



# ZfSÖ

## ZEITSCHRIFT FÜR SOZIALÖKONOMIE

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

# Vollgeld – monetaristischer Aufguss oder Wunderwaffe?

Dirk Löhr

## 1 Einleitung: Wozu Vollgeld?

Nicht nur in Deutschland erfreut sich seit einigen Jahren der Vollgeld-Vorschlag einer gewissen Popularität. Die Vollgeldbefürworter kritisieren die private Geldschöpfung des Geschäftsbankensystems, welche quantitativ wesentlich bedeutsamer ist als die staatliche Schöpfung von Zentralbankgeld. Wesentliche Kritikpunkte sind:

- Die Geldmenge ist durch die Zentralbank mit zunehmender Bedeutung des Giralgeldes immer schwerer steuerbar; dabei macht sich das Geschäftsbankensystem auch immer mehr vom Zentralbankgeld als dem „Rohstoff“ der Kreditvergabe über Clearingprozesse unabhängig;
- die private Geldschöpfung befeuert Aufschwungsphasen und verstärkt umgekehrt über Geldvernichtung Depressionen;
- durch die private Geldschöpfung des Geschäftsbankensystems wird auch die Bildung von Assetpreisinflation Vorschub geleistet; beim Platzen der Vermögenspreisblasen kann auch die Realwirtschaft destabilisiert werden;
- aufgrund der Verwischung des Unterschieds zwischen Geld und Kredit und im Kontext der Fristentransformation kann in einer Krise das Problem von Bank Runs entstehen;
- die hohen Schuldenquoten von Staat und privatem Sektor haben eine wesentliche Ursache darin, dass privat geschaffenes Geld über Kreditvergaben entsteht;
- im Zuge der Geldschöpfung findet eine nicht gerechtfertigte Bereicherung der Geschäftsbanken v. a. durch die Zinsseignorage als Folgewirkung der privaten Geldschöpfung statt.

Ähnlich wie der 100 %-Money-Vorschlag von Irving Fisher (1936) oder das daraus entwickelte Full Reserve Banking von Jaromir Benes und

Michael Kumhof (2013) möchte das von Joseph Huber (1998) in Deutschland bekannt gemachte Vollgeld die Geldmenge besser steuerbar machen, und zwar durch eine „Verstaatlichung“ der Geldschöpfung. Diese soll ausschließlich in staatlicher Hand liegen, nämlich einer unabhängigen Zentralbank als „vierter Gewalt“ („Monetative“ genannt). Geldschöpfung und Kreditvergabe sollen also – im Gegensatz zum heutigen „fraktionalen System“ – getrennt werden: Erstere geschieht durch die Zentralbank, die Letztere durch die Geschäftsbanken (als Finanzintermediäre). Nicht nur die „Verstaatlichung des Geldwesens“, sondern auch die Trennung von Geld und Kredit waren im Übrigen auch Anliegen von Silvio Gesell (Gesell 1949; Schulmeister 2016, S. 8). Nachfolgend werden die Zielsetzungen des Vollgeldes kritisch beleuchtet; angesichts des knappen Raumes sind Vereinfachungen und eine Beschränkung auf einige wesentliche Punkte unumgänglich.

## 2 Zur Bedeutung des Reflux-Prinzips

Die Protagonisten des Vollgeldes sind mit ihrer Analyse auf die Geldseite der Wirtschaft fokussiert. Dementsprechend spielt der Unterschied der Verwendung von Krediten für „produktive Investitionen“ in normale Kapitalgüter einerseits sowie „Land“ und Assets mit ähnlichen Eigenschaften grundsätzlich keine Rolle. Mit der Vernachlässigung dieser Unterschiede befinden sie sich auf einem ähnlichen gedanklichen Pfad wie die Neoklassiker. Dabei ist die Kreditverwendung von höchster Bedeutung für die Analyse der Mängel des Geldsystems. Blicken wir zur Illustration zunächst auf den Kreditkauf von „normalen Kapitalgütern“, gekennzeichnet

durch eine gewisse Produktions- und Substitutionselastizität (Keynes 1936/1983, S.193-195) und eine endliche Nutzungsdauer. Der Vorgang sei anhand einer Robinsonade illustriert (Löhrr 2015)<sup>1</sup>. Hierbei bleiben Zinsen und Gewinne vorerst unberücksichtigt.

Eine Bank auf einer einsamen Insel (die A-Bank) gewährt einen Kredit i.H.v. 1.000 GE (Geldeinheiten) an Robinson. Sie bucht auf der Aktivseite ihrer Bilanz den gewährten Kredit als Forderung an den Kreditnehmer, auf der Passivseite ihrer Bilanz schreibt sie dem Kreditnehmer den Kreditbetrag auf dessen Konto als Sichteinlage gut. Aus Sicht der Bank ist diese Sichteinlage eine Verbindlichkeit gegenüber dem Inhaber des Kontos (er könnte, wenn man noch eine Zentralbank in das Modell einbezöge, von der A-Bank Bargeld in entsprechender Höhe fordern). Mit diesem Vorgang hat die A-Bank Geld geschaffen, wie es gemeinhin anhand seiner Funktionen definiert wird. Ohne das Guthaben könnte Robinson nicht über den eingeräumten Kredit verfügen. In der stilisierten Bilanz der A-Bank wird der Vorgang folgendermaßen abgebildet:

A-Bank			
Aktiva		Passiva	
Kredit an Robinson	1.000 GE	Sichtguthaben Robinson	0 GE
		Verbindlichkeiten an B-Bank	1.000 GE

In der Bilanz der B-Bank wird der Vorgang folgendermaßen abgebildet:

B-Bank			
Aktiva		Passiva	
Kredit an A-Bank	1.000 GE	Sichtguthaben Freitag	1.000 GE

Im „wirklichen Leben“ wird die A-Bank im Rahmen des Fristentransformationsmanagements darauf achten, dass die Finanzierung einigermaßen fristenkongruent stattfindet (entsprechend der Laufzeit des Kredits an Robinson und eventuell zu erwartender Bargeldabzüge) – dann zahlt sie jedoch auch einen entsprechend hohen Zins an die B-Bank und der Zinsvorteil schwindet dahin. Für das gesamte Geschäftsbankensystem (hier: A-Bank und B-Bank) ist die Kritik der Vollgeldbefürworter jedoch durchaus gerechtfertigt. Laufen also alle geschilderten Vorgänge in einer einzigen „logischen Sekunde“ ab (dazu unten mehr), gewährt die B-Bank im Zuge der Überweisung von Robinson an Freitag also der A-Bank einen Kredit – viele Banken haben tatsächlich untereinander entsprechende Vereinbarungen. Eine Refinanzierung bei einer Zentralbank auf der Insel wäre folglich nicht notwendig. Auch insofern ist den Vollgeldbefürwortern zuzustimmen.

Wir halten fest: Ohne auf Zentralbankgeld zurückgreifen zu müssen, wird im obigen Beispiel ein neues Guthaben erzeugt – das definitionsgemäß als „Geld“ gilt (Definitionen können nun nicht richtig oder falsch, sondern nur zweckmäßig oder unzweckmäßig sein). Schließt man sich der allgemein gültigen (an den Geldfunk-

A-Bank			
Aktiva		Passiva	
Kredit an Robinson	1.000 GE	Sichtguthaben Robinson	1.000 GE

An dieser Stelle taucht die Kritik auf, dass die Geschäftsbank von Robinson hohe Kreditzinsen kassiert und auf das Guthaben so gut wie keine Guthabenzinsen zahlt (Zinsseignorage). Robinson wird jedoch das ihm eingeräumte Sichtguthaben schnellstens für eine Zahlung (an Freitag) verwenden, von dem er z.B. einen Speer kauft. Dabei überweist Robinson die 1.000 GE auf ein Girokonto von Freitag bei der B-Bank. Für die Kredit gebende A-Bank bedeutet dies, dass die Sichteinlage des Kunden, also das selbst geschaffene Buchgeld, abfließt – und dass sie den Kredit nun „refinanzieren“ muss. Die Bilanz der A-Bank sieht nach Refinanzierung bei der B-Bank wie folgt aus:

tionen orientierten) Gelddefinition an, hat das Bankensystem unabhängig von der Zentralbank Geldschöpfung vollzogen. Mit Blick auf die Realität sei allerdings angemerkt, dass der oben modellhaft beschriebene Vorgang in einer "logischen Sekunde" geschah. Soweit die verschiedenen Schritte in der Realität zeitlich aufeinander folgend ablaufen, kann der Vorgang sich nicht so unabhängig von der Zentralbank wie beschrieben vollziehen. Hinzu kommt auch das Erfordernis, Liquiditätsreserven (u.a. wegen unvorhersehbarer Bargeldabzüge) sowie die vorgeschriebene Mindestreserve zu halten. Zwar wird den Geschäftsbanken in einem Kreditgeldsystem mit offenem Diskontfenster regelmäßig eine Refinanzierungsmöglichkeit bei der Zentralbank offenstehen, allerdings können sich die Konditionen (Zins und Fristigkeit) kurzfristig ändern und sind somit unsicher (s. den Beitrag von Wenzlaff in diesem Heft). Schließlich: Obwohl sich die Banken realiter v.a. im Wege von Clearingprozessen zu einem beträchtlichen Teil zeitgleich refinanzieren können, laufen diese Verrechnungsprozesse in hohem Maße über Zentralbankkonten ab – mittels Verwendung von Zentralbankgeldguthaben (Deutsche Bundesbank 2017, S. 18, Anm. 11). All dies relativiert die Kritik der Vollgeld-Befürworter, widerlegt sie aber nicht.

Die meisten Betrachtungen der Vollgeldbefürworter über die Geldschöpfungsvorgänge werden allerdings an dieser Stelle eingestellt. Und an dieser Stelle endet dann auch der grundsätzliche Konsens. Um die Wirkungen des ausgelösten Geschäftsvorfalles auf die Geldmenge zu analysieren, muss man seinen gesamten „Lebenszyklus“ erfassen bzw. buchmäßig nachvollziehen. Und dies nicht nur auf der Geld-, sondern auch auf der Realseite. Was ist realwirtschaftlich passiert? Robinson hat von Freitag einen Speer gekauft. Dieses Kapitalgut wurde bereits vorher von Freitag hergestellt – es stellte vorliegend realwirtschaftlich gesehen eine Ersparnis (durch Freitag) dar. Diese wird nun mittels Kreditfinanzierung durch Robinson in Anspruch genommen. Realwirtschaftlich wurde im Rahmen der Kreditbeziehung also auf eine Ersparnis zurückgegriffen (hier: der schon vorhandene Speer), auch wenn dem Kreditvergabeprozess keine Bankeinlage von

Freitag voraus ging und die A-Bank nicht als Intermediär tätig war. Denkbar ist zwar auch, dass Robinson an Freitag über den eingeräumten Kredit eine Anzahlung leistet und dieser erst nach der Kreditvergabe überhaupt mit der Produktion des Speers beginnt. In diesem Falle erfolgt die Ersparnis teilweise nachgelagert zum Kreditvergabeprozess (teilweise, weil auch in diesem Fall Freitag in der Regel auf schon vorher produzierte Lebensmittel und Werkzeuge zurückgreifen muss). Somit ist einerseits die Aussage richtig, dass die Kreditvergabe weitgehend ohne vorherige Ersparnisbildung stattfinden kann (Betz 2004, S. 41-43). Unrichtig wäre allerdings die Behauptung, dass Kreditvergabe- und Ersparnisprozess vollkommen unabhängig voneinander sind. Das volkswirtschaftliche Kreislaufdenken behält also seine Gültigkeit.

Die Bilanz von Robinson sieht nach Kauf des Speers via Kredit folgendermaßen aus:

Robinson			
Aktiva		Passiva	
Speer	1.000 GE	Verbindlichkeit A-Bank	1.000 GE

Nehmen wir nun an, Robinson jagt mit dem Speer Eichhörnchen. Die Tierchen sind schnell und viele Würfe treffen daneben, nämlich auf Steine und Felsen. Durch das Jagen nutzt sich während der Periode also der Speer ab. Am Anfang der Periode war er noch 1.000 GE wert, am Ende nichts mehr. Die gemeuchelten Eichhörnchen wiederum verkauft Robinson gesalzen und gepökelt an Freitag; die Erlöse in Höhe von 1.000 GE werden in einem Betrag am Ende der Periode von Freitag an Robinson gezahlt. In der stilisierten Schlussbilanz Robinsons – siehe Seite 14 – wird der Vorgang abgebildet.

Die Struktur der Bilanz wurde gegenüber den lt. Handelsgesetzbuch (HGB) oder International Financial Reporting Standards (IFRS) geltenden Vorschriften geändert, um die Korrespondenz zwischen Abschreibungen und Kredittilgungen deutlich zu machen (markierter Bereich): Denn während der laufenden Periode wird aus dem Gegenwert der Abschreibungen der laufende Kredit

Schlussbilanz Robinson			
Aktiva		Passiva	
Anlagevermögen: Speer		Verbindlichkeiten	
Anfangsbestand 01.01.	0 GE	Anfangsbestand 01.01.	0 GE
Speer	1.000 GE	Verbindlichkeit A-Bank	1.000 GE
Abschreibungen	./.. 1.000 GE	Tilgung aus Abschreibungen	./.. 1.000 GE
Endbestand 31.12.	0 GE	Endbestand 31.12.	0 GE
Umlaufvermögen: Bank			
Anfangsbestand 01.01.	0 GE		
Guthaben / Kredit A-Bank	1.000 GE	Eigenkapital:	
Kauf Speer von Freitag (Abfluss zu B-Bank)	./.. 1.000 GE	Anfangsbestand	0 GE
Verkauf Eichhörnchen an Freitag (Zufluss von B-Bank)	1.000 GE	Ertrag: Verkauf Eichhörnchen	1.000 Euro
Kredittilgung / Mittelabfluss	./.. 1.000 GE	Aufwand: Abschreibungen	./.. 1.000 GE
Endbestand 31.12.	0 GE	Endbestand	0 GE

des Robinson getilgt. Die Vorgänge auf dem Konto Robinsons bei der A-Bank saldieren sich als Reflex der anderen Vorgänge ebenfalls zu Null.

Umgekehrt hat die A-Bank am 31.12. weder einen ausstehenden Kredit gegenüber Robinson gebucht, noch hat sie Verbindlichkeiten gegenüber der B-Bank, da sie aus den zufließenden Geldmitteln die Verbindlichkeit gegenüber der B-Bank begleicht. Zumal die Zahlung für die Eichhörnchen an Robinson durch Freitag ebenfalls via Überweisung vorgenommen wurde, ist zum Periodenende auch dessen Konto leer geräumt. Auf eine gesonderte Darstellung der Bilanz von Freitag wird vorliegend verzichtet. Die Schlussbilanzen der A-Bank und der B-Bank sehen dann stilisiert wie nebenstehend aus.

Das durch das Bankensystem geschaffene Geld existierte also so lange, wie das Kapitalgut abgeschrieben wird und aus den Abschreibungen die Kredittilgung erfolgt. Mit der abgeschlossenen Kredittilgung wird auch das geschaffene Geld wieder vernichtet. Das vorliegende Beispiel bezog sich aus didaktischen Gründen nur auf eine Periode. Und in der Realität ist die Übereinstimmung zwischen Abschreibungs- und Kre-

ditilgungsdauer natürlich so nicht perfekt wie im Beispiel. In der Summe hält sie aber. Die angestellte Betrachtung zeigt, dass sich durch die Geldschöpfung der Banken die geldwirtschaftliche Seite nicht von der realwirtschaftlichen Seite lösen kann.

Wir halten also fest: Bei der heutigen Finanzierung von normalen Kapitalgütern durch Kre-

Schlussbilanz A-Bank			
Aktiva		Passiva	
Kredit an Robinson	0 GE	Sichtgut-haben Robinson	0 GE
		Verbindlichkeiten B-Bank	0 GE

Schlussbilanz B-Bank			
Aktiva		Passiva	
Kredit an A-Bank	0 GE	Sichtgut-haben Freitag	0 GE

dite entsteht zwar im Zuge der Kreditaufnahme Geld – die Geschäftsbanken räumen den Schuldnern Guthaben auf der Passivseite ihrer Bilanz ein (Bilanzverlängerung). Die Schuldner kaufen mit diesem Guthaben Vermögensgegenstände, die dem Anlage- oder Umlaufvermögen zugeordnet werden. Die Kredite werden dann entweder aus den Abschreibungen (soweit diese verdient werden) oder aus dem Umschlag des Umlaufvermögens wieder getilgt. Am Ende verschwinden der Kredit und damit das geschaffene Geld (idealerweise zusammen mit dem betreffenden Vermögensgegenstand) sowohl aus der Bilanz des Kreditnehmers (nach Vollabschreibung bzw. Umschlag) wie auch das geschaffene Geld aus der Bankbilanz. (Analoge Vorgänge würden im Übrigen stattfinden, wenn die Banken selbst als Käufer statt als Kreditgeber auftreten und dem Verkäufer ein selbst geschaffenes Guthaben einräumen würden). Das beschriebene Phänomen ist als „Reflux-Prinzip“ bekannt (Huber 2004, S. 15). Soweit das Reflux-Prinzip greift, können sich Geldmenge und Geldvermögen nicht unkontrolliert immer weiter aufbauen; die Kritik der Vollgeldbefürworter ist vor diesem Hintergrund kaum haltbar.

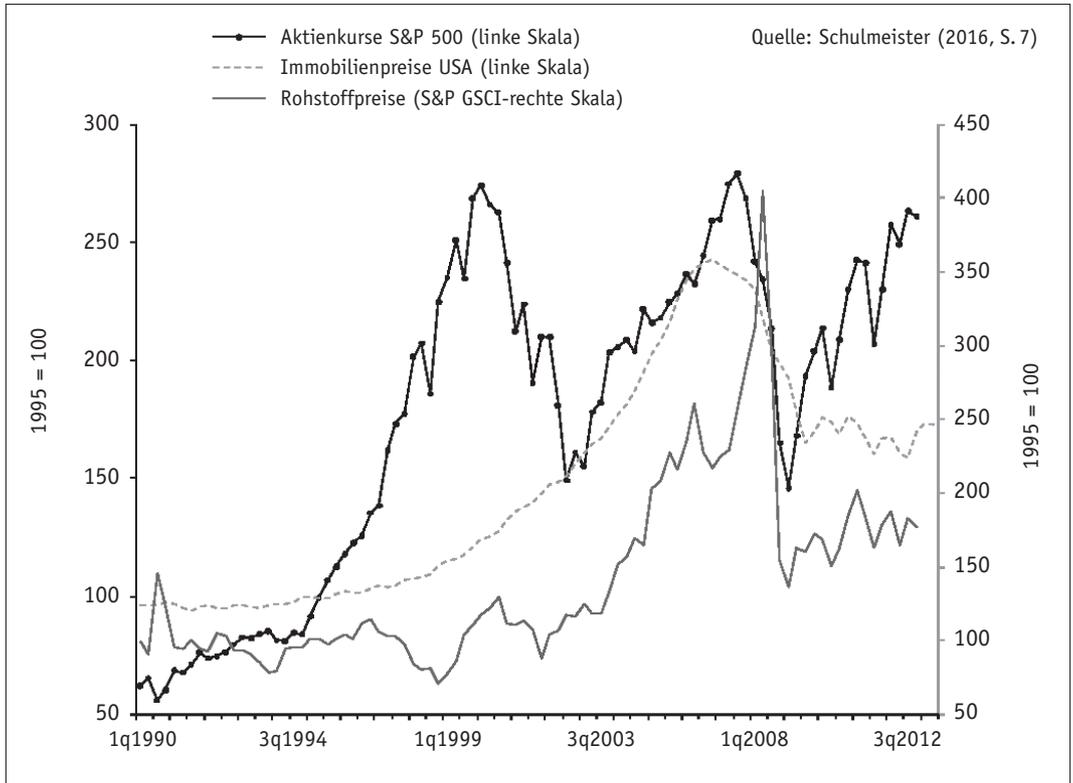
Somit ist die Frage zu stellen, an welcher Stelle das Reflux-Prinzip im Rahmen der Kreditgeldschöpfung gestört sein könnte. Eine Quelle ist das durch den Zins angetriebene Wirtschaftswachstum selber (s. die Goldene Regel der Akkumulation; Löhrl 2012), sofern es durch das Bankensystem alimentiert wird. In der o.a. Robinsonade würde dies die ausdrückliche Berücksichtigung von Unternehmensgewinnen und Zinsen umfassen. Hierbei geht es nicht nur um den Zins, der bei der Zentralbankgeldemission anfällt, sondern auch um den endogenen, im Markt entstehenden Zins, wie er aufgrund von Liquiditäts- und Knappheitsprämien entsteht – dieser wäre mit einer isoliert durchgeführten Vollgeldreform mitnichten beseitigt.

Eine zweite Quelle findet sich dort, wo das über die aufgenommenen Kredite geschaffene neue Geld nicht in die Realwirtschaft, sondern in die „Finanzstratosphäre“ fließt. Die wichtigsten Bereiche sind dabei vor allem die Immobilien- und die Märkte für Unternehmensanteile (vor allem

die Aktienmärkte). Was die Immobilienmärkte angeht, werden die Preissteigerungen dabei nicht primär durch das aufstehende Gebäude, sondern durch die Werterhöhungen von Grund und Boden getrieben. Häuserpreisblasen sind somit im Wesen „Bodenpreisblasen“, entstanden durch kapitalisierte Bodenrenten (Knoll et al. 2015, S. 2). Und auch der Kern der Unternehmensgewinne sind ökonomische Renten, die aufgrund von monopolartigen Marktpositionen entstehen, welche wiederum zu einem hohen Grade durch Boden sowie Assets mit ähnlichen Eigenschaften – wie geistigen Eigentumsrechten – vermittelt werden (Löhrl 2013). Die Entwicklung dieser Märkte im Zeitverlauf stellt die Abbildung auf Seite 16 dar.

Das größte Volumen dieser drei Bärenmärkte entfällt in Deutschland (2015) auf den Immobilienmarkt mit derzeit ca. 11,8 Billionen Euro, wovon deutlich über 30% auf Grund und Boden entfallen dürften (die offiziellen Statistiken haben in der Abbildung dieses Befundes aus verschiedensten Gründen erhebliche Defizite) (Statistisches Bundesamt 2016, Tab. S 1 + S 11). Mit weitem Abstand folgen der Aktienmarkt mit ca. 1,7 Billionen Euro (2016); die Rohstoffmärkte stellen wiederum einen noch kleineren Teil dar (Statista 2016).

Bei Grund und Boden sowie Unternehmensbeteiligungen handelt es sich um Vermögenswerte mit potentiell unendlicher Lebensdauer. Auf diese werden keine Normalabschreibungen vorgenommen. Werden diese Werte über Kredite gekauft, muss das Reflux-Prinzip versagen. Bei Spekulation in Rohstoffen (und anderen Medien) wird es zumindest verzögert. Kredittilgungen wie bei „normalen“ Kapitalgütern können somit bei kreditfinanziertem Kauf von Boden und Unternehmensbeteiligungen nicht stattfinden. Damit das Kreditsystem nicht mangels Tilgung der Kredite irgendwann kollabiert, muss es daher fortlaufend mit zusätzlichem Geld durch das Bankensystem (darunter vor allem die Zentralbank) alimentiert werden. Hierdurch erhält die Kreditfinanzierung solcher „kritischen Assets“ Züge eines Schneeballsystems. Durch das zusätzliche Geld wird jedoch nicht nur das Wachstum der Realwirtschaft alimentiert, sondern auch dasjenige der Finanzblasen. Das zusätzliche Geld be-



wahrt also einerseits die Finanzmärkte vor dem Kollaps, heizt sie andererseits aber weiter an. Dies trifft auch dann zu, wenn noch andere Motive hinter der Geldausgabe stehen: So pumpt die EZB derzeit bekanntlich jeden Monat vor allem deswegen viele Milliarden Euro in die Märkte, um die Geschäftsbanken in den hinkenden Volkswirtschaften der südlichen Peripherie der EU zu stützen. Dieses Geld landet allerdings zu einem erheblichen Teil eben am Ende nicht in der Realwirtschaft, sondern in der Finanzstratosphäre. Dies ist auch in der säkular sinkenden Umlaufgeschwindigkeit der Geldmengenaggregate gut ablesbar (Lühr 2011, S. 42-44). Sie bildet die Kehrseite der zuletzt immer weiter steigenden Immobilienpreise (besser: Bodenpreise) und Aktienkurse. Sowohl die Aufblähung der Bodenpreise wie auch der der Aktienkurse wird dabei zu einem erheblichen Teil von ökonomischen Renten getrieben – eine Kategorie, die von den Vollgeld-Vertretern so gut wie nicht disku-

tiert wird. Immobilien und Unternehmensbeteiligungen sind angesichts der gegenwärtigen Niedrigzinsphase die einzigen Assets, mit denen sich noch passable Renditen mit überschaubarem Risiko erwirtschaften lassen. Auch Unternehmensübernahmen werden verstärkt über solche „parasitären Kredite“ finanziert (Hudson 2017, S. 15).

Wenn auch das gegenwärtige Niedrigzinsniveau vor dem Hintergrund der EZB-Politik eine Extremsituation darstellt, die wahrscheinlich irgendwann wieder zu einem Ende kommen wird: Grundsätzlich sind tiefere Zinsen für reifere Wirtschaften mit einem höheren Kapitalstock charakteristisch. Auch das Vollgeld könnte grundsätzlich das Aufblasen dieser rentenbasierten Aktiva im Zuge der säkularen Zinssenkungstendenz nicht verhindern, allenfalls dämpfen (s. unten mehr). Die Nachfrage im Realsektor kann jedoch nicht gezielt erhöht und / oder diejenige im „Finanzcasino“ gezielt reduziert werden (es sei denn, „Monetative“ und Bankaufsicht betreiben

– ähnlich wie früher in Japan – als ergänzende Maßnahme Kreditlenkung; siehe auch den Beitrag von Walter in diesem Heft. Vielmehr kann sie nur beide Sektoren zusammen befeuern oder abwürgen – mit entsprechenden Folgen für Konjunktur und Arbeitsmarkt (Schulmeister 2016, S. 11). Selbst wenn die „Monetative“ eine potentialorientierte Geldpolitik verfolgt, ändert sich nichts an dieser Ohnmacht. Der Vorschlag, bei der Messung des Preisniveaus für Zwecke des Vollgeldes Bestandsaktiva wie Aktien und Immobilien mit zu berücksichtigen, ändert nichts an diesem Befund; es erscheint, wie wenn man den Klimawandel mit einer Neueichung der Thermometer bekämpfen wolle.

Die Problematik ist also weniger die Geld- und Kreditschöpfung an sich, sondern die Art und Weise der Verwendung der Kredite (Schulmeister 2016, S. 2-3) – in einer Weise, dass das Reflux-Prinzip versagen muss. Je niedriger der Zins, umso höher der Anreiz, in rententragende und nicht abnutzbare Aktiva zu investieren (mit denen man selbst in einer Niedrigzinsphase noch Geld verdienen kann). Das Gewinninteresse der Banken, das die Kreditgeldschöpfung antreibt und kanalisiert, wird im Übrigen ebenfalls durch die Aufblähung der rententragenden Aktiva systematisch fehlgeleitet – in einer Weise, die nicht mit dem Gemeinwohl kompatibel ist. Ein gutes Beispiel, das nicht weiter erläutert werden muss, stellt die Finanzkrise 2008 dar, die vom Immobilienmarkt und dessen Finanzierung in den USA ausging. All dies wiegt umso schwerer, als diese „kritischen Vermögenswerte“ real- und gesamtwirtschaftlich gesehen gar keine Ersparnis darstellen: Es ergibt sehr wohl einen Unterschied, ob zusätzlich geschaffene Maschinen oder Gebäude auf Kredit finanziert werden – oder lediglich der Wert eines bestehenden Grundstücks aufgeblasen wird. Im ersten Fall werden reale Werte geschaffen, die in der Zukunft verbraucht werden können, im zweiten Fall eben nicht. Um die Finanzstratosphäre gezielt in den Griff zu bekommen, empfiehlt sich vielmehr eine „Entkapitalisierung“ vor allem von „Land“ und Unternehmensbeteiligungen durch die Abschöpfung der an diesen hängenden ökonomischen Renten. Dies ist primär eine Frage der Finanz- und

Steuerpolitik, aber auch der Rechtsordnung allgemein (man denke an das Patent- oder Wettbewerbsrecht). Je konsequenter die ökonomischen Renten (nicht die Risikoprämien oder Unternehmerlöhne!) zugunsten der Allgemeinheit konfisziert werden, umso geringer der Anreiz, Kredite zum Zwecke des Erwerbs von Boden bzw. Unternehmensanteilen etc. aufzunehmen bzw. zu diesem Zwecke Geld zu schöpfen. Speziell bezüglich der Eindämmung der Rohstoffspekulation sind entsprechende Regulierungen diskutabel.

Um den skizzierten Fehlentwicklungen vorzubeugen, bedarf es also zielgerichteter Instrumente – im Sinne der von Jan Tinbergen (1952) formulierten Einsatzregel für wirtschaftspolitische Instrumente, wonach voneinander unabhängige wirtschaftspolitische Ziele mit geeigneten, unabhängigen Instrumenten verfolgt werden sollen. Allerdings setzt die Anwendung der Tinbergen-Regel die Erkenntnis voraus, dass das Aufblasen der Finanzstratosphäre ihre eigentlichen Ursachen nicht in der Giralgeldschöpfung der Geschäftsbanken an sich hat, sondern in der Verwendung der Kredite vor allem für rententragende Vermögenswerte. Das Vollgeld ist eben kein zielgerichtetes Instrument, um diesen elementaren Problemen wirksam zu begegnen. Es darf daher gefragt werden, welche Rolle Vollgeld überhaupt noch zukommen soll, wenn die skizzierten Probleme mit zielgerichteten Mitteln beseitigt würden.

### 3 Vollgeld als Panazee?

Dementsprechend kann Vollgeld auch keine Panazee, also kein Allheilmittel sein. Was kann das Vollgeld leisten? Wenig Zweifel bestehen daran, dass eine Zentralbank über Vollgeld die Geldmenge effektiver als heute steuern könnte (allerdings wird auch beim Vollgeld das Problem privat geschaffener Geldsubstitute nicht per se aus der Welt geschafft; man denke z.B. an Bitcoins). Diese Fähigkeit des Vollgeldes kann angesichts des in einigen Ländern verstärkt zu beobachtenden Trends zur Abschaffung des Bargelds durchaus interessant und zukunftsweisend sein. Hingegen liegt es – wie dargestellt – eben nicht in der Hand einer „Monetative“, wie und

wofür das von ihr geschaffene Geld Verwendung findet. So kann auch die Umlaufgeschwindigkeit des Vollgeldes beispielsweise aufgrund klassischer Hortung bzw. Kaufzurückhaltung (Geldnachfrage auf Vollgeldkonten) oder der Speisung der Finanzstratosphäre mit neuem oder altem Geld einbrechen. Weder ihr Niveau noch ihre Struktur (Real- vs. Finanzsektor) kann in einem marktwirtschaftlichen Ordnungsrahmen ohne Weiteres kontrolliert werden. Zumal allerdings die Geldmenge in Boomphasen nicht mehr – wie gegenwärtig – getrieben durch die Renditeerwartungen der Banken „überschießend“ ausgeweitet würde, käme es im Vollgeldsystem jedoch zu einer gewissen Dämpfung auch von Assetpreisinflationen. Umgekehrt würden sich wirtschaftliche Schocks im Vollgeldsystem auch nicht mehr in einer unkontrollierten Reduzierung der Geldmenge niederschlagen; allerdings ist ein umso stärkeres Absinken der Geldumlaufgeschwindigkeit zu erwarten. Eine höhere Volatilität der Umlaufgeschwindigkeit wäre höchstwahrscheinlich der Preis für die stabilere Geldmengenentwicklung im Vollgeldsystem. Zumal das Geld auch besser gesichert wäre als die Giro Guthaben heutzutage, könnten möglicherweise die mit der Liquiditätspräferenz bzw. der Geldumlaufgeschwindigkeit zusammenhängenden Probleme an Bedeutung gewinnen. Somit ist auch die (Kredit-)Nachfrage für produktive realwirtschaftliche Investitionen im Vollgeldsystem keinesfalls garantiert.

Der Vollgeldvorschlag hat somit von seiner Problemlösungsfähigkeit eine ähnliche Reichweite wie der monetäre Kern des „naiven“ – weil die Problematik der Geldumlaufgeschwindigkeit außer Acht lassende – Monetarismus eines Milton Friedman (Friedman 1971; dieser war ebenfalls ein Befürworter des 100%-Money von Irving Fisher und damit eines Vollgeld-Vorläufers). Friedman definierte das Problem der schwankenden Geldumlaufgeschwindigkeit einfach dadurch weg, dass er eine „langfristige Stabilität“ annahm (Keynes: „in the long run we are all dead“). Ähnlich neigen auch viele Vollgeld-Protagonisten dazu, über das Problem der Geldumlaufschwankungen hinwegzugehen bzw. auf das Prinzip Hoffnung zu setzen: Die Geldumlaufgeschwindigkeit werde sich im Zuge der Ein-

führung des Vollgeldes schon hoffentlich stabilisieren (Meier 2014).

Wie auch der „naive“ Monetarismus stellt der Vollgeldvorschlag die Geldmengensteuerung in den Vordergrund. Während der Monetarismus sich hinsichtlich komplementärer wirtschaftspolitischer Maßnahmen an neoliberalen Denkmustern orientierte, äußern sich die Vollgeldbefürworter diesbezüglich allerdings uneinheitlich.

Wengleich kein Vollgeldbefürworter behaupten würde, bei der Reform handle es sich um ein Allheilmittel, wird dennoch oftmals explizit oder implizit eine über die bloße Geldmengenkontrolle weit hinaus reichende Lösungskapazität unterstellt. Die diesbezüglichen „Heilsversprechen“ umfassen das gesellschaftsreformerische Spektrum und sind zum Teil auch widersprüchlich: Einmal soll wirtschaftliches Wachstum erzielt und die Konjunktur stimuliert werden (ökonomische Perspektive; Benes und Kumhof 2012; Joob 2016), andererseits soll der Weg in eine Postwachstumsgesellschaft eröffnet werden (ökologische Perspektive; Peukert 2011); Vollgeld soll zudem eine notwendige (wengleich keine hinreichende) Bedingung für eine gerechte Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft sein – was immer man auch darunter verstehen will (soziale Perspektive; Mensching, in: <https://www.monetative.de/unterstuetzer/>).

Andere Vollgeld-Befürworter halten sich mit Aussagen über die Reichweite des Vorschlags eher zurück. Obwohl einige Vollgeld-Protagonisten (wie z.B. Joseph Huber) eine gewisse Affinität zum Ordoliberalismus haben und große Schnittmengen mit dem „naiven“ Monetarismus zeigen, können sie insbesondere nicht mit der Angebotsökonomik in „einen Topf geworfen“ werden. So werden zum Beispiel keine arbeitsmarkt- und lohnpolitischen Programme formuliert. Dies ist Stärke und Schwäche zugleich: Einerseits ist dies ehrlich, weil das Vollgeldkonzept viele drängende gesellschaftliche Fragen wie Jobunsicherheit, eine hohe Differenz zwischen Brutto- und Nettoeinkommen, ungleiche Einkommens- und vor allem Vermögensverteilung sowie hohe Mieten in den Ballungsräumen etc. etc. nicht direkt adressieren kann (es wäre gleichwohl wünschenswert, wenn die Vollgeld-Protagonisten diese beschränk-

te Problemlösungsfähigkeit deutlicher als bisher einräumen würden). Andererseits müssten sie dann eigentlich eine klarere Antwort auf die offenbare konzeptionelle Lücke geben: Welche Instrumente und Politikmuster sind zur Erreichung der nicht adressierten Ziele mit dem Vollgeldkonzept kompatibel und warum? Solche Aussagen müssten deutlich über Konzepte wie die soziale Grundsicherung (Huber 1998), Finanztransaktionssteuern etc. hinausgehen.

#### 4 Unbeantwortete Fragen

Vollgeld erlaubt also nicht weniger, aber eben auch nicht mehr als die Geldmenge vergleichsweise effektiver als gegenwärtig zu steuern – wengleich auch diesbezüglich einige Probleme nicht gelöst werden können und sich andere Probleme in den Vordergrund schieben dürften. Dennoch: Schon ein Mehr an Kontrolle wäre ja schon grundsätzlich positiv zu bewerten. Allerdings gibt es eine Reihe weiterer unbeantworteter Fragen. Die Vollgeldbefürworter als Herausforderer des herrschenden Paradigmas tragen hierbei die Beweislast, denn möglichen Kollateralschäden einer Substitution des fraktalen Systems durch Vollgeld muss Rechnung getragen werden.

Einmal kann Geldmengensteuerung kein Selbstzweck sein, sondern nur ein Zwischenziel zur Erreichung anderer Ziele. Derzeit ist dies primär die Sicherung der Preisstabilität; Konjunktur und Beschäftigung haben gegenwärtig eher den Charakter eines Nebenziels. Es ist nicht richtig klar, inwieweit die Vollgeldbefürworter mit dieser Zielhierarchie übereinstimmen, zumal die Zwecke des Vollgeldsystems ja vor allem negativ, in Abgrenzung zum gegenwärtigen System, definiert werden. Hier besteht meines Erachtens Klärungsbedarf. Angesichts des Umstandes, dass primär gesellschaftsreformerische Kräfte den Vollgeldgedanken tragen, wären nämlich auch andere Zielvorstellungen denkbar. Wollte man zum Beispiel Konjunktur und Beschäftigung ein größeres Gewicht im Kanon der Ziele einräumen, wäre zu fragen, ob das Vollgeldsystem tatsächlich in der Lage ist, Geld exogen genauso bedürfnisgerecht dem Bankensystem zur Verfügung stellen wie das gegenwärtige endogene System der Kreditgeld-

schöpfung. Je nach Region und Branche ist die Kreditnachfrage sehr unterschiedlich, und diesem Umstand wird das derzeitige endogene System der Kreditgeldschöpfung durchaus gut gerecht. Im gegenwärtigen System geht die Kreditnachfrage der Geldschöpfung voraus (Deutsche Bundesbank 2017, S. 23); die Geschäftsbanken reagieren damit flexibel auf den Finanzierungsbedarf, der in der Wirtschaft entsteht. Wenn am endogenen System der Kreditgeldschöpfung beispielsweise kritisiert wird, dass es periphere Regionen unzureichend unterstützt, so liegt dies letztlich an der geringen Kreditnachfrage dort – und hat damit letztlich realwirtschaftliche Ursachen, denen dann auch mit geeigneten Mitteln jenseits der Geldpolitik begegnet werden muss (siehe den Beitrag von Walter in diesem Heft). Hinsichtlich der Zwischenzielebene drängt sich unter anderem die Frage auf, wie in einem Vollgeldsystem die Gefahr unerwünschter Ausschläge der Geldmarktzinsen vermieden werden kann. Das Zinsniveau wäre ohne weitere ergänzende Maßnahmen generell wesentlich schwerer zu kontrollieren als heute (vgl. Schulmeister 2016, S. 14-15). Möglicherweise könnte hier wenigstens eine gewisse Abhilfe geschaffen werden, indem man auch im Rahmen des Vollgeldes bei der Geldemission am gegenwärtigen System der Refinanzierung der Geschäftsbanken durch die Zentralbank festhält, anstatt den Weg der direkten Finanzierung staatlicher Instanzen (zinslose Notenbankkredite) zu verfolgen (Huber 2004, S. 16). Dies wäre – anders als der von der Vollgeldbewegung derzeit präferierte Emissionsweg über den Staat – auch eher mit liberalen Politikmustern vereinbar. Der derzeit in der Vollgeldbewegung präferierte Emissionskanal ist also nicht der einzig denkbare; Alternativen sind auch (buchungs-)technisch ohne weiteres darstellbar (vgl. Mayer 2013; s. auch Walter in diesem Heft).

Ansonsten müsste belegt werden, dass die Aufgabe vor allem der Zins- zugunsten der (potentialorientierten) Geldmengensteuerung mit Blick auf die letztlich zu verfolgenden Ziele (die zu definieren wären) vorzugswürdig ist. Vor allem keynesianische Kritiker stellen die Zweckmäßigkeit der Geldmengensteuerung an sich infrage (Sauber und Weihmayr 2014, S. 900). Nicht ohne

Grund gingen auch die Zentralbanken hiervon zugunsten der Verfolgung von Zins- und Inflationszielen wieder ab, wenngleich die Geldmengenausweitung weiter beobachtet und auch hierüber berichtet wird. So können die Zentralbanken durchaus mit ihrer Zins- und Inflationspolitik auf die portfoliobezogenen Entscheidungen der privaten Akteure Einfluss nehmen. Wenzlaff verweist in diesem Heft auf Wicksell, wonach Zentralbanken keine Geldmengen steuern, sondern das Gleichgewicht des Vermögensmarktes und das Preisniveau mittels Zinspolitik („New Monetary Consensus“). Abgesehen von einem am heutigen System orientierten Emissionsmechanismus von Vollgeld (s. oben) wäre an dieser Stelle auch die Anknüpfung an die seit Jahrzehnten in der Freiwirtschaftsbewegung geführte Diskussion interessant: Viele Probleme der Geldmengensteuerung könnte man gut durch ein Einwirken auf die Zinsstrukturkurve mittels einer Gebühr auf die Liquiditätshaltung in den Griff bekommen.

Hinsichtlich des Geschäftsbankensystems sollten Wege aufgezeigt werden, um mit Mismatch-Problemen hinsichtlich der Fristentransformation (kurzfristige Kredite an Banken, langfristige Kredite von Banken) umzugehen. Die Fristentransformation trägt einerseits zur gesamtwirtschaftlichen Effizienz bei, kann aber auch die Wirtschaft destabilisieren (Bank Runs). Wie dieser Spagat im Vollgeldsystem bewältigt werden soll, ist ebenfalls bis dato weitgehend offen (der Vorschlag von Fisher (1936) bzw. von Benes und Kumhof (2013) impliziert eine weitgehende Abschaffung der Fristentransformation, was zu Wohlfahrtseinbußen führen würde; s. Deutsche Bundesbank 2017, S. 35). Auch diesbezüglich wurden im Rahmen der Freiwirtschaftstheorie Diskussionen geführt und Lösungsvorschläge aufgezeigt (Lühr und Jenetzky 1995). Eine Modifikation derselben könnte auch den Vollgeldvorschlag sinnvoll ergänzen.

Die Anknüpfung an die besagte Diskussion wäre auch vor dem Hintergrund interessant, dass die Zinsseignorage im Rahmen des freiwirtschaftlichen Paradigmas ebenfalls gezielt angegangen werden könnte. Wie auch Huber (2004, S. 14) zugesteht, ist im derzeitigen System nur die mit der privaten Geldschöpfung einherge-

hende Zinsseignorage verteilungspolitisch relevant, zumal die Geschäftsbanken derzeit durch die Kreditgeldschöpfung selbst mangels Anbuchung eines Ertragskontos keinen Gewinn erzielen können (vielmehr stellt die das Kreditgeld schöpfende Bank ja eine Verbindlichkeit gegenüber dem Nichtbankensektor ein, die irgendwann ja auch wieder beglichen werden muss; s. die oben geschilderte Robinsonade und auch Wenzlaff im vorliegenden Heft unter Berufung auf Graziani).

All dies verweist insbesondere auf die Frage, ob und wie Vollgeld und Freigeld kombiniert werden könnte und sollte („Vollfreigeld“; Lühr 2011). Viele Vollgeldbefürworter scheinen allerdings – wiederum ähnlich wie die Neoklassiker – vor allem im Zins an sich bzw. in der Liquiditätsprämie kein grundsätzliches Problem zu sehen – obwohl man andererseits eine eigenständige Zinstheorie in der Vollgeldbewegung genauso wenig wie eine eigenständige Theorie der geldpolitischen Transmission zu erkennen vermag. Umgekehrt meinen viele Anhänger der Freiwirtschaft (möglicherweise ist dies die Mehrheit), dass über eine Liquiditätsgebühr auch die entscheidenden Mängel des derzeitigen fraktionalen Reservesystems gelindert oder gar behoben werden können – dies schließt die Steuerbarkeit der Geldmenge ein. So entsteht zwischen beiden Bewegungen (von wenigen Ausnahmen abgesehen wie B. Senf oder T. Betz) eine gewisse Sprachlosigkeit, obwohl der Vollgeld-Vorschlag grundsätzlich sehr kompatibel mit dem Freigeldkonzept zu sein scheint (s. oben, Abschnitt 1.).

## 5 Fazit

Obwohl viele offene Fragen verbleiben, verdient der Vollgeldvorschlag als eine zeitgenössische Variante der Currency-Theorie vor allem mit Blick auf die zunehmende Zurückdrängung des Bargeldes (welche die Probleme der Geldpolitik in Zukunft verschärfen könnte) eine weitere und vertiefte Erörterung. So war auch der Tenor des vorliegenden Beitrags nicht etwa, dass der Vollgeldvorschlag nicht Ziel führend sei. Mit Bezug auf die Problemlösungspotentiale ist jedoch (vor dem Hintergrund der Tinbergen-Regel) in Teilen

der Anhängerschaft ein wenig mehr Bescheidenheit geboten. Bei genauerem Hinsehen scheint nämlich ein krasses Missverhältnis zwischen der Problemlösungsfähigkeit des „rohen“, ohne komplementäre Maßnahmen versehenen Vollgeldvorschlags und der Intensität zu bestehen, mit der die öffentliche Diskussion derzeit hierüber geführt wird.

Generell ist der Vollgeldvorschlag aber insofern ein potentiell „starkes Konzept“, als eine Verbindung mit anderen Konzepten (wie Art und Weise der Emission des Geldes, der Umlaufsicherung oder einer besseren Steuerung der Fristenkongruenz sowie bestimmten realwirtschaftlichen Politikkonzepten) durchaus denkbar erscheint. Allerdings müssen gerade diese Debatten erst noch geführt werden. Einen guten Anfang macht der Beitrag von Walter im vorliegenden Heft. Bei sinnvoller Kombination mit anderen Konzepten könnte sich eine Chance bieten, die Problemlösungsfähigkeit des Vollgeldvorschlags wesentlich zu erhöhen – auch jenseits der ausgetretenen Pfade von Keynesianismus und Neoliberalismus bzw. Monetarismus.

## Anmerkung

1 Hierbei handelt es sich um eine narrative Form der Modellbildung, die erlaubt, von hinsichtlich der Analyse entbehrlichen Umständen zu abstrahieren.

## Literatur

- Benes, J., Kumhof, M. (2013): The Chicago Plan Revisited (Revised Draft), IMF Working Paper, Nr. 202. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12202.pdf>
- Betz, T. (2014): Geldschöpfung, Vollgeld und Geldumlaufsicherung. Zeitschrift für Sozialökonomie 51, S. 38-46.
- Deutsche Bundesbank (2017): Die Rolle von Banken, Nichtbanken und Zentralbank im Geldschöpfungsprozess Monatsbericht April, S. 15-36.
- Fisher, I. (1936), 100% Money and the Public Debt, Economic Forum, Spring Number, April-June 1936, 406-420.
- Friedman, M. (1971): Kapitalismus und Freiheit. Seewald: Stuttgart-Degerloch.
- Gesell, S. (1920/1991): Die Natürliche Wirtschaftsordnung durch Freiland und Freigeld, in: Gesammelte Werke Band 11, Fachverlag für Sozialökonomie: Lütjenburg.
- Huber, J. (1998): Vollgeld – Beschäftigung, Grundsicherung und weniger Staatsquote durch eine modernisierte Geldordnung. Berlin: Duncker & Humblot.
- Huber, J. (2004): Reform der Geldschöpfung – Wiederherstellung des staatlichen Geldregals durch Vollgeld. Zeitschrift für Sozialökonomie 41, S. 13-21.
- Hudson, M. (2017): Das Ende der Rentenökonomie – Interview mit Beate Bockting und Vlado Plaga, Fairconomy 3, S. 12-15.
- Joob, M. (2016): Vollgeld schafft Arbeitsplätze. Tages Anzeiger,

- Politblog. Online: <https://blog.tagesanzeiger.ch/politblog/index.php/64696/vollgeld-schafft-arbeitsplaetze/>
- Keynes, J. M. (1936/1983): Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes, 6. Aufl. (unveränderter Nachdruck der ersten Auflage), Duncker & Humblot: Berlin.
- Knoll, K., Schularick, M. Steger, T. (2015): No Price like Home – Global House Prices 1870-2012, Cesifo Working Paper No. 5006, (original Version: October 2014).
- Löhr D., Jenetzky, J. (1995): Neutrale Liquidität, Peter Lang: Frankfurt a.M.
- Löhr, D. (2011): Vollgeld, Freigeld und Assetpreisinflationen, in: Zeitschrift für Sozialökonomie 48, S. 40-54.
- Löhr, D. (2012): The Euthanasia of the Rentier – a Way towards a Steady-State Economy?, in: Ecological Economics 84, S. 232-239
- Löhr, D. (2013): Equity and the hidden factor land: A hypothesis, in: Society and Business Review 8, S. 107-118.
- Löhr, D. (2015): Geldschöpfung und kein Ende. Humane Wirtschaft 5, S. 20-22.
- Mayer, T. (2013): Wie Vollgeld in Umlauf bringen? Bilanzierungsmöglichkeiten aus Sicht der Zentralbank. Unveröffentlichtes Papier. Online: [http://www.vollgeld.info/fileadmin/media/Vollgeld\\_Online\\_Ergaenzungsbuch/2013\\_11\\_29\\_Vollgeld\\_Bilanzierung\\_aus\\_Sicht\\_der\\_Zentralbank\\_-\\_Thomas\\_Mayer.pdf](http://www.vollgeld.info/fileadmin/media/Vollgeld_Online_Ergaenzungsbuch/2013_11_29_Vollgeld_Bilanzierung_aus_Sicht_der_Zentralbank_-_Thomas_Mayer.pdf)
- Meier, D. (2014): Vollgeld: Es besteht Handlungsbedarf (Interview). Moneyland, 12.6. Online: <https://www.moneyland.ch/de/vollgeld-initiative-interview>
- Peukert, H. (2011): Vollgeld als ein Reformschritt in die Postwachstums-gesellschaft. Blog Postwachstum. Online: <http://www.postwachstum.de/vollgeld-als-ein-reformschritt-in-die-postwachstums-gesellschaft-20110904>
- Sauber, M. und Weihmayr, B. (2014): Vollgeld und Full Reserve Banking – Geldreformen auf dem Prüfstand. Wirtschaftsdienst 12, S. 898-905.
- Schulmeister, S. (2016): Das „Vollgeldsystem“ – Notwendige Reform oder gefährliches Allheilmittel? WIFO Working Papers, Nr. 518, Mai.
- Statista (2016): Wert der im Umlauf befindlichen Aktien in Deutschland von 2000 bis Dezember 2016 (in Milliarden Euro). Online: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/239961/umfrage/umlauf-von-aktien-in-deutschland/>
- Statistisches Bundesamt (2016): Sektorale und gesamtwirtschaftliche Vermögensbilanzen. Wiesbaden, Tab. S 1 + S 11.
- Tinbergen, J. (1952): On the Theory of Economic Policy. North-Holland: Amsterdam.

## Sparschwemme

„Die These eines strukturellen Überschusses der Ersparnisse über den Investitionen verschwand mit dem starken Wachstum nach dem Zweiten Weltkrieg. ... Die Quintessenz meiner Überlegungen ist die, dass wir in einer neuen Zeit leben, die durch einen strukturellen Überschuss privater Ersparnis über private Investitionen charakterisiert ist. Damit wird das Problem mangelnder effektiver Nachfrage wieder virulent.“

Prof. Dr. Carl Christian von Weizsäcker, Keynes und das Ende der Kapitalknappheit, in: Harald Hagemann & Jürgen Kromphardt (Hrsg.), Keynes, Schumpeter und die Zukunft der entwickelten kapitalisierten Volkswirtschaften, Marburg 2016, S. 29-30.