

Geld, Staat und Liquiditätsketten. Die Politik der Geldschöpfung und Zentralbankpolitik in Postkrisenzeiten

Joscha Wullweber

Politische Vierteljahresschrift
German Political Science Quarterly

ISSN 0032-3470

Polit Vierteljahresschr
DOI 10.1007/s11615-018-0128-2





Geld, Staat und Liquiditätsketten. Die Politik der Geldschöpfung und Zentralbankpolitik in Postkrisenzeiten

Joscha Wullweber 

© Deutsche Vereinigung für Politikwissenschaft 2018

Zusammenfassung Der Beitrag untersucht die Geldpolitik der Zentralbanken, die es erstmals auch Nichtbanken ermöglicht, Geld zu schöpfen. Hierfür wird das Konzept der Liquiditätsketten entwickelt. Eine Liquiditätskette beschreibt ein komplexes politisch-institutionelles Ensemble, welches bestimmte Vermögenswerte in Geld bzw. in einen Vermögenswert mit höherer Liquidität umwandelt. Es wird argumentiert, dass durch finanzmarktinterne Prozesse diverse Kreditformen mit unterschiedlicher Liquidität geschaffen werden. Geld und Quasi-Geld hingegen können allein aufgrund politischer Prozesse entstehen, die über (staatlich) institutionalisierte Liquiditätsketten aus einem Vermögenswert einen allgemeinen Wertmaßstab generieren. Als sich die globale Finanzkrise 2008 zuspitzte, war die bestehende Liquiditätskette zwischen Banken und Zentralbanken nicht in der Lage, die Krise zu stoppen. Grund hierfür war, dass die bestehenden Liquiditätsketten nicht das Schattenbankensystem erreichten. Es musste eine neue Liquiditätskette geschaffen werden, um auch das Schattenbankensystem mit Geldmitteln versorgen zu können. Es handelt sich hierbei um einen historisch einzigartigen Schritt, da nun auch Akteure aus dem Schattenbankensystem in der Lage sind, Geld zu schöpfen. Ziel des Beitrags ist es, neben der Analyse dieser unkonventionellen Geldpolitik ein dezidiert politisches Verständnis des Geldes und der Geldschöpfung zu entwickeln.

Schlüsselwörter Zentralbank · Geldpolitik · Geldschöpfung · Finanzkrise · Schattenbankensystem

J. Wullweber (✉)
Wien, Österreich
E-Mail: joscha.wullweber@univie.ac.at

Money, the State and Chains of Liquidity. The Politics of Money Creation and Central Bank Politics in Post-crisis Times

Abstract The article develops the concept ‘chain of liquidity’ in order to explore the monetary politics by the central banks which allow non-banks to create money for the first time in history. The concept describes a complex institutional arrangement which enables specific credit claims to become money or to come closer to taking on the form of money. The contribution contends that while different forms of credit with varying degrees of liquidity are created through internal financial market processes, the creation of money and quasi-money is only possible as a result of political processes which generate a general standard of value from an asset through (state) institutionalized liquidity chains. As the global financial crisis escalated in 2008, the liquidity chains existing between banks and central banks at the time did not suffice to contain its impact. This was because the shadow banking system was not entitled to access those chains. A new liquidity chain had to be created in order to provide the shadow banking system with liquidity. The historically unique step that was taken in response to the critical developments now allows financial players in the shadow banking system to create money. The article aims to analyze this unconventional monetary policies and to develop a more explicitly political understanding of money and its creation.

Keywords Central bank · monetary politics · money creation · financial crisis · shadow-banking system

1 Einleitung

Als auf den Finanzmärkten nach der Insolvenz von Lehman Brothers im September 2008 der Finanzhandel zusammenbrach, entschied sich die US-Notenbank für einen historisch einmaligen Schritt: Sie schuf verschiedene Fazilitäten, die es Nichtbanken ermöglichten, im Austausch mit Wertpapieren über Rückkaufvereinbarungen Zentralbankgeld zu erhalten. Bestimmte Akteure aus dem Schattenbankensystem, wie große Investmentfonds, Geldmarktfonds und Asset-Manager, können seitdem ein Respekonto bei der Zentralbank erhalten und über bestimmte Finanztransaktionen Geldmittel erhalten. Auf diese Weise sind nun erstmals auch Nichtbanken in der Lage, Geld zu schöpfen – ein Privileg, das bislang allein den Geschäftsbanken und der Zentralbank vorbehalten war. Andere wichtige Zentralbanken, wie die Europäische Zentralbank und die Bank of England, folgten dieser Geldpolitik der US-Notenbank.

Der vorliegende Beitrag untersucht die Frage, wie es möglich ist, dass der Staat über seine Zentralbank ausgewählten Akteuren die Geldschöpfung ermöglichen kann. Ausgangspunkt ist die Annahme, dass alle möglichen Formen von zweckdienlichen Tauschmitteln existieren, ein Vermögenswert aber erst aufgrund eines politischen Prozesses die Geldform annimmt. Geld ist hiernach kein neutrales Objekt, wie in den vorherrschenden Wirtschaftswissenschaften angenommen wird, und auch keine Ware mit inhärentem Wert, sondern stellt eine besondere Form einer politischen Beziehung dar. Um den politischen Prozess der *Geldwerdung* erfassen

zu können, wird das Konzept der Liquiditätsketten entwickelt und neben Arbeiten von Simmel, Innes, Keynes, Marx, Schumpeter, Weber und Knapp auf die Theorie Laclaus zurückgegriffen. Das Konzept der Liquiditätskette beschreibt hierbei ein komplexes politisch-institutionelles Ensemble, welches bestimmte Vermögenswerte in Geld bzw. in einen Vermögenswert mit höherer Liquidität umwandelt, diese also leichter zum Nennwert veräußert werden können.¹ Dieses Konzept soll helfen zu erklären, wie aus einem spezifischen Vermögenswert ein universelles Tauschmittel – Geld – werden kann. Auch ermöglicht es, Abstufungen und Differenzierungen zwischen verschiedenen Geld- und Kreditformen vorzunehmen. Auf dieser Basis soll die Geldpolitik der Zentralbanken, die seit der globalen Finanzkrise erstmals Finanzakteuren aus dem Schattenbankensystem ermöglicht, Geld zu schöpfen, nachvollzogen werden.

Nicht zuletzt die globale Finanzkrise hat zu einem Neubeginn einer bereits lang andauernden Diskussion um die Frage geführt, was Geld ist²: Kann Geld einfach per Anweisung geschaffen werden? Gibt es einen Unterschied zwischen der Geldschöpfung der Zentralbanken und dem Geld, das von Geschäftsbanken ausgegeben wird? Worin besteht der Zusammenhang zwischen Geld, Ware und Wert? Ist Geld an etwas Materielles gebunden? Diese Fragen sind nicht neu. Bereits Simmel stellte fest:

Die Diskussion über das Wesen des Geldes wird allenthalben von der Frage durchzogen: ob das Geld, um seine Dienste des Messens, Tauschens, Darstellens von Werten zu leisten, selbst ein Wert sei und sein müsse, oder ob es für diese genüge, wenn es, ohne eigenen Substanzwert, ein bloßes Zeichen und Symbol wäre (Simmel 2011 [1900], S. 97).

In der politikwissenschaftlichen Literatur finden sich sehr konträre Konzeptualisierungen von Geld. Während einige darauf insistieren, dass der Geldwert an einen objektiven Wert gebunden sei (Bieler und Morton 2008; Nitzan und Bichler 2009; Harvey 2011), argumentieren andere, dass der Geldwert nicht unabhängig von sozialen und politischen Strukturen verstanden werden könne (Carruthers und Babb 1996; de Goede 2003; Konings 2015). Diese Differenzen gehen auf gegensätzliche und inkompatible Konzeptualisierungen von Geld zurück (für eine Übersicht siehe Smithin 2003). Einerseits wird Geld in der Tradition von Adam Smith (1974 [1776]), Carl Menger (1892; 1970) und Ludwig von Mises (1924) als eine Ware bzw. Warenform verstanden. Geld ist hier bloßes Tauschmittel. In dieser Konzeption vereinfacht Geld ökonomische Prozesse, die sonst genauso oder zumindest in ähnlicher Weise abgelaufen wären (kritisch Kuhn 2015). Geld ist hier nicht mehr als ein „Schmiermittel“ (David Hume), eine „Drehscheibe, die Vermögen zirkulieren lässt“ (Adam Smith), ein neutraler Schleier, der selbst keinen Einfluss auf ökonomische Prozes-

¹ Zum Begriff der Liquidität siehe Wullweber (2017). Das Maß an Liquidität soll im Folgenden die Wahrscheinlichkeit beschreiben, mit der ein Vermögenswert nach Bedarf zum Nennwert (= Buchwert), daher ohne Wertverlust, verkauft werden kann.

² Vgl. Special Issues in *South Atlantic Quarterly* 2015, 114; *Journal of Cultural Economy* 2016, 9; *Review of International Political Economy* 2016, 23; *New Political Economy* 2016, 21. Innerhalb der deutschen Politikwissenschaft wird die Debatte um Geld und Geldpolitik weiterhin nur marginal geführt (Koddenbrock 2017a; Sahr 2017a).

se hat.³ Diametral entgegengesetzt hierzu sind Theorien, die Geld allein aus seiner Funktion als Recheneinheit, als abstrakten Wertmaßstab konzeptualisieren, wodurch es möglich wird, die relativen Preise aller anderen Waren zu bestimmen (Knapp 1905; Innes 1914; Keynes 1955 [1930]).

Die Frage, was Geld ist, wird häufig schlicht mit Verweis auf dessen Funktionen beantwortet. Allgemein werden zumeist drei Funktionen unterschieden: Erstens fungiert Geld als Tauschmittel bzw. Zahlungsmittel. Es ermöglicht, wie bereits Adam Smith hervorhob, den Tausch von Dingen, die nichts miteinander gemein haben. Geld ist zugleich auch ein Wertaufbewahrungsmittel, eine abstrakte Kaufkraft. Entscheidungen zum Kauf von Dingen können aufgeschoben werden, Geld verbindet auf diese Weise die Gegenwart mit der Zukunft (Keynes 2009 [1936], S. 248). Schließlich ist Geld auch eine Recheneinheit, ein Wertmaß, mittels dem sich alle (anderen) Waren miteinander vergleichen lassen. Dieses allgemeine Wertmaß ermöglicht die Kalkulation von Preisen, Kosten, Leistungen, Schulden und Kredit, Profit und Verlusten (Ingham 2011, S. 67). Offensichtlich ist jedoch nicht alles, was Wert speichert, Geld, ersichtlich an den diversen Anlageprodukten wie Häusern, Kunstobjekten oder Aktien. Auch kann Geld verschiedene Formen annehmen, wie Silber- und Goldmünzen, bedruckte Baumwolle (die meisten der heutigen Geldscheine) oder eine Zahl auf dem Bankkonto. Es ist auch nicht alles Geld, was getauscht werden kann. Zugleich ist Geld in Krisenzeiten und insbesondere in Zeiten hoher Inflation nur sehr bedingt ein sinnvoller Wertspeicher. Der Verweis auf diese drei Funktionen von Geld ist daher nicht ausreichend, um Geld eindeutig zu charakterisieren.

Seit der zunehmenden Finanzialisierung, also der wachsenden Bedeutung der Finanzwirtschaft (Epstein 2005; Ertürk et al. 2008; Heires und Nölke 2014), und insbesondere seit der globalen Finanzkrise wird der Geldbegriff auf alle möglichen Wertpapiere und Finanzderivate angewandt (Cooper 2015; Bryan und Rafferty 2007, 2016; Murau 2017a). Da Geld definitionsgemäß liquide ist, wird eine temporär hohe Liquidität von Finanzprodukten dahingehend interpretiert, dass diese nun eine neue Form von Geld darstellen würden (LiPuma und Lee 2004; Bryan und Rafferty 2013; Allon 2015). Bisweilen wird auch argumentiert, dass es keine eindeutige Definition von Geld geben kann, da sich die Erscheinungsformen von Geld historisch wandeln (Zelizer 1995, 2005; Ganssmann 2012). Diesen Sichtweisen wird hier widersprochen und basierend auf dem Konzept der Liquiditätsketten argumentiert, dass (nur) solche Vermögenswerte Geld darstellen, die als allgemeines Äquivalent für alle Warenwerte fungieren. Dieses allgemeine Äquivalent entsteht weder zufällig noch durch finanzmarktinterne Prozesse, sondern allein aufgrund eines politischen Prozesses. Allerdings können Vermögenswerte verschiedene Stufen in der Liquiditätskette einnehmen und auf diese Weise die Geldform simulieren. Im vorliegenden Beitrag wird weiter argumentiert, dass die US-Notenbank in dem Moment, in dem das Finanzsystem zu kollabieren drohte, eine neue Liquiditätskette für Akteure aus

³ Aus diesem Grund ist Geld in den meisten ökonomischen Theorien eine vernachlässigbare Größe. Interessanterweise teilen auch viele neomarxistische Analysen diese Sichtweise (vgl. Fine und Lapavistas 2000; Lapavistas 2003), wobei unklar ist, ob Marx selbst ebenfalls diesen Ansatz vertreten hat (Fierke 2010, S. 220–222; Lapavistas 2005; Ingham 2006; Knafo 2007; siehe hierzu insbesondere Marx 1973).

dem Schattenbankensystem schuf, um auch diesen Akteuren Zugang zu Zentralbankgeld zu ermöglichen. Während inzwischen einige Studien die Bedeutung des Schattenbankensystems für das globale Finanzsystem untersucht haben (Hardie et al. 2013; Nesvetailova 2015; Ban und Gabor 2016; Bryan et al. 2016; Cooper 2015; Ertürk 2017; Helgadóttir 2016; Murau 2017a), ist die neue Form der Geldschöpfung im Zusammenhang mit der Geldpolitik der Zentralbanken bislang kaum erforscht (Mehrling 2011; Mehrling et al. 2013; Gabor 2016; Gabor und Vestergaard 2016). Vor allem fehlt eine politikwissenschaftliche Analyse und Einordnung dieser Zentralbankpolitik.

Zu Beginn des Artikels wird auf Grundlage politisch-ökonomischer Ansätze und der Theorie Laclaus der Zusammenhang zwischen Wert, Ware und Geld rekonstruiert. Dieser Ansatz bildet den theoretischen Rahmen des Beitrags, der es ermöglichen soll, Wertgenerierungen und die Verstetigung von politisch-ökonomischen Liquiditätsstrukturen nachzuvollziehen. Auch bietet der Ansatz das theoretische Instrumentarium zur Analyse der Frage, wie aus einem spezifischen Wertgegenstand ein allgemeiner Wertmaßstab werden kann. Ausgangspunkt ist die Annahme, dass Waren keinen natürlichen oder intrinsischen Wert haben, sondern der Warenwert gesellschaftlich konstituiert ist. Geld drückt nun das *Wertverhältnis* der Waren zueinander aus und fungiert auf diese Weise als allgemeiner Wertmaßstab. Geld ist Vermögenswert und Ausdruck des Wertverhältnisses aller anderen Vermögenswerte zugleich. Basierend auf diesen Konzeptualisierungen werden im folgenden Teil das Konzept der Liquiditätsketten und die verschiedenen Stufen innerhalb einer Liquiditätskette erläutert. Während alle möglichen Formen von Vermögenswerten über (finanz-) marktinterne Prozesse geschaffen werden können, entsteht Geld nur über politisch institutionalisierte Liquiditätsketten, so das Kernargument. Es ist die Zentralbank und letztlich der Staat, der den Handel von Vermögenswerten mit Zentralbankgeld zum Nennwert nach Bedarf garantiert und auf diese Weise die Geldschöpfung ermöglicht. Anschließend wird die historisch institutionalisierte Liquiditätskette diskutiert, die es Privatbanken ermöglicht, Geld zu schöpfen, und der Unterschied zwischen Bankgeld und Zentralbankgeld ausgeführt. Auf Basis dieser Konzeptualisierungen wird die Finanzkrise als Krise des Schattenbankensystems dargestellt und erläutert, weshalb und aufgrund welcher Art der Geldpolitik Zentralbanken eine neue Liquiditätskette für das Schattenbankensystem schufen. Abschließend werden die verschiedenen Formen der Geldschöpfung verglichen und argumentiert, dass Repurchase Agreements (Repos) als neue Geldform – als Schattengeld – bezeichnet werden können.

2 Wert, Ware, Geld

In der Theorie von Laclau wird im Gegensatz zu der Annahme, dass etwas an und für sich eine gegebene Bedeutung oder einen objektiven Wert hätte, davon ausgegangen, dass Bedeutung bzw. Wert erst innerhalb eines gesellschaftlichen und politischen Prozesses generiert und verstetigt wird (Laclau und Mouffe 1985; Laclau 2005; Wullweber 2010, S. 58–65, 2012). Wie im Folgenden hergeleitet werden soll, folgt aus diesen Überlegungen übertragen auf die Geldform, dass die Funktion des

Geldes auf verschiedene Objekte übertragen werden kann und kein Objekt allein aufgrund seiner Materialität heraus Geld oder einen objektiven Wert darstellt: „Die Rechnungseinheit ist die Beschreibung oder der Titel, das Geld aber das Ding, das dieser Beschreibung entspricht“ (Keynes 1955 [1930], S. 1). Vielmehr sind es politische Entscheidungen, die bestimmen, welche Objekte bzw. Vermögenswerte die Geldform annehmen oder zum Nennwert mit Geld gehandelt werden können.

Die Grundlage für die Schwierigkeit der Wertbestimmung einer Ware oder eines Vermögenswerts liegt darin begründet, dass, wie hier entgegen den Substanztheorien argumentiert wird, eine Ware bzw. ein Vermögenswert keinen intrinsischen Wert besitzt. Der Wert einer Ware ist nicht vorgegeben, er liegt nicht in der Ware selbst begründet. Vielmehr ist der Wert sozial konstituiert (Mirowski 1991, S. 568, siehe auch 1986; Konings 2018).⁴ Der Wert einer Ware drückt sich nur im Verhältnis zu den Werten anderer Waren aus. Wenn also hier davon ausgegangen wird, dass es keine Fundamentalwerte gibt, sondern der Wert einer Ware gesellschaftlich verhandelt wird, dann wären Preise nicht „der Versuch der Abbildung von Werten“ (Hiß und Rona-Tas 2011, S. 470). Vielmehr würden Preise die Marktwerte in diesem spezifischen Moment tatsächlich ausdrücken (falls sie gezahlt werden). Das würde heißen, dass es in einem marktwirtschaftlichen Wirtschaftssystem die Waren betreffend keine grundlegende Differenz zwischen dem Wert einer Ware und dem gezahlten Preis gibt. Der Preis drückt den gesellschaftlichen Wert einer Sache in Relation zu den Werten der anderen Waren aus. Es ist dann nicht zutreffend, dass es einer „Übersetzung von Werten in Preise bedarf“ (Hiß und Rona-Tas 2011, S. 474). Diesen Punkt betreffend besteht Übereinstimmung mit der Grenznutzentheorie, für die der Preis einer Ware dem Warenwert entspricht. Das heißt jedoch nicht, dass es perfekte Preise gäbe, aber es gibt nach dem hier verfolgten Ansatz ebenso wenig „den ‚wirklichen‘ Wert der Dinge“ (Hiß und Rona-Tas 2011, S. 476). Die hier verfolgte Herangehensweise beinhaltet also, nicht davon auszugehen, dass es einen gesellschaftlich unabhängigen Wert eines Vermögenswerts gäbe. Werte sind Ausdruck gesellschaftlicher Aushandlungsprozesse um den relativen Wert der Waren im Vergleich zu anderen Waren und aus diesem Grund nicht objektiv bestimmbar (Laclau 2004, S. 280–283; Muniesa 2014).

Geld nimmt Abstand von den konkreten Waren, indem es nur das *Wertverhältnis* der Waren untereinander ausdrückt. Geld fungiert auf diese Weise als Ausdruck eines allgemeinen Wertmaßstabs. Das Besondere an Geld ist, dass es als partikulares Objekt zugleich die Rolle eines allgemeinen Äquivalents für andere Warenwerte übernimmt (Laclau 2000). Historisch hat sich gezeigt, dass bestimmte Eigenschaften von Vorteil und wahrscheinlich auch gesellschaftlich notwendig sind, um diese Funktion als allgemeiner Wertmaßstab für die Wertverhältnisse ausfüllen zu können. Geld muss als Träger des allgemeinen Warenwerts eine gewisse Beständigkeit haben, es muss transportfähig und nur begrenzt vorhanden sein bzw. es muss die Möglichkeit geben, dessen Menge zu begrenzen. Nun gab es aber stets verschiedene Dinge mit gewisser Beständigkeit, die transportabel und begrenzt verfügbar waren, um diese Rolle zu übernehmen. Wie kam es dazu, dass einige Dinge, wie Gold

⁴ Zur Diskussion von Werttheorien siehe Heinrich (2003); zum Zusammenhang von Wert und Preis Beckert und Aspers (2011).

oder Banknoten, zu Geld wurden und andere nicht? Zunächst einmal ist festzustellen, dass historisch stets verschiedene Wertmaßstäbe nebeneinander existiert haben, auch in derselben Region (vgl. Zelizer 1995; Ingham 2004, S. 87–90). Heute sind es vor allem die Währungen der Staaten, die diesen allgemeinen Wertmaßstab ausfüllen. Mit der Einführung des Euro als Buchgeld fungierte dieser als allgemeiner Wertmaßstab für die vorherigen Währungen des Euroraums, deren Wertverhältnis zueinander fixiert wurde und seitdem in Euro ausgedrückt wird (Goodhart 1998).

Geld als allgemeiner Wertmaßstab ist Ausdruck historisch spezifischer gesellschaftlicher Entwicklungen. Über historische Sozialisationsprozesse werden diese Entwicklungen potenziell naturalisiert und enthistorisiert (Carruthers und Babb 1996; Laclau 1990, S. 34–35). Wurde ein allgemeiner Wertmaßstab etabliert und gesellschaftlich akzeptiert, kann es nach einiger Zeit so erscheinen, als ob Geld seine Rolle als Wertmaßstab nur ausführen kann, weil es selbst immer schon einen besonderen Wert gehabt hatte, wie beispielsweise Gold. Innes führt entsprechend bezogen auf den damals vorherrschenden Goldstandard aus:

All our modern legislation fixing the price of gold is merely a survival of the late-mediaeval theory that the disastrous variability of the monetary unit had some mysterious connection with the price of the precious metals, and that, if only that price could be controlled and made invariable, the monetary unit also would remain fixed (Innes 1913, S. 400).

Es ist nicht die Substanz bzw. Materialität des Geldes, die zählt, sonst müsste dieser Materialität ein Wertmaßstab innewohnen. Die Wertform des Geldes ist vielmehr von dessen Substanz zu unterscheiden. Die Form des Geldes (dessen Funktion als allgemeines Äquivalent) ist politisch bedingt und zu unterscheiden von dessen bloßer Substanz (dem konkreten Trägerobjekt): „Erst in dem Maß, in dem die Substanz zurücktritt, wird das Geld wirklich Geld“ (Simmel 2011 [1900], S. 176). Geld ist der universelle Ausdruck – das allgemeine Äquivalent – des Wertverhältnisses der Waren: „Jedermann weiß, wenn er auch sonst nichts weiß, daß die Waren eine mit den bunten Naturalformen ihrer Gebrauchswerte höchst frappant kontrastierende, gemeinsame Wertform besitzen – die Geldform“ (Marx 1973, S. 62).

Ein Objekt wird in dem Moment zu einem allgemeinen Äquivalent, in dem von seinen spezifischen Eigenschaften Abstand genommen wird. Geld stellt die Maßeinheit eines gesellschaftlich akzeptierten Werts dar, der sich nicht aus vermeintlich natürlichen Werten der Waren, sondern aus politischen Aushandlungsprozessen ergibt. Geld ist „niemals nur eine harmlose ‚Anweisung‘ oder eine bloß nominale ‚Rechnungseinheit‘“ (Weber 1922, S. 41). Geld ist ein soziales und politisches Verhältnis. Auch wenn Marx den Wert der Waren letztlich auf die abstrakte menschliche Arbeit zurückführt, so sieht er doch ganz ähnlich die Wertgegenständlichkeit als „rein gesellschaftlich“ (Marx 1973, S. 62) an und konstatiert, dass „sie nur im gesellschaftlichen Verhältnis von Ware zu Ware erscheinen kann“ (Marx 1973, S. 62; siehe ausführlich insbesondere die ersten drei Kapitel des Kapitals Band 1, Marx-Engels-Werke Bd. 23). Es ist demnach nicht der Fall, wie Sgambati (2015, S. 313–314) annimmt, dass sich die Recheneinheit über die *realen* Warenwerte bestimmt, sondern genau umgekehrt, dass die Warenwerte ihren Wert überhaupt erst erhalten, da

sie durch das allgemeine Äquivalent ausgedrückt werden: „In those cases, the name becomes the ground of the thing“ (Laclau 2005, S. 100).

3 Liquiditätsketten

Ein Zwischenfazit aus den bisherigen Ausführungen lautet, dass weniger das Objekt, das die Geldfunktion innehat, von Bedeutung ist, als vielmehr der politische Prozess, in dem bestimmt wird, welches Objekt diese Funktion übernehmen soll und welche Institution es auf welche Weise vermehren darf:

„Geld“ ist keine harmlose „Anweisung auf unbestimmte Nutzleistungen“, welche man ohne grundsätzliche Ausschaltung des durch Kampf von Menschen mit Menschen geprägten Charakters der Preise beliebig umgestalten könnte, sondern primär: Kampfmittel und Kampfpreis, Rechnungsmittel aber nur in der Form des quantitativen Schätzungsausdrucks von Interessenkampfchancen (Weber 1922, S. 85).

Es gibt, wie erläutert wurde, kein Objekt, das für diese Form der Repräsentation des allgemeinen Wertmaßstabs vorbestimmt wäre. Ein bestimmtes Objekt mit partikularen Eigenschaften, das unter Umständen vormals bereits ein Vermögenswert und damit Teil einer Äquivalenzkette mit anderen Vermögenswerten war, wird erst aufgrund politischer Prozesse als allgemeines Äquivalent durchgesetzt. Dieser politische Prozess wird hier mit dem Konzept der Liquiditätskette gefasst. Da es stets alternative Objekte gibt, die ebenfalls als allgemeines Äquivalent fungieren könnten und etablierte Liquiditätsketten bestimmte Akteure begünstigen, ist dieser politische Prozess ein potenziell konfliktreicher Aushandlungsprozess, in dem verschiedene Interessen und Akteure aufeinandertreffen. In diesem Prozess wird ein bestimmtes Objekt als allgemeines Äquivalent ausgehandelt und durchgesetzt. Das heutige marktwirtschaftliche Geldsystem entwickelte sich durch die Integration der kaufmännischen Handels-Kredit-Schuldsysteme in staatliche Geldsysteme, indem die privat ausgegebenen Schuldscheine und das staatlich ausgegebene Geld durch die staatlich garantierte Konvertierbarkeit verknüpft wurden. Hierbei handelt es sich um einen historischen Kompromiss zwischen dem Handels- und Bankensystem mit dem Staat (Ingham 2004, S. 89–92; Murau 2017b).

Das Konzept der Liquiditätskette benennt nun ein komplexes politisch-institutionelles Ensemble, das verschiedene Stufen der *Geldwerdung* bzw. den Abstand von spezifischen Vermögenswerten zur allgemeinen Geldform beschreibt. Eine solche Liquiditätskette verbindet beispielsweise von Banken ausgegebene Schuldscheine und staatlich geschöpftes Geld durch staatlich garantierte Konvertibilität (siehe Abb. 1).

Das Konzept der Liquiditätskette beschreibt verschiedene Stufen, auf denen sich Vermögenswerte befinden können, je nachdem, wie weit sie von der Geldform entfernt sind. Den größten Abstand von der Geldform haben Vermögenswerte, die illiquide sind, also nicht gehandelt werden können, wie zum Beispiel nichtverbriefte Hypotheken. Andere Vermögenswerte können zwar gehandelt werden, besitzen aber nur geringe Bonität und gelten daher als Junk-Papiere (im Sinne eines Ratings unter

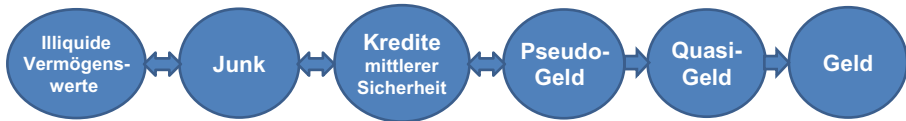


Abb. 1 Die Stufen der Liquiditätskette. *Quelle:* Eigene Darstellung

B– bzw. B3). Der überwiegende Teil der Vermögenswerte besitzt in Nichtkrisenzeiten eine mittlere Sicherheit in Hinsicht auf deren potenziellen Wertverlust oder die Ausfallwahrscheinlichkeit.⁵ Manche Vermögenswerte sind wiederum temporär solchermaßen liquide, dass sie fast wie Geld in andere Vermögenswerte umgetauscht werden können oder zumindest den Zugang zu Geld stark erleichtern. Diese Papiere werden hier als Pseudo-Geld bezeichnet. Schließlich gibt es Wertpapiere, die nach Bedarf zum Nennwert mit Zentralbankgeld gehandelt werden können. Diese Papiere sollen im Folgenden als Quasi-Geld klassifiziert werden (siehe auch Bell 2001; Pozsar 2014; Gabor und Vestergaard 2016). Die Nähe eines Vermögenswerts zur Geldform ergibt sich also daraus, inwieweit dieser Vermögenswert bei Bedarf zum ausgegebenen oder ursprünglichen Nennwert, daher ohne großen Verlust über eine Liquiditätskette in Zentralbankgeld umgewandelt werden kann oder zumindest den Zugang zu Geld erleichtert.

Das Konzept der Liquiditätskette ähnelt dem Konzept der Kreditpyramide bzw. Kredithierarchie (Bell 2001; Mehrling 2013). Im Gegensatz zur Kreditpyramide hat die Liquiditätskette den analytischen Vorteil, dass die Fluidität der Liquidität der Vermögenswerte stärker verdeutlicht werden kann. Kreditpyramiden oder Kredithierarchien erscheinen häufig statisch. Die Einordnung von Vermögenswerten in eine Liquiditätskette betont stattdessen, dass ihre Liquidität ständigen Schwankungen unterworfen ist. Vor allem kann anhand des Konzepts der Liquiditätskette der Zusammenhang von Staat und Markt hinsichtlich der Liquiditätsgenerierung und insbesondere in Bezug auf den Zugang zu Zentralbankgeld deutlicher veranschaulicht werden. Analytisch und politisch interessant ist vor allem die Transformation eines spezifischen Kredits zur allgemeinen Geldform bzw. zum Quasi-Geld. Diese Passage ist ein politischer Akt und nicht durch marktinterne Prozesse erklärbar.

Eine erfolgreich institutionalisierte Liquiditätskette führt allgemein dazu, dass die Vermögenswerte liquider werden. So hat die Politik der quantitativen Lockerung unter anderem genau diesen Effekt: Durch den massiven Aufkauf von Wertpapieren durch die Zentralbanken steigt die Nachfrage nach diesen Produkten, wodurch diese Wertpapiere – Staatsanleihen, aber auch verbrieft Wertpapiere wie hypothekenbesicherte Wertpapiere – deutlich liquider werden (Singh und Stella 2012). Hinsichtlich der analytischen Einordnung der Vermögenswerte ist von Interesse, ob und mit welcher Sicherheit diese Vermögenswerte über private oder staatlich institutionalisierte Liquiditätsketten nach Bedarf zum Nennwert gehandelt werden können. Je weiter diese in der Liquiditätskette von der Geldform entfernt sind, je geringer also ihre Liquidität, umso höher ist in der Regel die Rendite: „Der Zinssatz [ist] die Belohnung

⁵ Diese Kategorien können noch weiter unterteilt werden, je nach Liquidität und Sicherheit des Wertpapiers. Für das hier vorgebrachte Argument ist eine weitere Unterteilung jedoch nicht nötig.

für die Aufgabe der Liquidität für einen bestimmten Zeitabschnitt“ (Keynes 2009 [1936], S. 141). In Zeiten florierender Finanzmärkte kommt es zu einer Zunahme des Handels und einer starken Vermehrung privater Schuldkontrakte, während deren Liquidität in Krisenzeiten wieder stark abnimmt: „[I]n a liquidity crisis, everyone wants money and no one wants credit“ (Mehrling 2013, S. 401).

An welcher Stelle sich ein Vermögenswert befindet, ist nicht nur von dessen aktueller Marktbewertung abhängig, sondern ganz entscheidend von politisch-ökonomischen Strukturen und politischen Entscheidungen, insbesondere der Geldpolitik der Zentralbanken. Auf der Stufe des Geldes ist dieser Zusammenhang offensichtlich. Es ist heute zumeist der Staat, der den Wertmaßstab bestimmt und ein Zahlungsmittel autorisiert, diesen Wert zu symbolisieren: „Das Geld ist ein Geschöpf der Rechtsordnung“ (Knapp 1905, S. 1). Die *Geltung* des Geldes basiert demnach darauf, dass der Staat eine bestimmte Geldform als gesetzliches Zahlungsmittel (nicht zuletzt für die zu entrichtenden Steuern) akzeptiert und die Staatsausgaben mit diesem Geld vollzieht (siehe auch Wray 2004). Keynes hebt ebenfalls die Bedeutung des Staates hervor: „Der Staat tritt demnach in erster Linie als die gesetzliche Gewalt auf, die die Zahlung des Gegenstandes erzwingt, der dem Namen oder der Beschreibung in dem Kontrakt entspricht“ (Keynes 1955 [1930], S. 4).⁶ In der Tat haben heutzutage vor allem Staaten die Autorität inne zu bestimmen, welcher allgemeine Wertmaßstab als Geld dienen soll: „Legal kann ein Staat beliebige Arten von Objekten als ‚gesetzliches Zahlungsmittel‘ und jedes chartale Objekt als ‚Geld‘ im Sinn von ‚Zahlungsmittel‘ bestimmen“ (Weber 1922, S. 133). Allerdings muss die Etablierung des Geldes nicht notwendigerweise auf den Staat beschränkt sein. Auch Keynes reduziert die Etablierung von Geld nicht auf den Staat, wenn er davon spricht, dass es „der Staat oder die Gemeinschaft [war ...], die bestimmte, welche Art oder Güte der Einheit zur Erfüllung einer Zahlungsverpflichtung [...] verwendet werden sollte“ (Keynes 1955 [1930], S. 11; siehe hierzu auch Weber 1922, S. 41–42).⁷

4 Die Liquiditätskette zwischen Bankkrediten und Geld

Die verschiedenen Glieder der Liquiditätskette benennen nicht nur verschiedene Stufen der Liquidität, sondern auch unterschiedliche Kreditverhältnisse. In Übereinstimmung mit Innes (1913, 1914), Keynes (1955) und Ingham (2004) möchte ich hier gegen Von Mises (1924), Ganssmann (2012), Felber (2014) und den überwiegenden Teil der heutigen Wirtschaftswissenschaften argumentieren, dass Geld eine Kreditform darstellt, wenn auch eine sehr besondere (siehe hierzu auch die Publikationen der Bank of England McLeay et al. 2014a, 2014b). Aufbauend auf

⁶ „Er tritt aber mit einer doppelten Kompetenz auf, wenn er außerdem das Recht in Anspruch nimmt, zu entscheiden und zu erklären, welcher Gegenstand dem Namen entspricht und seine Erklärung von Zeit zu Zeit zu ändern“ (Keynes 1955 [1930], S. 4).

⁷ Verschiedene historische Arbeiten haben gezeigt, dass die Geldform bereits vor der Staatsform existiert hat und die Geldform auch unabhängig vom Staat existieren kann (Zelizer 1995; Ingham 2004; Graeber 2012).

dieser Herleitung soll anschließend die Liquiditätskette zwischen Bankkrediten und Zentralbankgeld dargestellt werden.

Geld ermöglicht den Kauf von Waren, da es mit dem Versprechen verbunden ist, dass Geld jederzeit den (relativen) Wert der Ware symbolisiert und für diesen symbolisierten Wert andere Waren gekauft werden können. Geld ist also ein Versprechen auf eine zukünftige Zahlung eines Kaufs – ein Zahlungsverprechen. Ein Zahlungsverprechen wiederum ist eine aufgeschobene Zahlung, also ein Kredit (Innes 1913, S. 392–393). Ein Verkauf ist folglich ein Tausch einer Ware für einen Kredit, welcher in dem nächsten Kauf als Schuld weitergereicht werden kann. Letztlich entstehen hierdurch unzählige Kredit- und Schuldverhältnisse. Wenn oben Geld als ein Symbol allgemeinen Werts konzeptualisiert wurde, kann dies nun dahingehend konkretisiert werden, dass Geld als soziales Verhältnis ein Zahlungsverprechen ausdrückt.

Geld als Kreditverhältnis zu konzeptualisieren, heißt jedoch nicht, wie Allon (2015, S. 286) sowie Bryan und Rafferty (2006, 2007) annehmen, dass alle Formen von Krediten zugleich Geld wären. Geld ist insofern eine sehr besondere Form von Kredit, als Geld in dem jeweiligen Geltungsbereich ein *allgemein* akzeptierter Kredit ist (McLeay et al. 2014a). Dieser besondere Kredit besteht nicht nur zwischen zwei Akteuren, vielmehr handelt es sich bei Geld um ein allgemein akzeptiertes Zahlungsverprechen im Sinne einer allgemeinen Schulforderung (Cooper 2015, S. 419). Diese Schulforderung kann weitergereicht werden und wird von anderen Akteuren als Zahlungsverprechen akzeptiert. Geld ist folglich ein allgemein akzeptierter Schulfchein gegenüber anderen Krediten mit spezifischen und nur eingeschränkt geltenden Zahlungsverprechen:

Alles Geld [ist] nur eine Anweisung auf die Gesellschaft [...]; es erscheint gleichsam als ein Wechsel, in dem der Name des Bezogenen nicht ausgefüllt ist. [...] Die Solvierung jeder privaten Verbindlichkeit durch Geld bedeutet eben, daß jetzt die Gesamtheit diese Verpflichtung gegen den Berechtigten übernimmt (Simmel 2011 [1900], S. 152).

Geld ist also eine sehr spezifische Kredit-Schuld-Beziehung, die in einer abstrakten Recheneinheit ausgedrückt wird. Auf diese Weise kann die Zahlungspflicht weitergereicht bzw. übertragen werden. Geldemittenten wie Geschäftsbanken und Staaten bzw. Zentralbanken versprechen, das Geld, das von ihnen ausgegeben wurde, als Zahlung aller Schulden, bei denen sie als Gläubiger fungieren, zu akzeptieren. Geld kann aber nur dann als Kredit für den oder die InhaberIn des Geldes existieren, wenn andere Schulden bestehen, die in derselben Recheneinheit ausgegeben und noch nicht zurückgezahlt wurden. Geld kann im Gegensatz zu handelbaren Gütern folglich nur geschöpft werden, wenn zugleich Schulden geschaffen werden (vgl. auch Innes 1913, 1914). Bei Rückzahlung eines Kredits wird entsprechend Geld vernichtet. Die Bank verspricht, den Kreditnehmern Geld zur Verfügung zu stellen, und Letztere verpflichten sich, den Kredit wieder zurückzuzahlen. Diese Beziehung zwischen Bank und Kreditnehmern führt zur Geldschöpfung bzw. -vernichtung (vgl.

Keynes 1955 [1930], S. 19–21).⁸ Durch diese Beziehung kann heutzutage aber nur aus dem Grund Geld geschöpft werden, da eine institutionalisierte und staatlich legitimierte Liquiditätskette existiert, die diese privat ausgestellten Schuldscheine als allgemeines Äquivalent für alle Vermögenswerte und damit als Geld anerkennt.

Handelbare Schuldscheine gab es bereits vor über 3000 Jahren im antiken Babylon, allerdings beschränkten sich diese auf kommerzielle Netzwerke. Auch waren diese Netzwerke durch potenziellen Zahlungsverzug und Insolvenz relativ instabil. Größere Sicherheit entstand erst durch staatliche bzw. quasi-staatliche Strukturen (beispielsweise die italienischen Stadtstaaten). Knapp (1905) identifiziert die Entstehung des Geldes daher in Schulbeziehungen zwischen Staaten und ihren BürgerInnen (siehe auch Keynes 1955 [1930], S. 4–5). Staaten gaben als Zahlung für Waren und Dienstleistungen Kredittoken aus. Zugleich mussten die Steuern mit diesen Kredittoken bezahlt werden. Hierdurch erlangten Staaten Souveränität über das Geld in einem bestimmten geografischen Raum und monopolisierten die Geldschöpfung (siehe auch Graeber 2012).

Das Interessante am Geldsystem kapitalistischer Marktwirtschaften ist nun, dass im 19. Jahrhundert eine spezifische und staatlich autorisierte Liquiditätskette institutionalisiert wurde, die es nicht nur dem Staat, sondern auch Geschäftsbanken erlaubt, Geld zu schöpfen (Chick 2013). Geschäftsbanken erhielten das außerordentliche Privileg, die ausgegebenen Schuldtitel in Form von Depositen (Bankguthaben) als Geld ausgeben zu dürfen: „Banks and other financial institutions are merchants of debt“ (Minsky 1982a, S. 26). Eine solche institutionalisierte Liquiditätskette verbindet privat ausgegebene Schuldscheine und staatlich geschöpftes Geld durch staatlich garantierte Konvertibilität und wandelt folglich spezifische Schuldtitel in allgemein akzeptierte Kreditforderungen um. Bankkredite werden zu Quasi-Geld, wenn die Konvertierbarkeit zum Nennwert nach Bedarf ohne Wertverlust über einen staatlich-institutionellen Rahmen garantiert wird (siehe Abb. 2).

Auf diese Weise kann das staatlich abgesicherte private System der Geldschöpfung sehr elastisch auf die Nachfrage nach Geld bzw. Kredit reagieren: „[W]hat the banker does with money cannot be done with any other commodity [...] for no other commodity's quantity or velocity can be increased in this way“ (Schumpeter 1986 [1954], S. 304–305). Heutzutage wird die Konvertierbarkeit von Depositen in staatlich akzeptierte Geldmittel als selbstverständlich angenommen (Carruthers und Babb 1996). Es handelt sich jedoch um eine komplexe Liquiditätskette zwischen dem Bankensystem und dem Staat. Diese Verbindung wird von der Zentralbank vermittelt, die Privatbankschulden akzeptiert, indem sie an Geschäftsbanken Kredite vergibt und auf diese Weise deren Bilanzen ausgleicht (Ingham 2011, S. 70–74).

Die bloße Akzeptanz der Konvertierbarkeit von Depositen in Geldmittel vonseiten des Staates ist allerdings nicht ausreichend, um dieses System zu stabilisieren. Chick (2013, S. 149–151) spricht von einem Konvertierbarkeitsrisiko: „Much of subsequent history has to do with the banks learning to manage their liquidity (or their convertibility risk)“ (Chick 2013, S. 151). Es mussten Mechanismen institu-

⁸ Diese Beziehung kann auch in anderen Formen auftreten, beispielsweise zwischen Zentralbank und Staat, Zentralbank und Geschäftsbanken und durch Ansprüche, die die Geschäftsbank durch Eigenhandel gegen sich selbst einräumt.

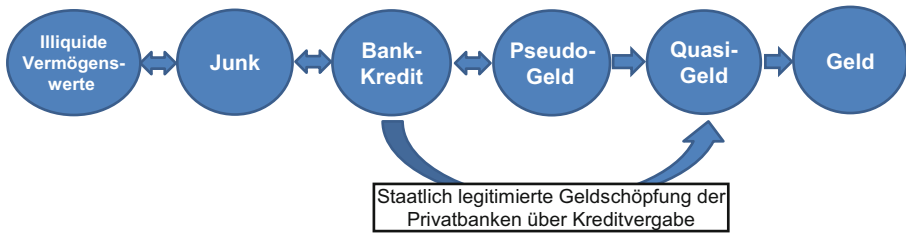


Abb. 2 Bankkredit und Geld. *Quelle:* Eigene Darstellung

tionalisiert werden, die die Konvertierbarkeit und die Stabilität der Liquiditätskette absicherten. Um das Konvertierbarkeitsrisiko zu minimieren, wurde ein komplexer institutioneller Rahmen geschaffen, der den Tausch dieser Depositen zum Nennwert garantiert, wie Einlagensicherung, Spitzenfinanzierungsfazität, Geldpolitik, Eigenkapitalanforderungen etc. (Goodhart 1989). In Krisenzeiten agieren die Zentralbanken außerdem als *Lender of Last Resort*.

Allerdings sichert das staatliche Einlagensicherungssystem die Depositen nur bis zu einer bestimmten Grenze ab. Alle Bankeinlagen, die über dieser Grenze liegen, gelten als ungesichert und stellen demnach kein souveränes Geld mehr dar (Ricks 2016, S. 8–10). Auch wenn die Depositen über die Reservekonten der Banken direkt an das Zentralbankgeld gekoppelt sind, handelt es sich also nicht um Zentralbankgeld: „Because the central bank guarantees that demand deposits will trade at par with government currency and because they are accepted in payment of taxes, bank promises (demand deposits) are nearly as liquid as state money“ (Bell 2001, S. 160; Mehrling 2013, S. 394). Es ist nicht das Zentralbankgeld, das die Banken verleihen, vielmehr schaffen Banken, wenn sie neue Depositen erstellen, eine Verbindlichkeit gegenüber sich selbst. Das Zentralbankgeld kommt erst zum Tragen, wenn diese Depositen als Bargeld ausgezahlt werden sollen oder diese auf ein Konto einer anderen Bank überwiesen werden. In beiden Fällen muss sich die Geschäftsbank Zentralbankgeld besorgen, das die Zentralbank über die institutionalisierte Liquiditätskette bereitstellt (McLeay et al. 2014b; Binswanger 2015). Banken können allerdings nicht unbegrenzt Geld schöpfen, wie bisweilen angenommen wird (Sahr 2017b). Die private Geldschöpfung findet ihre Grenze in den mikro- und makroprudenziellen Regulierungsvorschriften (z. B. Mindestreserve) und nicht zuletzt auch im Ertrags-Kosten-Kalkül der jeweiligen Bank (Keynes 1955 [1930], S. 24–26; McLeay et al. 2014b; Deutsche Bundesbank 2017).

Die Geldschöpfung der Banken ist eine spezifische Besonderheit der kapitalistischen Wirtschaftsweise: „The *differentia specifica* of capitalism lies in banks’ endogenous creation of new deposits of credit-money *ex nihilo*“ (Ingham 2004, S. 63, Herv. im Original). Es ist nicht das Geld, das spezifisch für eine kapitalistische Marktwirtschaft ist. Es ist die institutionalisierte Möglichkeit der Geldschöpfung, in der auch von Banken geschaffener Kredit von staatlicher Seite als gesetzliches Zahlungsmittel anerkannt wird: „Central banks’ links with their banking systems are the

bedrock of capitalism“ (Ingham 2011, S. 150).⁹ Der Geldmarkt, auf dem Geld über das Zusammenspiel von Staat, Zentralbank und Geschäftsbanken geschaffen wird, koordiniert Nachfrage und Angebot des Geldes: „The money market is always, as it were, the headquarters of the capitalist system“ (Schumpeter 1934, S. 126). Er ist verbunden mit dem Kapitalmarkt, auf dem das Geld in Wertpapiere wie Aktien und Anleihen etc. umgewandelt und auf diese Weise beispielsweise der Wirtschaft zur Verfügung gestellt wird.

Wie nachfolgend ausgeführt wird, kommt es im Schattenbankensystem zu einer besonderen Verquickung von Geld- und Kapitalmarkt. Zugleich ist das Schattenbankensystem zunehmend wichtiger für die Beschaffung von Geldmitteln geworden. In der globalen Finanzkrise zeigte sich, dass die bestehenden Liquiditätsketten unzureichend waren, das Finanzsystem zu stabilisieren. Während das Bankensystem mit ausreichend Geldmitteln versorgt werden konnte, wurde das Schattenbankensystem nicht erreicht. Als sich die Krise zuspitzte, entschied sich die US-Notenbank daher, eine neue Liquiditätskette zu etablieren, die nun auch den Akteuren aus dem Schattenbankensystem ermöglichen sollte, Geldmittel zu erhalten und letztlich Geld zu schöpfen.

5 Die Finanzkrise, das Schattenbankensystem und die Schaffung einer neuen Liquiditätskette

Vor der Finanzkrise war es zu einer Vielzahl von Finanzinnovationen gekommen, die dazu führten, dass Wertpapiere in der Liquiditätskette aufstiegen. Durch die Verbriefungspraxis wurden illiquide Vermögenswerte (Hypotheken) handelbar gemacht.¹⁰ Die anschließende Tranchierung dieser Finanzprodukte hatte zum Ziel, sichere Finanzprodukte aus Krediten mittlerer Sicherheit und sogar aus Junk-Wertpapieren zu erstellen. Hierdurch schien die Senior-Tranche sehr sicher zu sein und auch die Mezzanine-Tranche galt zumindest als teilweise abgesichert.¹¹ Diese Produktion von hochliquiden Wertpapieren fand vor allem im Schattenbankensystem statt, in dem Investmentbanken, Broker-Dealer (Wertpapierhändler), Geldmarktfonds, Privatkapitalgesellschaften, Hedgefonds und Zweckgesellschaften aktiv sind (Pozsar 2014; FSB 2017a, S. 19–22). Das Schattenbankensystem dient der Beschaffung von Geldmitteln außerhalb des darlehensbasierten Bankensystems und ist weitgehend unre-

⁹ Wobei Zentralbanken eine einzigartige Stellung zuteilwird, da sie ihre eigenen Verbindlichkeiten schaffen können (vgl. Mann 2010, S. 605).

¹⁰ Die Verbriefung von Hypotheken war ursprünglich von den halbstaatlichen Institutionen Fannie Mae und Freddie Mac Anfang der 1970er-Jahre ins Leben gerufen worden, um die Kreditvergabe für amerikanische Haushalte auszuweiten. Die Hypotheken wurden verbrieft, gebündelt und von der *Government National Mortgage Association* (Ginnie Mae) abgesichert (Wullweber 2017).

¹¹ Das private Absicherungssystem war noch weitaus komplexer, zu nennen sind vor allem die Bündelung von besicherten Schuldverbindlichkeiten (Collateralized Debt Obligations) und die Kreditausfalltauschversicherungen (Credit Default Swaps), Zinsswaps und Devisenswaps. Nicht beachtet wurde, dass sich durch die diversen Absicherungen die Korrelation zwischen den einzelnen Kreditausfällen immens erhöhte und die Wahrscheinlichkeit von Kettenreaktionen durch Kreditausfälle immens gesteigert wurde (vgl. MacKenzie 2011).

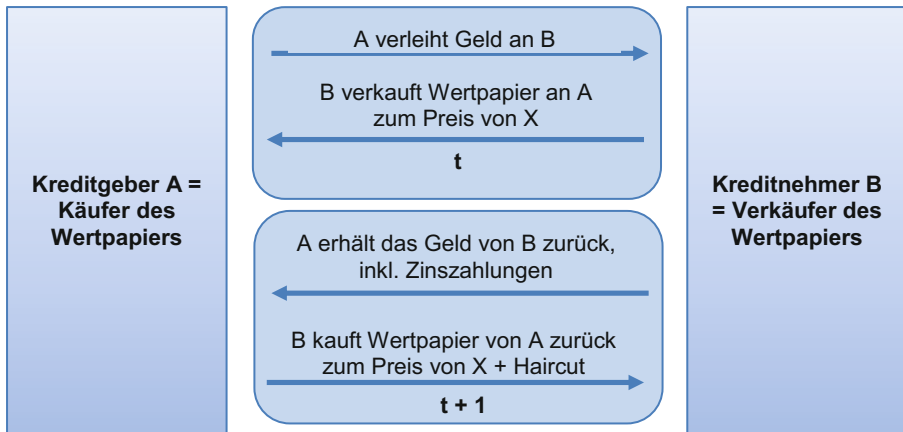


Abb. 3 Stilisierte Repo-Transaktion. *Quelle:* Eigene Darstellung

gultiert (FSB 2013, S. ii). Seine Bedeutung nimmt stetig zu, insbesondere da sich hier mit deutlich weniger Restriktionen und günstiger als im bankbasierten Kreditsystem Geldmittel beschaffen lassen (BIS 2017; FSB 2017a, S. 16). Geldmittel werden hier nicht über Darlehen, sondern über verschiedene Formen rechtlicher Konstruktionen, insbesondere über Rückkaufvereinbarungen (*Repurchase Agreements*, kurz Repos) bereitgestellt. Repos bilden inzwischen den Kern des Schattenbankensystems und sind das Vehikel, über das die Zentralbanken den Akteuren im Schattenbankensystem seit der Finanzkrise die Geldschöpfung ermöglichen.

Bei Repos handelt es sich um eine spezifische Form von Krediten: Ein Finanzakteur verkauft bestimmte Vermögenswerte an einen anderen Finanzakteur, um sich kurzfristig Geld zu beschaffen, und verpflichtet sich zugleich, diese Vermögenswerte zu einem festgelegten Zeitpunkt zurückzukaufen (Golec und Perotti 2017). Je nach Art des Repos kann der Rückkauf am nächsten Tag (*Overnight Repo*) oder zu einem späteren Zeitpunkt stattfinden. Das Wertpapier sichert also den Kredit ab, da es im Falle der Nichtzurückzahlung des Kredits verkauft werden kann. Außerdem fällt ein sogenannter Haircut an, ein Aufschlag auf das Wertpapier. Der Haircut soll sicherstellen, dass das Wertpapier auch bei Rückgang des Marktwerts weiterhin ohne Verlust auf dem Markt veräußert werden kann. Falls dieses Wertpapier stärker an Wert verliert, ist der Käufer zu Margin Calls, also zu einer Erhöhung des Haircuts berechtigt (FSB 2017b; Singh 2017). Neben der Möglichkeit, zu einem verhältnismäßig geringen Preis Geldmittel zu erhalten, können die den Repos zugrunde liegenden Wertpapiersicherheiten, im Gegensatz beispielsweise zu abgesicherten Krediten, weiterverkauft werden und bieten auf diese Weise hohe Flexibilität. Die Wiederverwendung von Sicherheiten ermöglicht den Finanzakteuren, einen geringeren Bestand an eigenen Sicherheiten vorzuhalten und auf diese Weise Bilanzkosten zu reduzieren. Obwohl das Wertpapier formal dem Kreditgeber gehört, erhält der Kreditnehmer bis zum Ablauf der Rückkauffrist weiterhin alle Zinszahlungen auf dieses Wertpapier. Es findet also eine Trennung zwischen rechtlichem Eigentum und ökonomischen Verwertungsrechten statt (siehe Abb. 3).

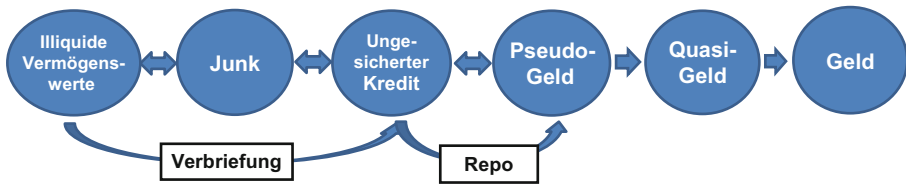


Abb. 4 Repo-Transaktion. *Quelle:* Eigene Darstellung

In einer Repo-Transaktion kommen Finanzakteure mit verschiedenen Interessen zusammen. Manche Akteure, z. B. Geldmarktfonds, Vermögensverwalter und andere institutionelle Investoren oder auch Unternehmen, suchen nach Möglichkeiten, mit verhältnismäßig geringen Risiken Geld anzulegen, weswegen vor allem Staatsanleihen als Sicherheit verwendet werden (Golec und Perotti 2017, S. 3; Bank of England 2015, S. 6). Zugleich beinhalten Repos eine hohe Flexibilität, sie können meist täglich restrukturiert oder auch verlängert werden. Auf der anderen Seite stehen Banken, Hedgefonds und andere Finanzakteure, die Repos verwenden, um eine Unterdeckung von Kapitalreserven aufzufangen und nicht zuletzt in der Hoffnung, mit dem Geld kurzfristig Profit erzielen zu können. Repo-Transaktionen bringen daher Akteure mit Bedarf nach einer sicheren, aber flexiblen und profitablen Geldanlage zusammen mit risikofreudigen Akteuren, die das Kapital verwenden, um dadurch anderweitige Finanzgeschäfte, wie Leerverkäufe, Absicherungsgeschäfte (*Hedging*) oder auch Weiterverkauf, zum Zwecke der Profitgenerierung zu finanzieren: „Collateral in repos creates conditions for aggressive risk taking in a world of finance where the elusive boundary between *risk protection* and *risk production* becomes increasingly blurred“ (Gabor 2016, S. 972, meine Hervorhebungen). Diese Finanzgeschäfte finden meist über Zwischenhändler statt, wie JPMorgan, Goldman Sachs, Morgan Stanley, AIG, Bear Stearns und Merrill Lynch (Letztere wurden im Zuge der Krise von JPMorgan bzw. der Bank of America aufgekauft). Im Schattenbankensystem kommt es insgesamt zu einer Verschiebung von Fälligkeiten und durch die Verschränkung verschiedener Fälligkeiten, Risikodispositionen und Wiederverwendung der gleichen Wertpapiere zur Risikoabsicherung insgesamt zu einer Risikotransformation hin zu einer erhöhten Krisenanfälligkeit des Gesamtsystems (vgl. Deutsche Bundesbank 2014; Nesvetailova 2015; Bryan et al. 2016).

Bereits vor der Finanzkrise hatte sich das Schattenbankensystem zum Rückgrat des Finanzsystems entwickelt und die Menge an gehandelten Repo-Transaktionen immens zugenommen (Hardie et al. 2013). Repos können für die Zeit vor der Finanzkrise als Pseudo-Geld bezeichnet werden, da sie den Zugang zu Geld und auf diese Weise die Liquidität der Finanzakteure deutlich verbesserten (siehe Abb. 4).

Die Liquidität der als Sicherheit verwendeten Wertpapiere war jedoch abhängig von deren Marktbewertung. In der globalen Finanzkrise nahm der Marktwert der Wertpapiere allerdings deutlich ab und fiel innerhalb kurzer Zeit um etwa 1,5 Bio. US-\$ (Adrian et al. 2017). Im September 2008 spitzte sich die Situation zu. Trotz sehr unkonventioneller Geldpolitik (Absenken des Leitzinses auf 0,25 %) und massiver Bereitstellung von Geldmitteln vonseiten der US-Notenbank (Fed) als *Lender of Last Resort* und quantitativer Lockerung – insgesamt hatte die Fed bis 2013

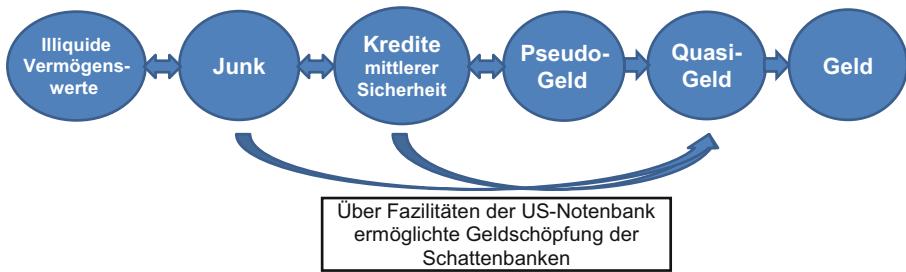


Abb. 5 Die neu geschaffene Liquiditätskette für das Schattenbankensystem. *Quelle:* Eigene Darstellung

7,7 Bio. US-\$ bereitgestellt (Swedberg 2013, S. 514) – konnte das Finanzsystem nicht stabilisiert werden. Grund hierfür war, dass die Geldmittel nur dem Bankensystem zur Verfügung gestellt werden konnten, aber die Liquiditätskette nicht das Schattenbankensystem erreichte.

Die globale Finanzkrise war vor allem eine Krise des Schattenbankensystems (Ricks 2011; FSB 2013, 2017b; Mehrling et al. 2013). Die von der US-Notenbank als Reaktion auf die Finanzkrise geschaffenen Fazilitäten sowie die quantitative Lockerung erreichten zwar das Bankensystem, die Banken investierten das Geld jedoch nicht, sondern verwendeten es, um die eigenen Rücklagen zu erhöhen. Als im September 2008 Lehman Brothers – einer der wichtigsten Broker-Dealer im Schattenbankensystem – Insolvenz anmeldete und dadurch das Schattenbankensystem zu kollabieren drohte, entschied sich die US-Notenbank für einen historisch einzigartigen Schritt. Sie schuf eine neue Liquiditätskette speziell für das Schattenbankensystem. Über für Akteure im Schattenbankensystem geschaffene Fazilitäten, die *Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility* (AMLF), die *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF), die *Money Market Investor Funding Facility* (MMIFF) und die *Term Asset-Backed Securities Loan Facility* (TALF), konnten diese nun über Repo-Transaktionen Zentralbankgeld erhalten (Mehrling 2011, S. 119–123; Domanski et al. 2014, S. 55–58). Während anfangs nur Transaktionen auf der Basis von Investment-Grade-Wertpapieren durchgeführt wurden, schloss die US-Notenbank bald Repos auf Basis *aller verfügbaren Wertpapiere*, egal welcher Bonität, und sogar für unbewertete Wertpapiere ab (Pozsar 2014, S. 22).

In Postkrisenzeiten können Repos demnach als Quasi-Geld bezeichnet werden, denn oben wurde argumentiert, dass Vermögenswerte dann eine Geldform annehmen, wenn diese bei Bedarf zum ausgegebenen oder ursprünglichen Nennwert, daher ohne größeren Verlust, in Zentralbankgeld umgewandelt werden können (siehe Abb. 5).

Demzufolge sind seit der Finanzkrise nicht nur die Zentralbanken und private Banken in der Lage, Geld zu schöpfen. Erstmals in der Geschichte der Notenbanken sind aufgrund der Etablierung dieser neuen Liquiditätskette auch Nichtbanken zur Geldschöpfung legitimiert.¹²

6 Bankgeld und Schattengeld

Wie unterscheiden sich nun die Liquiditätsketten des Bankensystems und des Schattenbankensystems voneinander? Das Geld der Bank ist ein Schuldschein der Bank gegenüber der kreditnehmenden Person. Bankgeld ist „das Anerkenntnis einer privaten, auf die Rechnungseinheit lautenden Schuld, welches [...] zur Begleichung einer Transaktion dient“ (Keynes 1955 [1930], S. 5). Das Besondere am Bankkredit gegenüber einem Schuldschein zwischen zwei Personen ist, wie dargestellt, dass der von der Bank ausgegebene Schuldschein nach Bedarf zum Nennwert mit Zentralbankgeld gehandelt werden kann. Aus dem spezifischen Kredit einer Bank wird über diese institutionalisierte Liquiditätskette Quasi-Geld, das als allgemeines Äquivalent für sämtliche Warenwerte und folglich als Geld gelten kann. Es repräsentiert auf diese Weise „eine Schuld des Staates selber“ (Keynes 1955 [1930], S. 5). Im Gegensatz zu den von den Banken geschaffenen Depositen können Repos nicht zur finalen Begleichung von Geldforderungen verwendet werden, sie können Geldforderungen nur temporär aufschieben.¹³ Repos sind kein *Zahlungsversprechen*, sondern ein *Kaufversprechen*, ein *Versprechen auf einen Handel zum Nennwert nach Bedarf*. Solange die Zentralbank nicht involviert ist, ist der Handel zum Nennwert bei Bedarf stark von der Qualität der zugrunde liegenden Sicherheiten abhängig. Je nach Ausmaß einer Krise kostet dieses Versprechen entsprechend viel Geld (Margin Calls, Erhöhung der Haircuts und der Repo-Rate) und ist anfällig für die bereits ausgeführte Abwärtspreisspirale, die wiederum zu Liquiditätsengpässen im gesamten Finanzsystem führen kann.

Im Schattenbankensystem haben die Wertpapiere zur Absicherung von Repo-Transaktionen die gleiche Funktion wie die Einlagensicherung für die Bankkonten (Depositen). Beide sichern im Falle des Zahlungsausfalls die Einlagen bzw. Vermögenswerte ab: „[T]he moneyness of repo claims depends on collateral valuations“ (Gabor und Vestergaard 2016, S. 22). Der große und entscheidende Unterschied ist allerdings, dass die Einlageversicherung im Gegensatz zu den Wertpapiersicherheiten staatlich garantiert ist (Ricks 2016). In Nichtkrisenzeiten fällt dieser Unterschied nicht ins Gewicht, insbesondere da der Wert der den Repos zugrunde liegenden Sicherheiten marktbasierend ist, also ständig der veränderten Preislage angepasst wird und auf diese Weise die Auszahlung zum Nennwert verspricht. Die staatliche Ga-

¹² Eine Ausnahme ist *LCH Clearnet SA*, ein großes europäisches Clearinghouse, das sowohl im Schattenbankensystem als auch im Bankensystem aktiv ist und dessen französischer Zweig von den französischen Behörden wie eine Bank reguliert wird und das damit bereits seit Anfang der 2000er-Jahre Zugang zu Reservegeld hat (Gabor und Vestergaard 2016, S. 17, 28).

¹³ Die Verzögerung und Verschiebung von Geldzahlungen durch Kredite oder andere Finanztitel ist allerdings ein wichtiges Merkmal des Finanzsystems und der profitorientierten Marktwirtschaft insgesamt (Ingham 2004, S. 139–142).

rantie im darlehensbasierten Banksystem wird also im Schattenbankensystem durch die Wertpapiersicherheiten simuliert. In Krisenzeiten ist dieser Unterschied aber entscheidend, da sich ab einem bestimmten Moment keine Käufer mehr für die Wertpapiersicherheiten finden oder diese weit unter dem regulären Marktpreis verkauft werden müssen.

Während im darlehensbasierten Kreditwesen die Gefahr von *Bank Runs* über die staatliche Einlagensicherung und die Spitzenrefinanzierungsfazität der Zentralbank als *Lender of Last Resort* stark vermindert wurde, existierten solche Formen der Absicherung nicht für das Schattenbankensystem. Der „Run on Repo“ (Gorton und Metrick 2012) konnte daher erst gestoppt werden, als die US-Notenbank eine Liquiditätskette für das Schattenbankensystem etablierte. Dem lag die Einschätzung zugrunde, dass das Schattenbankensystem genauso wie das Banksystem einer staatlichen Absicherung bedarf. Diese ad hoc getroffene Entscheidung der US-Notenbank in der Finanzkrise wurde durch die Einrichtung einer ständigen Fazilität für Übernacht-Repos im Jahr 2013 verstetigt (Federal Reserve 2015). Die *Overnight Reverse Repurchase Agreement Facility* soll zwar nur in Notfällen Anwendung finden, da es sich aber um eine permanente Institution handelt, deren Deckelung von 300 Mrd. US-\$ im Jahr 2015 aufgehoben wurde, kann sich diese zu einer Art Reservekonto für Schattenbanken – Wertpapierhändler und Geldmarktfonds – entwickeln: „Reverse repos effectively grant shadow banks—dealers and money funds—a checking account at the Federal Reserve for the very first time in U. S. monetary history, similar to how reserves held at the central bank function as a checking account for traditional banks“ (Pozsar 2014, S. 22). Auch die EZB und die Bank of England richteten solche ständigen Fazilitäten ein (Bank of England 2015). Repos können daher in Anlehnung an das Schattenbankensystem auch als *Schattengeld* bezeichnet werden (Pozsar 2014; 2015; Gabor und Vestergaard 2016).

Auf dem europäischen Repo-Markt kommt es aufgrund der diesen Markt dominierenden Universalbanken zu einer weiteren Verwischung der Grenze zwischen Depositen und Repos. Im Gegensatz zu den USA, wo die Überschneidung von Wertpapierhandel und Bereitstellung von Depositen weiterhin gesetzlich beschränkt wird, ist eine solche Trennung auf dem europäischen Markt nicht vorhanden (Gabor und Vestergaard 2016, S. 15; siehe auch Braun 2018). Das führt dazu, dass die Universalbanken via Reservekonten sowohl Zugriff auf Zentralbankgeld haben und sich zugleich auf dem Repo-Markt im Schattenbankensystem engagieren können. Auf diese Weise können sich diese Banken entscheiden, ob sie beim Kauf von Wertpapieren mit Depositen zahlen oder, wenn das auch von der Gegenseite gewollt ist, stattdessen eine Repo-Transaktion durchführen. Die letztendliche Zahlung mit Geldmitteln ist dadurch zwar nicht aufgehoben, aber doch aufgeschoben: „Shadow money delays settlement in bank deposits“ (Gabor und Vestergaard 2016, S. 15). Repos können aber nicht nur Depositen (temporär) ersetzen, sondern auch Bankreserven: Wenn Bank A bei der Übertragung von Depositen an Bank B keine entsprechenden Reserven zur Verfügung hat, können beide Banken übereinkommen, stattdessen eine Repo-Transaktion einzugehen, wodurch sich Bank A die Reserven von Bank B leiht, ohne dass es zu einer Übertragung von Reserven kommen würde: „Shadow money delays settlement in reserves“ (Gabor und Vestergaard 2016, S. 16).

7 Ausblick: Geld als politische Kategorie

Im vorliegenden Beitrag wurde das Konzept der Liquiditätskette entwickelt, um die spezifische und sich verändernde Verschränkung von Staat und Markt bzw. Zentralbank und Finanzmarkt seit der globalen Finanzkrise bezogen auf die Liquiditätsgenerierung und insbesondere in Hinsicht auf die Geld- und Quasigeldschöpfung herauszuarbeiten. Entsprechend wurde dargelegt, dass Geld nur aufgrund eines besonderen politisch-institutionellen Gefüges entsteht, das aus einem partikularen Vermögenswert diesen universellen Wertmaßstab schafft: „[T]he universal is no more than a particular that at some moment has become dominant“ (Laclau 1996, S. 26). Daraus wurde geschlossen, dass weniger das Objekt, das die Geldfunktion innehat, von Bedeutung ist, als vielmehr der politisch-institutionelle Prozess, in dem bestimmt wird, welches Objekt diese Funktion übernimmt, welche Institutionen es auf welche Art und Weise vermehren dürfen und welche Art von Liquiditätsketten etabliert werden sollen. Es wurde aufgezeigt, dass es verschiedene Möglichkeiten gibt, Geld zu schöpfen. Die Grenze der Geldschöpfung ist, neben dem Ertrags-Kosten-Kalkül der Banken, vor allem abhängig von der Geldpolitik der Zentralbank.

Ein Vermögenswert kann nur dann die Geldform annehmen oder nach Bedarf zum Nennwert in die Geldform umgewandelt werden, wenn eine staatlich abgesicherte Liquiditätskette geschaffen wird, die die Konvertierbarkeit von Vermögenswerten mit Zentralbankgeld garantiert. Demnach sind nicht nur die Zentralbank und Geschäftsbanken in der Lage, Geld zu schöpfen. Seit der Finanzkrise können auch ausgewählte Akteure des Schattenbankensystems aufgrund einer neu geschaffenen Liquiditätskette über besondere Fazilitäten der Zentralbank Geld schöpfen, indem sie Repo-Transaktionen mit der Zentralbank durchführen und das Geld für die Wertpapiere auf ein Reservekonto gutgeschrieben bekommen. Repos selbst stellen kein allgemeines Äquivalent dar, sondern ein Versprechen auf einen Handel mit Wertpapieren zum Nennwert nach Ablauf der Fristigkeit der Transaktion. Dadurch, dass die Zentralbank diese Transaktion durchführt, können diese Wertpapiere direkt in die Geldform umgewandelt und Geld geschöpft werden.¹⁴ Repos können deswegen seit der Finanzkrise als Quasi-Geld konzeptualisiert werden.

Das heutige Bankensystem ist das Ergebnis eines gesellschaftlichen Aushandlungsprozesses, der zur Integration der kaufmännischen Handels-Kredit-Schuldsysteme in staatliche Geldsysteme führte. Es stellt einen historischen Kompromiss zwischen dem Staat und dem Bank- und Handelssystem dar. Die neu geschaffene Liquiditätskette zwischen dem Schattenbankensystem und den Zentralbanken ist etwas anders gelagert. Sie wäre ohne Finanzkrise wahrscheinlich nicht etabliert worden. Zugleich zeigt sich hierdurch die neue Bedeutung des Schattenbankensystems als Rückgrat für das gesamte Finanzsystem. Dennoch war die Entscheidung, eine neue Liquiditätskette zu etablieren, nicht alternativlos oder reinen Sachzwängen geschuldet: „[T]he decisions of the Central Bank are not, and can hardly, be taken in a political vacuum“ (Goodhart 1989, S. 295). Weitere Studien sind notwendig, um die genauen Interessensstrukturen bei der Schaffung der neuen Liquiditätsket-

¹⁴ Die Geldmittel über Repo-Transaktionen werden nur temporär erworben. Allerdings können Repos erneuert werden (roll-over), sodass die Temporalität nur bedingt einschränkend wirkt.

Tab. 1 Liquiditätsstufen innerhalb von Liquiditätsketten

	Staat	Privat
<i>Geld</i>	Zentralbankreserven, Bargeld	–
<i>Quasi-Geld</i> (Vermögenswerte werden nach Bedarf zum Nennwert mit Zentralbankgeld gehandelt)	Staatsanleihen einiger weniger Staaten (z. B. US-Staatsanleihen)	Gesetzlich abgesicherte Bankguthaben, Repos (seit der Finanzkrise) von bestimmten Schattenbankakteuren mit der Zentralbank
<i>Pseudo-Geld</i> (stabilisierte Liquiditätskette durch finanzmarktinterne Prozesse, zum Teil staatlich unterstützt, z. B. durch quantitative Lockerung)	Die meisten Staatsanleihen	Z. B. Repos (ohne Zentralbank durchgeführte Transaktionen), Geldmarktfondsanteile, hypothekenbesicherte Wertpapiere, Eurodollars
<i>Kredite mittlerer Sicherheit</i> (zum Teil auch unbesicherte Kredite)	Z. B. Staatsanleihen einiger süd-europäischer Länder während der Eurokrise vor Garantiezusagen der EZB	Wertpapiere mit Ratings bis etwa BB+ bzw. Ba1 (z. B. nicht abgesicherte Bankguthaben, Ratenkredite)
<i>Junk-Bonds</i> (instabile Liquidität und/oder unsicheres Wertpapier)	Staatsanleihen von <i>Failed States</i> und griechische Staatsanleihen während der Eurokrise	Alle Wertpapiere unter einem Rating von etwa B– bzw. B3
<i>Illiquide Vermögenswerte</i>	Nicht handelbares Staatseigentum	Nicht handelbares Privateigentum

te herauszuarbeiten. Offensichtlich ist jedoch, dass die Akteure des Schattenbankensystems und auf diese Weise auch viele Geschäftsbanken, die durch ihre Investmentabteilungen oder über die von ihnen geschaffenen Zweckgesellschaften im Schattenbankensystem aktiv sind, durch die neue Liquiditätskette gestärkt aus der Krise hervorgehen und das Schattenbankensystem weiter an Bedeutung zunimmt (BIS 2017; FSB 2017a, 2018).

In dem Beitrag wurden fünf Liquiditätsstufen unterschieden: Geld, Quasi-Geld, Pseudo-Geld, Kredite mittlerer Sicherheit, Junk-Bonds und illiquide Vermögenswerte (siehe Tab. 1). Auf welcher Stufe sich ein bestimmter Vermögenswert befindet, ist abhängig von der spezifischen Marktlage, den politisch-ökonomischen Bedingungen, den privat organisierten Sicherungsmechanismen und den staatlichen Anreiz- und Absicherungssystemen.

Die Möglichkeit, auf die Nachfrage nach Geld flexibel reagieren zu können, ist eine spezifische Eigenschaft der heutigen Marktwirtschaften. Sich auf Keynes (2009 [1936]) berufend, bezeichnet Minsky den Kapitalismus daher als eine Geldproduktionsökonomie (Minsky 1982b, S. 78). Es ist nicht die Loslösung von vermeintlichen Fundamentalwerten wie Gold, die das heutige Geldsystem auszeichnet, denn die Kopplung der Geldform an Gold oder andere Objekte war stets eine Fiktion (Mironowski 1991; Beckert 2018). Es ist die Art und Weise, wie das System auf die Nachfrage nach Geld über historisch institutionalisierte und legitimierte Liquiditätsketten reagieren kann, die dessen charakteristische Eigenschaft ausmachen. Das Konzept der Liquiditätskette hinterfragt folglich die strikte Gegenüberstellung von Staat und Markt (Streeck 2013). Während private Finanzakteure in Nichtkrisenzeiten den Bedarf an Wertpapieren unterschiedlicher Liquidität und Sicherheit weitgehend

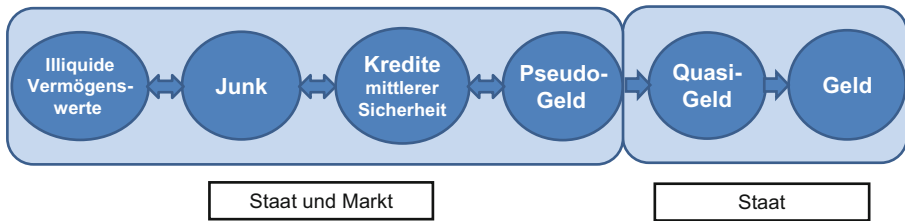


Abb. 6 Staat und Markt in der Schaffung von Liquiditätsketten. *Quelle:* Eigene Darstellung

eigenständig bedienen können, indem aus illiquiden Vermögenswerten, Junk Bonds und ungesicherten Krediten über diverse private Absicherungsmechanismen und *Finanzinnovationen* Wertpapiere auf einer höheren Stufe der Liquiditätskette entstehen, ist es allein dem Staat vorbehalten, Wertpapiere als Quasi-Geld zu akzeptieren und auf diese Weise die private Geldschöpfung zu legitimieren (siehe Abb. 6).

Um in der Lage zu sein, eine Liquiditätskette für das Schattenbankensystem zu generieren, mussten die Zentralbanken zu sehr unkonventionellen Maßnahmen greifen. Auch in Postkrisenzeiten müssen Zentralbanken weiterhin aktiv in das Schattenbankensystem intervenieren, um das Finanzsystem zu stabilisieren. Auf diese Weise dienen sie aber nicht nur als Liquiditätsbereitsteller, sie werden selbst zu marktmachenden Akteuren (Wullweber 2018). Wie sich diese neue Form der Geldpolitik auf das Schattenbankensystem und auf das Finanzsystem insgesamt längerfristig auswirkt, ist bislang noch unklar. Pozsar (2014, 2015) sieht diese Entwicklung positiv, da es hierdurch möglich werden könnte, auch von Broker-Dealern Mindestkapitalanforderungen zu verlangen, sich also neue staatliche Steuerungsmöglichkeiten ergeben könnten. Auch eröffnen sich neue Möglichkeiten für die Geldpolitik der Zentralbanken, da diese bestimmen können, welche Wertpapiere von welchen Akteuren als Sicherheiten in Repo-Transaktionen akzeptiert werden (Gabor und Vestergaard 2016, S. 24–25). Das Financial Stability Board hofft entsprechend, dass das Schattenbankensystem in ein resilientes System transformiert werden könnte (FSB 2017b). Andererseits ist der Zugang zu Zentralbankgeld aufgrund der neuen Liquiditätskette einfacher geworden. Auch haben nun Akteure Zugriff auf Reservekonten, denen diese Möglichkeit früher versperrt gewesen war. Schließlich ist das Schattenbankensystem viel schwächer reguliert als das Bankensystem. Die Möglichkeit, dass es hier zur Bildung neuer Kredit- und Liquiditätszyklen und Instabilitäten kommt, auch aufgrund der Möglichkeit, die als Sicherheiten verwendeten Wertpapiere in Repo-Transaktionen weiterzuverkaufen und auf diese Weise die Hebelwirkung stark zu erhöhen, ist nicht unwahrscheinlich: „That is, all capitalisms are unstable, but some capitalisms are more unstable than others“ (Minsky 1982a, S. 36). Unklar ist ebenfalls, wie stark sich durch diese Art der Geldpolitik die wachsende Ungleichheit verstärkt (Piketty 2014; Koddenbrock 2017b; Konings 2018). Die Auswirkungen und Folgen dieser Geldpolitik der Zentralbanken sind bislang also kaum absehbar. Es bedarf weiterer Forschung, um die Bedeutung der neuen Liquiditätskette für das Finanzsystem und die globale Ökonomie insgesamt herauszuarbeiten. Hierfür ist ein politisches Verständnis von Geld, Wertgenerierung und Geldschöpfung wichtig und nicht zuletzt in Postkrisenzeiten notwendig, um angemessen auf die Herausforde-

rungen unserer Zeit reagieren zu können. Geld ist eine durch und durch politische Kategorie.

Danksagung Für die vielen anregenden Diskussionen und kritischen Kommentare möchte ich mich ganz herzlich bei Christoph Scherrer, Ismail Karatepe, Jenny Simon, Halyna Semenyshyn, Christian Möllmann sowie bei den TeilnehmerInnen des Workshops „Financialisation and the future of money“ des DFG-Netzwerks Politics of Money bedanken. Für die kritische Kommentierung des Artikels bedanke ich mich sehr bei Daniela Gabor und den anonymen GutachterInnen. Auch bei der Redaktion der PVS möchte ich mich für die professionelle Unterstützung und die gute Zusammenarbeit bedanken.

Literatur

- Adrian, Tobias, Michael Fleming, Or Shachar, und Erik Vogt. 2017. Market liquidity after the financial crisis, federal reserve bank of New York staff report no. 796, October 2016, revised June 2017. https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr796.pdf?la=en. Zugegriffen: 29. Juni 2017.
- Allon, Fiona. 2015. Money, debt, and the business of “free stuff”. *South Atlantic Quarterly* 114:283–305.
- Ban, Cornel, und Daniela Gabor. 2016. The political economy of shadow banking. *Review of International Political Economy* 23:901–914.
- Bank of England. 2015. The Bank of England’s sterling monetary framework. <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Documents/money/publications/redbook.pdf>. Zugegriffen: 05. Juli 2017.
- Beckert, Jens. 2018. *Imaginierte Zukunft. Fiktionale Erwartungen und die Dynamik des Kapitalismus*. Berlin: Suhrkamp.
- Beckert, Jens, und Patrik Aspers (Hrsg.). 2011. *The worth of goods. Valuation and pricing in the economy*. Oxford: Oxford University Press.
- Bell, Stephanie. 2001. The role of the state and the hierarchy of money. *Cambridge Journal of Economics* 25:149–163.
- Bieler, Andreas, und Adam D. Morton. 2008. The deficits of discourse in IPE: turning base metal into gold? *International Studies Quarterly* 52:103–128.
- Binswanger, Mathias. 2015. *Geld aus dem Nichts. Wie Banken Wachstum ermöglichen und Krisen verursachen*. Weinheim: Wiley-VCH.
- BIS. 2017. Repo market functioning, Committee on the Global Financial System, CGFS papers no 59. <https://www.bis.org/publ/cgfs59.pdf>. Zugegriffen: 22. April 2017.
- Braun, Benjamin. 2018. Central banking and the infrastructural power of finance: the case of ECB support for repo and securitization markets. *Socio-Economic Review*. <https://doi.org/10.1093/ser/mwy008>.
- Bryan, Dick, und Michael Rafferty. 2006. *Capitalism with derivatives. A political economy of financial derivatives, capital and class*. Basingstoke, Hampshire: Palgrave Macmillan.
- Bryan, Dick, und Michael Rafferty. 2007. Financial derivatives and the theory of money. *Economy and Society* 36:134–158.
- Bryan, Dick, und Michael Rafferty. 2013. Fundamental value: a category in transformation. *Economy and Society* 42:130–153.
- Bryan, Dick, und Michael Rafferty. 2016. Decomposing money: ontological options and spreads. *Journal of Cultural Economy* 9:27–42.
- Bryan, Dick, Michael Rafferty, und Duncan Wigan. 2016. Politics, time and space in the era of shadow banking. *Review of International Political Economy* 23:941–966.
- Carruthers, Bruce G., und Sarah Babb. 1996. The color of money and the nature of value. *American Journal of Sociology* 101:1556–1591.
- Chick, Victoria. 2013. The current banking crisis in the UK: an evolutionary view. In *Financial crises and the nature of capitalist money*, Hrsg. Jocelyn Pixley, G.C. Harcourt, 148–161. Basingstoke, Hampshire: Palgrave Macmillan.
- Cooper, Melinda. 2015. Shadow money and the shadow workforce: rethinking labor and liquidity. *South Atlantic Quarterly* 114:395–423.
- Deutsche Bundesbank. 2014. Das Schattenbankensystem im Euro-Raum: Darstellung und geldpolitische Implikationen, Monatsbericht März, 15–35. https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Monatsberichtsauftsaetze/2014/2014_03_schattenbanken.pdf?__blob=publicationFile. Zugegriffen: 15. April 2017.

- Deutsche Bundesbank. 2017. Die Rolle von Banken, Nichtbanken und Zentralbank im Geldschöpfungsprozess. *Monatsbericht* 69:15–36.
- Domanski, Dietrich, Richhild Moessner, und William Nelson. 2014. Central banks as lender of last resort: experiences during the 2007–2010 crisis and lessons for the future. In *Re-thinking the lender of last resort* BIS paper no 79., Hrsg. Bank for International Settlements, 43–75.
- Epstein, Gerald A. 2005. *Financialization and the world economy*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Ertürk, Ismail. 2017. Shadow banking: a story of the Doppelgänger (the Double) in science of finance. *Journal of Cultural Economy* 10:377–392.
- Ertürk, Ismail, Julie Froud, Adam Leaver, Sukhdev Johal, und Karel Williams (Hrsg.). 2008. *Financialization at work. Key texts and commentary*. London: Routledge.
- Federal Reserve. 2015. Statement regarding overnight reverse repurchase agreements. https://www.newyorkfed.org/markets/opolicy/operating_policy_151216.html (Erstellt: 16. Dezember 2016). Zugegriffen: 17. Juli 2017.
- Felber, Christian. 2014. *Geld: die neuen Spielregeln*. Wien: Deuticke.
- Fierke, Karin M. 2010. Critical theory, security, and emancipation. In *The international studies encyclopedia*, Hrsg. Robert A. Denemark. Oxford: Blackwell.
- Fine, Ben, und Costas Lapavitsas. 2000. Markets and money in social theory: what role for economics. *Economy and Society* 29:357–382.
- FSB. 2013. Strengthening oversight and regulation of shadow banking: an integrated overview of policy recommendations. http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_130829b.pdf (Erstellt: 18. November 2013). Zugegriffen: 05. Mai 2014.
- FSB. 2017a. Global shadow banking monitoring report 2016. <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/global-shadow-banking-monitoring-report-2016.pdf>. Zugegriffen: 04. Juli 2017.
- FSB. 2017b. Transforming shadow banking into resilient market-based finance. <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/Re-hypothecation-and-collateral-re-use.pdf>. Zugegriffen: 24. April 2017.
- FSB. 2018. Global shadow banking monitoring report 2017. <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P050318-1.pdf>. Zugegriffen: 12. April 2018.
- Gabor, Daniela. 2016. The (impossible) repo trinity: the political economy of repo markets. *Review of International Political Economy* 23:967–1000.
- Gabor, Daniela, und Jakob Vestergaard. 2016. Towards a theory of shadow money, working paper, institute for new economic thinking. <https://www.ineteconomics.org/perspectives/blog/towards-a-theory-of-shadow-money>. Zugegriffen: 14. Mai 2017.
- Ganssmann, Heiner. 2012. *Doing money. Elementary monetary theory from a sociological standpoint*. New York: Routledge.
- de Goede, Marieke. 2003. Beyond economism in international political economy. *Review of International Studies* 29:79–97.
- Golec, Pascal, und Enrico Perotti. 2017. Safe assets: a review, ECB working paper no 2035. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp2035.en.pdf>. Zugegriffen: 11. November 2017.
- Goodhart, Charles A.E. 1989. The conduct of monetary policy. *The Economic Journal* 99:293–346.
- Goodhart, Charles A.E. 1998. The two concepts of money: implications for the analysis of optimal currency areas. *European Journal of Political Economy* 14:407–432.
- Gorton, Gary, und Andrew Metrick. 2012. Securitized banking and the run on Repo. *Journal of Financial Economics* 104:425–451.
- Graeber, David. 2012. *Schulden. Die ersten 5000 Jahre*. Stuttgart: Klett-Cotta.
- Hardie, Iain, David Howarth, Sylvia Maxfield, und Amy Verdun. 2013. Banks and the false dichotomy in the comparative political economy of finance. *World Politics* 65:691–728.
- Harvey, David. 2011. *The enigma of capital: and the crises of capitalism*. London: Profile.
- Heinrich, Michael. 2003. *Die Wissenschaft vom Wert*, 3. Aufl., Münster: Westfälisches Dampfboot.
- Heires, Marcel, und Andreas Nölke (Hrsg.). 2014. *Politische Ökonomie der Finanzialisierung*. Wiesbaden: Springer VS.
- Helgadóttir, Oddný. 2016. Banking upside down: the implicit politics of shadow banking expertise. *Review of International Political Economy* 23:915–940.
- Hiß, Stefanie, und Akos Rona-Tas. 2011. Wie entstehen Preise? Zur Lösung des Bewertungsproblems auf dem Markt für Ratingurteile strukturierter Finanzprodukte. *Berliner Journal für Soziologie* 21:469–494.
- Ingham, Geoffrey. 2004. *The nature of money*. Cambridge: Polity.
- Ingham, Geoffrey. 2006. Further reflections on the ontology of money: responses to Lapavitsas and Dodd. *Economy and Society* 35:259–278.
- Ingham, Geoffrey. 2011. *Capitalism*. Cambridge: Polity.

- Innes, A. Mitchell. 1913. What is money? *Banking Law Journal* 30:377–408.
- Innes, A. Mitchell. 1914. The credit theory of money. *Banking Law Journal* 31:151–168.
- Keynes, John Maynard. 1955. *Vom Gelde*. Berlin: Duncker & Humblot. Erstauflage 1930.
- Keynes, John M. 2009. *Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes*, 11. Aufl., Berlin: Duncker und Humblot. Erstauflage 1936.
- Knafo, Samuel. 2007. Political marxism and value theory. *Historical Materialism* 15:75–104.
- Knapp, Georg Friedrich. 1905. *Staatliche Theorie des Geldes*. Leipzig: Duncker & Humblot.
- Koddenbrock, Kai. 2017a. Mehr Kapitalismus wagen! Herrschaft „jenseits der Anarchie“ und die Rolle des Geldes. *Politische Vierteljahresschrift* 58:258–283.
- Koddenbrock, Kai. 2017b. *What money does. An inquiry into the backbone of capitalist political economy*. MPiFG discussion paper 17/9. Köln: Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung.
- Konings, Martijn. 2015. State of speculation: contingency, measure, and the politics of plastic value. *South Atlantic Quarterly* 114:251–282.
- Konings, Martijn. 2018. *Capital and time. For a new critique of neoliberal reason*. Stanford: Stanford University Press.
- Kuhn, Oliver E. 2015. Kredit und Krise. Zum Zusammenhang von Geld, Kredit und Krise. *Leviathan* 43:410–441.
- Laclau, Ernesto. 1990. New reflections on the revolution of our time. In *New reflections on the revolution of our time*, Hrsg. Ernesto Laclau, 3–88. London, New York: Verso.
- Laclau, Ernesto. 1996. *Emancipation(s)*. London: Verso.
- Laclau, Ernesto. 2000. Constructing universality. In *Contingency, hegemony, universality*, Hrsg. Judith Butler, Ernesto Laclau, und Žižek Slavoj, 281–307. London: Verso.
- Laclau, Ernesto. 2004. Glimpsing the future. In *Laclau. A critical reader*, Hrsg. Simon Critchley, Oliver Marchart, 279–328. London, New York: Routledge.
- Laclau, Ernesto. 2005. *On populist reason*. London, New York: Verso.
- Laclau, Ernesto, und Chantal Mouffe. 1985. *Hegemony and socialist strategy: towards a radical democratic politics*. London, New York: Verso.
- Lapavistas, Costas. 2003. *Social foundations of markets, money and credit*. London: Routledge.
- Lapavistas, Costas. 2005. The social relations of money as universal equivalent: a response to Ingham. *Economy and Society* 34:389–403.
- LiPuma, Edward, und Benjamin Lee. 2004. *Financial derivatives and the globalization of risk*. Durham: Duke University Press.
- MacKenzie, Donald. 2011. The credit crisis as a problem in the sociology of knowledge. *American Journal of Sociology* 16:1778–1841.
- Mann, Geoff. 2010. Hobbes' redoubt? Toward a geography of monetary policy. *Progress in Human Geography* 34:601–625.
- Marx, Karl. 1973. *Das Kapital Band 1. Kritik der politischen Ökonomie*. Marx-Engels-Werke, Bd. 23. Berlin: Dietz.
- McLeay, Michael, Amar Radia, und Thomas Ryland. 2014a. Money in the modern economy. *Bank of England Quarterly Bulletin* 54:4–13.
- McLeay, Michael, Amar Radia, und Thomas Ryland. 2014b. Money creation in the modern economy. *Bank of England Quarterly Bulletin* 54:14–27.
- Mehrling, Perry. 2011. *The New Lombard Street: how the fed became the dealer of last resort*. Princeton: Princeton University Press.
- Mehrling, Perry. 2013. The inherent hierarchy of money. In *Social fairness and economics*, Hrsg. Lance Taylor, Armon Rezai, und Thomas Michl, 394–404. New York: Routledge.
- Mehrling, Perry, Zoltan Pozsar, James Sweeney, und Dan Neilson. 2013. Bagehot was a shadow banker: shadow banking, central banking, and the future of global finance. http://econ.as.nyu.edu/docs/IO/26329/Mehrling_10012012.pdf. Zugegriffen: 20. April 2016.
- Menger, Carl. 1892. On the origins of money. *Economic Journal* 2:239–255.
- Menger, Carl. 1970. *Schriften über Geld und Währungspolitik*. Tübingen: Mohr.
- Minsky, Hyman P. 1982a. The financial instability hypothesis: capitalist processes and the behaviour of the economy. In *Financial crisis. Theory, history, policy*, Hrsg. Charles Kindleberger, Jean-Pierre Laffargue, 13–29. Cambridge: Cambridge University Press.
- Minsky, Hyman P. 1982b. *Can „it“ happen again? Essays on instability and finance*. Armonk: Sharpe.
- Mirowski, Philip. 1986. Mathematical formalism and economic explanation. In *The reconstruction of economic theory*, Hrsg. Philip Mirowski, 179–240. Boston: Kluwer.
- Mirowski, Philip. 1991. Postmodernism and the social theory of value. *Journal of Post Keynesian Economics* 13:565–582.
- von Mises, Ludwig. 1924. *Theorie des Geldes und der Umlaufmittel*. München: Duncker & Humblot.

- Muniesa, Fabian. 2014. *The provoked economy. Economic reality and the performative turn*. London: Routledge.
- Murau, Steffen. 2017a. Shadow money and the public money supply: the impact of the 2007–2009 financial crisis on the monetary system. *Review of International Political Economy* 24:802–838.
- Murau, Steffen. 2017b. The political economy of private credit money accommodation. City University of London: doctoral thesis. <http://openaccess.city.ac.uk/19010/1/Murau%2C%20Steffen.pdf>. Zugegriffen: 03. Mai 2018.
- Nesvetailova, Anastasia. 2015. A crisis of the overcrowded future: shadow banking and the political economy of financial innovation. *New Political Economy* 20:431–453.
- Nitzan, Jonathan, und Shimshon Bichler. 2009. *Capital as power. A study of order and creorder*. London: Routledge.
- Piketty, Thomas. 2014. *Capital in the twenty-first century*. Cambridge: Harvard University Press.
- Pozsar, Zoltan. 2014. Shadow banking: the money view. U.S. Treasury, office of financial research, working paper 14-4. http://financialresearch.gov/working-papers/files/OFRwp2014-04_Pozsar_ShadowBankingTheMoneyView.pdf (Erstellt: 02. Juli 2014). Zugegriffen: 29. September 2015.
- Pozsar, Zoltan. 2015. A macro view of shadow banking, shadow banking colloquium (INET) working paper. https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID2558945_code1930453.pdf?abstractid=2558945&mirid=1. Zugegriffen: 28. April 2017.
- Ricks, Morgan. 2011. Regulating money creation after the crisis. *Harvard Business Law Review* 1:75–143.
- Ricks, Morgan. 2016. *The money problem. Rethinking financial regulation*. Chicago: University of Chicago Press.
- Sahr, Aaron. 2017a. *Das Versprechen des Geldes. Eine Praxistheorie des Kredits*. Hamburger: Hamburger Edition.
- Sahr, Aaron. 2017b. *Der wunderbare Geldschalter*. Le Monde Diplomatique. 07. September 2017.
- Schumpeter, Joseph A. 1934. *Theory of economic development: an inquiry into profits, capital, credit, interest and the business cycle*. Cambridge: Harvard University Press.
- Schumpeter, Joseph A. 1986. *History of economic analysis*. London, New York: Routledge. Erstveröffentlichung 1954.
- Sgambati, Stefano. 2015. The significance of money beyond Ingham's sociology of money. *European Journal of Sociology* 56:307–339.
- Simmel, Georg. 2011. *Philosophie des Geldes*. Berlin: Suhrkamp. Erstauflage 1900.
- Singh, Manmohan. 2017. Collateral reuse and balance sheet space, IMF working paper no. 17/113. <https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/wp17113.pdf?abstractid=3053196&mirid=1>. Zugegriffen: 15. Februar 2018.
- Singh, Manmohan, und Peter Stella. 2012. Money and collateral, IMF working paper 12/95. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp1295.pdf>. Zugegriffen: 21. Dezember 2015.
- Smith, Adam. 1974. *Der Wohlstand der Nationen. Eine Untersuchung seiner Natur und seiner Ursachen*. München: Beck. Erstauflage 1776.
- Smithin, John. 2003. *Controversies in monetary economics*. Bodmin: MPG.
- Streeck, Wolfgang. 2013. *Gekaufte Zeit: Die vertagte Krise des demokratischen Kapitalismus*. Berlin: Suhrkamp.
- Swedberg, Richard. 2013. The financial crisis in the US 2008–2009: losing and restoring confidence. *Socio-Economic Review* 11:501–523.
- Weber, Max. 1922. *Wirtschaft und Gesellschaft*. Tübingen: Mohr Siebeck.
- Wray, Randall A. 2004. *State and credit theories of money. The contributions of A. Mitchell Innes*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Wullweber, Joscha. 2010. *Hegemonie, Diskurs und Politische Ökonomie. Das Nanotechnologie-Projekt*. Baden-Baden: Nomos.
- Wullweber, Joscha. 2012. Konturen eines politischen Analyserahmens. Hegemonie, Diskurs und Antagonismus. In *Diskurs und Hegemonie*, Hrsg. Iris Dzdunek, Caren Kunze, und Wullweber Joscha, 29–58. Bielefeld: transcript.
- Wullweber, Joscha. 2017. Leviathan vs. selbstregulierende Märkte? Die globale Finanzkrise und die Governance von Finanzmarktliquidität. *Politische Vierteljahresschrift* 58:98–123.
- Wullweber, Joscha. 2018. Zentralbanken als marktmachende Akteure. Die Global Governance des Finanzsystems, das Schattenbankensystem und unkonventionelle Zentralbankpolitik seit der globalen Finanzkrise. *Zeitschrift für Internationale Beziehungen* 25:33–63.
- Zelizer, Viviana. 1995. *The social meaning of money*. New York: Basic Books.
- Zelizer, Viviana. 2005. Missing monies: comment on Nigel Dodd, 'Reinventing monies in Europe'. *Economy and Society* 34:584–588.