

Hans-Joachim Stadermann

Vom Goldstandard zum gesicherten Wertpapierstandard

Freitag, 8. März 2013

Das in Münzen früher enthalten gewesene Edelmetall wurde und wird oft immer noch für die Ursache des Geldwertes gehalten. Tatsächlich ist es umgekehrt: Gold und Silber sind Vermögenswerte und kein Geld. Vermögen werden wie Güter und Leistungen mit oder in Geld *bewertet*. Die Bewertung alles dessen, was dem Bereich der Wirtschaft zugerechnet wird, mit Geld macht, was an sich unvergleichbar ist, vergleichbar. Es geschieht aber auf andere Weise als es uns die Klassiker und Neoklassiker glauben machen wollen. Die Nutzenvorstellungen des A und der B sind nicht nur direkt unvergleichbar. Sie sind subjektive, mehr noch isolierte Vorstellungen eines jeden Einzelnen, deren Beziehung zu den Vorstellungen anderer völlig im Dunklen liegen und auch bleiben kann. Von Bedeutung ist nur, dass sowohl die B als auch der A, ein jeder für sich, benennen kann, was *ihr* oder *ihm* – sagen wir beispielsweise – 49,95 Euro wert ist. Ist es dem A unter anderem eine bestimmte Menge Stiefelwichse und der B ein bestimmtes Stück Leinwand, dann gilt für den einen, dass er – wenn es ihm gefiele – alle andern Güter wie ein Neoklassiker in Stiefelwichse und für die andere, dass sie alles ökonomische der Möglichkeit nach in Leinwand messen könnte. Die Menge Stiefelwichse, die dem A ein, dem von der B bewerteten gleichen Stück Leinwand wert wäre, könnte aber nur zufällig den relativen Preis ausdrücken, der sich für die B in ihren Vorstellungen ergäbe. Für beide gilt, dass sie erst über die individuell gewonnene Vorstellung, was für sie jeweils 50 oder x oder 1 Euro darstellt interpersonal oder suprapersonal die Wirtschaft ordnen und miteinander sinnvolle Gleichgewichte bestimmen können. Und das nicht nur mit Stückgeld in Zug um Zug-Geschäften, sondern auch im Rechengeld in Verträgen über noch nicht fällige Forderungen und Verbindlichkeiten.

Um das für mittlere und lange Fristen leisten zu können, muss die Geldeinheit zumindest auf mittlere Frist als „stabil“ von denen, die Verträge in ihm abschließen, eingeschätzt oder wenigstens in ihrer Veränderung für ihre Nutzer genügend sicher kalkulierbar bleiben. Das sicherzustellen, ist die zu realisierende Aufgabe der Emissionsbank einer Währung, wenn ihr Geld von den Wirtschaftlern ohne Zwang als Rechengeld angenommen werden soll. Sowohl eine erwartete und dann eingetretene Inflationsrate von 25 %, als auch eine kontinuierliche, nicht akzellerierende Preisniveausteigerung um 2 % kann ohne störende Folgen für die Funktionsfähigkeit der Währung bleiben. *Unvorhersehbare* und das heißt, von der Zentralbank offenbar nicht beherrschte Schwankungen des Preisniveaus um nur wenige Prozentpunkte können sie dagegen als Rechengeld in längerfristigen Verträgen völlig ungeeignet machen. Die Wirtschaftler verwenden dann in der Regel eine fremde, hinreichend stabil eingeschätzte Währung als ihr Rechengeld, auch wenn sie mit dem hierfür untauglichen anderen Geld tagtäglich zahlen und bezahlt werden.

Es wird bezogen auf die Aktivität der Zentralbanken von Geldpolitik gesprochen. Das überzeugt wenig, weil – wenn sie das Angemessene tut – ihre Aktivität keinen jeweils autonomen Willen der Zentralbankleitung ausdrückt, es sei denn dem, ihrer Aufgabe gerecht zu werden. Sie reagiert dann auf die für sie gegebenen Umstände auf dem Geldmarkt und dem Devisenmarkt so, dass der Geldmarktzins und der Wechselkurs keine Kapitalflucht oder unerwünschten Kapitalimport verursachen. Die Stabilisierung ihres Geldes ist insofern als Marktvorgang zu verstehen. Geldpolitik ist dagegen die Intervention von Regierungen in das Geldmarktgeschehen. Die Bestimmung von Wechselkurszielen zur Beeinflussung des Saldo in der Leistungsbilanz könnte dafür ein Beispiel sein, und zwar ein schlechtes, wie hier aber nicht weiter ausgeführt werden soll. Die generelle Berechtigung oder Notwendigkeit einer Geldpolitik der Regierung soll an dieser Stelle ebenso wenig beurteilt werden, sondern alle Überlegung auf das agieren der Zentralbank konzentriert bleiben. Nur so viel sei angemerkt, wo sie stattfindet, ist sie eine gegen die Unabhängigkeit der Zentralbank gerichtete und sie potentiell untergrabende Regierungstätigkeit.

In einer Welt, in der „alles von allem“ abhängt, ist Stabilität nur ein relativer Begriff. Als stabiles Geld soll hier eine Währung gelten, die mit ihrer Geldeinheit eine über die Zeit konstante Menge eines von ihr als Währungsgrundlage genutzten Vermögenswerts kaufen kann. Die Eignung zu einer Währungsgrundlage setzt voraus, dass die Stabilisierung des Preises für den betroffenen Vermögenswert auf sinnvolle Weise möglich ist und deswegen als Sicherheit dienen, wie auch zur Bestimmung noch nicht fälliger Forderungen und Verbindlichkeiten in den Verträgen der Wirtschaft genutzt werden kann. Die Zentralbank muss die geeigneten Vermögenswerte, die ihr als Währungsgrundlage dienen, auswählen und bekanntmachen. In der Nachfolge ist von ihr dann deren Preis durch Aktivität auf dem Geldmarkt und dem Devisenmarkt mit geringer Schwankungsbreite zu fixieren.

Im Goldstandardsystem war Gold die Währungsgrundlage. Die Bank von England und alle Zentralbanken, die ihr, ohne dass dazu eine besondere Vereinbarung nötig war, folgten, stabilisierten den Goldpreis. Die Bank von England tat es zu Lebzeiten Ricardos, indem sie es in London zu einem festen Preis, nämlich für £ 3: 17 s. 3 d. je Feinunze unbegrenzt anzukaufen versprach und für £ 3: 17 s. 6 d. jedem, der es wollte, und so viel er es wollte, jeweils eine Feinunze Gold verkaufte. Das bedeutete, dass der Goldpreis auf dem Markt sich nur innerhalb der 3 d. Marge zwischen dem Ankaufs- und dem Abgabepreis des Goldes bewegen konnte. In Dezimalen ausgedrückt sind das £ 3,875 für den Ankauf und £ 3,975 für den Verkauf einer Feinunze. Dementsprechend konnte dann ein Pfund zwischen 8,03 und 7,80 g Gold kaufen. Die Mark der Reichsbank wurde mit 1392 Stück aus einem Kölner Pfund, das sind 0,5 kg, Gold geschlagen. Es musste also eine Banknote im Gleichgewicht für jede Mark, die sie nominal auswies, 0,359 g Gold kaufen können, was 1/20 der Goldmenge war, die mit einer Banknote von einem Pfund Sterling gekauft werden konnte. Damit war der fixe Wechselkurs (w) zwischen der Mark und dem Pfund mit $w = 20 \text{ M}/\text{£}$ bestimmt. Dieser Wechselkurs bestand von der Einführung der Mark bis zum Ende des Ersten Weltkriegs. allerdings nicht war sowohl die Bank von England, als auch

die Reichsbank mit Kriegsbeginn nicht mehr zur Einlösung von Noten in Gold verpflichtet.

In der Praxis haben die Zentralbanken in jenen Tagen fast gar kein Gold angekauft oder abgegeben. Vielmehr haben sie Handelswechsel als zweiten Vermögenswert im Rediskontgeschäft in variierender Menge angekauft und dadurch die Menge des zirkulierenden Geldes mit Anpassung des Rediskontsatzes so bestimmt, dass der Preis der Feinunze Gold innerhalb der Schwankungsbreite blieb. Anders ausgedrückt, heißt das, dass ein Pfund Sterling wie eine Reichsbanknote über 20 Mark immer die ungefähr 7,18 g des goldenen Edelmetalls kaufen konnten.

Die Zentralbanken lieferten den Wirtschaftlern damit den „archimedischen Punkt“, auf den sie ihre Preise und damit das Preissystem der Wirtschaft ausrichten konnten. War der Goldpreis absolut gesetzt, konnten die Wirtschaftler ein jeder für sich für alle Nominalvermögenswerte und unter Berücksichtigung ihrer Eigenheiten auch alle Realvermögenswerte und für die für sie erwarteten Veränderungen auf den Vermögenmärkten einen relativen Preis bilden, mit dem sie sich in das Preissystem der Wirtschaft integrierten. Trafen sie auf Spot- oder Terminmärkten direkt oder indirekt aufeinander, so konnten Käufer und Verkäufer ihre Angebote machen. Wenn sie einen Marktpartner fanden, dann nicht, weil beide die gleiche Preisvorstellung hatten, sondern, weil der Käufer den Vermögenswert höher als der Verkäufer einschätzte, für ihn also ein Preissteigerungspotential vermutet, während der Verkäufer entweder mehr oder weniger dringend selbst zu unvorteilhaft von ihm eingeschätzten Bedingungen verkaufen muss, weil er unaufschiebbare Zahlungspflichten nicht anders bedienen kann, eher sinkende Preise für diesen Vermögenswert erwartet. Man stößt also wieder auf einen Punkt, in dem die vorherrschend gelehrte Ökonomik den Marktteilnehmern völlig aberwitziges Verhalten unterstellen muss, um die romantischen Harmonien ableiten zu können, mit denen sie sich die Welt schön schreibt. Würden aber tatsächlich, wie dort unterstellt wird, Anbieter und Nachfrager die Marktsituation als neoklassisches Gleichgewicht verstehen, kämen sie sicher gar nicht auf den Markt. Warum denn sollten sie sich einer solchen Mühe unterziehen, wenn sie dort nur Etwas gegen etwas Anderes, aber sonst genau gleichgut ihre Bedürfnisse Befriedigendes „tauschen“ können?

Das Gold aber, um auf es zurückzukommen, wird zwar in den Reserven einiger Zentralbanken unverändert gehalten, aber die Währungsgrundlage ist es für keine mehr. Als Grundlage des Geldes dienen funktionstüchtigen Zentralbanken in der Gegenwart von ihnen frei bestimmte Wertpapiere. Es sind gewöhnlich die, die dann auch im Geldmarkt unter Geschäftsbanken als Geldmarktpapiere gehandelt werden. Anstelle des Goldstandards haben Zentralbanken heute einen Wertpapierstandard. Eher selten kommt es vor, dass sie einen Devisenstandard wählen. Aber grundsätzlich sind viel Lösungen denkbar. Da wo eine Zentralbank sich für einen Devisenstandard entscheidet, verzichtet sie ganz und gar darauf das Geschehen auf den Märkten selbst zu beurteilen und schließt dem Urteil einer fremden Zentralbank an. Vorstellbar ist eine solche Entscheidung sicher am ehesten für ein kleines Land, das durch sein

Verhalten Zinsen und Wechselkurse nicht beeinflussen kann, was aber für einen Wertpapierstandard eine wichtige Bedingung ist.

Denn durch ihre Aktivitäten auf dem Geldmarkt und auf dem Devisenmarkt müssen sich die Zentralbanken bemühen, den Geldmarktzins so zu beeinflussen, dass er – mit Schwankung in einer engen Bandbreite – der um die Inflationserwartung bereinigten Verzinsung der zum Parikurs gehandelten „Geldmarktpapiere“ gleicht. In der augenblicklichen Situation heißt das: Der Geldmarktzins ist in seiner reinen Form der Refinanzierungssatz, zu dem die Zentralbank den Geschäftsbanken Geld leiht. Er liegt augenblicklich bei 0,75 %. Der Geldmarktzins im Geschäft zwischen Banken ist normalerweise etwas höher, weil in diesem Fall Kredit ohne Sicherheitsleistung gewährt wird, während die Zentralbank Sicherheiten in voller Höhe des gewährten Kredits einfordert. Dieser Punkt soll aber für den Moment vernachlässigt werden. Die Nominalverzinsung zweijähriger Anleihen des Bundes beläuft sich auf 2,75 %. Das bedeutet, nach der hier vertretenen Auffassung, dass im Anleihezins eine inflationäre Entwertung des Wertpapiers *cum grano salis* um 1 % per anno ausgedrückt wird. In Italien liegt der Zins für zweijährige Anleihen bei nominal 6,75 %. Das bedeutet, der durchschnittliche Käufer und Verkäufer dieser Anleihen erwartet, dass die italienische Wertpapierneuemission einen Angebotsdruck erzeugen wird, der die Papiere im Markt bis zum Ende ihrer Laufzeit um 3 % pro Jahr entwertet.

Zentralbanken, die Geld aufgrund des Wertpapierstandards anbieten, halten mit Pensionsgeschäften und Käufen und Verkäufen auf eigene Rechnung am offenen Markt einen sich ändernden Teil des Bestandes dieser Papiere vom Markt fern, vor allem, indem sie ihn als Sicherheiten für die den Geschäftsbanken gewährten Kreditgeschäfte in ihren Tresoren oder in den Tresoren besonderer Wertpapierhäuser thesaurieren. Eine erfolgreiche Stabilisierung der Kurse von Wertpapieren, die als Währungsgrundlage gewählt wurden, muss aber nicht in einer mehr als lockeren Beziehung zum Niveau der sogenannten Verbraucherpreise stehen. Es gehört die Behauptung, die Zentralbank könne dieses Preisniveau bestimmen, obwohl sie auf dem Märkten, auf denen Verbrauchergüter gehandelt werden, gar nicht in Erscheinung tritt, zu den Sagen und Volksmärchen, die unter Ökonomen sehr beliebt sind. Das ändert aber nichts daran, dass selbst Präsidenten und Direktoren von Zentralbanken, seitdem der Goldstandard aufgegeben wurde, immer wieder beteuern, ihre Geldmenge auch oder ganz und gar nach – angeblich mit wissenschaftlichen Prognosen begründeten – Erwartungen über die Preisniveauveränderung zu steuern. Die eher lockere Beziehung, die zwischen der Zentralbankaktivität und den Verbraucherpreisen besteht, ergibt sich daraus, dass, wo der Preis der Währungsgrundlage stabil gehalten werden kann, die Preise der Vermögenswerte im Allgemeinen von großen Preisniveauschwankungen frei sein werden. Deren Preisveränderungen würden ja – wie erwähnt – denen der Währungsgrundlage folgen. Die das Geldangebot und die Zinssätze ändernden Aktivitäten der Zentralbank werden dadurch seltener Anlass zu der Erwartung bieten, das nominale BIP würde mit einer schnelleren oder langsameren Rate steigen als das laufende Marktangebot aus der für Verbraucher relevanten Güterproduktion. Das diszipliniert die Wirtschaftler bei Bewertungen von Ressourcen

und Produkten. Sie werden mit Preiserhöhungen sehr vorsichtig umgehen, weil am Markt als unbegründet eingeschätzte Preissteigerungen auf Widerstand bei den Abnehmern stoßen und damit dem Anbieter mehr schaden als nutzen werden.

Fortsetzung: Gleichgewicht in einem Wertpapierstandardsystem

Ausschnitt aus: Die Romantiker der Wirtschaftstheorie, noch Manuskript, Berlin 2013, S. 505-526