ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

James, Harold

Article

Geldordnung 3.0?

ifo Schnelldienst

Provided in Cooperation with:
Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich

Suggested Citation: James, Harold (2025) : Geldordnung 3.0?, ifo Schnelldienst, ISSN 0018-974X, ifo Institut - Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 78, Iss. 09, pp. 29-36

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/331648

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.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Zur Diskussion gestellt

Geldordnung 3.0?*

Prof. Harold James, Ph.D., ist Claude und Lore Kelly Professor in European Studies an der Princeton University.

Wir befinden uns derzeit mitten in einer industriellen Revolution, die sich mit einer Geschwindigkeit vollzieht, die in der Geschichte der Menschheit ihresgleichen sucht. Es ist wohl anzunehmen, dass die Entwicklung der Künstlichen Intelligenz (KI) das monetäre Gefüge verändert, wenn nicht sogar eine neue Geldordnung hervorbringt, die auf den neuen Möglichkeiten zur Verarbeitung immenser Daten- und Informationsmengen aufbaut. Insbesondere Kryptowährungen, also digitale Zahlungsmittel auf der Grundlage eines *Blockchain*-Systems, erscheinen wie Vorboten dieser neuen Ordnung, zumal die präzise Verifizierung mit Informationen über Produktion, Transport oder Lieferung eines bestimmten Produkts verknüpft werden kann. Befinden wir uns also in einem neuen Stadium der Finanzgeschichte? Oder werden alten Probleme nur in einer neuen Form wiederbelebt?

Eine Stufentheorie?

In der Wirtschaftsgeschichte ist die Gliederung nach Stadien recht gängig. Adam Smith (1776) vertritt die Dreistufentheorie zur Geschichte der Zivilisation: Sie reicht von der Jagd über die Weidenviehhaltung und den sesshaften Ackerbau bis zum Handel und bildet das Prinzip, auf dem Wirtschaftstätigkeit als solche beruht. Für Smith war es denkbar, diese Theorie um den industriellen Kapitalismus und sogar den informationellen Kapitalismus als neue Stufen zu ergänzen. Karl Marx nahm Feudalismus, Kapitalismus und Sozialismus in den Blick. W.W. Rostow beschreibt in seiner Theorie des Wirtschaftswachstums fünf Stadien, die eine Gesellschaft durchläuft: die traditionelle Gesellschaft, die Gesellschaft im Übergang, die Anlaufphase, die Phase der Reife und der Massenkonsum (Rostow 1960). Dieser Denkansatz ließe sich durchaus auf die Finanzgeschichte übertragen. Analog dazu würde sich die Stufenfolge wie folgt gestalten: Finanzen 1.0 (Rohstoffwährungen, in der Praxis vor allem Silber und Gold), Finanzen 2.0 (von Regierungen ausgegebene Fiat-Währungen, die durch die Steuerhoheit der Regierung, also das Recht auf Erhebung von Steuern gedeckt sind) und Finanzen 3.0 (Daten als Zahlungsmittel).

Diese Darstellung ist allerdings wenig hilfreich und sogar irreführend. In der Praxis leben wir in einer Welt, die von zahlreichen Relikten aus dem Leben vergangener Epochen durchzogen ist – wobei diese nach wie vor von Bedeutung sind. Die Jagd mag als Zeitvertreib durchgehen, die Landwirtschaft jedoch spielt eine Schlüsselrolle bei der Ernährung der Menschheit. Eine immaterielle Wirtschaft, eine unbeschwerte Welt: zweifellos eine schöne Vorstellung. Doch zu unserem Leben gehören noch immer physische Produkte. In den 1930er-Jahren, also mitten im politischen, wirtschaftlichen und sozialen Umbruch, prägte der deutsche Philosoph und Neomarxist Ernst Bloch den maßgebenden Begriff der „Gleichzeitigkeit des Ungleichzeitigen“ (Bloch 1935). Er war der Meinung, dass die Koexistenz dessen, was orthodoxe Marxisten für rückständige Schichten hielten, nämlich Kleinproduzenten, Kleinbauern und Kleinhändler, die Dynamik der politischen Radikalisierung hervorbringt. Der Soziobiologe Edward O. Wilson hatte ein ähnliches Konzept im Sinn, als er auf die Frage, ob die Menschheit die nächsten hundert Jahre überleben wird, mit der Hypothese antwortete: „Ja, wenn wir ehrlich und klug sind. Das eigentliche Problem der Menschheit ist folgendes: Wir haben paläolithische Emotionen, mittelalterliche Institutionen und gottähnliche Technologie“ (Harris 1919). Politikwissenschaftler denken an „eine Ansammlung von Institutionen, Praktiken und materiellen Elementen … eine Vielfalt, die durch anhaltende Spannungen in den Beziehungen zwischen ihren heterogenen Bestandteilen gekennzeichnet ist, die durch praktisches Handeln zusammengehalten werden“ (Jabko und Schmidt 2022, S. 630). Genau diese Heterogenität zeichnet in der Praxis monetäre Beziehungen aus.

* Der Artikel basiert auf der Keynote der CESifo Area Conference on Macro, Money, and Finance, 25.–26. Juli 2025, München.

Edelmetalle

Jahrtausendelang waren Edelmetalle das Fundament von Geldsystemen weltweit. Keynes bezeichnete Gold plakativ als „barbarisches Relikt" (Keynes 1924, S. 172). Die Kehrseite von Edelmetallen als Zahlungsmittel lag zu jeder Zeit auf der Hand, dem stand aber ihr großer Vorteil gegenüber: Das Angebot ist begrenzt, neue Funde von Gold oder Silber sind eher dem Zufall unterworfen. Gerade das begrenzte Angebot sorgt für Knappheit und bildet somit die Wertgrundlage, was die Entwickler des Bitcoin-Zahlungssystems im Algorithmus nachgebildet haben, der für zunehmende Knappheit sorgt (Prasad 2021). Die Weltwirtschaft des 16. Jahrhunderts wurde durch den gewaltigen Zustrom von Silber aus der Neuen Welt angekurbelt, der sich sowohl auf Europa als auch auf Asien auswirkte. Die Konjunktur des 19. Jahrhunderts erhielt durch den kalifornischen Goldrausch von 1849 sowie die Funde in Südafrika und Alaska gegen Ende des Jahrhunderts einen dringend benötigten Aufschwung, aber in den Jahren dazwischen sowie auch in der Zeit zwischen den Weltkriegen schien es, als gäbe es nicht genug Gold und als würde der Goldstandard in einer anhaltenden Deflation die Preise drücken.

Gold hat noch ein zweites wichtiges Merkmal: Über alle Staatsgrenzen hinweg herrscht Konsens über seinen Wert, der vom Glauben an die Institutionen und Ideologien eines bestimmten Staates völlig unabhängig ist. Es gewinnt in Zeiten internationaler Wettstreits und angespannter Weltlage an Attraktivität, wenn rivalisierende Staaten versuchen, die Position des jeweils anderen zu untergraben. Gold wird als Zahlungsmittel für Waren und Dienstleistungen benötigt und ist für die Kriegsführung unerlässlich. Vor dem Ersten Weltkrieg legten Länder eilig Goldreserven an, von denen sie glaubten, dass sie sie für eine effektive Kriegsführung brauchen würden.

Für eine Regierung war es von entscheidender Bedeutung, dass sie die Möglichkeit hatte, Kredite aufzunehmen – Gold bot für solche Operationen die erforderliche Sicherheit. Der russische Staatsmann Sergej Graf Witte erhob die Goldwährung „zum wichtigsten Fundament unserer finanziell-militärischen Bereitschaft" (Pravilova 2023). Die Reserven rückten in den Mittelpunkt der Aufmerksamkeit und der öffentlichen Debatte. Der Londoner *Statist* meldete im März 1914 eine Zunahme der Goldreserven der Deutschen Reichsbank um 25 Mio. britische Pfund, hinzu kamen 17 Mio. britische Pfund aus Frankreich und knapp 25 Mio. britische Pfund aus Russland, was dem Betrag in Deutschland in etwa entsprach. Das *Wall Street Journal* (1914) titelte: "Are Powers Expecting War?". Wussten die Zentralbanken mehr als andere Beobachter? Dass Waffen die Zukunft der Welt bestimmen würden und dass Gold eine Waffe war?

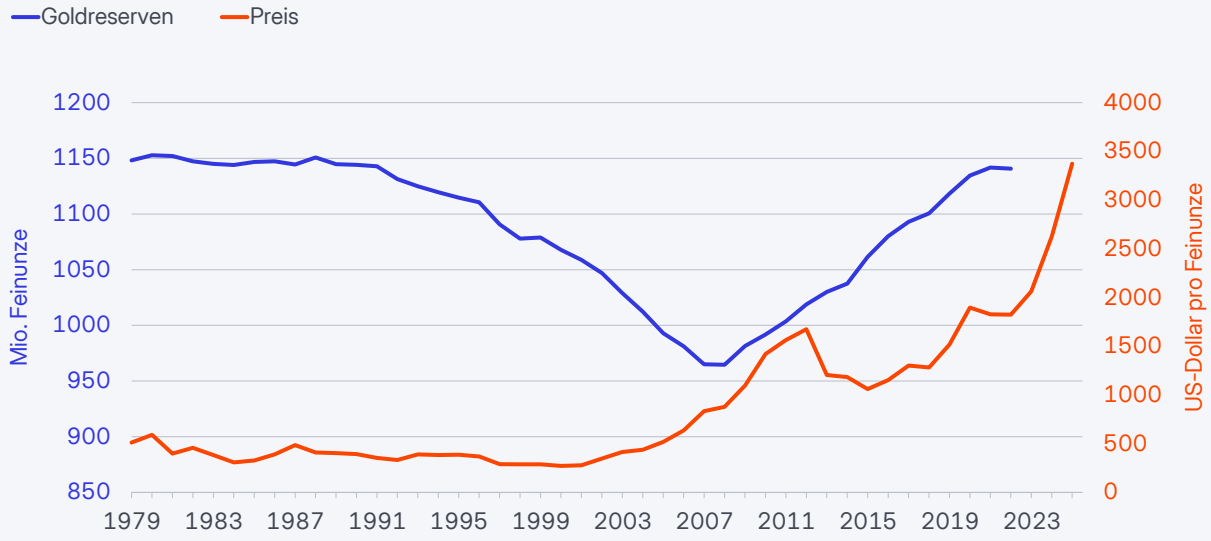
Hingegen wirkte Gold in Zeiten, in denen sich die Welt friedlich zeigte, wie ein Relikt nach dem Verständnis von Keynes. In den 1990er-Jahren, als der Kalte Krieg geendet hatte, die Welt sicherer wurde und Kommentatoren wie Franci Fukuyama über das Ende der Geschichte nachdachten, verlor Gold seine Anziehungskraft. Aber dann war die Politik zurück auf der Weltbühne – in Form von geopolitischen Fragen – und mir ihr erlebte auch die Geschichte ein Revival.

Das 21. Jahrhundert begann, Misstrauen und Feindseligkeiten nahmen zu, und die Goldkäufe der Zentralbanken stiegen in Momenten geopolitischer Spannungen sprunghaft an: nach 2011 und dann in noch viel dramatischerem Maße nach 2020 (vgl. Abb. 1). Die neuen Schwellenländer sahen im Ankauf von Gold eine Möglichkeit, sich vom US-Dollar zu befreien. China, Indien, Kasachstan, die Türkei und Russland wurden zu Hauptabnehmern. Motiviert wurde dies häufig durch eine Reaktion auf den verstärkten Einsatz von Sanktionen als diplomatische Waffe. Die Androhung von Finanzsanktionen mit dem Einfrieren oder gar der Beschlagnahme von Vermögenswerten veranlasste beispielsweise Weißrussland im Jahr 2006 oder die Türkei in den Jahren 2018 und 2019 aufgrund von Sanktionen der USA und der EU zum Aufbau von Goldreserven (Arslanalp et al. 2013). Russland begann mit groß angelegten Käufen, wobei die Zentralbank Gold von Banken aufkaufte, die die Expansion der russischen Goldproduktion finanzierten (Bizekon-Russica Izvestia 2018). Präsident Putin erklärte, die Entdollarisierung sei eine Reaktion auf die US-Sanktionen nach der Krimannexion (Wall Street Journal 2018). Im Jahr 2022, nach dem russischen Großangriff auf die Ukraine, fror der Westen russische Zentralbankguthaben in Höhe von rund 300 Mrd. US-Dollar ein, wobei der größte Teil (über 200 Mrd. US-Dollar) in Europa gehalten wurde, vor allem in Form von Staatsanleihen, deren Gewinne zur Garantie von Darlehen an die Ukraine verwendet wurden. Die G 7 führte eine kontroverse Debatte über die Vorzüge – und Rechtmäßigkeit – der Beschlagnahme dieser Guthaben.

Die Verringerung der chinesischen Dollarbestände und die wachsende Hinwendung des Staates zu Gold nach 2015 kann auf die zunehmende Sorge vor der Beschlagnahme von Vermögenswerten zurückgeführt werden. Diese Furcht wird stetig größer. Die neue Trump-Administration im Jahr 2025 schien unkalkulierbar. In seinem viel beachteten Strategiepapier empfahl Stephen Miran, Vorsitzender des Rats der Wirtschaftsberater, eine Umwandlung der kurzfristigen Schulden in sehr langfristige Schuldverschreibungen – eine Umwandlung, die einer Enteignung gleichkäme (Miran 2024). Diese Drohkulisse barg immensen Zündstoff und erschütterte die Finanzwelt. Um

Abb. 1

Gold: Entwicklung der Reserven und Preise



Quelle: Trading Economics. © ifo Institut

die Zweifel zu zerstreuen, bringt Trump das in Fort Knox gelagerte Gold ins Gespräch. Zudem haben einige stark MAGA-geprägte Bundesstaaten wie Arkansas, Florida, Missouri und Texas Gesetze eingebracht, mit denen Gold und Silber wieder zu gesetzlichen Zahlungsmitteln gemacht werden. Ein Ende der Zeiten des Metallgeldes ist also mitnichten abzusehen.

Staatsverschuldung

Währungen unter staatlicher Oberaufsicht haben ein weitaus höheres Potenzial für Stabilität als Rohstoffwährungen, die darauf angewiesen sind, dass weiteres Metall gefunden wird. Dies gilt insbesondere dann, wenn die Geldmenge durch eine einfache geldpolitische Regel gesteuert wird. Am bekanntesten ist hier die Taylor-Regel aus den frühen 1990er-Jahren, die nach ihrem Erfinder, dem Stanford-Ökonom John Taylor, benannt wurde.

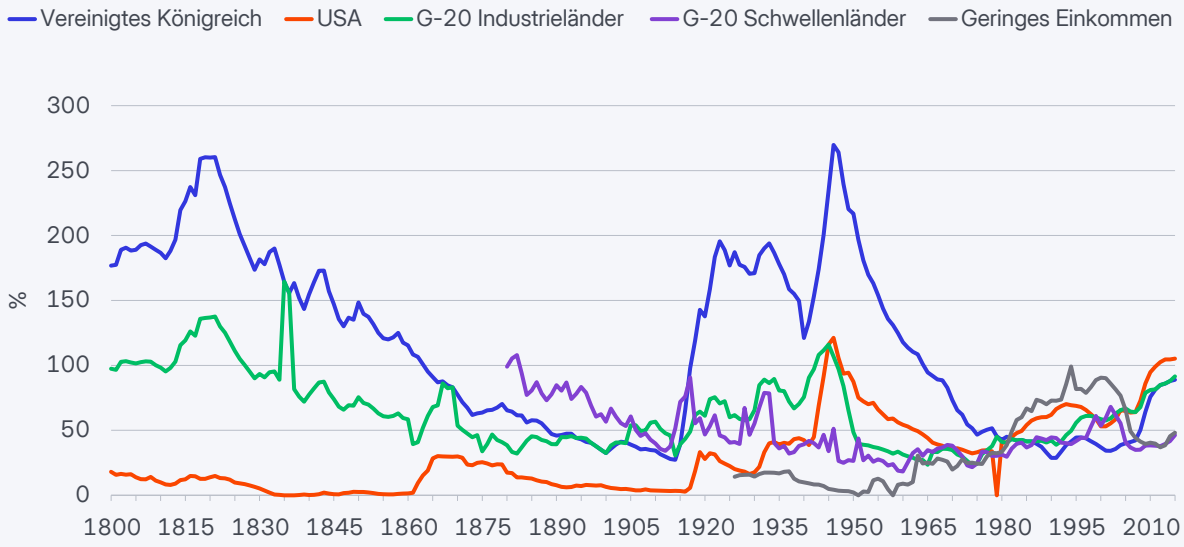
Allerdings ist auch die Kehrseite offensichtlich: Regierungen werden zu Mauschelei und Überemission verlockt. Der Umgang mit diesen Verlockungen war der Auslöser, der Ende des 20. Jahrhunderts argumentativ die Oberhand gewann: Die Geldpolitik sollte an eine unabhängige Zentralbank delegiert werden. Mit der Unabhängigkeit einer Zentralbank ist das Problem jedoch nicht gänzlich behoben. Nehmen wir nur einmal an, es tritt ein nationaler Notstand ein, unter dem wirksame Sicherheitsvorkehrungen einen niedrigeren Zinssatz erfordern, um die Bedienung der Staatsschulden erschwinglicher zu machen.

Als führende deutsche Autorität auf dem Gebiet der Geldwirtschaft des frühen 20. Jahrhunderts skizzierte Karl Helfferich in seinem Hand- und Lehrbuch „Das Geld“ den Reiz der Staatsverschuldung, die die Wertstabilität bei völliger Unabhängigkeit der Währung von allen volkswirtschaftlichen Bewegungsvorgängen sichern würde (Helfferich 1927, S. 619). Gleichzeitig sah er, dass sie im Ergebnis Begehrlichkeiten und Verteilungskämpfe forcieren würde: Es käme zu einem Kampf zwischen den beteiligten Interessen, und dieser Kampf würde in Ermangelung objektiver Kriterien nicht durch Vernunft und Gerechtigkeit, sondern nur durch rohe Gewalt im Voraus entschieden werden (Helfferich 1927, S. 621). Die Beschreibung des Ausgangs von Währungskriegen und wirtschaftlichen Kontroversen ist insofern frappierend, als es Helfferich war, der während des Ersten Weltkriegs als Staatssekretär im Reichsschatzamt den weltweit bekanntesten Fall von Hyperinflation auslöste.

Die Pandemiesituation schlug sich in der Intensivierung einer demokratischen Dynamik nieder, die bereits im späteren zwanzigsten Jahrhundert zu beobachten war. Ausgabensteigerungen und Steuersenkungen waren politisch populär – oder auch populistisch. Würden ärmere Länder oder Länder mit mittlerem Einkommen dieser Dynamik

Abb. 2

Schuldenquoten in % des BIP



Quelle: IMF (2025), https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/DEBT. © ifo Institut

erliegen, wären Schuldenkrisen vorprogrammiert. Reiche Länder hingegen genießen einen Glaubwürdigkeitsvorschuss und durften folglich über einen längeren Zeitraum Defizite aufweisen. Als die Zinsen sanken, konnte man scheinbar aus dem Vollen schöpfen, und die Argumente gegen Anpassungen (heute als Sparmaßnahmen bezeichnet) erschienen immer überzeugender. Länder, die hier nicht mitmachten, insbesondere Deutschland mit dem langjährigen Finanzminister Wolfgang Schäuble und seiner Politik der „schwarzen Null", wurden belächelt und verspottet. Andere wohlhabende Industrieländer wähnten sich gefeit vor Schuldenkrisen, wie sie in den ärmeren Ländern regelmäßig auftreten, und sahen in der Anhäufung von Schulden einen Weg, politische Erwartungen zu erfüllen (vgl. Abb. 2).

Das Verhalten moderner Demokratien und ihre systemimmanente Neigung, die durch Finanzinnovationen erlaubten Defizitmöglichkeiten auch auszunutzen, unterscheidet sich deutlich von dem früherer Staaten. Großbritannien ist ein Paradebeispiel für die „alte Schule": In Friedenszeiten wurden große Reserven angelegt oder Schulden getilgt, um sich gegen die Defizite zu wappnen, die im Falle eines groß angelegten Krieges erforderlich wären. Nach dem Spanischen Erbfolgekrieg, den Napoleonischen Kriegen und auch noch nach dem Ersten Weltkrieg wurde der Gürtel massiv und schmerzhaft enger geschnallt, und die Sparmaßnahmen wurden mit der allgegenwärtigen Möglichkeit einer Sicherheitsbedrohung begründet. Schulden wurden abgebaut. Nach dem Zweiten Weltkrieg machte jedoch das „Gleichgewicht des Schreckens" in Form wechselseitiger nuklearer Abschreckung vorsorgliche Sparmaßnahmen überflüssig; dasselbe galt für die Zeit nach 1990, als sich der Eindruck verfestigte, die neue Welt würde für immer friedlich sein. Erst der russische Angriff auf die Ukraine im Jahr 2022 brachte dieses Bild ins Wanken. Man machte sich wieder bewusst, dass weitere solcher fundamentalen Brüche wahrscheinlich waren, und so brach die alte Sorge über Sicherheit und Konflikte wieder auf. Die Abschreckung war gescheitert. Sie konnte keine Welt garantieren, die dauerhaft frei von Großmachtkonflikten ist.

Eine weitere Entwicklung befeuerte die ungezügelte Ausgabementalität in dauerhaft defizitären Demokratien weiter. Als sich die Industrialisierung ausbreitete und sich die Schwellenländer rasant zu Wachstumsmärkten entwickelten, legte man mehr auf die hohe Kante. Die daraus resultierende Sparschwemme (*saving glut*) wurde insbesondere vom US-Notenbankchef Ben Bernanke als Erklärung für die großen globalen Ungleichgewichte herangezogen – aufgrund derer die USA doppelte Haushalts- und Leistungsbilanzdefizite verzeichnen konnten. Später beriefen sich noch andere darauf, um eine langfristige Niedrigzinspolitik zu skizzieren, die die Staatsverschuldung nachhaltig machte (Blanchard 2019; Schmelzing 2020). Aber auch diese Entwicklung sollte sich als flüchtiger Trost erweisen.

Mit der demografischen Alterung und dem absehbaren Bevölkerungsrückgang in den großen Schwellenländern (am deutlichsten in China) wurde klar, dass die Quelle für Vermögensbildung versiegen und die Mittel knapper werden würden, da die Älteren ihre Ersparnisse ausgeben wollen (Goodhardt und Pradhan 2020).

Das dreifache Zusammentreffen von hochentwickelten Finanzmärkten, einer internationalen Ordnung, die den Frieden garantierte, und einer schnell wachsenden und sparenden Mittelschicht in den Schwellenländern ließ die Industrieländer glauben, sie könnten die wachsenden Anforderungen ihrer demokratischen Zielgruppe erfüllen. Der zweite und dritte Teil der Rechnung fiel jedoch schnell in sich zusammen. Es wurden zu viele Anleihen produziert, und Isabel Schnabel von der EZB sprach von einer „Anleihenschwemme" (*bond glut*) (Schnabel 2015). Angesichts des Überangebots des alten geldpolitischen Instruments war es nur folgerichtig, nach einer neuen Alternative zu suchen, die sich aufgrund neuer Finanztechnologien bot. Ganz neu waren jedoch viele Aspekte dieser neuen Alternative nicht mehr.

Handelsfinanzierung

Könnten Finanzen nicht stattdessen auf Handelsgeschäften beruhen? Der australische Ex-Farmer und Geschäftsmann Lex Greensill prophezeite im Mai 2020, dass das herkömmliche Bankwesen „durch ein neueres, auf Big Data basierendes Modell ersetzt werden wird, und ich denke, diese tektonische Verschiebung wird sich auf alle Marktteilnehmer auswirken. Wir stehen ganz am Anfang dieser Entwicklung." (Basquill 2021). Er verzauberte förmlich die Finanzwelt. Greensill beschäftigte sich mit einem besonderen Nischenbereich, der sogenannten Lieferkettenfinanzierung. Finanzhistoriker betrachten diese als die älteste Anwendung des Finanzwesens. Händler kaufen Waren ein und versenden sie. Das Geld, mit dem sie die Waren bezahlen, haben sie aber erst, nachdem sie sie verkauft oder vertrieben haben. Die Finanzierung der Transaktion, also die Gewährung eines Kredits an den Händler auf der Grundlage einer Rechnung oder einer Zahlungszusage, ist somit eine Tätigkeit, die zur Befriedigung ansonsten unbefriedigter Bedürfnisse führen kann. Die Grundidee war bereits den Zivilisationen des alten Mesopotamiens bekannt (Goetzmann 2016).

Im Zentrum des spätmittelalterlichen und frühneuzeitlichen Finanzwesens stand vor allem die Lieferkettenfinanzierung. Eine entscheidende Neuerung war der Wechsel, ein Dokument, das die Zahlung eines bestimmten Betrags zu einem bestimmten Zeitpunkt in der Zukunft verlangte. Händler kauften ein solches Dokument und schickten es in das Land, aus dem sie importieren wollten, wo es von einem anderen Händler verwendet werden konnte, um sich das Eigentum an einem Produkt – sagen wir, an einem Wollballen – zu sichern, der den Wechsel dann dem Vertreter des ursprünglichen Ausstellers vorlegte. Es ersparte den risikoreichen Transport von Bargeld und diente außerdem als Kreditinstrument. Die Emittenten von Wechseln arbeiteten oftmals mit hohen Kundeneinlagen, wie sie es auch bei anderen Bankgeschäften taten. Aus heutiger Sicht bestand der besondere Reiz darin, dass die Unternehmen Zugang zu Lieferkrediten hatten, ohne den Anschein zu erwecken, Schulden zu machen.

Das Unterfangen von Greensill endete in einem spektakulären Desaster. Der Kollaps des Unternehmens war verlustreich und soll als Warnung dienen: vor überzogenen Hypothesen über Finanzinnovation, Lobbyismus, mangelnde Transparenz und unzureichende Risikostreuung. Die Tücken der eher unattraktiven Merkmale des Zusammenspiels von Kapitalismus und Staat sind eigentlich bekannt. Und doch werden immer wieder dieselben Fehler gemacht, so dass man immer wieder darauf hinweisen muss, damit sie nicht in Vergessenheit geraten.

Betrachten wir nur einmal den Lobbyismus. Greensill versuchte, den ehemaligen Premierminister David Cameron – den er als Berater angestellt hatte – zu benutzen, um in seinem Sinn auf die saudische Regierung einzuwirken. Investoren sollten gedrängt werden, mehr Geld in SoftBank zu stecken, die dann wiederum ihre Unterstützung für Greensill verstärken könnte. Danach wurde Cameron vor dem Hintergrund der Corona-Pandemie instrumentalisiert. Er sollte Greensill Zugang zu einem Notkreditprogramm verschaffen und gleichzeitig den verzweifelten Mitarbeitern des nationalen Gesundheitssystems NHS Lohn- und Gehaltsvorschüsse gewähren. Der Ex-Politiker setzte sich dafür wiederholt sowohl beim Finanzministerium, wo er persönlich beim Schatzkanzler intervenierte, als auch bei der Bank of England ein. Der Fall Greensill ist ein Beispiel dafür, wie gern die Welt in Momenten, in denen Neuerungen eher Angst machen, findige Alternativen zu herkömmlichen staatlichen Dienstleistungen ersinnt und wie empfänglich sie dabei für Betrug und Hochstapelei ist.

Geld war immer gleichbedeutend mit Informationen, das eigentliche Problem lag jedoch in der Qualität und der Vertrauenswürdigkeit dieser Informationen.

Gleichzeitigkeit des Ungleichzeitigen

Das Zeitalter der Innovation und der technischen Dynamik bringt die Gleichzeitigkeit des Ungleichzeitigen in besonders starker Ausprägung hervor. Im späten 17. Jahrhun-

dert bescherte eine mathematische Revolution der Wahrscheinlichkeitsrechnung neuen Aufschwung. Gleichzeitig brauchten die Regierungen nach den horrend teuren Kriegen in Europa, welche meist auf die Idee des Sonnenkönigs Ludwig XIV. zurückgingen, dringend Geld. Aufgrund der fiskalischen Zwänge sahen sie sich zu ständigen Experimenten veranlasst, mit Zahlungsausfällen bei der Bedienung ihrer Verbindlichkeiten und häufig mit Änderungen des Währungsstandards, so dass Schulden, die im Münzwert aufgenommen wurden, nun in wesentlich geringerem Gold- und Silbergewicht zurückgezahlt werden mussten. Die Maßnahmen der überforderten Regierungen stifteten äußerste Unruhe und bewirkten neue Denkansätze zum Thema Geld.

Vor allem zwei davon erfreuen sich gegenwärtig großer Beliebtheit. Beide gehen auf schottische Nationalökonomen zurück, die gleichzeitig dem Spekulanten- und Abenteurertum zugetan waren. Der bekanntere von beiden war John Law, der nach einem Duell, bei dem er seinen Gegner tötete, aus Großbritannien floh. Er wurde zunächst zum Tode verurteilt, entkam jedoch aus dem Gefängnis und floh nach Kontinentaleuropa, wo er sich dem Glücksspiel hingab – sein Geschick, blitzschnell Gewinnchancen zu kalkulieren, kam ihm dabei zupass – und Währungsreformpläne entwickelte, beispielsweise die Idee von einer Landeswährung für Schottland. Seine tiefgreifendste Vision wurde nach dem Tod Ludwigs XIV. in Frankreich verwirklicht, als die Regentschaft ihn zum Finanzkontrolleur berief und ihm erlaubte, eine Allgemeine Gesellschaft mit einem immer ambitionierteren Geschäftsmodell zu gründen. In ihr liefen verschiedene „Projekte" zusammen, darunter die Kolonisierung und Erschließung Louisianas (Mississippi-Kompanie), die Übernahme des komplexen, korrupten und ineffizienten französischen Steuersystems, gefolgt von der Übernahme der gesamten französischen Staatsschulden. Ein interessantes, gut ausgearbeitetes und neuartiges Konzept für die Wirtschaft machte mit der zentralen Aussage Furore, dass die Entwicklung von Krediten mehr Wirtschaftswachstum und Wohlstand ermöglichen würde. Kredite waren der Rettungsanker, mit dem sich Frankreich aus dem finanzpolitischen Sumpf ziehen konnte. Mit mehr Wachstum wäre die Staatsverschuldung leicht zu bewältigen.

Bis zum 21. Jahrhundert gab es keine gleichwertige Möglichkeit für einzelne Privatpersonen oder Großunternehmen, einfach die Regierung einzunehmen. Das kurze Aufleuchten von Elon Musk zu Beginn der Trump-Administration drängt sich als frappierende Parallele auf. Es gab mehrere vielversprechende Unternehmungen – Tesla, das Satellitennetzwerk SpaceX (lebenswichtig für die Verteidigung der Ukraine, insbesondere zu Beginn des erneuten russischen Angriffs im Februar 2022), soziale Medien (Übernahme von Twitter und Umbenennung in X), Pläne für die Kolonisierung entfernter, in diesem Fall auf anderen Planeten befindlicher Gebiete: Man konnte leicht auf den Gedanken kommen, dass ein derartiges Universaltalent auch die ineffiziente Bürokratie der Regierung umkrempeln könnte. Das Konzept des Department of Government Efficiency (DOGE), also der Abteilung für Regierungseffizienz, ist ein John-Law-Konzept in Reinform: Übernahme der Steuerpacht zur Steigerung der Staatseinnahmen, Verschlankung der Verwaltung und Entlastung der leidgeprüften französischen Bevölkerung.

Die Law-Episode nahm kein gutes Ende: Als Law die Demonetisierung von Gold und Silber und deren Ersetzung durch die Banknoten seiner Firma durchsetzte, erlebte Frankreich einen spektakulären Inflationsschub. In Karikaturen wurde Law als Teufel dargestellt, der Münzen in sich hineinschaufelt und zu Papier verdaut. Law musste Hals über Kopf fliehen und sein riesiges Immobilienportfolio in den schicksten Vierteln von Paris und in ganz Frankreich zurücklassen. Sein Leben endete in Venedig, wo er in der Pfarrkirche San Moisè in der Nähe des Markusplatzes beigesetzt wurde. Auch Musk hat offenbar Gefallen an Venedig und dürfte durchaus auch einmal in San Moisè vorbeischauen.

Der zweite, weit weniger bekannte Schotte ist William Paterson, der seine ersten geschäftlichen Aktivitäten auf den Bahamas ausübte und dann mit dem „Darién-Projekt" versuchte, eine schottische Kolonie im Isthmus von Panama zu etablieren, um den Handel mit Asien auszuweiten. Als es ihm nicht gelang, den englischen König zur Unterstützung seines Plans zu bewegen, wandte er sich an andere Herrscher, darunter die Niederländische Republik und der habsburgische Kaiser des Heiligen Römischen Reiches. Das alles scheiterte, und so wandte er sich der Projektierung einer Bank zu, die er ausdrücklich nach dem Vorbild der Casa di San Giorgio in Genua errichtete.

Im Gegensatz zum Unterfangen von Law setzte sich dieses Bankkonzept durch: Sie wurde zur Bank of England, die 1694 gegründet wurde, ebenfalls mit dem Grundgedanken, die Staatsschulden besser zu verwalten. In den Gründungsstatuten, mit denen auch neue Zölle zur Schuldentilgung festgelegt wurden, steht bezüglich der neuen Regelungen nur eine einzige Zielsetzung: die Fortführung des Krieges gegen Frankreich (James 2020, S. 14).

Die entscheidende Neuerung – die später von Law übernommen wurde – bestand darin, dass eine Bank die Staatsschulden übernahm und ihre Aktionäre einflussreiche Persönlichkeiten waren. Diese sicherten die Unter-

stützung von Gesetzen über fiskalische Maßnahmen wie Verbrauchssteuern und Zölle, mit denen die zuverlässige Bedienung der Staatsschulden gewährleistet war. Das Parlament wurde insbesondere von der politischen Gruppierung der *Whigs* dominiert, die maßgeblich an der Einleitung der Glorreichen Revolution von 1688 beteiligt war, bei der die autokratische Stuart-Dynastie durch Wilhelm I., Prinz von Oranien, ersetzt wurde.

Die Bank of England war ein fulminanter Erfolg, sie bewirkte eine Senkung der Kosten für die Finanzierung der Staatsschulden (North und Weingast 1989). So fulminant, dass die *Tories* als politische Gegengruppierung der Whigs, die die Bank of England für sich einnahmen, ein eigenes Äquivalent zur Bank of England haben wollten. Dieses wurde 1711 als Südsee-Kompanie gegründet und erhielt im Vertrag von Utrecht 1713 das Privileg, mit Südamerika Handel mit Sklaven und Waren zu treiben. Im Jahr 1720 überboten sich die beiden Unternehmen gegenseitig mit mehr und mehr Wohlstandsversprechen zugunsten ihrer Aktionäre und priesen die Vorteile der Verwendung ihrer jeweiligen Banknoten an, so dass sich eine Blasenwirtschaft entwickelte. Vor allem die Südsee-Aktien schossen in die Höhe und verursachten eine der spektakulärsten und symbolträchtigsten Spekulationsblasen der Welt – die schließlich zerplatzte.

Die Stablecoin-Staatschuldenblase

Der Wettbewerb in der Währungsfrage zeigt sich heute wieder in der Welt der *Stablecoins*, digitaler Währungen, die versprechen, 1:1 in US-Dollar konvertierbar zu sein. Um hier glaubwürdig zu erscheinen, müssen große Reserven an US-Staatsanleihen gehalten und damit die Nachfrage angekurbelt werden, ein Teil des Vermögens muss jedoch auch in höher rentierliche, spekulativere Produkte wie Bitcoin oder Gold fließen. Das US-Finanzministerium scheint dem Stablecoin vor allem deshalb so viel Wohlwollen entgegenzubringen, weil er die Nachfrage nach der großen Zahl von Schatzwechseln, den Treasuries, (und Anleihen) ankurbelt, die die Regierung zur Finanzierung ihres hohen Defizits ausgeben wird (Duguid und Jones 2025).

Die großen Stablecoin-Anbieter funktionieren allerdings ganz anders. Circle und Tether haben unterschiedliche Kundenkreise und nutzen unterschiedliche Plattformen. Tether stand bis 2025 nicht für in den USA ansässige Personen zur Verfügung. Das Unternehmen ist unter anderem deshalb attraktiv, weil es als Plattform für Dollar-Transaktionen genutzt werden konnte, als diese durch die US-Gesetzgebung eingeschränkt waren. Besonderen Anklang fand es daher auf dem chinesischen, iranischen und russischen Markt. Circle ist kleiner als Tether und konzentriert sich viel stärker auf die US-Märkte. Damit spricht es traditionelle Investmentfonds und Hedgefonds an, die Zahlungsschienen und Möglichkeiten für grenzüberschreitende Transaktionen suchen, und verspricht, die teuren Kreditkartenunternehmen wie Visa und Mastercard als Zahlungsdienstleister unter Druck zu setzen. Auf dem Weg dorthin musste Circle Revenue-Sharing-Vereinbarungen mit den Kryptobörsen Coinbase, Binance und Byfit abschließen, um seinen Marktanteil rasch auszubauen.

Der Wettbewerb der beiden großen Stablecoin-Emittenten birgt die Gefahr, dass sich die Blasenwirtschaft des frühneuzeitlichen Britanniens wiederholt. Sie werden mehr und mehr Marktanteile versprechen und sich dabei selbst schwächen, indem sie ihre Bestände an US-Staatsanleihen reduzieren. Und während sich der Wettbewerb weiter entfaltet, drängt sich eine Frage förmlich auf: Ist es – soweit man kein sanktioniertes Unternehmen ist – nicht besser, gleich direkt in US-Staatsanleihen zu investieren? Oder wenn man US-Staatsanleihen nicht mag, wie wäre es dann mit Gold? Alles, was schon einmal da war, taucht wieder auf, wenn das Ungleichzeitige zum Gleichzeitigen wird. Edelmetalle und Staatsanleihen werden fortbestehen, denn auch hier geht es um die Übermittlung von Informationen und um das Bemühen, diese Informationen glaubwürdig zu machen. •

Referenzen

Arslanalp, A., B. Eichengreen und C. Simpson-Bell (2022), "The Stealth Erosion of Dollar Dominance and the Rise of Nontraditional Reserve Currencies", *Journal of International Economics* 138, 103656.

Basquill, J. (2021), "Greensill Empire Collapses", *Global Trade Review*, 19. April, verfügbar unter: https://www.gtreview.com/magazine/volume-19-issue-2/greensill-empire-collapses/.

Bizekon-Russica Izvestia (2018), "Russian Banks Ramping up Gold Purchases at Record Pace", 2. Februar.

Blanchard, O. (2019), "Public Debt and Low Interest Rates", *American Economic Review* 109(4), 1197–1229.

Bloch, E. (1935), *Erbschaft dieser Zeit*, Oprecht & Helbling, Zürich.

Duguid, K. und C. Jones (2025), "Scott Bessent Bets on Stablecoins to Bolster Demand for Treasuries", Financial Times, 20. August.

Goetzmann, W. (2016), *Money Changes Everything: How Finance Made Civilization Possible*, Princeton University Press.

Goodhart, C. und M. Pradhan (2020), *The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival*, Springer International Publishing/Palgrave Macmillan, Cham.

Harris, T. (2019), "Our Brains Are No Match for Our Technology", New York Times, 5. Dezember.

Helfferich, K. T. (1927), Das Geld, L. Infield (Übers.), Gregory, T. E. (Hrsg.), *Money*, E. Benn, London.

Jabko, N. und S. Schmidt (2022), "The Long Twilight of Gold: How a Pivotal Practice Persisted in the Assemblage of Money", *International Organization* 76(3), 625–55.

James, H. (2020), *Making a Modern Central Bank: The Bank of England 1979–2003*, Cambridge University Press.

Keynes, J. M. (1924), *Tract on Monetary Reform*, Macmillan, London.

Miran, S. (2024), "A User's Guide to Restructuring the Global Trading System", Hudson Bay Capital, verfügbar unter: https://www.hudsonbaycapital.com/documents/FG/hudsonbay/research/638199_A_Users_Guide_to_Restructuring_the_Global_Trading_System.pdf.

North, D. und B. Weingast (1989), "Constitutions and Commitment: The Evolution of Institutions Governing Public Choice in Seventeenth-Century England", *Journal of Economic History* 49(4), 803–32.

Pravilova, E. A. (2023), *The Ruble: A Political History*, Oxford University Press, New York, NY.

Prasad, E. (2021), *The Future of Money: How the Digital Revolution Is Transforming Currencies and Finance*, Harvard University Press, Cambridge Mass.

Rostow, W. W. (1960), *The Stages of Economic Growth, a Non-Communist Manifesto*, Cambridge University Press.

Schmelzing, P. (2020), "Eight Centuries of Global Real Interest Rates, R-G, and the ‚Suprasecular' Decline, 1311–2018", Bank of England Staff Working Paper 845.

Schnabel, I. (2025), "No Longer Convenient? Safe Asset Abundance and r*", Rede, 25. Februar, verfügbar unter: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2025/html/ecb.sp250225~49a8dd911a.en.html.

Smith, A. (1776), *Der Wohlstand der Nationen*.

Wall Street Journal (1914), "Great European Banks are Competing Sharply for Gold", 31. März.

Wall Street Journal (2018), "Russia Demotes Dollar's Role at Home, Taking a Swipe at U.S.", 12. November.