London auslöste, die sich dann in New York zum Börsenkrach von 1929 ausweitete? Damals wie heute ist die Stabilität oder Instabilität des ganzen Systems von Bedeutung. Im Vergleich dazu hat es nur noch anekdotischen Wert, wenn man genau die Karte benennen kann, die das ganze Kartenhaus zum Einstürzen brachte. Ob es sich dabei nun um einen Bankenkrach in Japan oder den Eurodollarmarkt handelt, das Endergebnis, das die Auflösung unseres auf dem Dollar basierenden Währungssystems beschleunigt, wäre ähnlich."

*Dr. Bernard A. Lietaer, Das Geld der Zukunft – Über die destruktive Wirkung des existierenden Geldsystems und die Entwicklung von Komplementärwährungen. München 1999, S. 206–207.*

\*

"Probleme, bei denen wir zu wissen glaubten, wie wir sie behandeln müssen, sind auf einmal wieder unbehandelbar geworden wie zeitweilig wirksam bekämpfte Bakterien, die auf einmal resistent gegen Antibiotika sind. ... Unbestreitbar liegt ein Hauch der 30er Jahre in der Luft."

*Prof. Dr. Paul Krugman (Massachusetts Institute for Technology MIT), The Return of Depression Economics, in: Foreign Affairs Januar/Februar 1999, S. 42 ff; zitiert nach Bernard Lietaer, Das Geld der Zukunft, S. 385.*

Helmut Creutz:

## Die Welt im Börsenfieber

### Größen – Folgen – Hintergründe

"Die rasenden Aktienkurse sind die Auswüchse eines kapitalistischen Systems, dem der Kollaps droht."  
Heiner Geißler<sup>1</sup>

Verfolgt man die täglichen Börsennachrichten, dann kann einem oft schwindlig werden: Da schießen Kurse über Nacht in die Höhe oder stürzen ins Bodenlose, obwohl sich in den Unternehmen, auf die sie sich beziehen, nichts Entscheidendes verändert hat. Da überschlagen sich die Erfolgsmeldungen mit immer neuen Rekordergebnissen, obwohl das Wachstum der Volkswirtschaften gleichzeitig als unzureichend bezeichnet wird. Da nehmen die Umsätze an den deutschen Börsen in einem Jahr um 45% zu,

während das Sozialprodukt gerade um 3% gestiegen ist, usw.!

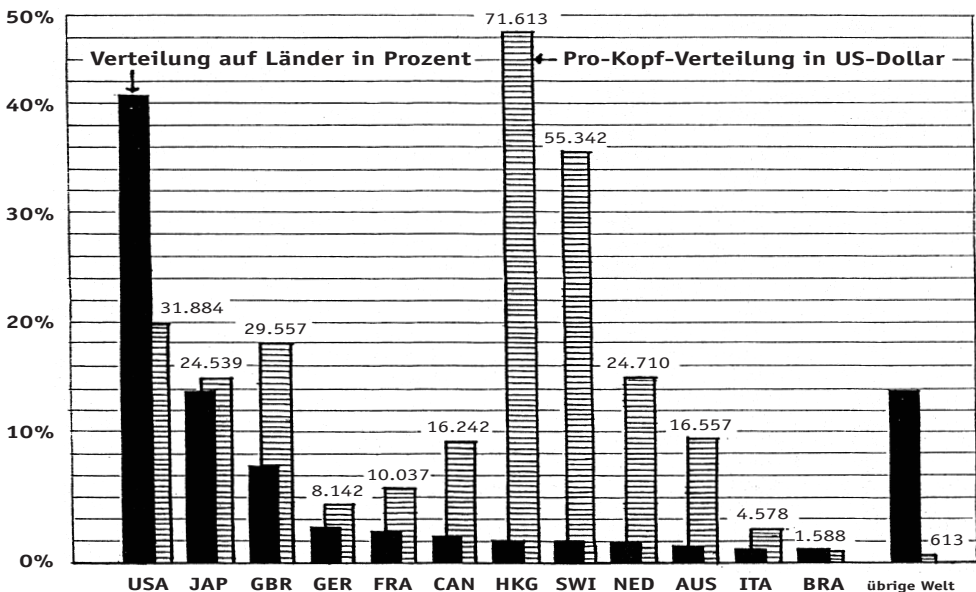
Beurteilt man diese Eskalationen an den Börsen, dann darf man allerdings die Kurswerte nicht mit den realen Werten verwechseln und die Aktienumsätze nicht mit dem Aktienkapital.

### Wie groß ist der Kurswert des Aktienkapitals in der Welt?

Nach den Zahlen der Weltbank lag der Kurswert des gesamten weltweiten Aktienkapitals Ende 1997 bei 20.200 Mrd US-Dollar. Wie sich diese Werte in Prozenten auf die zwölf aktienstärksten Länder verteilen, geht aus den schwarzen Säulen in der Darstellung 1 hervor.

#### Darstellung 1

### Das Welt-Aktienpaket und seine Verteilung – Kurswert 1997: 20.178 Mrd \$



Quelle: Weltbank / iw // eigene Berechnungen

© Helmut Creutz / Zeitschrift für Sozialökonomie

Mit 42% und 8.500 Mrd Dollar entfiel 1997 der Löwenanteil des Aktienkapitals auf die USA. Auf dem zweiten Platz lag Japan mit rund 15%, gefolgt von Großbritannien mit knapp 9%. Deutschland lag mit 3,3% zwar auf dem vierten Platz, gehörte aber größtmäßig bereits zum Verfolgerfeld innerhalb der zwölf Länder. An dessen Ende rangierte Brasilien mit 1,3%.

In allen anderen hier nicht angeführten Ländern, zu denen auch solche namhaften Staaten wie Spanien, Schweden, Russland, China, Argentinien und Mexiko gehören, waren die Anteile also noch geringer als in Brasilien. Insgesamt entfielen auf diesen "Rest der Welt" (in der Darstellung rechts außen eingetragen) nur knapp 16% des weltweiten Aktienkapitals, also soviel wie Japan allein besaß.

### **Warum liegt Deutschland, verglichen mit den anderen führenden Industrienationen, so weit zurück?**

Die niedrigen Aktienbestände in Deutschland haben zwei Ursachen. Einmal legen die Deutschen ihre Ersparnisse lieber bei den Banken bzw. in festverzinslichen Wertpapieren an als in den risikoreicheren Aktien. So machten Ende 1998 die Aktien an den gesamten deutschen Geldvermögen nur 16% aus, bezogen auf die privaten Geldvermögen sogar nur knapp 9%.

Auf der anderen Seite ist aber auch bei den deutschen Unternehmern die Ausgabe von Aktien nicht allzu beliebt. Im Gegensatz zum angelsächsischen Raum ziehen sie für ihre Finanzierungen durchweg festverzinsten Bankkredite oder Schuldverschreibungen vor. Unter anderem auch, weil sie damit die Offenlegungen ihrer Bilanzen wie die Einmischungen der Aktionäre in ihre Geschäftspolitik vermeiden können. Selbst die Telekom, die mit ihrer weltweiten ersten Aktien-Emissionskampagne Schlagzeilen machte und dabei einen Erlös von rund 15 Mrd DM einfuhr, hat immer noch einen rund siebenmal größeren Schuldenberg zu verkraften, der 1997 mit Zinsbelastungen von 38.000 DM je Arbeitskraft zu Buche schlug<sup>2</sup>.

### **Welche Pro-Kopf-Anteile ergeben sich in den einzelnen Ländern?**

Aufschlussreicher als die Länderanteile ist eine Umrechnung auf die jeweilige Bevölkerung. Wie die schraffierten Säulen in der Darstellung 1 zeigen, waren dabei nicht die US-Bürger Spitzenreiter, sondern mit 71.613 Dollar pro Kopf die Bürger Hongkongs! Bedenkt man, dass in diesem Stadtstaat das Gros der Bevölkerung immer noch relativ arm ist, wird erkennbar, in welchem Ausmaß sich dort das Aktienkapital konzentrieren bzw. in ausländischen Händen befinden muss. Bei dem zweiten Sieger, nämlich der Schweiz mit 55.342 Dollar pro Kopf, dürften die Werte dagegen überwiegend Inländern gehören, wenn auch keineswegs so gleichmäßig verteilt, wie die Durchschnittszahlen dies vortäuschen. Erst an dritter Stelle folgten die US-Bürger mit Aktien im Wert von 31.884 Dollar pro Kopf.

Ansehnliche Beträge über 20.000 Dollar ergaben sich auch noch in Großbritannien, Japan und den Niederlanden. Mit 8.142 Dollar gehörte dagegen Deutschland bereits zu den drei Schlusslichtern der zwölf erfassten Staaten. Nur in Italien und Brasilien waren die Pro-Kopf-Anteile noch niedriger.

Rechnet man für die rund 890 Millionen Bewohner der zwölf Spitzenstaaten den Mittelwert aus, ergibt sich ein Betrag von rund 19.000 Dollar pro Kopf. Die restlichen 5.040 Millionen Menschen auf der Erde – immerhin 85 Prozent der Weltbevölkerung! – mussten dagegen mit 613 Dollar Aktien pro Kopf zufrieden sein, also mit einem Dreissigstel jenes Betrages, über den die Bürger in den zwölf Spitzenstaaten verfügten!

### **Wie sieht die Verteilung in Deutschland aus?**

Rechnet man hier die Pro-Kopf-Werte in D-Mark um, dann entfielen 1997 auf jeden deutschen Bürger etwa 13.500 DM und auf jeden Haushalt rund 30.000 DM. Berücksichtigt man jedoch, dass in Deutschland nur etwa jeder zehnte Haushalt über nennenswerte Aktien verfügt, kommt man bei diesen allerdings bereits

auf einen Durchschnittsbetrag von rund 300.000 DM. Aber auch innerhalb dieses Zehntels konzentriert sich das Gros des Aktienkapitals in Wirklichkeit wiederum bei einer Minderheit von etwa einem Zehntel, also bei einem Hundertstel der gesamten Haushalte. Als Extrem verfügt beispielsweise allein die Familie Quandt – Hauptaktionär von BMW – über ein Aktienpaket im Wert von mehr als zwölf Milliarden DM, also über das Vierhunderttausendfache(!) jenes Durchschnittsbetrags von 30.000 DM, der rechnerisch auf jeden bundesdeutschen Haushalt entfällt!

Aber auch Familie Quandt ist relativ arm, wenn man ihr Aktienvermögen z.B. an jenem von Bill Gates misst, der 22 Prozent der Microsoft-Aktien in den Händen hält. Da diese Aktien allein in den letzten drei Jahren von 180 auf 500 Mrd Dollar hochgepuscht wurden, ist sein Paket inzwischen 110 Mrd Dollar = 200 Mrd DM wert!

Wie unreal solche Größen allerdings sind, zeigt sich, wenn man den Börsenwert von Microsoft einmal auf die 27.000 Beschäftigten dieses Unternehmens umlegt. Es ergibt sich dann je Arbeitsplatz ein Papierwert von 18,5 Mio Dollar!

Schon diese Beispiele und Vergleiche machen deutlich, dass die eigentlichen Probleme unserer Tage – mehr noch als bei den ausufernden Umsätzen an den Börsen – bei der Überentwicklung der Vermögensbestände und vor allem ihrer immer ungleicher werdenden Verteilung liegen.

### Welche Größen bestimmen das Börsengeschehen?

Grundlage aller Börsenvorgänge sind die Aktienbestände. Was auf dieser Grundlage an den Börsen geschieht, wird in der Darstellung 2 anhand der deutschen Situation im Jahr 1998 aufgezeigt.

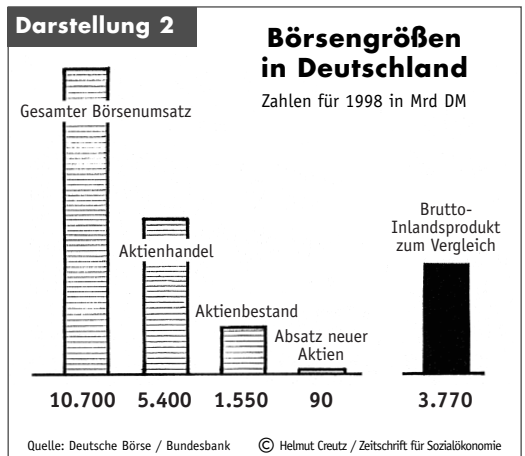
Die kleinste Säule in der Darstellung gibt mit 90 Mrd DM den Absatz neuer Aktien 1998 wieder. Nur in dieser Größe hat sich in der Wirtschaft konkret etwas getan, wurde Unternehmen neues Geld zugeführt. Da der Bestandswert der Aktien (zweitgrößte Säule) jedoch im gleichen Jahr um rund 300 Mrd DM auf 1.550 Mrd DM anwuchs, spiegelt die Differenz zu den hinzu-

gekommenen 90 Mrd die Kursgewinne der gesamten Aktien wieder.

Die drittgrößte Säule steht mit 5.400 Mrd DM für den Aktienhandel. Demnach ist der Bestand von 1.550 Mrd DM 1998 etwa dreieinhalbmal umgeschlagen worden. Die vierte und größte Säule zeigt schließlich den gesamten Umsatz an den deutschen Wertpapierbörsen, an denen ja auch noch festverzinsliche Papiere gehandelt werden. Neben diesen Umsätzen an den Wertpapierbörsen gibt es dann noch jene an den Devisen-, Finanz- und Terminmärkten. Vor allem auf den letztgenannten bauen sich dann noch jene Derivate und ähnliche hochspekulative Geschäfte auf, deren Umfang kaum noch fest- und darstellbar ist.

Die Umsätze an den Aktienbörsen erhöhen sich also vor allem durch die übermäßigen Anstiege der Kurse. Bedenkt man, dass der weltweit beachtete US-Aktienindex Dow Jones von 1900 bis 1983 unter 1000 Punkten verblieb, in den letzten 15 Jahren jedoch bis auf 11000 Punkte hochschoss, wird die Größenordnung und das Tempo dieser kaum noch erklärbaren Kursentwicklungen deutlich. Dabei kommt es vor allem im Bereich der Elektronik und des Internet zu förmlichen Kursexplosionen. So lag beispielsweise 1999 der Börsenkurs einer US-Firma, die im Internet Flugtickets verkauft, über jenem von fünf großen US-Fluglinien<sup>3</sup>.

Doch die Börsenumsätze nehmen nicht nur durch die hochgepuschten Aktienkurse ständig



weiter zu, sondern auch noch durch die Umschlagshäufigkeiten. Das gilt vor allem für neu herausgegebene Aktien, die häufig bereits am ersten Ausgabetag mehrfach verkauft werden. Auslöser dieser Umsatzexplosionen ist vor allem die elektronische Verbindung aller Märkte, die praktisch einen pausenlosen Handel rund um den Globus und rund um die Uhr in Direktzeit möglich macht. Während früher Aktienbesitzer oft über Generationen hinweg ihre Papiere hielten (man denke z.B. an die legendären Suezkanal-Aktien), werden heute die Aktienbestände immer häufiger umgeschlagen. Diese Zunahme der Umschlagshäufigkeiten ist auch die Hauptursache dafür, dass in Deutschland die Börsenumsätze von 1980 bis 1998 auf rund das 130fache angestiegen sind.

### **Wer sind die eigentlichen Antreiber des Börsengeschehens?**

Verantwortlich für die immer größeren und hektischeren Bestandsumschichtungen sind weniger die privaten Anleger als vielmehr einige Dutzend Großbanken, Investmentfonds und Pensionskassen in der Welt, die über viestellige Milliardenvermögen aus den Händen von Millionen Privatanlegern verfügen. Sie alle versuchen, durch ständige Käufe und Verkäufe der Bestände bei oft nur marginalen Gewinnen, ihre Jahresergebnisse zu verbessern, um damit noch mehr Kunden zu gewinnen. Zusätzlich heizen aber auch Broker und Banken die Börsengeschäfte an, die bei jedem Vorgang mit Provisionen beteiligt sind.

Aufgrund der laufenden Erfolgsmeldungen von den Börsen beginnen auch viele bislang seriöse Sparer sich für spekulativere Anlagen zu erwärmen. Da dies besonders die herkömmlichen Sparkassen durch Einlageverluste spüren, haben auch sie inzwischen diverse Fonds eingerichtet, um ihre Kunden im eigenen Haus zu halten. Mit diesen zunehmenden Verlagerungen von Bankersparnissen auf Börsengeschäfte wächst aber zwangsläufig die Nachfrage nach Aktien rascher als ihr Bestand. Damit aber übersteigen die Kurse eben so zwangsläufig jene Höhen, die bisher mit halbwegs realistischen Erwartungen

begründet wurden. Da außerdem alle Fonds versuchen auch die Spitzenwerte in ihre Bestände aufzunehmen, vor allem um mit den täglichen Erfolgsmeldungen von Dax oder Dow Jones mitzuhalten, werden deren sowieso bereits überzogenen Kurse noch zusätzlich angeheizt. Börsenkennner gehen davon aus, dass selbst unter optimistischen Ansätzen das Gros der Spitzenwerte um 50% über den noch vertretbaren Kurswerten liegt.

Inzwischen sprengen die steigenden Umsätze sogar die Börsen selbst. Von der mit ihnen verbundenen Vorstellung verschwitzter, aufgeregter Männer, die auf engstem Raum gestikulierend und schreiend durcheinanderrennen, muss man darum Abstand nehmen. Dieser sogenannte Parketthandel wird zunehmend durch millionenschwere Elektronik-Anlagen ersetzt, an denen weltweit Zehntausende von Händlern an Bildschirmen ihre Arbeit tun. So werden z.B. an der elektronischen Börse in New York, zu der insgesamt 5 Millionen Beteiligte direkten Zugang haben, inzwischen täglich bis zu einer Milliarde Aktien umgeschlagen, minütlich bis zu fünf Millionen. Damit ist das Potenzial dieser Einrichtung jedoch erst zur Hälfte ausgeschöpft, so dass die Umsätze sich noch verdoppeln können. Da man bis Ende 2000 sogar mit 14 Millionen Teilnehmern rechnet, vor allem über das Internet, soll die Kapazität der New Yorker Aktienbörse sogar auf 8 Mrd Aktienbewegungen täglich nachgerüstet werden. Mit welchen Gewinnerwartungen die Börse selbst an diese Nachrüstung geht, lässt sich an dem Aufwand von 500 Mio Dollar abmessen, der dafür vorgesehen ist.

Denkt man bei solchen Entwicklungen an die Aktienpakete des Vatikan oder daran dass in den USA die Gewerkschaften 10% der Aktien halten, wird die Gespaltenheit mancher Interessenlagen erkennbar. Denn bekanntlich lassen sich die höchsten Gewinne vor allem mit den Aktien jener Unternehmen machen, die mit Entlassungen von Arbeitskräften wie dem Umgang mit der Umwelt nicht allzu zimperlich sind.

## Welche Auswirkungen haben die Börsengeschäfte auf die Realwirtschaft?

Aufgrund der Schlagzeilen und seitenlangen Notierungen auf den Börsenseiten der Zeitungen wird die Bedeutung der Aktien für das Geschehen in der realen Wirtschaft vielfach überschätzt. In Wirklichkeit haben weder die extremen Anstiege noch die gelegentlichen Einbrüche der Kurse auf die Wirtschaftstätigkeit einen direkten Einfluss. Das heißt, kein Unternehmen wird in seiner Existenz oder Produktion direkt gefördert oder gefährdet, wenn der Wert der Anteilscheine an den Börsen in die Höhe schießt oder auf die Realität zurückfällt. Allenfalls Prestige und Werbekraft des Unternehmens werden von solchen Kursveränderungen beeinflusst, was sich über diesen Umweg mittelfristig natürlich auch auf die Auftragslage und die Geldbeschaffung auswirkt. Einen besonderen Einfluss haben Kursveränderungen natürlich auf die Höhe der Gewinne, die ein Unternehmen mit der Ausgabe neuer Aktien machen kann.

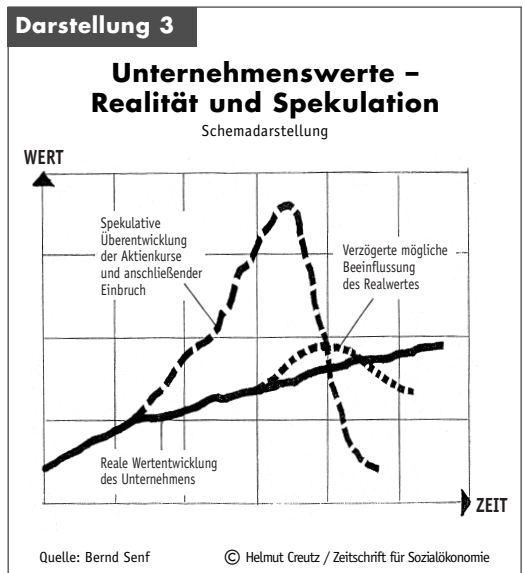
Kommt es zu Kurseinbrüchen auf den Aktienmärkten, dann wird damit aber nicht – wie manchmal selbst in Wirtschaftszeitungen zu lesen ist – realer Reichtum vernichtet und schon gar kein Geld. Denn Aktien sind kein Geld, noch nicht einmal ein Geldguthaben oder Schuldschein, mit dem man von irgendjemand Geld zurückfordern kann. Aktien bestätigen lediglich den Besitzanteil an einem Firmenvermögen, das sich im wesentlichen aus Grundstücken, Gebäuden, Maschinen, Lager- und Auftragsbeständen zusammensetzt. Diese aber werden mit Kurseinbrüchen in ihrem Umfang kaum verändert und schon gar nicht vernichtet. Vernichtet werden bei Kurseinbrüchen allenfalls Verkaufsgewinnerwartungen, die von den Spekulanten selbst in die Höhe getrieben wurden und mit deren Hilfe sie sich reich gerechnet haben. Das heißt, bei einem Börseneinbruch weicht im Grunde nur die Luft aus dem Kursballon, die man selbst vorher hineingeblasen hat.

Zustände kommen solche oft irrealen Kursanstiege wie -einbrüche häufig schon durch Vermutungen, Gerüchte oder Empfehlungen von An-

alysten. Der sich daraus ergebende Nachfrage- oder Verkaufsschub löst dann den angekündigten Kursveränderungen oft erst aus und diese wiederum einen sich verstärkenden Schneeballeffekt. Solchen Übertreibungen folgen dann irgendwann die Ernüchterungen und Gegenreaktionen. Diese fallen dann – vor allem bei Kurseinbrüchen – meist noch viel steiler aus als die vorhergegangenen Anstiege.

## Wie verlaufen solche Crashes?

Der in Berlin lehrende Wirtschaftswissenschaftler Bernd Senf hat diese Abläufe in seinem demnächst erscheinenden Buch "Die blinden Flecken der Ökonomie" in einem anschaulichen Schema dargestellt, das in der Darstellung 3 als Nachzeichnung wiedergegeben ist. Dieses für ein Einzelunternehmen aufgezeigte fiktive Entwicklungsschema gilt im Prinzip auch für das gesamte Börsengeschehen.



Dass es trotz der letztlich zum Ausgleich hinführenden Auf- und Abbewegungen an den Börsen insgesamt zu einem immer größeren Abheben von den Realentwicklungen kommt, hängt vor allem mit dem Wachstum der Geldvermögensbestände zusammen, die in die Aktien-



märkte drängen. Dieser Drang zur Börse wird durch die sinkenden und derzeit niedrigen Zinsen an den Rentenmärkten noch verstärkt. Das heißt, die Kurssteigerungen an den Börsen resultieren in erster Linie aus den überschießenden anlagesuchenden Geldvermögen, die im realen Sektor keine ausreichend lukrativen Renditen mehr finden.

Da die börsennotierten realen Anlageobjekte jedoch langsamer als die Geldvermögen zunehmen, kommt es durch die übermäßige Nachfrage zwangsläufig zu entsprechend überhöhten Kursen, die man – ähnlich wie bei der Bodenspekulation vor zehn Jahren in Japan – auch als eine begrenzte Inflationsentwicklung deuten kann.

Zu einer wirklichen Gefahr für die Gesamtwirtschaft können sich diese Überentwicklungen an den Börsen jedoch dann auswachsen, wenn – wie Ende der 20er Jahre des vergangenen Jahrhunderts – zuviele Spekulationsgeschäfte mit Krediten finanziert bzw. Aktienbestände nach ihren überhöhten Werten beliehen werden. Denn dann geraten bei einem großen Crash auch Banken in Schwierigkeiten, vor allem, wenn sie zusätzlich mit Kundeneinlagen auf eigene Rechnung Risikogeschäfte betreiben. Während die Banken, eingedenk der bitteren Erfahrungen aus den 20er Jahren, bis Anfang der 90er Jahre mit ihren Börsenkrediten noch recht vorsichtig waren, haben sie diese in den letzten Jahren fast verdoppelt<sup>4</sup>. Sicher spielt hier auch der Druck eine Rolle, der von den ständig steigenden Geldvermögen auf die Anlagen der Banken ausgeht. Ebenfalls der Rückfluss großer Bankmittel aus den Krisenstaaten, für die man neue Kreditnehmer suchen musste.

Welche Folgen diese spekulativen Geldeinsätze durch die Banken haben können, hat sich nicht nur in Japan gezeigt. Auch bei dem 1998 in die Zahlungsunfähigkeit geratenen Hedge-Fond LTCM stammte das Gros der Milliarden einlagen von Banken und Investmentfonds. Dass dieser Fond maßgebend von zwei Ökonomen gemanagt wurde, die ausgerechnet für Ihre Arbeiten über Finanzmarktfragen den Nobelpreis erhalten hatten, nämlich Robert Merton und Myron Scholes, macht die Sache fast makaber.

Durch die weiter wachsenden Geldvermögen in der Welt werden die Banken auch zu immer risikoreicheren und kurzzeitigeren Kreditvergaben bei ihren Normalgeschäften gezwungen, was gesamten die Crashgefahren zusätzlich erhöht. Auch die großen Krisen der letzten Jahre, von Mexiko über die Tigerstaaten bis Russland und Brasilien, waren nicht börsenbedingt, sondern hingen vor allem mit dem Rückzug kurzfristig gewährter Großkredite zusammen, also letztlich mit der Verschuldungslawine in der Welt, in die alle Banken zwangsläufig eingeflochten sind. Die zunehmenden und inzwischen grenzüberschreitenden Bankzusammenschlüsse sind darum weniger ein Zeichen zunehmender Stärke, als vielmehr des Versuchs, sich vor den Risiken der Kreditausfallgefahren zu schützen. Dass aber auch diese Zusammenschlüsse die Banken nicht vor dem Bankrott bewahren können, haben wir in den letzten Jahren in Japan erleben müssen. Hätte man die Banken nicht auf Kosten der Steuerzahler mit dreistelligen Milliardenbeträgen gestützt, wäre es möglicherweise zu jenem GAU gekommen, den inzwischen selbst der wohl weltgrößte Spekulant George Soros befürchtet. Vor dem Hintergrund der Überschuldung der Staaten werden aber auch solche Rettungsaktionen wie in Japan zukünftig wohl immer fraglicher. Außerdem ist es mehr als fragwürdig, ob man den Normalbürgern auch noch die Verluste aus Geschäften auflasten kann, an deren Gewinne sie kaum oder gar nicht beteiligt waren.

Es genügt also nicht, das Geschehen an den Börsen und die sich dort abzeichnenden Gefahren isoliert zu betrachten. Vielmehr kommen wir nicht daran vorbei, uns auch mit den Hintergründen dieses Geschehens zu befassen, die letztlich mit dem übermäßigen Wachstum der Geldvermögen zusammenhängen und damit mit deren "Selbstalimentation", die von einer über den Wachstumsraten der Wirtschaft liegenden Zinsniveau zwangsläufig ausgeht.

### Anmerkungen:

- 1 CDU-Vorstandsmitglied, Aachener Nachrichten 20. April 1998
- 2 errechnet aus den Jahresabschlusszahlen der Telekom 1997
- 3 DER SPIEGEL, Solide Werte suchen, Ausgabe 41/99
- 4 wie Anm. 3.

Norman Ehrentreich:

## **Die Nullschranke nominaler Zinsen als geldpolitische Restriktion in der wissenschaftlichen Diskussion**

Für lange Zeit wurde die Existenz von Liquiditätsfallen als ökonomisches Kuriosum ohne praktische Bedeutung angesehen. Nachdem aber seit den 80er Jahren in den meisten Industrieländern ein Trend hin zur relativen Preisstabilität beobachtbar ist und in Japan sogar seit einiger Zeit Deflationsängste umgehen, rückte ein längst vergessen geglaubtes Problem wieder in den Blickpunkt von Ökonomen und Zentralbanken: Welche Instrumente stehen zur Verfügung um in einer Zeit niedriger Inflationsraten Liquiditätsfallen zu verhindern, oder, falls die Wirtschaft schon in einer solchen gefangen sein sollte, daraus wieder hinaus zu gelangen? Dass im Verlaufe dieser Diskussion von einigen englischsprachigen Autoren die Vorschläge Gesells aufgegriffen und weiterentwickelt wurden, erinnert an ein Zitat des kürzlich verstorbenen Nürnberger Professors Oswald Hahn (1980: 212), der schreibt: "Es ist nicht auszuschließen, dass über eine us-amerikanische verfasserbedingte Innovation die Theorie des Schwundgeldes dort eine Auferstehung erfährt und von dort aus begeisterte Aufnahme in Europa findet."

Diese Vision Hahns scheint mit den kürzlich erschienenen Arbeiten von Buitter und Panigirtzoglou (1999) sowie Goodfriend (1999) zumindest teilweise in Erfüllung zu gehen. Damit das Echo in Europa nicht ungehört verhallt, sollen mit dem vorliegenden Artikel deren wesentlichste Gedanken in diesem Artikel kurz dargestellt und diskutiert werden.

### **Die Nullschranke der Nominalzinsen – Wo liegt das Problem?**

Obwohl schon seit mehr als 100 Jahren bekannt, scheint es erst wieder vor kurzem in das Bewusstsein einiger Ökonomen gekommen zu

sein, dass die Geldpolitik einer Beschränkung unterliegt, die vielleicht mehr als nur hypothetisch ist. Die Arbeiten von Buitter und Panigirtzoglou sowie von Goodfriend reihen sich in eine Vielzahl von Untersuchungen, die seit Anfang der 90er Jahre versuchen das Problem der unteren Schranke der Nominalzinsen (zero bound on nominal interest rates) zu lösen.<sup>1</sup>

Die anschaulichste Darstellung, warum in einer Geldwirtschaft die Nominalzinsen nicht negativ werden können, liefert Gesell (1920: 319–324) mit seiner Robinsonade, von der Keynes (1936: 301) behauptet, dass sie eine "ganz ausgezeichnete wirtschaftliche Parabel" sei, "so gut wie nur irgend etwas dieser Art, was geschrieben wurde."<sup>2</sup> Ungläubig und erstaunt willigt Robinson ein, seine aufgesparten Korn- und Kleidervorräte einem auf seiner Insel gestrandeten Fremden zinslos zu überlassen. Ratten, Motten und Rost brachen seine kapitalistische Kraft, Zins zu verlangen. In einer Geldwirtschaft würde jedoch der Geldkapitalist dem Fremden die Tür zu seinem Geldschrank vor der Nase zuschlagen, sollte dieser sich weigern, einen Zins zu zahlen.

Auch Irving Fisher (1896 und 1930) hat schon erkannt, dass der Eigenzins eines Gutes, das ohne Verlust über längere Zeiträume gelagert werden kann, niemals unter Null fallen kann. Geld stellt die idealtypische Verkörperung eines solchen Gutes dar. Wollen die Wirtschaftssubjekte Vermögen über die Zeit transformieren und haben sie die Auswahl zwischen zwei verschiedenen Wertstandards, dann werden sie denjenigen wählen, der sich im Zeitablauf am wenigsten entwertet (oder gar aufwertet).<sup>3</sup> Statt Geld gegen Wertpapiere mit negativen Zinsen zu verleihen, ziehen es die Individuen somit lieber vor, Geld zu horten. Die produktionstechnisch bedingte Wertbeständigkeit des Geldes zwingt

der Wirtschaft eine Nullschränke der nominalen Zinssätze auf.

Goodfriend (1999) und auch Buiter und Panigirtzoglou (1999) weisen jedoch darauf hin, dass im Verlaufe des Konjunkturzyklusses negative Realzinsen notwendig sein können, um der Wirtschaft aus einer Rezession herauszuhelfen. "Um die aggregierte Nachfrage beeinflussen zu können, ist es für die Geldbehörden notwendig, über die Veränderung der Nominalzinsen die Realzinsen zu beeinflussen." Wenn dann die Nominalzinsen schon an der unteren Grenze fixiert sind, z.B. weil sich die Wirtschaft in einer typischen Liquiditätsfalle befindet, dann existiert kein weiterer Hebel, um die Realzinsen zu beeinflussen. Jegliche Geldmengenerhöhung würde sofort in die Kassenhaltung fließen, ohne nachfragewirksam zu sein. Die Effektivität der Geldpolitik ist stark eingeschränkt.

### Wie wahrscheinlich sind Liquiditätsfallen?

Die tiefe Rezession der japanischen Wirtschaft mit Geldmarktzinsen nahe Null führte dazu, dass prominente Ökonomen wie z.B. Paul Krugman (1998a und 1998b) oder McKinnon und Ohno (1997) die Meinung vertreten, dass sich Japan in einer typischen Liquiditätsfalle befindet.<sup>4</sup>

Buiter und Panigirtzoglou (1999), beide Mitarbeiter der Bank of England, untersuchten in ihrer Studie zunächst die Wahrscheinlichkeit einer Liquiditätsfalle für Großbritannien. Im Gegensatz zu Inflationsraten, die auf höherem Niveau auch stärker schwankten, konnten sie eine solche Beziehung zwischen der Höhe der Nominalzinsen und deren Schwankungsbreiten nicht eindeutig nachweisen. Schwanken die Nominalzinsen auch auf niedrigem Niveau stark, ist es nicht auszuschließen, dass bei einer auf Preisniveaustabilität ausgerichteten Geldpolitik die Nullschränke der Nominalzinsen eine effektive Beschränkung der Geldpolitik auch in Großbritannien darstellen könnte.<sup>5</sup>

Auf theoretischer Ebene zeigten z.B. Fuhrer und Madigan (1997), dass in ihrem Modell die Nullschränke der Nominalzinsen tatsächlich des öfteren erreicht wird. Die theoretischen und

empirischen Ergebnisse legen es daher nahe, nach Politikoptionen zu suchen, die Liquiditätsfallen verhindern helfen oder mit denen es möglich sein sollte, aus diesen wieder herauszugelangen.

### Wirtschaftspolitik in der Liquiditätsfalle – traditionelle Ansätze

Goodfriend diskutiert zu Beginn seiner Arbeit hierzu einige Vorschläge anderer Autoren. Von diesen sei an dieser Stelle nur der wohl offensichtlichste Vorschlag der Verfolgung einer genügend hohen Inflationsrate durch die Zentralbank näher diskutiert.<sup>6</sup> Dies würde genügend Spielraum für die nominalen Zinsen nach unten schaffen, so dass negative Realzinsen erzielt werden können.<sup>7</sup> Mit diesem Vorschlag belebte Summers (1991) die Diskussion um die Nullschränke der nominalen Zinssätze wieder. Auch Krugman (1998b) ist ein prominenter Vertreter dieser These.<sup>8</sup> Goodfriend verwirft diesen Ansatz jedoch aus mehreren Gründen: Um Liquiditätsfallen mit Sicherheit ausschließen zu können, müsste eine relativ hohe Inflationsrate angepeilt werden. Die Kosten für diese Politik sind jedoch nicht notwendigerweise geringer als die Kosten, die mit einer Liquiditätsfalle verbunden sind, zudem letztere allenfalls gelegentlich anfallen würden. Ein ganz erheblicher Schwachpunkt in der Argumentation ist das Fehlen eines wie auch immer gearteten monetären Transmissionsmechanismus in den realen Sektor. Goodfriend verweist zu Recht darauf, dass eine Zentralbank, die die Macht haben sollte, in einer Liquiditätsfalle Inflation und Inflationserwartungen zu schüren, auch die Macht haben sollte, die aggregierte Nachfrage direkt zu stimulieren. Inflation kann schließlich nur dann auftreten, wenn die monetär bewertete aggregierte Nachfrage größer als das Güterangebot ist. Wie sollen in einer Liquiditätsfalle Inflationserwartungen geschürt werden, wenn das konstituierende Merkmal einer solchen ist, dass jede zusätzliche Geldmengenerhöhung in die Kassenhaltung wandert und nicht nachfragewirksam wird? Der monetäre Transmissionsmechanismus in den

realen Sektor ist schließlich gestört. Auch die Freiwirtschaft sollte sich in ihrer Argumentation bewusst sein, dass das gleichzeitige Vorliegen positiver Inflationsraten und eines keynesianischen Unterbeschäftigungsgleichgewichtes in einer Liquiditätsfalle nicht möglich ist.

Es bleibt festzuhalten, dass relativ hohe Inflationsraten zwar ein Instrument sein können, Liquiditätsfallen unter hohen, ständig anfallenden Kosten zu vermeiden, dass sie jedoch völlig ungeeignet sind, aus einer solchen wieder zu entkommen.<sup>9</sup>

### Die Durchhaltesteuer als Gegenentwurf

Betrachtet man die Nullschränke der Nominalzinsen als unabdingbar und technologisch gegeben, dann ist das geldpolitische Instrumentarium an dieser Stelle weitgehend ausgeschöpft, um negative Realzinsen erzielen zu können. Tatsächlich ist aber die Nullschränke der Nominalzinsen heute das Ergebnis einer Entscheidung der Regierung, die nominalen Zinsen auf Münzen und Banknoten auf Null zu setzen und nicht auf irgendein anderes, positives oder negatives Niveau.<sup>10</sup>

Buiter und Panigirtzoglou wiesen darauf hin, dass im Wesentlichen zwei Gründe für einen Nullzins auf Geld verantwortlich sind: Zum einen der Wunsch nach Seigniorage-Einnahmen durch den Staat und zum anderen die praktischen Schwierigkeiten eines von Null verschiedenen Zinses. Einerseits würden negative Zinsen auf staatlich ausgegebene Zahlungsmittel die Seigniorage-Einnahmen des Staates erhöhen. Da aber Geld rechtlich gesehen eine vom Staat ausgegebene Inhaberschuldverschreibung<sup>11</sup> darstellt, bei dem der Inhaber zwar die Identität des Schuldners (Staat) kennt, seine Identität dem Schuldner aber unbekannt ist, bestehen praktische Schwierigkeiten, den Inhaber der Banknote zu Zinszahlungen an den Staat zu zwingen. Bei positiven Zinszahlungen auf den Banknotenbesitz könnte man darauf vertrauen, dass der Inhaber seinen Anspruch geltend machen würde und die Zinszahlung vom Staat einfordert.<sup>12</sup> Umgekehrt ist es unwahrscheinlich, dass der

Inhaber seine Identität enthüllt und die Zinszahlung leistet.

Daher, so Buiter und Panigirtzoglou, wäre es notwendig, die Banknoten als gültig oder ungültig zu kennzeichnen und einem regelmäßigen Umtausch zu unterwerfen. Um zu verhindern, dass ein gültiger, d.h. Banknoten mit überfälliger Zinszahlung zirkulieren, schlagen sie vor, dass nach Ablauf der "Gesell-Periode" am sogenannten "Gesell-Tag" das nicht umgetauschte "Gesell-Geld" seine Eigenschaft als gesetzliches Zahlungsmittel verliert und bei Androhung der Konfiskation durch den Staat völlig entwertet wird. Die Umtauschrelation zwischen altem und neuem "Gesell-Geld" würde den jeweiligen Steuersatz bestimmen.

Goodfriend wendet an dieser Stelle jedoch ein, dass es durch den technischen Fortschritt möglich ist, weniger drastische Methoden der Bargeld-Besteuerung anzuwenden. Auf einem implementierten Magnetstreifen könnte sichtbar angebracht sein, wann die betreffende Banknote das letzte Mal aus dem Bankensystem entnommen wurde. Bei Einzahlung auf ein Konto würde die jeweilige Durchhaltesteuer einfach abgezogen werden. Da die durchschnittliche Umlaufzeit einer Banknote in den USA ca. 2 Wochen beträgt, würde eine jährliche Durchhaltesteuer von 5% lediglich zu einem Abzug von winzigen 0.1% pro Einzahlungsvorgang führen. Bei der übergroßen Mehrzahl der umlaufenden Banknoten würden die Nutzer die Durchhaltesteuer wahrscheinlich vernachlässigen. Indiz hierfür ist, dass in der Vergangenheit die Individuen auch bei erheblich größerem Wertverlust durch die Inflationssteuer weiterhin Geld als Zahlungsmittel benutzt haben.

Problematisch an der Durchhaltesteuer könnten zwei Aspekte sein: Zum einen werden Händler die meisten Einzahlungen in das Bankensystem vornehmen und hätten somit die Aufgabe, die Durchhaltesteuern von den Kunden einzutreiben. Zum anderen ist die Durchhaltesteuer eine regressive Steuer.<sup>13</sup> Daher wäre es denkbar, dass in der Jahressteuererklärung z.B. ein Freibetrag geltend gemacht werden könnte, von dem die Durchhaltesteuer z.B. rückerstattet werden könnte.

Beide Vorschläge sind schon des öfteren in der Freiwirtschaft diskutiert worden. Konzeptionell erinnert der Vorschlag von Buiter und Panigirtzoglou an mittelalterliche Münzverrufe bzw. an Stempel- oder Seriengeld. Goodfriends Vorschlag dagegen ähnelt eher dem auf Johannsen zurückgehenden Tabellengeld.<sup>14</sup> Moderne Zahlungssysteme wie die POS-Terminals oder Chipkarten machen dieses Verfahren heute zudem viel bequemer.

Eine ausführliche Darstellung der Vor- und Nachteile verschiedener Verfahren der Bargeldbesteuerung findet man z.B. bei Löhr und Jenetzky (1996). Anhand mehrerer Kriterien wie z.B. Gleichmäßigkeit der Besteuerung, Bequemlichkeit oder Vorhersehbarkeit und Berechenbarkeit versuchen Löhr und Jenetzky, die Vor- und Nachteile, d.h. Kosten, unterschiedlicher Verfahren abzuschätzen. Das in Schwanenkirchen und Wörgl angewendete Stempelgeldverfahren findet dabei weniger ihre Zustimmung. Ihr Favorit unter den diskutierten ist das Tabellengeld-Verfahren, dem der Vorschlag Goodfriends am ähnlichsten ist.

Wenn auch beide Artikel praktische Vorschläge zur Implementierung einer Durchhaltesteuer auf Geld diskutieren, so liegt ihr Schwerpunkt doch auf unterschiedlichen Gebieten. Buiter und Panigirtzoglou untersuchen im zweiten Teil ihrer Arbeit auf theoretischer Ebene die dynamischen Eigenschaften einer Modellwirtschaft, die in einer Liquiditätsfalle gefangen ist. Einmal in der Liquiditätsfalle gefangen, gibt es nur zwei Optionen. Man könne zum einen auf einem positiven Nachfrageschock warten oder andererseits die untere Schranke der Nominalzinsen durch die Einführung von Gesell-Geld absenken. Eine ausführliche Darstellung des Modells würde den Rahmen dieser Arbeit sprengen.

### **Instrumentenmix in einer Liquiditätsfalle**

Marvin Goodfriend, der Senior Vice President der Federal Reserve Bank of Richmond und Politikberater ist, hat durch seine praktische und wissenschaftliche Tätigkeit im amerikanischen Notenbanksystem zahlreiche Erfahrung mit der

Durchführung der Geldpolitik. Es ist daher wenig verwunderlich, dass er in seinem Artikel sehr detailliert die geldpolitischen Instrumente der Notenbank beschreibt und wie die monetären Impulse in der Wirtschaft wirken.

Er schlägt einen Mix dreier Politikinstrumente vor, mit denen man in jedem Fall aus einer Liquiditätsfalle entkommen könnte: Eine Durchhaltesteuer im Sinne von Gesell (carry tax on money), verbunden mit Offenmarktkäufen langfristiger Wertpapiere sowie Geldtransfers durch die Zentralbank.

Goodfriend betont, dass das Überwinden der Nullschränke der Nominalzinsen in jedem Fall mit Kosten verbunden ist. Im Vergleich zu den oben diskutierten Optionen geht er aber davon aus, dass die Kosten seines Vorschlages geringer ausfallen würden und das gewünschte Ziel, d.h. Vermeidung bzw. Entkommen aus der Liquiditätsfalle, mit Sicherheit erreicht wird.

Er zeigt zunächst, dass die Zentralbank mittels einer Gebühr auf die Bankreserven der Geschäftsbanken tatsächlich die kurzfristigen Nominalzinsen in der gesamten Wirtschaft gegen die physikalischen Haltekosten von Bargeld absenken kann, aber nicht tiefer. Leicht negative Geldmarktzinsen sind somit möglich, wie es z.B. auch vorübergehend in Japan der Fall war. Sind dann die Nominalzinsen noch immer zu hoch, muss auch eine Haltegebühr auf das Bargeld erhoben werden. Durch ein System, das Durchhaltesteuern auf Bankreserven und Bargeld ermöglicht, würde die Nullschränke der nominalen Zinssätze als technologische Beschränkung der Geldpolitik aufhören zu existieren. Die untere Zinsgrenze ist ein Politikparameter geworden, der bei Bedarf durch die Zentralbank verändert werden kann.

Das zinsorientierte Instrument der Durchhaltesteuer muss nun noch um quantitative Geldpolitik erweitert werden. Goodfriend schlägt an dieser Stelle Offenmarktkäufe langfristiger Wertpapiere vor, d.h. die Notenbank solle am Kapitalmarkt tätig werden und den langfristigen Kapitalmarktzins direkt nach unten ziehen.

## Monetäre Transmissionsmechanismen in der Liquiditätsfalle

Die Transmission eines expansiven monetären Impulses, wenn sich die Geldmarktzinsen an der unteren Schranke befinden, beschreibt Goodfriend als Kombination des Kreditkostenmechanismus sowie der monetaristischen Theorie der relativen Preise von Milton Friedman (1969) oder Meltzer (1995).

Auch Löhr und Jenetzky (1996) haben schon darauf hingewiesen, dass ohne eine Durchhaltesteuer für Bargeld und Sichtguthaben die Eigenzinssätze monetärer Aktiva ab einem bestimmten Niveau langsamer fallen als die Eigenzinssätze der verzinslichen Finanz- und Realaktiva. Ein Ausgleich der Nutzenerträge der im Portfolio gehaltenen Aktiva ist nicht mehr möglich. Ab diesem Punkt ist der monetäre Transmissionsmechanismus in den realen Sektor der Wirtschaft gestört. Mit einer Durchhaltesteuer auf Bargeld und Sichtguthaben kann ein Ausgleich der Nettonutzenerträge, d.h. der Eigenzinssätze, bei jedem Zinsniveau sichergestellt werden.

Der Transmissionsmechanismus über den Kreditkostenkanal profitiert vom Sinken der sogenannten externen Finanzierungsprämie (external finance premium). Darunter sind die Kosten zu verstehen, die den Wirtschaftssubjekten entstehen, wenn sie liquide Mittel am Kapitalmarkt durch Verpfändung von Vermögensgegenständen aufnehmen. Asymmetrische Information zwischen Kreditgeber und -nehmer führt dazu, dass diese Sicherheiten einen mehr oder weniger hohen Preisabschlag hinnehmen müssen. Befinden sich die Geldmarktzinsen an der unteren Schranke, dann ist dieser Preisabschlag für langfristige Wertpapiere besonders hoch. Die Wirtschaftssubjekte erwarten aufgrund des Zinsänderungsrisikos nach oben Kursverluste bei langfristigen Wertpapieren.

Es liegt nun in der Hand der Zentralbank, durch die Injektion liquider Mittel diese externe Finanzierungsprämie zu verringern. Indem sie langfristige Wertpapiere ankauft, steigen deren Kurse, d.h. sie sind besser als Sicherheiten für Kredite verwendbar. Die Kreditfinanzierung durch Banken steigt, es wird mehr investiert und die

verbesserten Zukunftsaussichten erhöhen auch den Konsum. Über Multiplikatoreffekte kann die Wirtschaft aus einer Liquiditätsfalle entkommen.

Goodfriend betont, dass ein Ankauf kurzfristiger Wertpapiere keine realen Wirkungen hervorrufen wird, wenn die kurzfristigen Zinsen schon an der unteren Schranke der Nominalzinsen angekommen sind. Die Wirtschaft ist mit Liquidität im engen Sinne gesättigt, d.h. es kann keine weitere Transaktionszeit durch die Verwendung eines allgemeinen Tauschmittels eingespart werden. Die Wirtschaftssubjekte würden ohnehin schon liquide kurzfristige Wertpapiere nur gegen Geld substituieren, ohne einen Einfluss auf die aggregierte Nachfrage auszuüben.

Wird in einer Liquiditätsfalle Liquidität im weiten Sinne zugeführt, verringert sich die externe Finanzierungsprämie. Durch den Ankauf langfristiger Wertpapiere würde das Kursverlustrisiko aber auf die Zentralbank übergehen. Goodfriend weist an dieser Stelle darauf hin, dass die Notenbank die fiskalische Unterstützung durch den Staat benötigt, der genügend langfristige Wertpapiere in Umlauf bringen muss, d.h. sich verschulden muss. Aufgrund dieser Bedenken hat die Notenbank ihre Geldpolitik i.d.R. bisher nur mit kurzfristigen Instrumenten durchgeführt. Daher dürfte dieser Vorschlag Goodfriends genauso viel Widerspruch hervorrufen wie das Instrument einer Durchhaltesteuer auf Geld.

## Zusammenfassung und Diskussion der Durchhaltesteuer auf Geld

Der Vorschlag Goodfriends einer Durchhaltesteuer auf Geld stieß zwar auf Interesse, zunächst aber weitgehend auf Ablehnung.<sup>15</sup> Es bleibt zu hoffen, dass spätestens mit der bevorstehenden Veröffentlichung seines Artikels im *Journal of Money, Credit, and Banking* eine tiefergehende Beschäftigung der akademischen Welt mit dem Gesell'schen Schwundgeld einsetzen wird.

Der Freiwirtschaft zeigen die Arbeiten von Buiter und Panigirtzoglou sowie von Goodfriend auf, welche Punkte in ihrer Argumentation stärker herausgearbeitet werden müssen. Der Vorschlag einer Durchhaltesteuer auf Geld mag

zwar zukünftig an Akzeptanz gewinnen, sofern sich eine Volkswirtschaft in einer Liquiditätsfalle befindet oder in eine solche zu gelangen droht, nach freiwirtschaftlichem Verständnis sollte diese aber nicht nur gelegentlich angewendet werden. Goodfriend weist ausdrücklich auf den temporären Charakter der Durchhaltesteuer hin, für ihn ein wesentlicher Vorteil gegenüber ständig positiven Inflationsraten. Im Gegenteil, wenn sich die Wirtschaft weit entfernt von einer Liquiditätsfalle befindet, könnten mit einem einmal installierten Entwertungssystem natürlich auch positive Zinsen auf die Geldhaltung gewährt werden und so einige durch die Geldbesteuerung hervorgerufenen Verzerrungen wieder kompensieren.<sup>16</sup>

Aus der Untersuchung von Buiter und Panigirtzoglou ist dagegen nicht eindeutig zu entnehmen, ob sie die Durchhaltesteuer lediglich als temporäres oder als ständiges Politikinstrument befürworten. Da sie explizit auf deren präventiven Charakter verweisen, erscheint mir letzteres durchaus möglich. In jedem Fall erachten sie wie Goodfriend lediglich die praktische Beschränkung der Geldpolitik durch die untere Beschränkung der Nominalzinsen als problematisch. Da sowohl Goodfriend als auch Buiter und Panigirtzoglou in einer Notenbank arbeiten, überrascht dieser Fokus kaum.

Der Einsatz einer Durchhaltesteuer oder Umlaufgebühr in Situationen weit entfernt von einer Liquiditätsfalle ist bei keinem der beiden Vorschläge diskutiert worden. Die Freiwirtschaft geht davon aus, dass durch die Liquiditätspräferenz der Individuen die Nominalzinsen tendenziell nach oben verzerrt sind. Die Folge sind allokativen und distributiven Verzerrungen einer nicht neutralen Liquidität. Eine genauere Analyse dieser Zusammenhänge sollte demnächst auf der Agenda der Freiwirtschaft stehen.<sup>17</sup>

## Literaturverzeichnis:

- Bernanke, B.S. und Gertler, M. (1995): "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission." in: *Journal of Economic Perspectives* 9(4), S. 27-48.

- Bryant, J. und Wallace, N. (1979): "The Inefficiency of Non-Interest Bearing National Debt." in: *Journal of Political Economy* 87(April), S. 365-382.
- Buiter, W. H. und Panigirtzoglou, N. (1999): "Liquidity Traps: How to Avoid Them and How to Escape Them?" NBER working paper 7245, <http://www.nber.org/papers/w7245>.
- Cowen, T. und Kroszner, R. (1994) "Explorations in the New Monetary Economics." Cambridge/Mass.: Blackwell.
- Fisher, Irving (1896): "Appreciation and Interest.", in: *Publications of the American Economic Association*, Vol. XI, New York: Macmillan.
- Fisher, Irving (1930): "The Theory of Interest." New York: Macmillan.
- Friedman, M. (1969): "The Optimum Quantity of Money and other Essays." Chicago: Aldine
- Fuhrer, J.C. und Madigan, B.F. (1997): "Monetary Policy When Interest Rates Are Bounded at Zero." in: *Review of Economics and Statistics* 79, S. 573-585.
- Gesell, S. (1920): "Gesammelte Werke", Bd. 11, "Die natürliche Wirtschaftsordnung durch Freiland und Freigeld." Lütjensburg: [Fach]verlag für Sozialökonomie.
- Goodfriend, M. (1999): "Overcoming the Zero Bound on Interest Rate Policy." Vortrag, gehalten auf der "Federal Reserve Conference on Monetary Policy in a Low Inflation Environment" am 20. Oktober 1999 in Boston. Demnächst in *Journal of Money, Credit, and Banking*.
- Hahn, Oswald (1980): "In Memoriam: Silvio Gesell.", in: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen* 33(6), S. 211-212.
- Hondroyannis, G., Swamy, P.A.V.B. und Tavlas, G.S. (2000): "Is the Japanese Economy in a Liquidity Trap?" in: *Economic Letters* 66(1), S. 17-23.
- Johannsen, N. (1913): "Die Steuer der Zukunft und ihre Einwirkung auf geschäftliche Depressionen und volkswirtschaftliche Verhältnisse." Berlin: Puttkammer & Mühlbrecht.
- Keynes, J.M. (1936): "Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes." Berlin: Duncker & Humblot.
- Krugman, P. (1998a): "It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap.", in: *Brookings Papers on Economic Activity* 2, S. 137-187.
- Krugman, P. (1998b): "Further Notes on Japan's Liquidity Trap.", mimeo, Juni, <http://web.mit.edu/krugman/www/liquid.html>
- Löhr, D. und Jenetzky, J. (1996): "Neutrale Liquidität: Zur Theorie und praktischen Umsetzung." Frankfurt/M.: Peter Lang.
- McCullagh, D. (1999): "Cash and the 'Carry Tax'." in: *Wired Digital Inc.*, *Wired News* vom 27. Oktober 1999, <http://www.wired.com/news/print/0,1294,32121,00.html>
- McKinnon, R. und Ohno, K. (1997): "Dollar and Yen: Resolving Economic Conflicts between the United States and Japan.", Cambridge/Mass: MIT Press.
- Meltzer, A.H. (1995): "Monetary Credit and (Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective.", in: *Journal of Economic Perspectives* 9(4), S. 49-72.
- North, M. (1994): "Das Geld und seine Geschichte: Vom Mittelalter bis zur Gegenwart.", München: Beck.
- Suhr, D. und Godschalk, H. (1986): "Optimale Liquidität: Eine liquiditätstheoretische Analyse und ein kreditwirtschaftliches Wettbewerbskonzept." Frankfurt/M.: Knapp.
- Summers, L. (1996): "Commentary: Why Are Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability?" in: *Achieving Price Stability*, S. 35-43, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Wolman, A.L. (1998): "Staggered Price Setting and the Zero Bound on Nominal Interest Rates." in: *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly* 84(4), <http://www.rich.frb.org/eq/pdfs/fall1998/wolman.pdf>

## Anmerkungen:

- 1 Für eine kurze Darstellung der bisherigen Diskussion siehe vor allem Wolman (1998) oder auch Goodfriend (1999).
  - 2 Die Parabel ist u.a. zu erreichen unter der Webadresse <http://www.systemfehler.de/robinson.htm>.
  - 3 Die Differenz zwischen den beiden Wertveränderungsraten entspricht ihrer Auf- bzw. Abwertung. Sinkt in einer Geldwirtschaft z.B. die Kaufkraft des Zahlungsmittels, d.h. das Preisniveau steigt, dann entspricht die Inflationsrate  $\pi$  der Abwertungsrate des Zahlungsmittels gegenüber den Waren.
  - 4 Diese Auffassung ist aber auch nicht unumstritten. Hondroyannis, Swamy und Tavlas (2000) lehnen dies z.B. in einer kürzlich erschienenen Studie ab.
  - 5 Im Euro-Währungsgebiet mit Geldmarktzinsen von etwa 3,5 % und einer Inflationsrate von etwas über einem Prozent ist die "Gefahr" einer Liquiditätsfalle sogar größer als derzeit in Großbritannien, wo die Nominalzinsen derzeit ca. 5,5 % betragen.
  - 6 Goodfriend diskutiert noch einen Vorschlag von McCallum (1998), der eine am realen Wechselkurs orientierte Politik vor schlägt oder auch den von Clouse et al. (1999), u.a. dass die Zentralbank zinsvergünstigte Kredite direkt an den privaten Sektor vergeben sollte.
  - 7 Entsprechend der Fisher-Gleichung  $i = r + \pi$  mit  $i$  als Nominalzinsen,  $r$  als Realzinsen und  $\pi$  als (erwarteter) Inflationsrate ist es offensichtlich, dass  $\pi > i$  gelten muss damit negative Realzinsen unter der Bedingung  $i \geq 0$  möglich sind.
  - 8 "What is needed is a credible commitment to future monetary expansion, so as to generate expectations of inflation." Vgl. Krugman (1998b).
  - 9 Buiter und Panigirtzoglou (1999) drücken dies etwas anschaulicher aus. "Das Anstreben einer positiven Inflationsrate nachdem man erst einmal in einer Liquiditätsfalle gefangen ist, ist wie der Versuch Zahnpasta in eine Tube zurückzudrücken." (Übers. des Autors).
  - 10 Ein zinstragendes Papiergeld wurde z.B. schon 1759 von Jeremy Bentham vorgeschlagen, der mit seinem Vorschlag die Ideen Friedman's (1969) oder der Legal Restriction Theory von Bryant und Wallace (1979) vorwegnahm – Vgl. hierzu z.B. Cowen und Kroszner (1994: 97–109). Negative Zinsen auf die Geldhaltung waren dagegen im Mittelalter zur Zeit der Münzverfälschung Realität – Vgl. hierzu North (1994: 14,45).
  - 11 Bei einem Inhaberpapier ist der bloße Besitz ausreichend um seine Ansprüche daraus geltend machen zu können. Eine Registrierung wie z. B. bei Namensaktien ist nicht notwendig.
- Es wird einfach angenommen dass der Besitzer auch der Eigentümer ist. Ist der Emittent des Inhaberpapiers bekannt und kreditwürdig, so sind diese möglicherweise ebenso liquide wie Geld.
- 12 Vorausgesetzt, die damit verbundenen Kosten sind geringer als die zu erwartende Zinszahlung. Das ungünstige Nutzen-Aufwand Verhältnis war bisher das Hauptargument warum zinstragende Zahlungsmittel abgelehnt wurden.
  - 13 Bei einer regressiven Steuer sinkt der Durchschnittssteuersatz mit steigendem Einkommen, d.h. untere Einkommensgruppen werden relativ stärker belastet als höhere. Die meisten indirekten Steuern wie Umsatz-, Verbrauch- und Verkehrsteuern wie z. B. die Ökosteuer sind zumeist regressiv.
  - 14 Nach dem Vorschlag Johannsens wird die aktuelle Kaufkraft der eingereichten Banknote beim Händler anhand einer Tabelle ermittelt. Obwohl Johannsen in der Hortbarkeit des Geldes den wesentlichen Grund für Depressionen sieht und die keynesianische Konjunkturtheorie schon fast vorwegnimmt – er spricht sogar schon vom multiplizierenden Prinzip –, ist seine Intention von der Gesell's verschieden. Nach seinem Vorschlag sollte sich der Staat ausschließlich über die Geldsteuer finanzieren und er strebte daher einen außergewöhnlich hohen wöchentlichen Steuersatz von einem Prozent an. Über die mageren Steuererträge des Gesell'schen Schwundgeldes amüsiert sich Johannsen lediglich (1913: 209–214).
  - 15 Neben einigen oberflächlichen Einwendungen sei hier lediglich George Selgin erwähnt, ein renommierter Professor der University of Georgia, der sich als Befürworter eines Free Banking Systems einen Namen gemacht hat: "Dieser Vorschlag geht darüber hinaus Banken für ihre Reservehaltung zu besteuern. Das Publikum wird besteuert weil es Geld zu lange behält. Das ist eine noch viel verrücktere Idee! ... Ich denke dass es eine sehr gefährliche Lösung ist für ein möglicherweise völlig hypothetisches Problem." (McCullagh 1999, Übers. des Autors).
  - 16 Goodfriend wurde in diesem Zusammenhang auch kritisiert. "Die Idee, dass man mit einer Steuer die Übel korrigieren kann die man vorher verursacht hat, ist einfach lächerlich!" sagte Ron Paul, Mitglied im House Banking committee des Repräsentantenhauses und eifriger Verfechter der freien Marktwirtschaft (McCullagh 1999, Übers. des Autors). Seine Äußerung erkennen lässt erkennen, dass ihm auch das Konzept von Pigou-Steuern fremd sein muss.
  - 17 Eine ausführliche Darstellung der Wohlfahrtseffekte nichtneutraler Liquidität findet man in Suhr und Godschalk (1986: 90–115).

### Willem Buiter und Nikolaos Panigirtzoglou über das Gesell-Geld

"Unser Artikel greift den Vorschlag von Gesell auf, die Geldhaltung mit einem negativen Zins zu versehen. Die administrativen Kosten, die mit einer solchen periodischen Währungsreform verbunden wären, sind nicht unerheblich. ... Diese Kosten muss man jedoch gegen das Risiko einer Liquiditätsfalle setzen, wenn man eine niedrige Inflationsrate ohne Geldbesteuerung anstrebt, oder mit den Kosten einer höheren Inflationsrate vergleichen. Wenn es also wirklich Länder gibt, die von einer Liquiditätsfalle bedroht sind oder schon in einer solchen gefangen sein sollten, dann haben die Politiker nun eine weitere Option zur Hand, die es lohnt, bedacht zu werden: Gesell-Geld."

*Auszugsweise übersetzt von Norman Ehrentreich; vgl. die Literaturangaben zum vorstehenden Aufsatz.*



Dirk Löhr:

## Konsequente Neutralisierung der Liquiditätsprämie des Geldes – eine portfolioretische Sichtweise

In der folgenden Abhandlung soll dargestellt werden, wie mit einer kleinen Änderung in der Geldverfassung ein neutrales Geldwesen (wie es die neoklassische Theorie in ihren Modellen voraussetzt) erreicht werden kann. Grundlage ist der portfolioretische Ansatz von Keynes<sup>1</sup> und eine portfolioretische Uminterpretation des Gesellschen Ansatzes<sup>2</sup>. Sowohl in der orthodoxen Keynes-Rezeption wie auch in der Freiwirtschaftsbewegung wurde diese Perspektive bislang kaum zur Kenntnis genommen. Konsequenz zu Ende gedacht, führt der Ansatz jedoch zu radikalen Implikationen: Viele der Mängel, die Keynes in seinem Hauptwerk anprangert, könnten durch eine konsequente Neutralisierung der Liquiditätsprämie beseitigt werden. Dieses aufzuzeigen, ist Zweck des vorliegenden Beitrages<sup>3</sup>.

### 1. Das übersehene Portfoliomodell von Keynes – Grundzüge

Keynes definiert den Nutzen-Ertrag ("Eigenzinssatz") eines jeden Vermögensgegenstandes als sein pekuniäres Erträgnis (E) plus seiner (nicht-pekuniären) Liquiditätsprämie (L) minus seinen (i.d.R. pekuniären) Durchhaltekosten (K)<sup>4</sup>.

Ein interessanter, aber kaum in der einschlägigen Literatur rezipierter Baustein der Keynes'schen Theorie ist die These vom Ausgleich der Nutzen-Erträge<sup>5</sup>: Im Marktgleichgewicht müssen sich danach die Eigenzinssätze aller Vermögensgegenstände und Waren – die verschiedenen Geldmengenbestandteile inclusive – über Arbitrageprozesse ausgleichen. Damit ist eine portfolioretische Betrachtungsweise im Keynes'schen Modell angelegt.

Im folgenden Modell bauen wir auf diesem Aspekt der Keynes'schen Theorie auf. Dabei unterstellen wir jedoch die bekannten – neoklas-

sischen – Prämissen für einen vollkommenen Kapitalmarkt, allerdings mit einer Ausnahme<sup>6</sup>: Es existiert eine Präferenz für Liquidität, Geld ist daher nicht neutral.

Wir gehen in unserem Modell der Einfachheit wegen von der Existenz zweier Risikoklassen aus: In der ersten Risikoklasse werden Anlagen mit einem sicheren Erträgnis zusammengefaßt. Diese Anlagen höchster Sicherheit (verbriefte und unverbrieftete Verbindlichkeiten von Emittenten höchster Bonität) unterscheiden sich lediglich hinsichtlich ihrer zeitlichen Nähe zum Bargeld<sup>7</sup>. Einbezogen sei Bargeld selbst, Sichteinlagen, längerlaufende Termineinlagen und langlaufende staatliche Wertpapiere. Die zweite Risikoklasse beinhaltet dagegen ein risikobehaftetes Papier (wie die Risikoprämie zu messen ist, interessiert an dieser Stelle nicht). Zwischen risikolosen und risikobehafteten Wertpapieren soll eine dominant substitutive Beziehung unterstellt werden. Wir gehen ferner von einer Inflationsrate von Null Prozent aus. Die in den Beispielen verwendeten Zahlen dienen nur zur Illustration – ein Anspruch auf Übereinstimmung mit der Realität wird nicht erhoben (auf Grundlage der hier vorgestellten Portfolioretik könnten die tatsächlichen Werte jedoch empirisch ermittelt werden). Wir abstrahieren ferner von den Kosten des Arbeitsbereiches der Kreditinstitute bzw. betrachten nur den Wertbereich (die Zinsen enthalten also keine Bearbeitungsgebühren)<sup>8</sup>.

Die Wertschätzung des Marktes für die verschiedenen Vermögensgegenstände wird durch den sog. "Eigenzinssatz" zum Ausdruck EZ gebracht. Dieser ist für jeden Vermögensgegenstand als die Summe aus dem Erträgnis  $E_i$  und der Liquiditätsprämie  $L_i$  abzüglich den Durchhaltekosten  $K_i$  definiert:

$$EZ = E_i + L_i - K_i, \text{ für } i = 1, \dots, n$$

Der Index  $i$  steht dabei für die einzelnen Vermögensgegenstände des Portfolios.

Der risikolose landesübliche Zinsfuß sei  $Z$ . Damit nun die Anleger gegenüber der unterschiedlichen Rendite der verschiedenen Vermögensgegenstände indifferent sind, müssen sich bei risikolosen Anlagen – bezogen auf den jeweiligen Wertstandard – in unserem Portfolio die Eigenzinssätze aller risikolosen Anlagen auf dem Niveau von  $Z$  ausgleichen<sup>9</sup>:

$$Z = E_i + L_i - K_i, \text{ für } i = 1, \dots, n$$

Bei risikobehafteten Anlagen ist die Risikoprämie aus dem Erträgnis abzuziehen, um die Vergleichbarkeit mit den risikolosen Anlagen herzustellen. Das Portfolio ist im Gleichgewicht, wenn die (um die Risikoprämie bereinigten) Eigenzinssätze der verschiedenen Vermögensgegenstände gleich hoch sind. Dann besteht Indifferenz bezüglich der einzelnen Vermögensgegenstände, Umschichtungen im Portfolio werden nicht vorgenommen. Im Gleichgewicht sieht das Portfolio folgendermaßen aus:

### Risikoklasse I: Risikoprämie = 0%

Vermögensgegenstand	Erträgnis	Liquidit.-prämie	Durchh.-kosten	Eigenzins
Bargeld	0%	6%	0%	6%
Sichteinlagen	2%	4%	0%	6%
Termineinlagen	4%	2%	0%	6%
Staatsanl.	6%	0%	0%	6%

### Risikoklasse II: Risikoprämie = 7%

Vermögensgegenstand	Erträgnis	Liquidit.-prämie	Durchh.-kosten	Eigenzins
Aktie Y-AG	13% – 7% = 6%	0%	0%	6%

Zur Erläuterung:

Bargeld erbringt kein pekuniäres Erträgnis. Dennoch stellt es das liquideste Aktivum (den "Joker") dar. Darum ist seine Liquiditätsprämie maximal. Der Eigenzinssatz, also der "Nutzen", den Bargeld im Portfolio stiftet, liegt dann ebenfalls bei 6%.

Sichteinlagen sind nicht ganz so liquide wie Bargeld. Nicht überall stehen POS-Terminals oder Geldausgabeautomaten zur Verfügung. Die Liquiditätsprämie ist darum geringer als beim Bargeld. Dafür wird eine gewisse Verzinsung gewährt, weil die Kreditinstitute Teile des Geldes (v.a. kurzfristig) weiterverleihen können. Allerdings müssen die Kreditinstitute auch einen Teil ihrer Mittel als Barreserve vorhalten, da sie mit jederzeitigem Abzug rechnen müssen. Entsprechend der Gleichgewichtsbedingung (s. oben) wer-

den Sichteinlagen nur dann gehalten, wenn die Summe aus Erträgnis (hier: 2%) und Liquiditätsprämie (hier: 4%) nicht geringer als derjenige des Bargeldes (6%) bzw. derjenige anderer Aggregate ist (ansonsten würde umgeschichtet).

Längerfristige Termineinlagen sind noch weiter vom Bargeldzustand (dem Zustand höchster Liquidität) entfernt als Sichteinlagen, so daß die Liquidität (und damit auch die Liquiditätsprämie, hier mit 2%) noch geringer ist. Die auf die Termineinlagen entfallende Barreserve ist darum vergleichsweise kleiner, dennoch muß auch hier (in geringerem Umfang) mit Abzügen gerechnet werden. Allerdings ist das Erträgnis (4%) höher, weil die Gelder in höherem Umfang und längerfristiger als bei Sichteinlagen ausgeliehen werden können. Liquiditätsprämie (2%) und Erträgnis (4%) ergeben wiederum den gleichgewichti-

gen Eigenzinssatz von 6%, der erforderlich ist, damit die betreffenden Termineinlagen überhaupt gehalten werden.

Die langfristigen Wertpapiere können auf absehbare Zeit nicht in Geld umgetauscht werden (selbst dann, wenn dies auf dem Sekundärmarkt möglich sein sollte, ist die Höhe des erzielbaren Kurses unsicher). Ihr (risikoloses) Erträgnis ist maximal, da eine 100%ige langfristige Verleihung liquider Mittel stattfinden kann (6%). Die Geschäftsbanken halten auch keine Barreserve für Wertpapiere vor; sie müssen in den betreffenden Kreditierungsvorgang noch nicht einmal involviert sein (im Idealfall: Desintermediation).

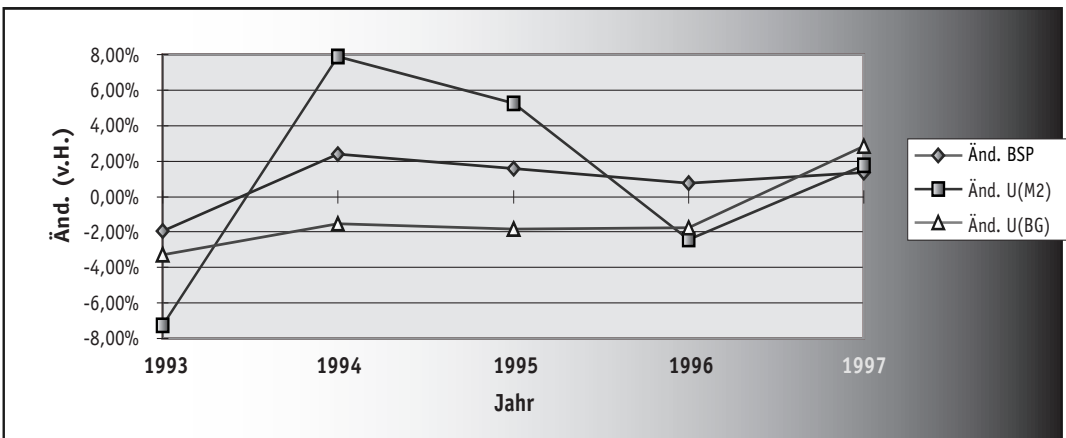
Damit ergibt sich für den Normalfall eine steigende Zinsstrukturkurve (s. Tabelle auf S. 17): Je weiter ein Vermögensgegenstand vom (Bar-) Geldzustand entfernt ist, umso höher ist der erreichbare Zins (das Erträgnis). Von zentraler Bedeutung ist, daß die "Pure rate" (der risikolose Zinssatz langfristiger Anlagen) auf lange Sicht damit durch die Liquiditätsprämie des Vermögensgegenstandes mit der höchsten Differenz zwischen Liquiditätsprämie und Durchhaltekosten (Bargeld) bestimmt wird<sup>10</sup>.

Geldpolitisch interessant sind v.a. diejenigen

Geldmengenaggregate, bei denen die Liquiditätsnähe – in Form der Barreserve der Geschäftsbanken – eine Rolle spielt (daher stellen die Geschäftsbanken auch den traditionellen Ansatzpunkt für die Geldpolitik dar). Weiter unten wird noch deutlicher, warum diese Betrachtungsweise dafür spricht, die Abgrenzung der Geldmenge dort enden zu lassen, wo in den Kreditinstituten keine Barreserve mehr notwendig ist. Die Wertpapiere im Beispiel würden dann nicht mehr zur Geldmenge zählen.

Gerät das soeben gezeichnete Portfolio (vorübergehend) aus dem Gleichgewicht, kommt es zu Umschichtungen zwischen den verschiedenen Geldaggregaten. Von praktischer geldpolitischer Bedeutung ist dabei die Frage, welche Geldaggregate von derartigen Instabilitäten besonders betroffen sind. Hierbei handelt es sich v.a. um die kurzfristigen Einlagen (Sicht- und Termineinlagen), weil auf diese in Phasen des Attentismus (von längerfristigen Anlagen) umgeschichtet wird.

Das folgende Schaubild zeigt die Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit zweier Geldmengenaggregate und des Bruttosozialproduktes (in realen Größen, bezogen auf das Jahr 1991) über den Zeitablauf:



Quelle: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Monatsberichte, lfd. Jahrgang, eigene Berechnungen.

Niedrige Umlaufgeschwindigkeiten bedeuten Umschichtungen hin zu kurzfristigen Aggregaten, die durch ein Ungleichgewicht der Eigenzinssätze ausgelöst werden: Die Umlaufge-

windigkeit der kurzfristigen Geldmengenaggregate nimmt dann ab (vgl. z. B. 1996). Die Eigenzinssätze v.a. von Termineinlagen übersteigen in solchen Phasen diejenigen länger-

fristiger Anlagen. Auffallend instabil ist daher das – die Termineinlagen enthaltende – Aggregat M2. Das Schaubild auf Seite 18 illustriert, daß v.a. Schwankungen der hochliquiden Buchgeldaggregate (insb. von M2) mit dem Grad der Dynamik der Wirtschaftstätigkeit in hohem Maße korrelieren.

In Zeiten der Unsicherheit nehmen die Wirtschaftssubjekte also bewußt einen niedrigeren Zins in Kauf, um liquide zu sein oder Kurswertverluste (bei Anlagen mit langer Zinsbindungsfrist) angesichts erwarteter Zinssteigerungen zu vermeiden. Man sucht "Parkplätze" und wartet die Unsicherheit ab – je mehr Wirtschaftsteilnehmer aber dieser individuellen Rationalität folgen, umso höher wird die gesamtwirtschaftliche Unsicherheit, weil dem Wirtschaftskreislauf Liquidität entzogen wird.

## 2. Korrekturvorschlag: Neutralisierung der Liquiditätsprämie

Nun sagen solche Korrelationen natürlich nichts über Kausalitäten aus: Lösen die monetären Umschichtungen die konjunkturellen Schwankungen oder die konjunkturellen Schwankungen die monetären Umschichtungen aus? Beim folgenden, aus der Keynes'schen Portfoliotheorie logisch folgenden Korrekturvorschlag ist


jedoch die Frage nach "Henne oder Ei" zweitrangig. Egal, ob Störungen der Realwirtschaft oder Ungleichgewichte aus der Geldsphäre ursächlich für die konjunkturellen Schwankungen sind: Von zentralem Interesse ist hier ausschließlich die Korrelation mit der Konsequenz, daß die Liquidität der Gesamtwirtschaft umso mehr leidet, je mehr Liquidität die einzelnen Wirtschaftssubjekte halten wollen (Liquiditätspräferenz).

Unter der Prämisse, daß diese Korrelation "im Guten wie im Schlechten" besteht, soll nachfolgend beschrieben werden, wie ohne fiskalpolitische Anstrengungen durch eine einfache monetäre Korrektur ein nachhaltig wirkender konjunktureller Impuls erzielt und derjenige monetäre Zustand geschaffen werden kann, den die neoklassische Theorie in ihrer Idealwelt als schon gegeben postuliert.

Ausgangspunkt für den Korrekturvorschlag ist die Tatsache, daß unser Geld aufgrund der Differenz zwischen Liquiditätsprämie und Durchhaltekosten (diese Differenz ist in den verschiedenen Geldmengenaggregaten unterschiedlich hoch) nicht neutral ist. Versucht man die Neutralität herzustellen, indem man den verschiedenen Geldmengenaggregaten Durchhaltekosten exakt in Höhe der Liquiditätsprämie auferlegt (zur Technik s. Abschn. 4.), ergibt sich folgende Konstellation:

### Risikoklasse I: Risikoprämie = 0%

Vermögensgegenstand	Erträgnis	Liquidit.-prämie	Durchh.-kosten	Eigenzins
Bargeld	0%	6%	./.. 6%	0%
Sichteinlagen	2%	4%	./.. 4%	2%
Termineinlagen	4%	2%	./.. 2%	4%
[Staatsanl.	6%	0%	0%	6%]



### Risikoklasse II: Risikoprämie = 7%


Vermögensgegenstand	Erträgnis	Liquidit.-prämie	Durchh.-kosten	Eigenzins
Aktie Y-AG	13% – 7% = 6%	0%	0%	6%

Die Durchhaltekosten lösen zunächst einmal ein Ungleichgewicht in den Eigenzinssätzen aus. Als Folge dieses Ungleichgewichtes finden Umschichtungen von den Sicht- und Termineinlagen auf die langfristigen Anlagen statt. Aufgrund der sich verknappenden Sicht- und Termineinlagen steigt deren Erträgnis. Der Prozeß kommt in ein

vorläufiges Gleichgewicht, wenn die Eigenzinssätze (und gleichzeitig die Erträgnisse) der verzinslichen Aktiva zu einem Ausgleich gefunden haben. Dabei ist das Bargeld, weil zinslos, nicht von der Anpassung der Erträgnisse betroffen; nach wie vor besteht jedoch ein Anreiz, die Bargeldhaltung zu minimieren:

### Risikoklasse I: Risikoprämie = 0%

Vermögensgegenstand	Erträgnis	Liquidit.-prämie	Durchh.-kosten	Eigenzins
Bargeld	0%	6%	./ . 6%	0%
Sichteinlagen	6%	4%	./ . 4%	6%
Termineinlagen	6%	2%	./ . 2%	6%
[Staatsanl.	6%	0%	0%	6%]



### Risikoklasse II: Risikoprämie = 7%

Vermögensgegenstand	Erträgnis	Liquidit.-prämie	Durchh.-kosten	Eigenzins
Aktie Y-AG	13% - 7% = 6%	0%	0%	6%

Wird die Liquiditätsprämie aller monetären Aktiva konsequent neutralisiert, bildet sich also nach einer Übergangsphase eine horizontale Zinsstrukturkurve heraus. Damit ist der von der Neoklassik postulierte Einheitszinssatz erreicht: "Alle denkbaren Konditionen der Kapitalbeschaffung fallen in dem einen einzigen herrschenden Marktzins zusammen."<sup>11</sup> Auch der jederzeitige Geldanschlu  zu diesem Einheitszinssatz ist gewährleistet.

Die konsequente Neutralisierung der Liquiditätsprämie des Geldes führt über die Minimierung der Kassenhaltung zu einer höchstmöglichen Rationalisierung des Umgangs mit dem "Rohstoff" des Kreditvergabeprozesses, der Geldbasis. Somit wird die "Produktivität" dieses "Faktors" durch die konsequente Neutralisierung der Liquiditätsprämie aller Geldaggregate maximiert. Gleichzeitig wird eine Stimulierung der Konjunktur erreicht, die wesentlich zuverlässiger und intelligenter wirkt als die heutige Fiskalpolitik. Diese versucht, das "idle money" durch

staatliche Verschuldung von den monetären "Parkplätzen" zu holen und in den Wirtschaftskreislauf zu geben, wobei nur dann ein temporärer Effekt erzielt werden kann, wenn es gelingt, durch solche Maßnahmen die pessimistische Stimmung in der Wirtschaft zu überwinden. Um eine Metapher zu benutzen: Die "Falschparker" in unseren monetären "Verkehrswegen", welche dieselben verstopfen (aufgrund ihrer persönlichen Liquidit tsvorliebe also eine Liquidisierung anderer Wirtschaftsteilnehmer verhindern), werden nicht sanktioniert, sondern (in Gestalt eines entsprechend hohen Zinses) belohnt, wenn sie auf die Behinderung der anderen Verkehrsteilnehmer verzichten. Möglicherweise ist der persönliche Vorteil des Falschparkens aber höher als die Prämie, die für eine Freigabe der Verkehrswege bereitsteht. Bleiben so die staatlichen Maßnahmen ohne Erfolg, verpufft also der fiskalische Impuls ohne Wirkung, erhöhen sich die Zinslasten und der Spielraum der öffentlichen Haushalte wird immer geringer. Wird hingegen

das Ziel erreicht, so werden die Defizite idR. nicht – wie es nach der keynesischen Konzeption sein sollte – zurückgeführt; der Zeithorizont der verantwortlichen Politiker reicht eben zumeist nur bis zur nächsten Wahl.

Hingegen wird bei der Neutralisierung der Liquiditätsprämie die Liquidität durch einen geld-internen Stimulus veranlaßt, den Weg in den Wirtschaftskreislauf von allein zu suchen ("Falschparker" werden mit entsprechend hohen Gebühren bestraft).


Die Systemkorrektur würde jedoch noch zu einem weiteren Effekt führen: Die Investitionen, die durch einen konjunkturellen Stimulus induziert werden, führen mittelfristig zu einer Absenkung des Knappheitspreises (Verzinsung) des Kapitals. Nun ist nach Keynes im heutigen Geldsystem jedoch die Liquiditätsprämie des Geldes eine feste Größe, durch die der Kapitalvermehrung Grenzen gesetzt sind<sup>12</sup>: So weist das Bargeld vor der Korrektur die höchste Differenz zwischen Liquiditätsprämie und Durchhaltekosten auf und setzt damit den Rentabilitätsstandard für die anderen Vermögensgegenstände des Portfolios (dies ist der eigentliche Grund dafür, warum in der Geschichte des Geldes langfristig ein "normaler" risikoloser Zinssatz von 3 bis 5% zu beobachten ist)<sup>13</sup>. Die Pure rate der

anderen Aktiva kann daher vor der Korrektur die Liquiditätsprämie des Bargeldes nicht unterschreiten (im Beispiel 6%; gleiches gilt für die Rendite von Risikopapieren, wenn man die Risikoprämie abzieht). Damit würde in einer dynamischen Betrachtung die Kapitalvermehrung an dem Punkt zum Stillstand kommen, an dem sich die Investitionen nicht mehr mindestens in Höhe der Liquiditätsprämie des Bargeldes (zuzüglich Inflations- und Risikoprämien) verzinsen.

Nun wird auch durch die Neutralisierung der Liquiditätsprämien der verschiedenen Geldaggregate eine Konjunkturstimulation erreicht, die zu einer permanenten Kapitalvermehrung führt, in dessen Folge der Knappheitspreis des Kapitals sukzessiv absinkt<sup>14</sup>. Die Neutralisierung der Liquiditätsprämien bewirkt jedoch, daß die Eigenzinssätze aller, also auch der weniger geldnahen Aktiva nun unter die (jetzt neutralisierte) Liquiditätsprämie des Bargeldes absinken können. Nach Durchführung der konsequenten Neutralisierung der Liquiditätsprämie existiert also die durch die Liquiditätsprämie gesetzte Kapitalvermehrungssperre nicht mehr, so daß in einer geschlossenen Wirtschaft der Real- und Geldkapitalzinssatz bis gegen die Nullmarke absinken kann. Im "Endzustand" sähe dies folgendermaßen aus:

### Risikoklasse I: Risikoprämie = 0%

Vermögensgegenstand	Erträgnis	Liquidit.-prämie	Durchh.-kosten	Eigenzins
Bargeld	0%	6%	./ 6%	0%
Sichteinlagen	0%	4%	./ 4%	0%
Termineinlagen	0%	2%	./ 2%	0%
[Staatsanl.	0%	0%	0%	0%]



### Risikoklasse II: Risikoprämie = 3%

Vermögensgegenstand	Erträgnis	Liquidit.-prämie	Durchh.-kosten	Eigenzins
Aktie Y-AG	3% – 3% = 0%	0%	0%	6%

Bei der risikobehafteten Anlage ist hier nicht nur ein Absinken des Basiszinssatzes, sondern auch der Risikoprämie bei risikobehafteten Anlagen unterstellt, weil aufgrund der Verstetigung von Nachfrage und Zinsentwicklung sowohl die Volatilität des Marktes als auch diejenige der Entwicklung des jeweiligen Anteilswertes abnehmen muß, was anhand der Kapitalmarktgleichgewichtstheorie (insb. CAPM<sup>15</sup>) nachvollzogen werden kann. Grundsätzlich bleibt eine (Rest-) Risikoprämie jedoch – als sinnvolles Marktsignal – bestehen.

Im Idealfall einer geschlossenen Volkswirtschaft ließe sich infolge des Kapitalvermehrungsprozesses die Knappheit des Faktors Kapital – und damit sein Knappheitspreis – vollständig beseitigen. Der knappste Faktor wäre Arbeit (und Boden/Umwelt<sup>16</sup>). Nun wirkt Marktwirtschaft immer zugunsten der knappen Produktionsfaktoren. Genauso, wie die Marktwirtschaft heute zugunsten des – durch die Liquiditätsprämie des Geldes institutionalisiert knappen – Faktors Kapitals wirkt, könnte sie dann zugunsten des Faktors Arbeit ihre Kräfte entfalten<sup>17</sup> – und dies ohne systemwidrige Eingriffe in die marktwirtschaftlichen Allokationsmechanismen.

### 3. Effekte auf die Geldmengensteuerung

Unter der Prämisse, daß keine außen- oder binnenwirtschaftlichen Angebotschocks eintreffen, hätte – anders als heute – die Notenbank auch die Geldmengenentwicklung kurz- wie langfristig unter bester Kontrolle. Dies ergibt sich aus der Fisher'schen Verkehrsgleichung und dem Geldangebotsmultiplikator:

Betrachtet man sich die Fisher'sche Verkehrsgleichung, so ist nun die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes auf kurze wie auf lange Sicht in höchstem Grade stabil:

$$M * U = P * T$$

Monetäre Seite            Realseite (Prämisse:  
Keine Schocks)

M = Geldmenge            U = Umlaufgeschwindigkeit  
T = Handelsvolumen    P = Preisniveau

Eine vollständige Kontrolle der monetären Seite der Fisher'schen Verkehrsgleichung impliziert, daß diese auch M bestimmen kann: Dies ist jedoch ohne weiteres möglich, denn der Geldangebotesmultiplikator ist – anders als heute – nach der Reform aufgrund der Minimierung sowohl von k als auch von r\* auf kurze wie lange Sicht auf hohem Niveau außerordentlich stabil. Damit hängt die Geldmenge M ausschließlich von der Geldbasis B ab, die exogen durch die Zentralbank gesteuert werden kann.

$$M = \frac{k + 1}{r^* + k} * B$$

Dabei ist

M: Die Geldmenge

B: Die Geldbasis, die von der Zentralbank gesteuert werden kann.

k: Der Bargeldhaltungskoeffizient (Bargeldhaltung, bezogen auf die verschiedenen Depositenarten), der nunmehr sehr stabil auf geringem Niveau ist.

r\*: Der durchschnittliche Reservesatz der Banken (Barreserven, je nach relevantem Geldaggregat bezogen auf Sicht-, Termin- und Spareinlagen), der ebenfalls nunmehr sehr stabil auf niedrigstem Niveau ist.

### 4. Zur Technik

Ist die Überlegung zutreffend, daß ein enger Zusammenhang zwischen der Liquiditätsprämie der verschiedenen Geldmengenaggregate und ihrer jeweiligen Bindung von Geldbasis durch die Barreserve besteht, ist eine "Steuer" auf die Barreserve der Geschäftsbanken ein adäquates Instrument, die gewünschte Belastung herzustellen.

Spareinlagen<sup>18</sup> haftet im Beispiel auf Seite 23 eine Liquiditätsprämie von 1% an, die Liquiditätsprämie der Sicht- und Termineinlagen ist aus demselben Beispiel übernommen. Um die jeweiligen Liquiditätsprämien zu neutralisieren, sollte im Beispiel die Belastung der Sichteinlagen 4 GE (Geldeinheiten), die der Termineinlagen 2 GE und die der Spareinlagen 1 GE, jeweils bezogen auf 100 GE Einlagenvolumen und pro Jahr betragen.

**Beispiel:**

Aktiva		Passiva
Auf Sichteinlagen entfallende Barreserve: 8 GE Liquiditätsabgabe: 4 GE p.a.	←	Sichteinl.: 100 GE
	→	Belastung: ./ 4 GE
Auf Termineinlagen entfallende Barreserve: 4 GE Liquiditätsabgabe: 2 GE p.a.	←	Termineinl.: 100 GE
	→	Belastung: ./ 2 GE
Auf Spareinlagen entfallende Barreserve: 2 GE Liquiditätsabgabe: 1 GE p.a.	←	Spareinl.: 100 GE
	→	Belastung: ./ 1 GE
Bilanzsumme: 293 GE + X		Bilanzsumme: 293 GE + X

Diese Belastung ergibt sich, wenn die betreffende Geschäftsbank verpflichtet wird, den entsprechenden Betrag an die Zentralbank ohne Gegenleistung abzuführen, also 7 GE. Bezogen auf die Barreserve von 14 GE macht dies im Beispiel einen Abgabensatz von 50,0%. Wenn sich die Geschäftsbanken bemühen, die Belastung verursachungsgerecht auf den Einleger zu überwälzen, wäre garantiert, daß die Liquiditätsabgabe bezogen auf

- die Sichteinlagen  $0,5 * 8 \text{ GE} = 4 \text{ GE}$ ,
  - die Termineinlagen  $0,5 * 4 \text{ GE} = 2 \text{ GE}$  und
  - die Spareinlagen  $0,5 * 2 \text{ GE} = 1 \text{ GE}$
- beträgt.

Indessen ist in der Realität ein marktmäßiger Belastungssatz eben nicht unmittelbar feststellbar. Wer weiß schon bei Variationen des Zinssatzes, zu wie vielen Teilen sich diese aus Änderungen der Inflations-, Liquiditäts- oder Risiko-<sup>19</sup> zusammensetzen oder einfach ein Resultat veränderter Knappheitsverhältnisse sind? Die genaue Höhe der Liquiditätsprämie der verschiedenen Geldmengenaggregate ist unbekannt und kann sich im Zeitablauf (u.a. als Folge der propagierten Reform) verändern. Daher muß der Versuch, auf administrativem Wege die Liquiditätsprämie der unzähligen Geldanlageformen zu neutralisieren, unweigerlich scheitern. Die Neu-

tralisierung der Liquiditätsprämie muß daher marktmäßig und nicht administrativ erfolgen.

Gesetzt, die Prämissen werden akzeptiert, stehen wir mit unserem Vorschlag an dieser Stelle vor einem Problem, da wir es mit einer Gleichung mit mehreren Unbekannten zu tun haben, die nicht eindeutig auflösbar ist:

$$BMG * S_{BMG} = \sum_i (M_i^* * L_i)$$

Dabei bedeuten

BMG:= Die Bemessungsgrundlage, also die Barreserve

$S_{BMG}$ := Der auf die BMG anzuwendende durchschnittliche Abgabensatz

$M_i^*$ := Die Depositenkategorie  $i$ ,  $i = 1, \dots, n$

$L_i$ := Die der betreffenden Belastungskategorie anhaftende Liquiditätsprämie, die es zu neutralisieren gilt.

Die genaue Festlegung von  $S_{BMG}$  führt theoretisch über die vorherige Bestimmung der betreffenden  $L_i$ , was entweder noch viel theoretische Arbeit oder ein Trial and Error-Verfahren erfordert. Dennoch ist die Lösung einfach: Die Zentralbank kann sich bei der Steuerung der Abgabe auf die Barreserven an der Steigung der Zinsstrukturkurve orientieren. Eine ansteigende Zinsstrukturkurve deutet auf einen zu niedrig, eine abfallende auf einen zu hoch bemessenen



Abgabensatz hin. Der Belastungssatz ist richtig bemessen, wenn die Zinsstrukturkurve horizontal ist. Technisch-administrativ könnte man an die heute geltenden Mindestreserve-Vorschriften anknüpfen<sup>20</sup>.

Die Liquiditätsprämie des Bargeldes müsste eigenständig neutralisiert werden<sup>21</sup>. Diesbezüglich sind mehrere Maßnahmen denkbar (z.B. Geld"verrufe", Tabellengeld oder Stempelgeld). Zu diskutieren wäre auch die "dosierte Inflation", wie sie von Behrens vorgeschlagen wurde<sup>22</sup>. Sämtliche Vorschläge sind – bei fachgerechter Durchführung – mit der hier diskutierten Sicherung des Buchgeldumlaufs verträglich.

### Anmerkungen:

- 1 J.M. Keynes, Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes, unveränderter Nachdruck der 1936 erschienenen ersten Auflage, Berlin 1983
- 2 S. Gesell, Die natürliche Wirtschaftsordnung durch Freiland und Freigeld, 9. Aufl., Lauf bei Nürnberg 1949.
- 3 Vgl. zum folgenden auch D. Lühr, J. Jenetzky, Neutrale Liquidität, Frankfurt a.M. u.a.O. 1996.
- 4 J.M. Keynes, Allgemeine Theorie ..., a.a.O., S. 190.
- 5 J.M. Keynes, ebenda.
- 6 R. Saelzle, Investitionsentscheidungen und Kapitalmarkttheorie, Wiesbaden 1976, S. 66.
- 7 Dies ist nicht mehr der Fall, wenn ein Sekundärmarkt eingeführt wird: Bei einer eventuellen frühzeitigen Veräußerung kann nun das Zinsänderungsrisiko schlagend werden.
- 8 Zur Unterscheidung zwischen dem Wertbereich und dem Arbeitsbereich vgl. J. Süchting, Bankmanagement, 2. Aufl., Stuttgart 1987.
- 9 Die Gleichung selber ist definitorisch; über die These des Ausgleichs der Eigenzinsätze liegt jedoch eine überprüfbare Theorie vor.
- 10 Aus dieser Differenz leitete Keynes seine Definition für eine geldliche und eine nicht-geldliche Wirtschaft ab.- J.M. Keynes, Allgemeine Theorie ..., a.a.O., S. 200.
- 11 Weiter: "Berechnet das planende Unternehmen sein optimales Investitionsprogramm unter Verwendung des Marktzinsfußes als Kalkulationszinsfuß, dann sind damit alle nur denkbaren Finanzierungsprobleme bei der Durchführung des Investitionsbudgets berücksichtigt." H. Albach, Investition und Liquidität, Wiesbaden 1962, S. 31.
- 12 J.M. Keynes, Allgemeine Theorie ..., a.a.O., S. 191.
- 13 J.M. Keynes, ebenda, S. 189 ff., 196 ff., 200.
- 14 Keynes meinte, daß es möglich sein müßte, binnen einer Generation die Kapitalverzinsung gegen Null zu drücken.- J.M. Keynes, ebenda, S. 184-185.
- 15 Vgl. D. Schneider, Investition, Finanzierung und Besteuerung, 6. Aufl., Wiesbaden 1990, S. 428 ff.
- 16 Auf die erforderlichen begleitenden Maßnahmen soll hier nicht eingegangen werden. – Vgl. Dirk Lühr, Urmonopole, intertemporale soziale Kosten und nachhaltiges Wirtschaften, in: Zeitschrift für Sozialökonomie 113. Folge (1997), S. 13-27.
- 17 Das Lohnverhältnis könnte unter diesen Bedingungen nicht mehr in der heutigen Form fortbestehen. Mangels Raum soll hierauf aber nicht eingegangen werden.- Vgl. E. Behrens, Mit-

bestimmung und Marktwirtschaft, in: Fragen der Freiheit, 86. Folge, Februar 1971, S. 30 ff.

- 18 Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist wurden im obigen Beispiel nicht verwendet. Es soll sich vielmehr um Spareinlagen ökonomisch aufgeklärter Einleger handeln, die aus didaktischen Gründen hier aufgeführt worden ist. Bei den Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist nach heutigem Muster käme es wahrscheinlich zu keinem Ausgleich der Ertragsraten, da die ökonomisch unaufgeklärten Anleger, welche Spareinlagen "kaufen", mangels Information auf bessere Anlagemöglichkeiten verzichten. Abstrahiert man jedoch von Informations- und Transaktionskosten, so muß auch dieser Vorgang außerhalb der Betrachtung bleiben.
- 19 Zur Unterscheidung der Liquiditätsprämie als einer Prämie für die Inkaufnahme von Unsicherheit und der Risikoprämie vgl. D. Lühr, J. Jenetzky, Neutrale Liquidität, a.a.O., S. 60 ff.
- 20 Vgl. § 16 Bundesbankgesetz i.V. mit der "Anweisung über Mindestreserven": Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Anweisung über Mindestreserven (AMR) vom 11.11.1968, Loseblattsammlung Vordr. 1505/ 12.68.
- 21 Hierzu: S. Gesell, Die natürliche Wirtschaftsordnung durch Freiland und Freigeld, a.a.O.
- 22 Vgl. E. Behrens, Notenbankpolitik, in: Fragen der Freiheit, Heft 211/ 7-8/ 1991, S. 6 ff. und die Kritik in: D. Lühr, J. Jenetzky, Neutrale Liquidität, a.a.O., S. 125 ff.

### Prof. Dr. Marvin Goodfriend über die Erhebung "künstlicher Durchhaltekosten" (Keynes) auf Giral- und Bargeld

"Moderne Zahlungssysteme ermöglichen es, eine variable Durchhaltesteuer auf elektronische Bankreserven bei der Zentralbank zu erheben. Ist ein solches System einmal eingerichtet, dann würde die untere Schranke einer zinsorientierten Geldpolitik als technologische Beschränkung aufhören zu existieren. ... Als Ergänzung der Durchhaltesteuer auf elektronische Bankreserven könnte eine solche auch auf Bargeld eingeführt werden, indem man einen Magnetstreifen in jede Banknote integriert. Dieser Magnetstreifen könnte sichtbar aufzeichnen, wann die Banknote das letzte Mal aus dem Bankensystem entnommen wurde. Bei der Einzahlung auf ein Konto könnte die Durchhaltesteuer einfach abgezogen werden – entsprechend der Zeitdauer, die die Banknote seit der letzten Entnahme im Umlauf war, und entsprechend den Durchhaltekosten, die inzwischen fällig wurden. In gleicher Weise könnte eine Durchhaltesteuer auf die Bargeldreserven der Geschäftsbanken erhoben werden."

*Auszugsweise übersetzt von Norman Ehrentreich; vgl. den Aufsatz auf den Seiten 9–15 in diesem Heft*

# B Ü C H E R

**Bernard Lietaer**

## **Das Geld der Zukunft – Über die destruktive Wirkung des existierenden Geldsystems und die Entwicklung von Klementärwährungen**

(mit einem Vorwort von Wilhelm Hankel)

München: Riemann Verlag One Earth Spirit, 1999. 477 Seiten.

Nun macht das Beispiel also Schule: Nach George Soros hat sich mit Bernard Lietaer ein weiterer globaler Finanzjongleur vom Saulus zum Paulus gewandelt, wettet gegen die weltweit herrschenden Wirtschafts- und Finanzverhältnisse, zeichnet Horrorszenarien, aber versucht auch, Auswege aufzuzeigen. Dabei ist sein Hintergrund eher noch akademischer und noch professioneller als der von Soros: Lietaer war in Belgien verantwortlich für die Einführung des ECU in der dortigen Zentralbank, in der Karibik Geschäftsführer des bislang erfolgreichsten Offshore-Währungsfonds (1990 erhob ihn die Business Week zum "Welt-Top-Währungshändler"), in vier Kontinenten Berater multinationaler Konzerne und in Südamerika Berater der Regierung jeweils in Sachen 'Optimierung von Devisengeschäften', in Berkeley und an der ebenfalls in Kalifornien belegenen Sonoma State University Professor für internationales Finanzwesen und schließlich Präsident des größten elektronischen Zahlungssystems der Welt.

In seinem Buch steht sehr viel Richtiges und Wichtiges. So hören wir aus zweifelsohne berufener Mund, dass sich die europäischen Regierungen durch die Einführung des Euro in eine Sackgasse mit unhaltbar hohen Arbeitslosenquoten manövriert haben, dass sich im Wirtschaftswunderland USA in den letzten Jahren deutlich bis dramatisch die Arbeitsbedingungen verschlechtert, die Löhne verringert und die Arbeitszeiten verlängert haben, dass das Weltwährungssystem eine in der Geschichte beispiellose Macht gewonnen hat, die sich weder von nationalen noch internationalen Autoritäten mehr kontrollieren lässt und entsprechend alle

Regierungen der Welt – auch die der USA – von den globalen Devisenmärkten dominiert und kontrolliert werden, dass das bestehende System deshalb zwingend Wachstum verlangt, damit Zinsen gezahlt werden können, um wenigstens teilweise den Grundmechanismus zu konterkarieren, dass zu zahlende Darlehenszinsen das Ausgangskapital von jemand anderem aufbrauchen und schließlich, dass eben jene Zinsen kontinuierlich Reichtum von einer breiten Mehrheit auf eine kleine Minderheit transferieren. "Die obersten 1% der amerikanischen Bevölkerung besitzen heute größeren persönlichen Reichtum als die unteren 92% zusammen." Tendenz steigend. "Das Vermögen der drei reichsten Milliardäre ist größer als das Bruttosozialprodukt der 48 ärmsten Länder der Welt." etc.

Genau wie Soros führt Lietaer die herrschende Lehre vor, die unbeirrt an der Überzeugung festhält, dass auf freien Märkten, also auch auf denen der Devisen, die Volatilität (d.i. die Schwankungsintensität) der Preise – im Falle von Devisen also der Kurse – rasch abnimmt, sobald sich diese Märkte etabliert haben. Und die herrschende Lehre rechtfertigt die Spekulation als ein "marktfremde" Ungleichgewichte ausgleichendes Moment, welches auch zur optimalen Ressourcenallokation beitrage und welchem deshalb also auch produktiver Charakter zugewillt werden könne. Genau wie Soros belegt Lietaer, dass die u.a. von ihm selbst zur Genüge (und immer noch?) betriebene Spekulation, die mittlerweile 98% des gesamten Devisenhandels ausmacht (nur 2% sind realwirtschaftlich induziert), auf den frei floatenden Devisenmärkten der vergangenen drei Dekaden seit dem Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods im Jahre 1971 zu einer um ein Vielfaches höheren Volatilität geführt hat. Er zeigt weiter, dass die weltweiten Währungsbewegungen und die Weltfinanzströme sich mitnichten ausgleichen, sondern vielmehr gegenseitig aufschaukeln, Gezeitengleich in Entwicklungsregionen ein- und wieder ausströmen und dabei gewaltige Finanzkrisen auslösen (Mexiko 1995, Asien 1997/98), die schwerste realwirtschaftliche Konsequenzen nach sich ziehen.

Lietaer geht davon aus, dass sich die Krisentendenz innerhalb der nächsten 20 Jahre insbesondere durch vier von ihm so genannte "Megatrends" weiter verschärfen wird:

1. Die historisch beispiellose Überalterung der Bevölkerung, die die Frage nach deren Finanzierbarkeit aufwirft.

2. Die Informationsrevolution, die eine Größenordnung an Freisetzung von Arbeitskräften nach sich ziehen wird, welche nicht mehr durch Wachstum zum Ausgleich gebracht werden kann.

3. Die Klimaveränderung und das Artensterben, welche die Schattenhaftigkeit der kurzfristigen Renditeorientierung immer augenscheinlicher werden lassen.

4. Die drohende Währungsinstabilität, die auf Spekulation zum einen, auf die Divergenz von Real- und monetärer Sphäre zum anderen zurückzuführen ist.

Für die Welt im Jahre 2020 entwirft Lietaer vier verschiedene Szenarien, deren jeweilige Eintrittswahrscheinlichkeit von zwei Dimensionen abhängig ist: Dem Umstand, ob es zu einem globalen Währungszusammenbruch kommt und dem Ausprägungsgrad des menschlichen Egoismus.

Für den Fall, dass es zu keinem Währungszusammenbruch kommt, aber der Egoismus stark ausgeprägt bleibt, haben wir in 2020 das "Jahrtausend der Konzerne": Es gibt keine Nationalstaaten mehr, sondern nur noch global operierende Mega-Unternehmen. Entsprechend existieren auch keine nationalstaatlichen Gesetze, kein nationalstaatliches Geld und keine Staatsbürgerschaften mehr, sondern Regeln, die die Konzerne für die Interaktionen untereinander aufstellen, Geld, das ebenfalls von den Konzernen selbst herausgegeben wird und "Konzernbürgerschaften", die mit dem Privileg eines Arbeitsplatzes verknüpft sind. Doch die Zahl der staatenlosen Arbeits- und Chancenlosen ist groß: Sie sind völlig verarmt, campieren im Freien und haben keinerlei Zugangsmöglichkeit zu den Wohn- und Wirkungsstätten der "Bürger" bzw. den Verwaltungszentren der Konzerne.

Kommt es zum Währungszusammenbruch bei gleichzeitig im Vergleich zu heute schwächer ausgeprägter egoistischer Grundhaltung, werden wir uns in 2020 analog der Situation nach dem

Zusammenbruch des römischen Weltreiches in sog. "Schutzgemeinschaften" wiederfinden; kleinen, lokalen Gruppen, die ihre eigenen Regeln des Zusammenlebens, auch ihre eigenen Währungen, gestalten und für die höchster Orientierungsmaßstab eine soziale Größenordnung ist, die noch Übersichtlichkeit und Überschaubarkeit gewährleistet.

Die "Hölle auf Erden" erleben wir in 2020 dann, wenn das bestehende Weltwährungssystem zusammengebrochen und der Egoismus stark ausgeprägt geblieben ist: Keine neue Gesellschafts- und Währungsform konnte sich durchsetzen und der Alltag besteht in einem buchstäblichen Kampf 'jeder gegen jeden'. Zeitgenössische Vorläufer einer solchen Situation sieht Lietaer im Ghetto-Dschungel amerikanischer Großstadtslums, wo die Parias der Zivilisation ohne jeden Schutz, aber auch ohne jede Kontrolle bereits heute die Hölle auf Erden praktizieren.

Ohne Währungszusammenbruch, aber mit höher entwickeltem menschlichen Bewusstsein (weniger Egoismus) leben wir im Jahre 2020 in einer Welt "nachhaltigen Wohlstands", in der diverse Währungsinnovationen einen Währungszusammenbruch auch dauerhaft verhindern und eine "integrierte Wirtschaft" ermöglichen, die nicht nur materielle, sondern auch soziale und kulturelle Bedürfnisse befriedigt und in der alte und neue Währungssysteme einander ausgleichen und erfolgreich ergänzen.

Lietaer sieht seine Aufgabe nun darin, die Eintrittswahrscheinlichkeit von Szenario No. 4 zu erhöhen, indem er vorschlägt, das bestehende Währungssystem nicht etwa zu ersetzen, sondern durch sog. "Komplementärwährungen" zu ergänzen. Er betont, dass bereits in den 30er Jahren des 20. Jahrhunderts in Europa und Amerika extensive Erfahrungen mit Komplementärwährungen, wie er sie versteht, gemacht worden sind, beschreibt ausführlich die Freigeldexperimente von Schwanenkirchen und Wörgl, findet lobende Worte für Silvio Gesell und weist darauf hin, dass neben Irving Fisher und John Maynard Keynes auch zeitgenössische Nobelpreisträger der Ökonomie wie Maurice Allais und Lawrence Klein ihre Wertschätzung gegenüber Gesells Ideen bezeugten. Gerade für deutsche Leser ist

es interessant zu erfahren, wie vielfältig und lang die Tradition solcher Lösungsansätze auch in den USA ist. (Offenbar kam es bei der Übernahme der Präsidentschaft durch Roosevelt beinahe zum Durchbruch für umlaufgesichertes Geld, weil Irving Fisher sich gemeinsam mit Kollegen beim designierten Präsidenten entschieden dafür eingesetzt hat und die Wirkungsmechanismen sehr ernsthaft diskutiert wurden.)

Nach Lietaers Überzeugung ist der historische Ausgangspunkt jeder menschlichen Gesellschaft der einer "Geschenkgesellschaft", in der der Tausch von Gaben, die keiner materiellen Bewertung unterliegen und also auch nicht "gegeneinander aufgerechnet" werden, das Zusammenleben der Menschen bestimmt. Diese Wechselseitigkeit werde zerstört und die Gemeinschaften zerfallen, sobald konventionelles Geld ins Spiel komme. Lietaer beruft sich dabei auf diverse persönliche Beobachtungen, aber auch anthropologische Untersuchungen bei Naturvölkern. Den Komplementärwährungen billigt er nun aufgrund ihres Tauschcharakters und ihrer altruistischen Grundausrichtung die Fähigkeit zu, Wechselseitigkeit und Zusammenarbeit untereinander wieder zu fördern statt sie zu zerstören, und also auch dazu beizutragen, das menschliche Bewusstsein im Sinne einer Minderung der egoistischen Komponente höherzuentwickeln.

Für ihn sind Komplementärwährungen idealerweise durch zwei wichtige Attribute gekennzeichnet: Zum einen sollen sie an die Stelle konventionellen Geldes treten in einer Situation, in der sich dieses aus dem Markt zurückzieht, sei es, weil es – im klassischen Sinn – gehortet wird, sei es, weil der Geldschöpfungsprozess durch die zurückgehende Kreditnachfrage eingeschränkt wird; beides sind Krisensymptome. Zum anderen sollen sie "nachhaltig" wirken; d.h. sie sind durch eine entsprechende Gebühr mit einer Umlaufsicherung versehen (Lietaer nennt sie auch "Nachhaltigkeitsgebühr"), sollen damit der Polarisierung zwischen Arm und Reich entgegensteuern und an kurzfristiger Rendite orientierte und ökologisch fragwürdige Projekte zugunsten langfristiger und eben nachhaltiger Planungen zurückdrängen. Dabei sind die Komplementärwährungen selbst generell nicht zinstragend.

Die Währungsexperimente der 30er Jahre erfüllten beide Funktionen. Aber auch die Initiativen der Gegenwart (Lietaer selbst zählt weltweit 1.900) sind für ihn wichtige Ausgangspunkte. Er meint damit in erster Linie die sich immer weiter verbreitenden sog. Tauschringe, deren Teilnehmer sich für erfolgte Lieferungen oder Leistungen gegenseitig Kredite gewähren, die typischerweise zinslos sind und aber eben deshalb auch nicht die Wirkung einer Umlaufsicherung entfalten. Lietaer erläutert die wichtigsten Ausformungen, darunter die LETS (Local Exchange Trading System) mit der nationalen Währung als Recheneinheit, die globale Verbreitung gefunden haben und sich in Neuseeland mittlerweile auch staatlicher Unterstützung erfreuen, weil sie sich in Gebieten mit hoher Arbeitslosigkeit tatsächlich segensreich auswirken und dadurch den politischen Druck im Hinblick auf inflationsträchtige Zinssenkungen neutralisieren konnten. Ausserdem werden die "Time Dollars" erwähnt, bei denen als Recheneinheit die Arbeitsstunde fungiert, sodann das Schweizer System WIR sowie einige Modelle, die über das Prinzip des Tauschhandels hinausgehen und in denen tatsächlich "Geld" geschöpft wird, weshalb sie wegen der damit einhergehenden Inflationsgefahr auch mit Vorsicht zu genießen seien.

In diesem Zusammenhang versteht sich das Buch durchaus auch als konkrete Handlungsanweisung: Im Abschnitt "Ihre eigene Komplementärwährung" werden Aspekte wie der richtige Zeitpunkt der Einführung, Führungsqualitäten der Initiatoren und Repräsentanten sowie Fragen des Designs angesprochen. Im Anhang finden sich ein 10-Punkte-Programm zum Start, Internet-Adressen und Hinweise auf dort kostenlos verfügbare Tauschring-Software, Beschreibungen von Aufklärungsspielen etc.

Lietaer möchte die bereits bestehenden wie die noch zu schaffenden Komplementärwährungen durch eine globale Referenzwährung namens "Terra" vervollkommen. Um angesichts des Auseinanderdriftens von monetärer und realer Sphäre (die Geldvolumina wachsen schneller als die Bruttosozialprodukte) Währungsstabilität zu gewährleisten, soll die Terra durch Rohstoffe wie

Öl, Weizen, Kupfer und durch Edelmetalle wie Gold vollständig gedeckt sein. Dabei könne sogar gewissermaßen per definitionem durch eine Gleichschaltung des Warenkorbs für die Inflationsstatistik mit dem für die Deckung der Terra 100%ige Stabilität gewährleistet werden. Die Nachhaltigkeitsgebühr sei gewissermaßen von Natur aus eingebaut und bestehe einfach in den Kosten für die Lagerung der Waren im Warenkorb. Getreu seiner Überzeugung, dass die Nationalstaaten ohnehin bereits den Zenit ihrer Bedeutung überschritten haben, soll die Terra auch gar nicht von einzelnen Staaten oder Staatengemeinschaften – etwa der UNO – eingeführt werden, sondern gleich von den multinationalen Konzernen selbst. Nicht nur nach seinem Dafürhalten, sondern auch nach dem zahlreicher – allerdings von ihm nicht genannter – Vertreter von IWF und BIZ könnten unter den heutigen geopolitischen Gegebenheiten grundlegende Initiativen einer derartigen Dimension, wie sie die Terra nun mal darstellt, nur noch vom privaten Sektor ausgehen. Davon kann man nun halten, was man will. Die von Lietaer anfangs korrekt konstatierte und mit Argwohn bedachte allmähliche Machtübernahme durch die Konzerne steht in auffälligem Gegensatz zu seinem Vertrauen in dieselben betreffend die Schaffung einer Währungsalternative, die offenbar zügelloses Wachstum und weiterer Konzentration von Reichtum und Macht entgegengerichtet sein soll. Am Ende des Kapitels kommen ihm offenbar auch selbst Zweifel. Er schreibt: "Letzten Endes läuft alles auf die Frage hinaus, ob Wirtschaftskapitäne willens und in der Lage sind, die Verantwortung für eine Reform des bestehenden Währungssystems zu übernehmen mit dem Ziel, die Wirtschaft dadurch wahrhaft nachhaltig zu machen."

Die Abhandlung über die Terra gehört sicher nicht zu den Stärken des Buches. Zu viele Fragen bleiben ungeklärt. Das liegt nicht zuletzt daran, dass Lietaer das wichtige Thema auf zu wenigen Seiten abhandelt. Der angedachte Funktions- und Wirkungsmechanismus erschließt sich jedenfalls nicht vollständig: Sollen die Marktteilnehmer nun tatsächlich die Terra-Warenkorb-Waren halten? Und falls dies – in welcher Form auch immer – von Dienstleistern übernommen werden

kann: Wie sollte sich eine mit derartigen – nunmehr im Wortsinne – Durchhaltekosten belastete Währung gegen die nach wie vor existierenden konventionellen Währungen (zu denen volle Konvertierbarkeit gewährleistet sein soll) durchsetzen, um dadurch erst ihre "nachhaltige" Wirkung zu entfalten?

Diese Frage nach dem Bedeutungsgewinn und der Durchsetzbarkeit müssen sich auch die anderen Komplementärwährungen, eben die Tauschringe, gefallen lassen. Bei den von Lietaer beschriebenen Beispielen schimmert immer auch eine gehörige Portion Idealismus der Beteiligten durch; eine Charaktereigenschaft, die man zwar erwarten darf, aber gegenwärtig noch nicht einfordern kann und mit der man im Alltag des "business as usual" realistischere nicht rechnen sollte. Bei der von Lietaer postulierten Koexistenz konventioneller mit sog. komplementären Währungen können letztere nur eine Nischenfunktion erfüllen. Dies tun sie aber sehr gut und nachgewiesenermaßen zum Teil sogar besser als konventionelle Währungen. Insofern ist zu hoffen, dass sein Buch im Kreise aller, die sich mit Tauschringen theoretisch oder praktisch auseinandersetzen oder dies wenigstens vorhaben, möglichst viel Verbreitung findet. Es bleibt aber zu fürchten, dass sein Buch allein nicht ausreicht, um "nachhaltigen Wohlstand" für alle zu schaffen. Aber vielleicht soll es das auch gar nicht. Für das Frühjahr 2000 ist eine Fortsetzung dieses Buches angekündigt: "Mysterium Geld".

*Thomas Betz*

### **Währungsunion und Weltwirtschaft**

Festschrift für Wilhelm Hankel, hrsg. v. Wilhelm Nölling, Karl Albrecht Schachtschneider und Joachim Starbatty

Stuttgart 1999, XXVI/467 S., ISBN 3-8282-0098-2.

Anlässlich des 70. Geburtstages des Geld- und Währungstheoretikers Wilhelm Hankel haben seine Mitstreiter vor dem Bundesverfassungsgericht gegen die Einführung des Euro die vorliegende Festschrift herausgebracht. Der Band enthält auch ein Verzeichnis der zahlreichen Veröffentlichungen von Hankel, zu denen auch ein Beitrag in der ZfSÖ gehört, der jedoch hier nicht erfaßt ist.

Einführend stellen die Herausgeber die Lebensleistung von Wilhelm Hankel als homo politicus und homo contemplativus heraus. Hankel war an Geld- und Währungsfragen interessiert und konnte bedeutende Funktionen unter Karl Schiller als Wirtschaftsminister einnehmen. Auch ist Hankel der Erfinder der Bundesschätzchen, welche die einträgliche Sparform für private Anleger mit einer günstigen Refinanzierung des Bundes verbanden. Ein weniger glückliches Händchen war Hankel mit der Leitung der Hessischen Landesbank gegeben. Als Suche nach einem Mann, der ggfs. auch den Sündenbock für die hessische Landesregierung abgeben würde, wird seine Berufung hier dargestellt. Nach seinem Rücktritt konnte sich Hankel ganz der Wissenschaft und der internationalen Wirtschaftsberatung widmen. Geld- und Währungsthemen standen dabei ganz im Mittelpunkt. Leider hat sich Hankel trotz seiner keynesianischen Prägung für Gesell und die Freiwirtschaft wohl bislang nicht erwärmen können. Beachtlich ist gleichwohl, daß er zwischenzeitlich das Vorwort zu der deutschen Ausgabe des Buches "Das Geld der Zukunft" von Bernard A. Lietaer geschrieben hat, der wohlwollend auf freiwirtschaftliche Vorstellungen eingetret und hierauf aufbaut. Aber dort fragt Hankel immer noch, weshalb Sparer Entwertungsprämien (Durchhaltekosten) tragen sollten, Verluste statt Gewinn.

Die einzelnen Festschriftbeiträge gliedern sich in die zwei Abschnitte Währungsunion und Weltwirtschaft. Sie zeigen, daß die Diskussion um die Europäische Währungsunion nach ihrer politischen und rechtlichen Durchsetzung weder verstummt ist noch verstummen wird. Die Schwierigkeiten und Mängel der bisherigen Prozesse werden vielmehr erst langsam praktisch sichtbar.

Wolf-Dieter Becker hebt die Wahrscheinlichkeit einer Transferunion für die EU hervor und weist auf die Orientierung Frankreichs am Staatsinterventionismus hin. Biedenkopf begründet noch einmal seine distanzierte Haltung zur Europäischen Währungsunion. David I. Fand stellt elf Fragen an die Europäische Währungsunion in seinem englischsprachigen Beitrag und Liesel Hartenstein, ehemals SPD-Bundestagsabgeordnete und Gegnerin der Währungsunion – sie kam

auch mit einem Redeauszug in der ZfSÖ zu Wort – stellt das Wagnis Euro nicht gerade als Bravourstück der Demokratie dar. Rolf H. Hasse geht u.a. der Frage nach, ob nach dem Vertrag von Amsterdam die Konzeption von Maastricht noch gilt. Heinsohn und Steiger, zwei den Lesern der ZfSÖ bekannte Geldtheoretiker, befassen sich in einem sehr lesenswerten Beitrag mit dem Zentralbankverhalten in der Europäischen Währungsunion und kommen zu dem Schluß, daß die Emission von Euros durch die nationalen Zentralbanken gegen ganz unterschiedliche Sicherheiten erfolgt. Mit der Korruptionsbekämpfung befaßt sich Udo Kollatz, mit der britischen Sicht zur Währungsunion und zum Regierungswechsel in Deutschland David Marsh.

Vor dem Hintergrund des Euro sieht Bert Rürup Nullrunden oder negative Rentenveränderungen in Deutschland auf uns zukommen. Schachtschneider konstatiert Demokratiedefizite in der Europäischen Union. Wolf Schäfer befaßt sich mit dem Wechselkursmechanismus zwischen Euro und den Währungen der zunächst der Währungsunion nicht angeschlossenen EU-Mitgliedern. Bertram Schefold überrascht durch keynesianische Deutungsversuche der deutschen Wirtschafts- und Bundesbankpolitik. Martin Seidel befaßt sich mit der Verfassung der europäischen Wirtschaftsunion. Aus österreichischer Sicht behandelt Karl Socher die Währungsunion. In der Denktradition von von Hayek sieht er in der Währungsunion ein konstruktivistisches Denkmuster und im Maastricht-Vertrag ein "Versailles ohne Krieg" mit Gefahren für die Zukunft Europas. Starbatty zeichnet die politische Argumentation in Bundestag und Bundesrat nach.

Der zweite Teil der Festschrift ist weltwirtschaftlichen Fragen gewidmet. Der Optimismus des Österreicher Hannes Androsch zur Bedeutung des Euros als internationales Reservemediums hat sich bislang noch nicht bestätigen lassen. Andreas Hausknecht analysiert die thailändische Währungskrise und kritisiert das Wirken des IWF. In seinem englischsprachigen Beitrag befaßt sich Robert Isaak mit Entwicklungen hin zu einer Weltzentralbank. Der zwischenzeitlich verstorbene Reimut Jochimsen geht der Frage der Globalisierung oder Regionalisierung

im Währungsbereich, insbesondere im Verhältnis Euro und Dollar nach. Die wechselseitigen Finanzmarkterwartungen hinsichtlich Zinsen und Aktienindices in der BRD und den USA erörtern König, Dornau und Schröder. Bedenkenswert sind die Überlegungen von Hans-Helmut Kotz zu den unterschiedlichen Finanzkulturen im anglo-amerikanischen Bereich und in Kontinentaleuropa, finanzmarktorientiert die eine, bankenorientiert die andere. Fast nahtlos schließt sich daran die Befassung durch Franz Lehner mit der kurzfristigen Spekulationsorientierung statt einer langfristigen Produktionsorientierung als Triebkraft im Kapitalismus an.

Die Beurteilung des Euro aus amerikanischer Sicht ist Gegenstand der Erörterung von Nölling. Hajo Riese erhofft sich von der EZB nicht die Produktion von Preisstabilität, sondern den Aufbau einer Nation Europa. Hans-Bernd Schäfer befaßt sich mit der Bedeutung eines fortgeschrittenen Zivilrechts für die wirtschaftliche Entwicklung von Entwicklungs- und Transformationsländern, Udo E. Simonis fordert eine Weltorganisation für Umwelt und Entwicklung. Mit den Erscheinungsformen der Globalisierung und den Anforderungen an das politische System in der Dritten Welt setzt sich Paul Bernd Spahn auseinander in seinem englischsprachigen Beitrag. Unter Hankels Aegide bei der Hessischen Landesbank wurde die Mitteleuropäische Handelsbank als Deutsch-Polnisches Joint-Venture gegründet, über deren Entwicklung Eckhard Wilch berichtet. Die Festschrift beschließt ein lesenswerter Beitrag von Gerhard Zweig über die Logik der Finanzierungsrechnung der Deutschen Bundesbank.

*Jörg Gude*

## **Eberhard von Faber**

### **Die Zeit verstehen, die Zukunft meistern**

Strategien für einen dauerhaften Fortschritt

Natur & Umwelt Verlag, Bonn 1998, 331 Seiten

Die Zeit verstehen, die Zukunft meistern, wer wollte das nicht?! Das Buch ist kein Lebensratgeber, sondern ein gesellschaftspolitisches Sachbuch, das interdisziplinäres Denken an den Leser bringt. Der Leser muß schon ein gewisses ökolo-

gisches und gesellschaftliches Vorverständnis mitbringen, um vom Autor auf den Weg gebracht zu werden. "Dieses Buch befaßt sich mit keinem geringeren Thema als mit der Verbesserung 'der Welt'" (S.11).

Die "Kluft zwischen dem, was ist, und dem, was sein müßte" (S. 22), könnte durch Utopie (vgl. S. 23ff) geschlossen werden. Technische Utopien werden als Ausdruck des Machbarkeitswahns denunziert (S. 23f). Sozialutopie geht über das Gewohnte hinaus (vgl. S.24). Die Propheten des Alten Testaments gar "decken auf und überführen. Sie enttarnen das Gewohnte als Frevel ... ." (S.25). Jesus schließlich wird mit dem Marxisten Milan Machovec "als mitreißender Verkünder des augenblicklichen Anspruchs an den Menschen" vom Standpunkt eines 'künftigen Zeitalters' interpretiert (S.27). Der Autor gelangt zu dem Schluß: "... weil Utopien wichtig sind, muß man sich um deren Gestaltung bemühen. Die einzige Vorentscheidung, die notwendig ist, ist moralischer Natur: den Fortbestand des Systems als ein über allem stehendes Gut zu akzeptieren" (S.28).

Auf die Wirtschaft bezogen, sieht von Faber die Notwendigkeit, wir müßten uns an den Gedanken gewöhnen, daß es sich bei unserer Gesellschaft immer mehr um ein Nullsummenspiel handle, daß das Individualstreben, den Output zu steigern, nicht die Gesamtsituation der Gesellschaft verbessere, sondern primär die Gewichte innerhalb der Gesellschaft verschiebe (vgl. S.38). S. 46 gelangt er jedoch zu der Aussage, die Gesellschaft sei ein Nicht-Nullsummenspiel. Bei der Arbeit beklagt er den Verlust der nichtökonomischen Aspekte derselben unter die totale Verdinglichung als Aufwandsgröße und den Zweck der Konsumtionsmittelbeschaffung für den Arbeiter (vgl. S.52ff, insbes. S.54). Der moderne Mensch wird zum Hedonisten (vgl. S. 56), wobei von Faber auch den Hedonismus als Bestandteil des Utilitarismus ansieht (Fn. 18 S.56), was ich für fragwürdig halte.

Der Welthandel wird übermäßig gefördert, weil die Verbräuche natürlicher Ressourcen nicht in die Kostenrechnungen eingehen und anstelle der Güter wie in den Beispielen von Ricardo heute die Vermögen und Kapitalien sowie die Arbeit

international mobil wird. "Die Firmen müßten nämlich ihren Arbeitern eigentlich so viel zahlen, daß ihr Lebensstandard ausreicht, um als Konsument den Absatz gewährleisten zu können. Denn darauf beruht die ganze Marktwirtschaft" (S. 65). Freiwirtschaftlichen Ansätzen folgend, sieht von Faber beim Boden- und beim Geldangebot eine Monopolsituation für gegeben an (vgl. S.70, 83ff, 91ff, 102ff), die er so charakterisiert, daß der Anbieter das Geschehen am Markt diktiert, während sich der Nachfragende fügen muß (vgl. S.70, 83). Mit dieser Definition wird freilich das Nachfragemonopol als eine Möglichkeit von Monopol wegdefiniert.

Bis auf die freie Entscheidung der Konsumenten sieht der Autor keinen Regulator zur Wachstumsbegrenzung in der Wirtschaft. "Um wenigstens der drohenden Massenarbeitslosigkeit zu begegnen, müssen vor allem Arbeitsplätze im öffentlichen, nicht produzierenden Bereich geschaffen werden" (S.76). "Die Monopolisierung des Geldes ist die Hauptursache dafür, daß die Steigerung der Arbeitsproduktivität nicht zur allgemeinen Anhebung des Wohlstandes führen konnte" (S.91), heißt es im Zusammenhang mit der Industrialisierung. Werteschaffend ist allein die Arbeit (vgl. S.91). Aus der exponentiellen Steigerung des Geldvermögens durch Verzinsung wird abgeleitet, dass das menschliche Produktivvermögen diesem Wachstum nicht folgen kann und das Ganze wohl nur in immer neuen finanziellen Zusammenbrüchen enden kann (vgl. S.105). Die Lösung des Geldproblems wird freiwirtschaftlich in der Einführung einer Park- oder Rückhaltegebühr für Geld gesehen (vgl. S.112). Silvio Gesell wird erwähnt, ebenso das Experiment in Wörgl (vgl. S.114).

Den nicht unerheblichen Rest seines Buches widmet von Faber Ausführungen zur Systembildung, Selbstorganisation und Evolution von Systemen. Das starke interdisziplinäre Denken wird deutlich. Alles wird auch vor dem Hintergrund der langandauernden biologischen Evolution und Selektion gesehen. Viele technische Entwicklungen sind mit Postman "lediglich verbesserte Mittel zu einem unverbesserten Zweck" (S. 198). Der Mensch ist eingebunden in die Entwicklungs- und Entstehungsgeschichte von

## 27. MÜNDENER GESPRÄCHE

Vortrags- und Diskussionsveranstaltung der Sozialwissenschaftlichen Gesellschaft 1950 e.V.

### Anforderungen an unser Steuersystem – Gerechtigkeit durch Umverteilung?

Samstag / Sonntag, 1./2. April 2000,

Werratal-Hotels, Hannoversch Münden, Ortsteil Laubach

**SAMSTAG, 1. APRIL 2000**

09.30 Uhr **Eröffnung der Tagung und Einführung in das Tagungsthema**

*Ekkehard Lindner, Tagungsleiter*

09.45 Uhr **Gibt es eine gerechte Besteuerung?**

*Dr. Sabine S. Seibold, Dipl.-Kff., Institut für deutsche und internationale Besteuerung, Universität Göttingen*

11.15 Uhr **Steuern – Abgaben – Zinsen. Unterschiede der Größen, Entwicklungen und Umverteilungseffekte**

*Helmut Creutz, Wirtschaftsanalytiker, Aachen*

12.45 Uhr Mittagspause

14.30 Uhr **Die Abhängigkeit steuer- und abgaben rechtlicher Reformvorstellungen von den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen. Welche Rolle spielt dabei eine Geld- und Bodenrechtsreform?**

*Prof. Dr. Johannes Jenetzky, Fachhochschule für Finanzen, Ludwigsburg*

16.15 Uhr Kaffeepause

17.00 Uhr **Machtlos gegen Steuergeldverschwendung?**

*Bernhard Zentgraf, Bund der Steuerzahler, Landesgeschäftsführer Niedersachsen, Hannover*

19.00 Uhr Abendbrotpause

20.30 Uhr **Uns anvertraut. Wie gehen wir mit der Erde um? Ansichten eines Forstwirtes.**

*Dr. Josef Richter, Meschede, zuletzt Leiter der Landesanstalt für Forstwirtschaft NRW, liest aus seinem gleichnamigen Buch.*

**SONNTAG, 2. APRIL 2000**

09.30 Uhr **Konsumorientierte Reformvorschläge zum System der Ertragbesteuerung.**

*Prof. Dr. Dirk Löhr, Mannheim, FHS Trier*

**Rundgespräch mit den Referenten der Tagung und den Teilnehmern**

*Leitung: Jörg Gude, Dipl.-Vw. Ass.jur.*

12.00 Uhr Ende der Tagung

Einladung anfordern von: Sozialwissenschaftliche Gesellschaft, Postfach 1550, 37145 Northeim.



Leben und Materie, nicht losgelöst als 'Krone der Schöpfung'. Eine kulturelle Evolution wird angedacht, die notwendig ist, um die Zukunftsfähigkeit des Systems Mensch und Umwelt sicherzustellen.

Jörg Gude

## VERANSTALTUNGEN

### Marktwirtschaft ohne Kapitalismus

Tagung des Seminars für freiheitliche Ordnung mit Beiträgen von Fritz Andres, Eckhard Behrens, Helmut Creutz und Jobst von Heynitz am 27. u. 28. Mai 2000 in der Privaten Universität Witten-Herdecke.

*Auskunft und Anmeldung:*

Sekretariat des Seminars, Badstr. 35, 73087 Boll.  
Tel.: 07164 – 3573. Fax: 07164 – 7034.

### Frieden schaffen durch soziale Gerechtigkeit

6. CGW-/INWO-Tagung am Himmelfahrtswochenende 1.– 4. Juni 2000 in Birkenwerder bei Berlin mit Beiträgen von Helmut Donat, Dr. Ulrike Nikutta-Wasmuht, Prof. Dr. Dieter Lutz, Helmut Creutz und Christa Muschemich-Saher.

*Auskunft und Anmeldung:*

Werner Onken, Steenkamp 7, 26316 Varel.  
Tel.: 04451 – 956480. Fax: 04451 – 956481.

### Für einen neuen Geld Pluralismus – Bietet eine Vielfalt von komplexen Währungen einen Weg aus der Krise?

Symposium mit Bernd Lietaer, Helmut Creutz, Prof. Eugen Drewermann, Prof. Wolfgang Gebauer, Dr. Erhard Glötzl, Dr. Hugo Godschalk, Prof. Wilhelm Hankel, Dr. Gero Jenner, Prof. Declan Kennedy, Prof. Margrit Kennedy, Prof. Bernd Senf und anderen am 15.– 18. Juni 2000 im Lebensgarten Steyerberg.

*Auskunft und Anmeldung:*

Inge Floors, Ginsterweg 3, 31595 Steyerberg  
Tel.: 05764 – 2370. Fax: 05764 – 2578  
E-Mail: lebensgarten\_ev@t-online.de

## DIE AUTOREN

*Dipl.-Kfm. Thomas Betz*

Paul-Lincke-Ufer 4, 10999 Berlin

*Helmut Creutz*

Monheimsallee 99, 52062 Aachen

*Dipl.-Volkswirt Norman Ehrentreich*

Carl-von-Ossietzky-Str. 16, 06114 Halle/S.

*Dipl.-Volkswirt Ass.jur. Jörg Gude*

Wiedel 13, 48565 Steinfurt

*Prof. Dr. Dirk Löhr*

Schliffkopfstr. 20, 61863 Mannheim

Julian von Landesberger und Franziska Schobert

### Liquiditätsfalle, Deflation und Vermögenseffekte

"Die Liquiditätsfalle war seit längerem ein Phänomen, das zwar in der Theorie behandelt, doch in ihrer praktischen Relevanz als eher unbedeutend eingeschätzt wurde. In jüngster Zeit ist wieder Interesse an dem Phänomen der Liquiditätsfalle und an der Bekämpfung von deflatorischen Gefahren erwacht, nicht zuletzt wegen der besonderen Situation, in der sich die japanische Volkswirtschaft befindet. ... Deflationäre Entwicklungen können wieder praktische Relevanz erlangen, zumal gerade die beobachtete Inflation die tatsächliche Inflation überschätzen könnte und so bei niedrigen Inflationsraten schon Vorsicht geboten ist."

*In: Fragen der Freiheit Nr. 251 / 1999, S. 15–42. (Erhältlich beim Sekretariat des Seminars, Badstr. 35, 73087 Boll. Tel.: 07164 – 3573. Fax: 07164 – 7034.)*

ISSN 0721-0752

## Zeitschrift für Sozialökonomie

erscheint vierteljährlich

**Herausgeber:** Stiftung für Reform der Geld- und Bodenordnung in Zusammenarbeit mit der Sozialwissenschaftlichen Gesellschaft 1950 e.V.

**Verlag:** Gauke GmbH - Verlag für Sozialökonomie  
Postfach 1320, D-24319 Lütjeburg  
Telefon: 0 43 81-70 12  
Telefax: 0 43 81-70 13  
E-Mail: versand@gauke.de  
Internet: www.sozialoekonomie.de

### Bezugskonditionen:

#### Jahresabonnement

DM 34,00 / ÖS 270,00 / SFR 35,00 incl. MWSt. und Porto.

#### Ermäßigtes Jahresabonnement

für Schüler, Auszubildende, Studenten und Erwerbslose bei entsprechendem Nachweis DM 24,00 / ÖS 195,00 / SFR 25,00 incl. MWSt. und Porto.

Abonnements verlängern sich automatisch um ein Jahr, wenn sie nicht 4 Wochen vor Ablauf des Bezugszeitraums gekündigt werden.

#### Einzelhefte

Aktuelles Einzelheft DM 8,50 / ÖS 76,00 / SFR 9,50.

Ältere Einzelhefte je Folge: bis Folge 99 = DM 5,00 /

Folge 100-115 = DM 7,00 / ab Folge 116 = DM 8,50.

Einzelheftbestellungen unter DM 50,00 zzgl. Versandkosten, mindestens jedoch DM 4,00.

**Zahlungen stets erst nach Erhalt einer Rechnung!**

**Redaktion:** Dipl. Ökonom Werner Onken

— verantwortlich —

Steenkamp 7, D-26316 Varel 2

Telefon: 0 44 51-95 64 80

Telefax: 0 44 51-95 64 81

E-Mail: redaktion@gauke.de

Redaktionsschluß: Ende des Quartals für die im folgenden Quartal erscheinende Ausgabe.

Gewinnabsichten sind mit der Herausgabe nicht verbunden.

Die Zeitschrift dient dem Meinungsaustausch über gesellschaftliche und wirtschaftliche Zeitfragen.

Für den Inhalt der Beiträge sind die Autoren selbst verantwortlich. Nachdruck nur mit Genehmigung der Redaktion. Für unverlangte Manuskripteinsendungen wird keine Haftung übernommen.

Die Texte in unserer Zeitschrift sind hinsichtlich der Rechtschreibung leider vorläufig noch genauso unterschiedlich wie die derzeitige diesbezügliche Situation im deutschsprachigen Raum. Wir bitten Sie um Verständnis dafür.

© Copyright by  
Sozialwissenschaftliche  
Gesellschaft 1950 e. V.,  
Hamburg  
Printed in Germany



## "Stiftung für Reform der Geld- und Bodenordnung"



1. Vorsitzender: Klaus Wulsten

2. Vorsitzender: Helmut Creutz

Geschäftsstelle:

c/o Rechtsanwalt Klaus Wulsten

Albrechtstr. 127, D-12165 Berlin

Telefon: 0 30 - 792 11 97

Telefax: 0 30 - 793 20 89

Die "Stiftung für Reform der Geld- und Bodenordnung" wurde 1973 als "Stiftung für persönliche Freiheit und soziale Sicherheit" gegründet und erhielt 1997 ihren jetzigen Namen. Sie hat ihren Sitz in Hamburg und wurde vom Hamburger Senat als gemeinnützig anerkannt.

§ 2 ihrer Satzung lautet:

"Die Stiftung fördert die Wissenschaft auf dem Gebiet der Wirtschafts- und Sozialpolitik, insbesondere in bezug auf das überkommene Geldwesen und ein modernes Bodenrecht. Sie verbreitet die Ergebnisse ihrer Forschung durch Wort und Schrift. Sie unterstützt gleichgerichtete, als gemeinnützig anerkannte Einrichtungen."

## "Sozialwissenschaftliche Gesellschaft 1950 e.V."

1. Vorsitzender: Prof. Dr. Dirk Löh

2. Vorsitzender und Geschäftsführer:

Ekkehard Lindner

Geschäftsstelle:

Postfach 1550, D-37145 Northeim

Telefon & Telefax: 0 55 03-32 05

Gesellschafts- und wirtschaftspolitischer Erkenntnisgewinn wird bislang noch vielfach durch Ideologien und mächtige Gruppeninteressen fehlgeleitet. Die "Sozialwissenschaftliche Gesellschaft" hat sich deshalb das Ziel gesetzt, ordnungspolitische Grundlagen für eine sozial- und umweltverträgliche Marktwirtschaft sowie für eine freiheitliche Demokratie zu erarbeiten.

Die "Sozialwissenschaftliche Gesellschaft"

bekannt sich zu der Grundsätzen:

- der Respektierung der Würde und Rechte aller Menschen,
- der Freiheit und der sozialen Gerechtigkeit im Rahmen der Verantwortung des Einzelnen für sich und die Allgemeinheit,
- des Eigentums an selbst erarbeiteten Gütern,
- einer freien, nicht durch Monopole und Machtinteressen verfälschten Marktwirtschaft,
- der Achtung vor der natürlichen Mitwelt,
- der Völkerverständigung,
- des Strebens nach innerem und äußerem Frieden.