

BUCHBESPRECHUNG

Eine neue Geldtheorie zwischen Monetarismus und MMT

REZENSENT

Stefan Schiman-Vukan*

WERK

Bolton, Patrick/Huang, Haizhou (2024).

Money Capital. New Monetary Principles for a More Prosperous Society.

Princeton University Press. 312 Seiten. Gebundenes Buch. 34,40 EUR.

ISBN 9780691232225.

ZUSAMMENFASSUNG

„Money Capital“ bietet eine bestechende und einleuchtende neue Theorie des Geldes. Sie zieht eine Parallele zwischen dem Eigenkapital von Unternehmen und den Währungen von Staaten und zeigt die Unzulänglichkeiten bestehender Theorien auf. Der Ansatz stellt einen Mittelweg zwischen Monetarismus und der sogenannten Modern Monetary Theory (MMT) dar und bildet nicht nur für aktuelle Phänomene, sondern auch für wichtige Episoden der Wirtschaftsgeschichte einen überzeugenden theoretischen Rahmen. Knapp hundert Jahre nach Keynes' „General Theory“, die das Verständnis der Realwirtschaft revolutionierte, hebt „Money Capital“ das Verständnis der Geldwirtschaft auf eine neue Stufe.

DOI

10.59288/wug504.263

Patrick Bolton und Haizhou Huang rekapitulieren im Stau auf dem Tiananmen-Platz einen Vortrag über „CoCo-Bonds“. Das sind Anleihen, die in einer Krise in Aktien gewandelt werden, um das Eigenkapital eines Unternehmens, z. B. einer Bank, und damit seine Krisenresistenz zu stärken. Ein naheliegendes Gesprächsthema für zwei Professoren der Finanzwirtschaft, doch das Gespräch nimmt eine

unerwartete Wendung. Es ist die Zeit, in der Griechenland in existenziellen Schwierigkeiten steckt und von den Finanzmärkten abgeschnitten ist. Es drohen der Staatsbankrott und damit das Auseinanderbrechen der gesamten Währungsunion. Die Professoren überlegen, wie sich das Konzept der CoCo-Bonds auf Staaten übertragen ließe. An dieser Stelle könnten kritische Leser:innen denken, dass die Finanz-

* **Stefan Schiman-Vukan:** Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung (WIFO).
Kontakt: stefan.schiman-vukan@wifo.ac.at

wissenschaftler doch lieber bei den Unternehmen bleiben und die Volkswirtschaft den Ökonom:innen überlassen sollten. Schließlich ist ein Staat – *horribile dictu!* – keine Aktiengesellschaft und strukturell nicht mit einem Unternehmen vergleichbar.

Eine bestechende Idee

Doch was folgt, ist eine spannende intellektuelle Reise, die bekannte Pfade verlässt, um neue zu erkunden und mit den alten zu kontrastieren. Der älteste und breiteste dieser Pfade ist der des Monetarismus, dessen (intellektuelle) „Armut“ die Autoren zum Ausgangspunkt ihrer Überlegungen machen. Aber auch den (Irr-)Weg der sogenannten „Modern Monetary Theory“ (MMT) passieren sie.

Am Anfang steht eine verblüffend einfache, aber für Ökonom:innen auch etwas irritierende Hypothese: Geld als Eigenkapital des Staates, „money capital“. Dazu gehören auch Staatsanleihen in eigener Währung (wobei Griechenland einen Sonderfall darstellt, weil es einer Währungsunion angehört, aber dazu später mehr). Die Idee ist einfach: Der Staat hat in Form der Zentralbank die uneingeschränkte Hoheit über die eigene Währung wie ein Unternehmen über seine Aktien. Unternehmen machen sich durch Eigenkapitalfinanzierung unabhängiger von Fremdkapitalgeber:innen, Staaten durch die Ausgabe einer eigenen Währung unabhängiger von Fremdwährungen und deren Emittent:innen.

Inflation als monetäres Phänomen

Durch die Ausgabe neuer Aktien kann sich ein Unternehmen auf dem Kapitalmarkt frisches Geld beschaffen, um Investitionen zu tätigen. Scheitern die Investitionen, sinkt der Wert der Aktien; werden Aktien vermehrt, ohne dass damit rentable Investitionen finanziert werden, sinkt ihr Wert von vornherein. Das staatliche

Gegenstück: Inflation. Nimmt die Geldmenge zu – sei es durch Kreditvergabe der Geschäftsbanken, sei es durch Notenbankfinanzierung des Staates –, ohne dass damit rentable Investitionen getätigt werden und Wirtschaftswachstum entsteht, sinkt der Wert des Geldes, es entsteht Inflation. Diese scheinbar triviale Erkenntnis unterscheidet sich zum Beispiel von den Schlussfolgerungen der MMT, die nicht in der Lage ist, Inflation als monetäres Phänomen zu erkennen.

Umgekehrt ermöglicht die Erhöhung des Eigenkapitals auf dem Aktienmarkt es den Unternehmen, rentable Investitionen zu tätigen und damit zu expandieren (zu wachsen) und gleichzeitig unabhängig von externen Kapitalgeber:innen zu bleiben. Geldmengenwachstum wiederum ist die Voraussetzung für Wirtschaftswachstum, das nicht in den Händen ausländischer Gläubiger:innen liegt. In dieser Hinsicht grenzt sich das Buch von den Schlussfolgerungen des Monetarismus ab, für den ein überproportionales Geldmengenwachstum zwangsläufig zu Inflation führt.

Am Beispiel Chinas wird überzeugend argumentiert, dass massives Geldmengenwachstum massive Wohlstandsgewinne ermöglicht, wenn auf der „Aktivseite“ der Volkswirtschaft rentable Investitionen getätigt werden (in diesem Fall: Urbanisierung und Industrialisierung). Jegliche Geldmengenregulierung oder die Bindung der Geldmenge an die Verfügbarkeit eines Edelmetalls hätte das chinesische Wirtschaftswunder verhindert, so wie der Goldstandard die Erholung der Weltwirtschaft ab 1929 verhinderte und in die Große Depression führte. Während monetaristisches Denken im akademischen Diskurs auf dem Rückzug ist, taucht es in wirtschaftspolitischen Debatten immer wieder auf – etwa wenn behauptet wird, die Inflationswelle der letzten Jahre sei die langfristige

Folge der lockeren Geldpolitik der 2010er-Jahre, deren inflationäre Wirkung sich aufgestaut habe und sich nun wie Ketchup über die Volkswirtschaft ergieße.

Zentralbankgeld ohne Schranken

Neben der scheinbar trivialen Schlussfolgerung, dass Geldmengenwachstum nur dann zu Inflation führt, wenn es keine rentablen Investitionen finanziert (die allerdings bisher noch keine Geldtheorie zu ziehen imstande war), hält das Buch weitere interessante Erkenntnisse bereit, etwa dass die „Bagehot-Regel“, wonach eine Zentralbank in Finanzmarktkrisen nur solventen Instituten gegen gute Sicherheiten und zu hohen Zinsen helfen sollte, nicht gilt, sondern aus der beschränkten Sicht des Goldstandards entstanden ist. So hätte in der Finanzmarktkrise 2008 auch Lehman Brothers „gerettet“ werden müssen (nicht durch Kapitalspritzen, sondern durch staatliche Beteiligung). Dies hätte eine Weltwirtschaftskrise und einen starken Anstieg der Staatsverschuldung verhindern können (zumal die USA durch die Beteiligung an scheinbar insolventen Banken und deren späteren Verkauf Gewinne erzielen).

Eine weitere Konsequenz von „Money Capital“: Ein Zahlungsmittel ist nur dann Geld, wenn sein:e Emittent:in unbeschränkt dafür haftet, wenn es also Ansprüche auslöst, die denen von Aktionär:innen eines Unternehmens ähneln. Prosperiert das Unternehmen, profitieren die Aktionär:innen. Entwickelt sich die Volkswirtschaft gut, gewinnt ihre Währung an Wert. Wird der Staat oder das Unternehmen zahlungsunfähig, sind die Ansprüche wertlos; Aktien- und Geldwert verschwinden, letzterer meist durch (Hyper-)Inflation. Umgekehrt stellen sogenannte Kryptowährungen keine echten Währungen dar, da ihre Emittent:innen weder unbegrenzt haften noch im Krisenfall unbeschränkte Liquidität bereitstellen können.

Sie sind bestenfalls ein weiteres Zahlungsmittel, schlimmstenfalls politisch motivierte Instrumente, um Misstrauen gegenüber staatlichen Institutionen zu schüren.

Einige Schwächen, viele Stärken

Einige Kapitel des Buches sind mit formalen Herleitungen und Modellgleichungen gespickt, die man beim Lesen getrost überspringen kann. Für den Lesefluss und den Zweck des Buches, einer geldtheoretisch interessierten Leserschaft eine neue Idee näherzubringen, wirken die Formeln eher störend und hinderlich; sie hätten besser in einen Begleitartikel für eine wirtschaftstheoretische Fachzeitschrift gepasst. Auch sonst hat das Buch neben den luziden Passagen, in denen die Kernidee präzisiert und erläutert wird, seine Schwächen, etwa wenn in Kapitel 4 die jüngere Wirtschaftsgeschichte Chinas langatmig ausgebreitet wird oder wenn die „simple rule for fiscal-monetary-financial policy coordination“ leider allzu simpel ausfällt.

Überzeugend wird das Buch wieder im letzten Teil, wenn postuliert wird, dass Geld die Voraussetzung für staatliche Autonomie ist (ähnlich wie Eigenkapital ein Unternehmen nach außen absichert). Ein Staat ohne eigenes Geld ist von fremden Kräften abhängig. Das gilt auch für eine Währungsunion, macht die Autoren aber nicht zu Euroskeptikern. Im Gegenteil: Sie zeigen formal, dass eine Währungsunion vorteilhaft sein kann, weil sie inflationstreibende Währungsschwankungen zwischen den Mitgliedern verhindert. Allerdings sollte die Währungsunion auch mit einer gewissen Zentralisierung der Fiskalkapazität einhergehen, die im Euroraum erst noch entwickelt werden muss.

Aber auch andere lehrreiche historische Episoden vom amerikanischen Bürgerkrieg über die Weltwirtschaftskrise und Bretton Woods

bis hin zur jüngsten Inflationswelle werden durchdekliniert, um sie mithilfe von „Money Capital“ neu zu verstehen. Man würde gerne länger verweilen bei dieser beschwingten und beschlagenen Reise durch die Zeit, die manche historische Zusammenhänge (wie etwa den Zusammenbruch von Bretton Woods und die Entstehung des Euro) auf erfrischende Weise neu knüpft. Aber sie erfüllt ihren Zweck, nämlich zu zeigen, dass die Theorie von „Money Capital“ auch im Spiegel der Geschichte Bestand hat.

Die griechische Tragödie

Und wie ist die griechische Tragödie zu erklären, die den Autoren zufolge der Ausgangspunkt ihrer intellektuellen Bemühungen war? Darauf gehen sie zwar nicht explizit ein, wer aber den Kern ihrer Gedanken verstanden hat,

dem wird klar: Obwohl die Schulden Griechenlands bei deutschen und französischen Banken in Euro denominiert waren, handelte es sich aus Sicht der Finanzmärkte nicht um die eigene, sondern um eine fremde Währung, über die der griechische Staat keine Kontrolle hatte. Erst das berühmte Versprechen Mario Draghis, „to do whatever it takes to preserve the euro (and believe me, it will be enough)“, brachte die staatlichen Entitäten Zentralbank und Zentralstaat(en) gewissermaßen wieder unter einen Hut und verwandelte die griechischen Staatsschulden in Schulden in eigener Währung, also in „money capital“, für das die Zentralbank unbegrenzt haftet. Damit konnte eine erneute (Welt-)Wirtschaftskrise mit all ihren schmerzhaften und kostspieligen Folgen verhindert werden.