

Schlotmann, Olaf

**Article**

## Chicago Plan und Vollgeld als Alternative zum Kreditgeld: ein Weg zu stetigem Wachstum?

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Schlotmann, Olaf (2017) : Chicago Plan und Vollgeld als Alternative zum Kreditgeld: ein Weg zu stetigem Wachstum?, Wirtschaftsdienst, ISSN 1613-978X, Springer, Heidelberg, Vol. 97, Iss. 12, pp. 889-895,  
<https://doi.org/10.1007/s10273-017-2230-2>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/213618>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

Olaf Schlotmann

## Chicago Plan und Vollgeld als Alternative zum Kreditgeld: ein Weg zu stetigem Wachstum?

Die gemeinsame Grundidee von Chicago Plan Revisited, Positive Money und Vollgeld ist es, zu verhindern, dass Geschäftsbanken im Zuge der Kreditvergabe oder des Ankaufs von Vermögenswerten Geld schaffen. Der Autor untersucht mögliche Konsequenzen einer Geldreform: Wird Geld einfach substituiert? Wie funktioniert die Finanzierung von Investitionen? Er vertritt die Auffassung, dass innovative Unternehmer eine Volkswirtschaft ohne Bankkredite nicht aus ihrem stationären Zustand reißen können. Zur Prävention einer erneuten Krise hält der Autor makroprudenzielle Instrumente für geeigneter als eine Geldreform.

Vor bald zehn Jahren stand die Finanzwelt am Abgrund. Internationale Banken hatten zur Diversifikation des eigenen Immobilienkreditgeschäftes und aus Spekulationsgründen eine Immobilienblase mitfinanziert, die nun platzte. Viele Banken wurden in der Folge von Staaten gerettet, und die Finanz- und Wirtschaftskrise nahm ihren Lauf. Dadurch stiegen die Staatsschulden massiv an.

Kritiker warnen inzwischen immer wieder vor einer neuen, durch Banken ausgelösten Krise. Grund sei, dass damals wie heute so gut wie alles umlaufende Geld im Wege der Kreditgewährung von privaten Geschäftsbanken geschaffen wird. Private Kreditgewährung geschieht weiterhin durch einfache Bilanzverlängerung. Geschäftsbanken monetisieren Kreditforderungen an Nichtbanken, indem sie diesen eine Forderung auf sich selbst gutschreiben (Loans make Deposits). Die gesetzlichen Vorgaben (insbesondere Basel III) sind wesentlich für das Ausmaß, in dem das Kreditgeld ausgeweitet und refinanziert werden kann. Neben diesen Vorgaben kommt es einzig auf den Grad der Überzeugung der Gläubiger an, dass die kreditgebende Bank keine massiv das Eigenkapital verzehrenden Verluste auf ihre Forderungen (Aktivseite) haben wird, und folglich auch im Fall eines Ansturms der Kunden auf ihre Einlagen ihren Zahlungsverpflichtungen auf der Passivseite nachkommen kann.<sup>1</sup>

Kritiker der aktuellen Kreditökonomie meinen, dass sich die dezentrale Kreditvergabe des Geschäftsbankensektors durch die bestehende Regulierung kaum steuern lässt. Ein sich selbst überlassener Bankenmarkt produ-

ziere aber regelmäßig unabhängig von den zur Vermittlung stehenden Ersparnissen („loanable funds“) der Einleger zu viele Kredite und tendiere generell zur Instabilität.<sup>2</sup> Die von den Einlagen unabhängige Geldschöpfungskapazität der Geschäftsbanken sei deswegen verbunden mit dem billigen Geld der Zentralbanken die zentrale Ursache für destabilisierende Boom-Bust-Zyklen, Finanzmarktblasen und nachfolgende Finanzkrisen.

Der Wunsch, der vermeintlich perversen Elastizität des Geschäftsbankenkreditangebots ein Ende machen zu wollen, vereint eine heterogene Gruppe von Kritikern<sup>3</sup> aus Anhängern der österreichischen Schule mit Neuinterpretieren des Chicago Plans, die englische Bewegung „Positive Money“ und die Vollgeldreform zusammen mit der Schweizer Vollgeld-Initiative. Diese „Feinde der modernen Kreditökonomie“ wollen im Extremfall zurück zum

2 A. Turner: *Between Debt and the Devil*, London 2016, S. 174; und Z. Jakab, M. Kumhof: *Banks are not intermediaries of loanable funds – and why this matters*, BOE Working Paper, Nr. 529, Mai 2015.

3 Vgl. J. H. de Soto: *The Austrian School: Market Order and Entrepreneurial Creativity*, Cheltenham MA 2008; J. Benes, M. Kumhof: *The Chicago Plan Revisited*, International Monetary Fund, Working Paper, Nr. 12/202, Washington 2012; A. Jackson, B. Dyson: *Modernising Money: Why our Monetary System is Broken and How it Can be Fixed*, Positive Money, London 2013; und J. Huber: *Monetäre Modernisierung, Vollgeld und Monetative*, 5. Aufl., Marburg 2016.

1 Vgl. hierzu auch die Analyse des deutschen Finanzsystems als eine moderne Form der Wicksell'schen Kreditwirtschaft, in der gilt: „loans make deposits“; O. Schlotmann: *Die deutsche Zeitstruktur der Zinssätze im Lichte der Wicksellschen Kredittheorie*, Frankfurt 1997, S. 103-110.

**Prof. Dr. Olaf Schlotmann** ist Professor für Volkswirtschaftslehre an der Fakultät Recht der Brunswick European Law School (BELS) der Ostfalia Hochschule für angewandte Wissenschaften in Wolfenbüttel.

Goldstandard<sup>4</sup> oder Banken ganz abschaffen. Weniger weitreichende Vorschläge zielen zumindest auf eine radikale Trennung von Einlagegeschäft und Kreditgeschäft und damit auf die Beschränkung der Banken auf die Vermittlerrolle ab. Allen Denkrichtungen auf diesem Gebiet ist gemeinsam, dass sie verhindern wollen, dass Geschäftsbanken im Zuge der Kreditvergabe oder des Ankaufs von Vermögenswerten Geld schaffen.

Allerdings ist allein der Umstand, dass bestimmte Aktivitäten mit Risiken behaftet sind, nicht notwendigerweise eine Rechtfertigung dafür, diese Aktivitäten pauschal zu verbieten. Wir benutzen viele Dinge wie Autos oder Flugzeuge, die trotz aller Anstrengungen nicht zu 100% sicher sind. Regulierungen sind immer dann dem pauschalen Verbot vorzuziehen, wenn der Nutzen der entsprechenden Aktivität oder des zu regulierenden Systems an sich die Kosten übersteigt.<sup>5</sup> Die Vorschläge der Kritiker müssen sich deshalb daran messen lassen, inwieweit ein Verbot der Kreditschöpfung von Banken und damit mehr Disintermediation eine Wohlfahrtsteigerung für die Gesellschaft ermöglicht. Simons, einer der Schöpfer des Chicago Plans, hatte jedenfalls alsbald erkannt, dass der Markt sich sein eigenes Geld in Form von Substituten schaffen würde, während Schumpeter und Minsky zu dem Schluss kamen, dass es keine wirtschaftliche Entwicklung ohne Bankenkredit gibt.<sup>6</sup>

### Gemeinsame Grundideen von Chicago Plan Revisited, Positive Money und Vollgeld

Während der Weltwirtschaftskrise legte eine Gruppe von Wirtschaftswissenschaftlern der University of Chicago, unter anderem Fisher, Knight, Friedman und Simons, ein Bündel von Vorschlägen zur Reform des Geldwesens vor. Die Empfehlung, den Banken aufzuerlegen, alle Guthaben, die sie einräumen, zu 100% mit Zentralbankgeld zu decken, wurde später als Chicago Plan oder 100%-Reserve bekannt.<sup>7</sup> Im Zuge der aktuellen Finanz- und Wirtschaftskrise kam es dann in den Vorschlägen der Bewegungen Positive Money und Vollgeld sowie in der Arbeit „The Chicago Plan Revisited“ von Benes und Kumhof zu einer Renaissance der Idee. Die neuen Vorschläge unter-

scheiden sich im Detail.<sup>8</sup> Die Renaissance vereint aber die Grundideen von Chicago Plan Revisited, Positive Money und Vollgeld (im Folgenden auch zusammenfassend „die Befürworter einer Reform des Geldwesens“ genannt) in der folgenden skizzierten Form:<sup>9</sup>

Nach einer Reform ist es Aufgabe von Geldservicebanken, den existierenden Bestand von Sichtguthaben der Einleger zu disponieren. Kreditgeschäfte mit dem Privatsektor würden aber nicht verschwinden. Sie würden nur außerhalb der Bilanz der Geldservicebanken kontrahiert. Dabei sind zwei Alternativen denkbar: Kredite können einerseits durch die Emission von Schuldverschreibungen direkt am Kapitalmarkt geschaffen werden; dann findet auf den Konten des Geldservicebankensektors ein Transfer von Sichtguthaben vom Sparer zum Schuldner statt. Andererseits können Investment Trusts oder „wide banks“ Kredite<sup>10</sup> an den Privatsektor vergeben, die durch Emission von Eigenkapital und langfristigem Fremdkapital refinanziert werden, wobei die Gläubiger ihre Sichteinlagen gegen Forderungen an die Kreditgeber tauschen, die im Konkursfall direkt an Verlusten teilnehmen. Neues Geld würde ausschließlich von der Zentralbank auf Basis einer Geldmengenregel im Wege der Finanzierung eines gewissen Teils der Staatsausgaben emittiert.

Die Befürworter einer Reform des Geldwesens versprechen sich davon folgende Vorteile:<sup>11</sup>

1. Banken könnten nicht länger allein durch steigende oder schrumpfende Kreditmengen Konjunkturschwankungen auslösen.
2. Das Finanzsystem würde stabilisiert: Da das Sichteinlagengeschäft der Geldservicebanken bei 100% Reserve komplett mit Staatsanleihen oder Zentralbankguthaben gedeckt ist, gibt es keinen Grund mehr für einen Run auf Banken.

4 O. Schlotmann, S. Siddiqui: Goldene Illusionen, gefährliche Folgen: Warum ein entpolitisiertes, regelgebundener Goldstandard keine tragfähige Alternative zur derzeitigen Währungsordnung ist, in: Kredit und Kapital, 50. Jg. (2017), H. 3, S. 281-298.

5 M. Wolf: The Shifts and the Shocks, London 2014, S. 235.

6 Vgl. J. A. Schumpeter: Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung, 5. Aufl., Berlin 1952; und H. Minsky: Stabilizing an Unstable Economy, New York 1986, S. 278.

7 Vgl. R. J. Phillips: The „Chicago Plan“ and New Deal Banking Reform, Levy Economics Institute, Working Paper, Nr. 76, Annandale-on-Hudson 1992.

8 A. Jackson: The Chicago Plan & Positive Money's proposals – what is the difference?, 23.1.2013, <http://positivemoney.org/2013/01/the-chicago-plan-versus-positive-money/> (1.10.2017); und J. Huber: Viele Wege führen nach Rom – nicht alle auf dem kürzesten Weg. Überlegungen zum Chicago Plan Revisited im Vergleich zu einer Vollgeldreform, <https://www.vollgeld.de/kumhof-plan-viele-wege-nach-rom> (1.10.2017).

9 M. Wolf: The Shifts and the Shocks, a.a.O., S. 210-213; M. Wolf: Strip private banks of their power to create money, in: Financial Times vom 24.4.2014; und M. King: The End of Alchemy, London 2016, S. 262-264.

10 Vgl. zur Aufspaltung in narrow and wide Banks (Kredit- oder Investmentbanken) auch M. King, a.a.O., S. 263 und entsprechende Fußnote 18 auf S. 389.

11 Vgl. hierzu M. Wolf: The Shifts and the Shocks, a.a.O., S. 211; und M. King, a.a.O., S. 261-263.

3. Da neues Geld einzig von der Zentralbank durch Überlassung der Mittel an den Staat zur Finanzierung des Staatshaushalts geschaffen würde, finanzierte sich der Staat diese Ausgaben zins- und tilgungsfrei. Zinslast und Staatsschulden würden nach Einführung der Reform sinken.
4. Geld würde wieder zu einem öffentlich kontrollierbaren Gut, das die Zentralbank als echter Angebotsmonopolist mit einer festen Regel unter Wahrung von Preisstabilität emittieren würde. Eine aktive und diskretionäre Geldpolitik wäre damit nicht mehr möglich.

Es gab aber gleich zu Beginn des Erscheinens der Original-Vorschläge schon gewichtige Bedenken. So schreibt Hayek mit Verweis auf einen Artikel von Simons, einem der Autoren des Chicago Plans: „Es ist vom kritischsten Kopf unter den Schöpfern des Planes sehr zutreffend bemerkt worden, daß das Bankgeschäft ein sich immer und überall durchsetzendes Phänomen ist, und es stellt sich die Frage, ob man es, wenn man es daran hindert, in seinen traditionellen Formen in Erscheinung zu treten, nicht lediglich in andere, weniger überprüfbare Formen treibt.“<sup>12</sup> Simons und Hayeks gemeinsame Sorge war es zudem, ob wir überhaupt noch in der Lage sind, „eine scharfe Linie zu ziehen zwischen dem, was als Geld anzusehen ist und was nicht“<sup>13</sup>. Ein innovativer Markt kann sich sein eigenes Geld schaffen.

### Der Markt schafft eigene Geldsubstitute

Der Markt schafft sich dann sein eigenes Geld, wenn auch andere Wirtschaftssubjekte als regulierte Banken Finanzaktiva in die Welt setzen können, die – ebenso wie 100%-Reserve – oder Vollgeld als Zahlungsmittel verwendet werden können. Dazu muss allerdings folgende Hürde überwunden werden: Der Aussteller bzw. Emittent muss in jedem dieser Fälle eine ausreichend große Zahl anderer Wirtschaftssubjekte davon überzeugen, derartige Solawechsel oder Schuldscheine anstelle von Geld zu akzeptieren.<sup>14</sup> Wenn Unternehmen für ihre Produkte oder Dienstleistungen vom Käufer z.B. einen Schuldschein akzeptieren, dann entsteht ein neuer Kredit, der je nach Bonität des Schuldners weiter abtretbar ist und damit auch zu Geld werden kann.

Würde das Geldwesen auf Basis der Befürworter einer Geldreform reformiert, käme es sehr wahrscheinlich zur vermehrten Emission privater Schuldscheine, die als

Geldsubstitute dienen würden. Außerhalb des Bankensystems entstünden außerdem sofort viele neue bankenunabhängige Finanzierungsgesellschaften, die langfristige Darlehen vergeben und den größten Teil der hierfür erforderlichen Mittel durch die revolvingende Emission kurz laufender (oder durch den Besitzer kündbarer), handelbarer, geldnaher Kreditaktiva aufbringen, für die der ausstehende Forderungspool als Kreditsicherheit dient.<sup>15</sup>

Zwar kann ein solches Schattenbankensystem keine zusätzliche Kaufkraft durch die Schöpfung neuer Sichteinlagen schaffen.<sup>16</sup> Stattdessen würden bankenunabhängige Finanzierungsgesellschaften bei Nichtbanken geldnahe Schuldtitel platzieren, die diese mit existierenden Depositen (M1) bezahlen. Das erhaltene M1 würde die Finanzierungsgesellschaften wiederum an ihre Darlehensnehmer zur Auszahlung weiterleiten. Die in einer Volkswirtschaft bestehende M1-Geldmenge ist so ein revolvingender Fonds, der bei zusätzlichen Darlehensgewährungen durch Finanzierungsgesellschaften umverteilt wird. Die bankenunabhängigen Finanzierungsgesellschaften schöpfen im Ergebnis Kredite durch die Emission von handelbaren, geldnahen Schuldtiteln gegen existierende Sichtguthaben bei steigender Umlaufgeschwindigkeit des Geldes.

An Stelle von Banken könnten damit bankenunabhängige Finanzierungsgesellschaften Konjunkturschwankungen durch steigende oder schrumpfende Kreditmengen auslösen. Im Vergleich zu Geschäftsbankendepositen bleibt einzig der Nachteil, dass die von Finanzierungsgesellschaften geschaffenen geldnahen Schuldtitel nicht wie die Sichtguthaben bei Geldservicebanken durch Staatsanleihen oder Zentralbankguthaben gedeckt wären. Die geldnahen Schuldtitel wären in höherem Maße ausfallbehaftet und die Käufer müssten eine eigene Kreditanalyse machen. Dieses können die bankenunabhängigen Finanzierungsgesellschaften aber durch einen höheren Zins auf die Geldsubstitute kompensieren. Eine Kreditbremse gäbe es damit auch nach einer Reform des Geldwesens auf Basis der gemeinsamen Grundideen von Chicago Plan Revisited, Positive Money und Vollgeld nicht. Die Unternehmensfinanzierung wird bei Einschaltung der bankenunabhängigen Finanzierungsgesellschaften allenfalls aufwendiger und teurer als in der aktuellen Kreditökonomie, wo das Loans-make-Deposits-Geschäft des elastischen Bankensystems die Kredite durch einfache Bilanzverlängerung schafft.

12 Zitiert nach F. A. Hayek: Monetärer Nationalismus und internationale Stabilität (1937), wieder abgedruckt in: Entnationalisierung des Geldes, Tübingen 2011, S. 108-109.

13 Ebenda, S. 109.

14 H. Minsky, a.a.O., S. 255-256.

15 A. Turner, a.a.O., S. 189; und O. Schlotmann, S. Siddiqui, a.a.O., S. 293.

16 B. Dyson, G. Hodgson, F. van Lerven: A response to critiques of „full reserve banking“, in: Cambridge Journal of Economics, 40. Jg. (2016), H. 5, S. 1351-1361.

## Bedeutung von Bankkrediten für die wirtschaftliche Entwicklung

Wir leben in einer modernen Kreditökonomie, in der Angebot und Nachfrage nach Ersparnis nicht im Wege des Naturaltauschs aufeinandertreffen, sondern sich mithilfe des Geldes als allein akzeptiertem Tauschmittel begegnen. Bereits in Schumpeters Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung kommt dem Bankier die Rolle des „Ephors des Marktes“ zu. Statt wie in der Antike den König zu kontrollieren, beschränken moderne Bankephoren die Macht der Könige der Marktwirtschaft, der dynamischen Unternehmer. Beide Seiten sind bei Schumpeter eng miteinander verflochten: Ohne Bankkredite können innovative Unternehmer die Volkswirtschaft nicht aus ihrem stationären Zustand reißen, ohne Unternehmer würde es keine Kreditbanken geben.<sup>17</sup>

Die Diskussion, ob Sparer nicht durch direkte Unternehmensfinanzierung an Kapitalmärkten die Bankkredite ersetzen können und Banken ohnehin nur die Vermittler von Loanable Funds sind, war bereits in der Keynes'schen Auseinandersetzung mit der Loanable-Funds-Theorie ein kontroverses Thema. Ohne eine Anschubfinanzierung mit Bankkrediten wird die Investitionsfinanzierung in einer wachsenden Geldwirtschaft sehr schwierig. So schreibt Keynes: „Prof. Ohlin seems to be suggesting that the supply of liquid finance is forthcoming from those individuals who have the intention to save at some future date. But if so how do they do it? They must deplete their cash balances, overdraw their accounts [...]. The ex ante saver has no cash but it is cash which the ex ante investor requires. On the contrary, the finance required during the interregnum between the intention to invest and its achievements is mainly supplied by specialists, in particular by banks, which organize and manage a revolving fund of liquid finance.“<sup>18</sup>

In der Keynes'schen Analysetradition passen sich Investitionsausgaben und Ersparnis bis hin zur Vollausslastung der Ressourcen einander an.<sup>19</sup> Ausgehend von einem walrasianischen Gleichgewicht mit Vollausslastung der Ressourcen kommt Schumpeter interessanterweise zum

gleichen Ergebnis.<sup>20</sup> So ist für ihn „die bankmäßige Schaffung neuer Kaufkraft ad hoc nicht nur eine der Quellen des Kreditangebotes, sondern die grundsätzlich interessanteste, ohne welche die Finanzierung der modernen industriellen Entwicklung überhaupt unmöglich, das Tempo dieser Entwicklung wesentlich langsamer gewesen wäre. [...] Das sich fortlaufend neu bildende Sparkapital rückt sozusagen der Kaufkraftschaffung nach und löst sie fortlaufend ab. Aber das ändert nichts daran, dass es außer ihm noch einen anderen, durch die Möglichkeit der Kaufkraftbeschaffung gegebenen, sehr elastischen Fond in der Volkswirtschaft gibt, der zur Finanzierung neuer Transaktionen ohne Rücksicht auf das Vorhandensein von Sparkapital zur Verfügung steht und sich auch tatsächlich überall eindringt, wo es neues zu finanzieren gibt.“<sup>21</sup>

Mit dem elastischen Fonds der Volkswirtschaft meint Schumpeter wie Keynes das Loans-make-Deposits-Geschäft des Bankensystems. Es schafft Produktivkredite sehr flexibel durch einfache Bilanzverlängerung. Die Ersparnisse folgen bei beiden den Investitionen nach, refinanzieren gegebenenfalls Kredite am Kapitalmarkt und es gibt bei Produktivkrediten selbst im Spezialfall einer Vollausslastung der Ressourcen keine nachhaltige Inflation.<sup>22</sup> Eine entsprechend gleichhohe Angebotselastizität bei der Unternehmensfinanzierung kann es nach Einführung von Full Reserve Banking oder Vollgeld allerdings nur dann geben, wenn die Geldumlaufgeschwindigkeit entsprechend reagiert (Umschlag vorhandenen Sparkapitals des Publikums in Form bestehender Sichtguthaben M1). Bei zunehmender Disintermediation müssten Nichtbanken deshalb ähnlich effizient bei Auswahl und Monitoring von Kreditnehmern agieren, wie Banken das regelmäßig bei der Kreditvergabe tun.

Die heutige Finanztheorie hält Banken aufgrund ihres Geschäftsmodells allerdings gegenüber privaten Einzelinvestoren für besonders geeignet, die mit einer Kreditvergabe verbundenen Informationskosten niedrig zu halten. Banken haben in der modernen Kreditökonomie mehr Funktionen, als die des reinen Vermittlers, während

17 Vgl. dazu auch O. Schlotmann: Die deutsche Zeitstruktur der Zinssätze ..., a.a.O., S. 27-32; und G. Braunberger: Joseph A. Schumpeter, Ein Pionier der Makrofinanz, Schumpeter Discussion Papers, Wuppertal 2016.

18 J. M. Keynes: The ex ante Theory of the Rate of Interest, in: D. Moggridge (Hrsg.): The collected Writings of John Maynard Keynes, Band XIV, The General Theory and After, Teil II, Defence and Development, London 1973, S. 218 f.

19 Vgl. hierzu Keynes: „Some people find it a paradox that, up to the point of full employment, no amount of actual investment, however great, can exhaust and exceed the supply of savings, which will exactly keep pace.“ J. M. Keynes: Alternative Theories of the Rate of Interest, in: D. Moggridge (Hrsg.), a.a.O., S. 210.

20 Vgl. für eine Gegenüberstellung beider Analysetraditionen: O. Schlotmann: Die deutsche Zeitstruktur der Zinssätze ..., a.a.O., S. 26-32.

21 J. A. Schumpeter: Die goldene Bremse an der Kreditmaschine, in: E. Schneider, A. Spiethoff (Hrsg.): Aufsätze zur ökonomischen Theorie, Tübingen 1952, S. 164.

22 In Schumpeters Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung führt die zusätzliche Produktivkreditnachfrage bei Vollausslastung des Produktionspotenzials zu einer temporären Kreditinflation, bevor die Durchsetzung neuer Kombinationen den volkswirtschaftlichen Güterstrom hinreichend vergrößert und die Preise wieder fallen. J. A. Schumpeter: Theorie wirtschaftlicher Entwicklung, a.a.O., S. 158-159.

gleichzeitig folgende Funktionen nur aufwendig oder nur teilweise von Sparern replizierbar sind:<sup>23</sup>

- Banken haben eine hohe Expertise bei der Auswahl von Kreditnehmern. Mit den übernommenen Losgrößen und Risiken und der damit einhergehenden Regulierung durch den Gesetzgeber ist ein leistungsfähiges Monitoring-System für potenzielle und aktuelle Kreditnehmer entstanden, bei dem die Banken Skaleneffekte realisieren und Überwachungskosten senken.
- Aufgrund der übernommenen Losgrößen an Krediten können Banken die Kosten der Kreditanalyse, auch vor dem Hintergrund eines möglichen Cross-Selling-Ertrags, internalisieren und damit Kreditrisiken besser beherrschen und diversifizieren.
- Dank der für sie typischen Verknüpfung des Einlagengeschäfts und des Zahlungsverkehrs mit dem Kreditgeschäft sind Banken besser in der Lage, Fristen zu transformieren als einzelne Investoren.
- Banken sind in der Lage, maßgeschneiderte Kredite an kleine und mittlere Unternehmen (KMU) zu geben, die weder eine am Kapitalmarkt übliche Konzernfinanzierung haben, noch in der Lage oder willig sind, für den Kapitalmarkt ein entsprechendes Management der Debt Investor Relations mitsamt der damit verbundenen Publizität der Geschäftsergebnisse aufzubauen.<sup>24</sup>

Das heißt: Bei Banken ist das Management von Kreditrisiken aus der Unternehmensfinanzierung in professionellen Händen. Im Fall einer zunehmenden Disintermediation sitzen in einer Krise z.B. Einzelinvestoren dagegen unter Umständen ohne eigene Kreditexpertise auf kleinen, illiquiden Losgrößen, die sie im Krisenfall zu Fire-Sale-Preisen abstoßen müssten. Die folgende Panik würde den Markt für Unternehmensfinanzierung für kleinere Unternehmen verwüsten und eine Kreditklemme auslösen.<sup>25</sup>

Eine Vielzahl von Studien belegt den von Schumpeter in der Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung bereits beschriebenen Zusammenhang zwischen der Leistungsfä-

higkeit des Bankensektors, dem Anteil von auf Bankfinanzierung angewiesenen KMU an der Wertschöpfung, der wirtschaftlichen Entwicklungsdynamik und der internationalen Wettbewerbsfähigkeit eines Wirtschaftsraumes. Wirtschaftliche Entwicklung erfordert eine leistungsfähige Finanzwirtschaft.<sup>26</sup> Eine Reform des Geldwesens würde insbesondere die Investitionsfinanzierung von kleineren Unternehmen erschweren, wenn sie versucht, die direkte Finanzierung durch Sparer in den Vordergrund zu stellen und die Banken auf die Funktion eines Kreditvermittlers zu reduzieren. Mit einer Reform des Geldwesens auf Basis der gemeinsamen Grundideen von Chicago Plan Revisited, Positive Money und Vollgeld wären erhebliche Wachstumseinbußen verbunden, während die Kreditbremse durch die Möglichkeit der Schaffung von Geldsubstituten ohnehin nicht funktionieren würde.

### Ausblick und alternative Lösungsansätze zur Krisenprävention

Ein einziges Ziel würden die Befürworter einer Geldreform allerdings erreichen: Wenn das Sichteinlagengeschäft der Geldservicebanken bei 100% Reserve komplett mit Staatsanleihen oder Zentralbankguthaben gedeckt wäre, gäbe es keinen Grund mehr für einen Run auf Banken. Das Geldsystem wäre stabiler. Die Erreichung dieses Ziels wäre allerdings teuer erkauft. Bankeinleger kann man mit weniger volkswirtschaftlichen Kosten gegen einen Run schützen.

Ein Bank Run ist zunächst gekennzeichnet durch den gleichzeitigen Abzug aller Einlagen bei einer gleichzeitigen Austrocknung des Eigenemissionsfensters. Die vertragliche Fälligkeit von Verbindlichkeiten ist dann nicht relevant, wenn eine Bank für solvent gehalten wird und sich deshalb jederzeit auf der Passivseite refinanzieren kann. Wichtig ist daher der Grad der Gewissheit, mit dem die Marktteilnehmer rechnen können, dass eine Bank auch im Falle eines Ansturms auf die Konten zahlungsfähig bleibt – also die Erwartung, dass die Bank keine ihre Eigenkapitaldecke aufzehrenden Verluste bei Forderungen auf der Aktivseite erleidet. Die andauernde Werthaltigkeit der Bankaktiva ist das Ergebnis eines erfolgreichen Managements von Kurs-, Zins- und Ausfallrisiken. Entscheidend dafür ist eine gesetzliche Bankenregulierung mit Anforderungen an das Risikomanagement, die sicherstellen, dass sich die Zerschlagung von Banken im Fall eines Bank Run allein dadurch vermeiden lässt, dass aktive und

23 Vgl. hierzu D. W. Diamond: Financial Intermediation and Delegated Monitoring, in: Review of Economic Studies, 51. Jg. (1984), H. 3, S. 393-414; und Deutsche Bundesbank: Die Rolle von Banken, Nichtbanken und Zentralbank im Geldschöpfungsprozess, in: Monatsberichte, 69. Jg. (2017), Nr. 4, S. 35.

24 O. Schlotmann: KMU Finanzierung, USA 1, Scale 0, 3.5.2017, <http://www.finance-magazin.de/meinungen/fuer-eine-handvoll-euro/kmu-finanzierung-usa-1-scale-0-1401241/> (1.10.2017).

25 S. G. Cecchetti, K. L. Schoenholtz: Narrow Banks Won't Stop Bank Runs, 28.4.2014, <http://www.moneyandbanking.com/commentary/2014/4/28/narrow-banks-wont-stop-bank-runs> (1.10.2017); und O. Schlotmann: KMU Finanzierung, a.a.O.

26 R. G. Rajan, L. Zingales: Financial Dependence and Growth, NBER Working Paper, Nr. 5758, Cambridge MA 1996; und T. Beck: Financial Development and International Trade, Is there a Link?, Policy Research Working Paper, Nr. 2608, Washington 2001.

potenzielle Kreditgeber überzeugend auf ausreichende Vermögenswerte hingewiesen werden können.<sup>27</sup>

Genau dieses Vertrauen haben allerdings viele Banken in der letzten Finanzkrise durch eine verfehlte Kreditpolitik verspielt. Zwar erlebte keines der führenden Industrieländer vor der Krise einen durch Bankkredite finanzierten Boom bei den Unternehmensinvestitionen. Das Verhältnis von Bankkrediten zum Bruttoinlandsprodukt stieg allerdings in der Dekade vor der Finanzkrise deutlich an. Das Verhältnis lag 1945 bei ca. 50%, 1997 bei ca. 100% und zehn Jahre später bei 160%. Deregulierung und Finanzinnovationen hatten dafür gesorgt, dass die Banken, sich nun selbst überlassen, zu viele Kredite von der „falschen“ Sorte produzierten. Statt sich der Finanzierung von produktiven Unternehmensinvestitionen zu widmen, verschrieben sich die Banken international hauptsächlich der Finanzierung von (bestehenden) Immobilien. Angestachelt von einer fortwährenden niedrigen Kreditausfallquote senkten viele Banken in einem boomenden Immobilienmarkt die Kreditstandards bei steigenden Beleihungsquoten immer weiter bis hin zu 100% und mehr.<sup>28</sup>

Zur Refinanzierung des Booms hatte sich eine riesige Verbriefungsmaschine innerhalb des Weltfinanzsystems entwickelt, die in Form von Asset-Backed-Security-Papieren (ABS-Papieren) Kreditpools insbesondere von US-Hypothekenschuldnern auf Basis historischer Ausfallwahrscheinlichkeiten weiterverkaufte. Willige Abnehmer waren hier z.B. auch deutsche Landes- und Spezialbanken, die die Papiere mit Off-Balance-Konstruktionen ohne Eigenkapitalunterlegung als Kreditersatz zur Renditesteigerung kauften.<sup>29</sup> Sie leisteten den nötigen Kapitalexpert, der die Konsequenz des fortwährenden deutschen Leistungsbilanzüberschusses war.<sup>30</sup> Als die Häuserpreise dann nicht weiter stiegen, wurden viele Immobilienverbriefungen notleidend, da sich einkommensschwache Familien in den USA ohne eine Wertsteigerung aus den beliebten Immobilien und ohne die Verfügbarkeit günstiger Anschlussfinanzierungen weder Zinsen noch Tilgung der aufgenommenen Kredite leisten konnten. Viele Banken

mit entsprechendem Exposure wurden in der Folge von Staaten gerettet, wodurch die Staatsschulden massiv anstiegen. In Europa kam es zu einem faustischen Pakt zwischen Banken und Staaten. In einer Solvenzkrise aneinander gekettet, finanzieren „gerettete Banken“ mit weiterhin niedriger Eigenkapitalausstattung überschuldete Staaten und überschuldete Staaten versuchen weiter, Krisenbanken durch potenzielle Hilfsversprechen zu stabilisieren.<sup>31</sup>

Die bereits schrittweise implementierten Anforderungen von Basel III (Erhöhung der Kapitalanforderungen für Kernkapital, Einführung von Kapitalerhaltungs- und anti-zyklischen Kapitalpuffern) reichen nicht aus, um eine erneute Schieflage bei Banken zu verhindern. Weitere Maßnahmen sind nötig:

- Verbesserte Stresstests für Banken, die auch die Risiken der Wertpapiere des Anlagebestandes angemessen berücksichtigen.
- Einführung einer Obergrenze für das Verhältnis von Darlehenshöhe und Immobilienwert (Beleihungsgrenze), die darauf hinausläuft, dass keine Finanzierungen zu 100% mehr möglich sind; daneben verbindliche Höchstwerte für den – über alle aufgenommenen Darlehen kumulierten – Anteil der Zins- und Tilgungsleistungen am verfügbaren Einkommen des Darlehensnehmers (Schuldendienstfähigkeit);<sup>32</sup> weiterhin Untersagung von Home-Equity-Darlehen zu Konsumzwecken oder Finanzierung anderer Assets,<sup>33</sup> da diese Darlehen nicht in die Modernisierung der Immobilie fließen und damit die Besicherung verwässern.
- Die Lösung des Moral-Hazard-Problems bei ABS-Verbriefungen: Falsche Anreize bei Strukturierung und Rating von ABS-Verbriefungen trugen die US-Immobilienkrise in die globale Bankenwelt. Heute droht die Wiederholung in kleinerem Volumen bei Auto-, Kreditkarten- und Studentenkreditverbriefungen. In ihrer jetzigen Form bietet die Verbriefung von Krediten nicht genug Anreize zur Durchführung einer gewissenhaften und unvoreingenommenen Kreditanalyse durch den anfänglichen Darlehensnehmer. Da die Verbriefung der Kredite in mehreren Schritten verläuft, hält jeder Akteur in der Kette nur ein temporäres Kreditrisiko, das nur so lange besteht, bis dieser die Papiere weiterver-

27 Vgl. hierzu das Konzept der Einlegerschutzbilanz von W. Stützel: Ist die „Goldene Bankregel“ eine geeignete Richtschnur für die Geschäftspolitik der Kreditinstitute?, in: Vorträge für Sparkassenprüfer, Deutscher Sparkassenverlag, Stuttgart 1960.

28 A. Turner, a.a.O., S. 61-64; und vgl. O. Jorda, M. Schularick, A. Taylor: The Great Mortgaging: Housing Finance, Crises and Business Cycles, HKIMR Working Paper, Nr. 25, Hong Kong 2014. Diese Autoren kommen zu dem Ergebnis, dass das Finanzierungsgeschäft von Immobilien ca. 60% des gesamten Kreditgeschäftes der Banken in den G7-Staaten ausmacht.

29 Vgl. hierzu auch M. Hellwig: Deutschland und die Finanzkrise(n), in: Wirtschaftsdienst, 97. Jg. (2017), H. 9, S. 606-607, <https://archiv.wirtschaftsdienst.eu/jahr/2017/9/deutschland-und-die-finanzkrisen/> (28.11.2017).

30 A. Turner, a.a.O., S. 183.

31 D. Pimlott: Mervyn King at Odds with ECB on eurozone crisis, in: Financial Times vom 24.6.2011.

32 Vgl. C. Buch, J. Reich, B. Weigert: Makroprudenzielle Politik, in: Wirtschaftsdienst, 96. Jg. (2016), H. 8, S. 561, <https://archiv.wirtschaftsdienst.eu/jahr/2016/8/makroprudenzielle-politik/> (28.11.2017).

33 Vgl. J. Pickford: Wealthy borrowers use home loans to bet on stock market, in: Financial Times vom 7.8.2017.

kauft hat. Ein Interesse, zu untersuchen, ob der Kreditnehmer wirklich den Kredit (vollständig) zurückzahlen kann, besteht unter diesen Bedingungen allenfalls für den jeweiligen Investor, in dessen Bilanz das fertige Anlageprodukt letztlich auf Dauer landet. Dieser hat indes nicht die Informationsausstattung, die für eine entsprechende Analyse notwendig wäre. Nachdem eine strengere Haftung für Ratingagenturen bei von ihnen begleiteten Finanzierungen bereits in Kraft getreten ist, müssen Banken in Zukunft gesetzlich dazu gezwungen werden, bei Verbriefungen einen noch höheren Eigenanteil der Emission oder einen noch größeren Teil der First-Loss-Tranche zu behalten.

- Höchstgrenze für das Leverage-Buy-out-Kreditgeschäft der Banken: Buy-out-Kredite sind nicht nur mit einem höheren Risiko behaftet als gewöhnliche Unternehmenskredite, sie sind als riskantes, prozyklisches und zinsempfindliches Refinanzierungsgeschäft bei Unternehmensverkäufen regelmäßig auch kein Auslöser von weiterem Wirtschaftswachstum. Der von der EZB veröffentlichte Leitfaden zum Umgang mit sogenannten „leveraged transactions“ kann da nur ein Anfang sein.<sup>34</sup>
- Aufhebung der regulatorischen Privilegierung von Staatsanleihen in den Bankbilanzen: Die Finanz- und Wirtschaftskrise hat gezeigt, dass es keine risikofreie Aktiva gibt. Die Mehrheit der Eurozonländer etwa ist weit weg von einem AAA-Rating. Makroprudenzielle Instrumente müssen als Konsequenz, wie von der Deutschen Bundesbank immer wieder gefordert, Banken zukünftig dazu zwingen, Staatsanleihen mit Eigenkapital zu unterlegen.<sup>35</sup> Daneben muss es für die Konzentration des Engagements in einem einzelnen Land eine Obergrenze geben, wie es bereits bei jedem privaten Schuldner gesetzlich gefordert wird.

34 ECB: Guidance on leveraged transactions, in: Banking Supervision, Frankfurt 2017.

35 Vgl. z.B. J. Weidmann: Stop encouraging banks to buy government debt, in: Financial Times vom 30.9.2013.

- Stärkere Leistungsbilanzungleichgewichte müssen durch eine bessere Koordination von Geld- und Fiskalpolitik abgebaut werden: In Deutschland sind z.B. die Leistungsbilanzüberschüsse zu senken. Damit würde unter anderem auch weniger Geld in ausfallrisikobehaftete Auslandskredite an Leistungsbilanzdefizitländer fließen.<sup>36</sup>

Alle hier aufgeführten makroprudenziellen Instrumente sind weitaus besser dazu geeignet, eine von Banken ausgehende erneute Finanz- und Wirtschaftskrise zu verhindern, als es „Panglossian Economics“ in Form von Full Reserve Banking, Positive Money oder Vollgeld wären.

In einer unsicheren Welt sind allerdings weder alle zukünftigen Ereignisse bekannt, noch kann jedem grundsätzlich erwarteten Ereignis eine objektive Eintrittswahrscheinlichkeit zugeordnet werden. Es gibt keine Möglichkeit, alle zukünftigen Schieflogen des Finanzsystems zu antizipieren und mittels präventiver Maßnahmen zu verhindern. Höhere Kapitalanforderungen für Kernkapital und die Einführung von Kapitalerhaltungspuffer und antizyklische Kapitalpuffer machen das Finanzsystem jedenfalls auch für den Fall eintretender Schocks weitaus robuster.<sup>37</sup> Obergrenzen für das Verhältnis von Darlehenshöhe und Immobilienwert und für Verschuldungsgrade bei kreditfinanzierten Leveraged Buy-outs sind insbesondere geeignet, den Bankensektor vor den Folgen des aus heutiger Sicht wahrscheinlichsten Ereignisses nach der Rückkehr der Zentralbanken zu einer neutraleren Geldpolitik zu schützen: dass die Zinsen stärker ansteigen, als die in der Zinsstrukturkurve widergespiegelten Erwartungen annehmen lassen.

36 Vgl. A. Turner, a.a.O., S. 183.

37 Vgl. hierzu allerdings auch die Kritik dazu von Admati und Hellwig, die der Meinung sind, dass Banken viel mehr Eigenkapital brauchen, als die jetzige Regulierung in Basel III vorsieht. Ihre Richtschnur sind 20% bis 30% Eigenkapitalunterlegung der Aktivseite. Vgl. A. Admati, M. Hellwig: Des Bankers neue Kleider, 3. Aufl., München 2014.

#### Title: *Abolish Fractional Reserve Money: Sustainable Prosperity Without Future Financial Crisis or Panglossian Economics?*

**Abstract:** *One drawback of our current credit economy is that commercial banks could potentially make too many loans. The supporters of full reserve banking and positive money therefore claim that the abolition of commercial bank money creation would lead to fewer financial crises. This paper argues that the market would bypass any lending regulations by creating its own money substitutes. Such a reform does not take into account the relationship between saving and investing in a growing monetary economy, abandons the benefits that commercial banks have in financing corporate investments, and is harmful for economic growth. As an alternative approach, further macroprudential instruments are suggested.*

**JEL Classification:** E5, E44, E50