

3. Modernes Kreditgeld und das Problem der Liquidität

Frage: Mit der Krise der Geldmärkte begannen sich die Anleger Sorgen zu machen, wo ihr Geld geblieben ist. Als Banken und andere Finanzinstitute mit staatlichen Mitteln gerettet wurden, hatte Michael Moore einen Film darüber gedreht, daß ihm keiner sagen will, wo dieses Geld "des Steuerzahlers" hingekommen ist: "Capitalism: A Love Story". Seltener wird gefragt, wo das viele Geld her kam. Gar nicht gestellt wird die Frage, was dieses Geld ist. Warum waren die Probleme der Geldmärkte so bedrohlich? Und warum drucken die großen Zentralbanken nicht einfach das fehlende Geld?

Antwort: Um die politökonomische Brisanz der Problems zu verstehen, muß man sich nur einen Aspekt vor Augen halten: Alle Preise werden zwar in Bezug auf die jeweiligen gesetzlichen Zahlungsmittel ausgewiesen – in Dollar oder Euro, Yen oder Pfund. Die allermeisten Zahlungen aber erfolgen, ohne daß eine Einheit des gesetzlichen Zahlungsmittels verwendet wird. Wenn einzelne Euro- oder Dollarscheine tatsächlich verwendet werden, dann findet das eher im Kleingewerbe statt, in Einzelhandel und Gastronomie oder am Rande des wirtschaftlichen Lebens in nicht ganz legalen Geschäftsbetrieben. Der Normalfall ist die Zahlung per Überweisung oder Scheck: Ganz bestimmte Forderungen an Banken, vor allem Einlagen, sind das Geschäftsgeld des Alltags, so wie im XIX. Jahrhundert der Handelswechsel und die Privatbanknote. Solche sehr effiziente Art der Geschäftsabwicklung, der bargeldlose Zahlungsverkehr, setzt aber das Funktionieren eines ganzen Systems von privaten Finanzbeziehungen voraus. Erst an seiner Spitze, im Geldmarkt, wird die Verfügung über das gesetzliche Zahlungsmittel verlangt. Allerdings nicht in Form von Scheinen, sondern auf den Konten der Geschäftsbanken bei der Zentralbank, über die sie ihren Zahlungsverkehr untereinander abwickeln. Dort muß sich zeigen, ob die Kapitalanlagen der Banken tatsächlich erfolgreich waren, d.h. ausreichende Einnahmen und Rückflüsse hervorbringen, so daß eine Bank zahlungsfähig bleibt. Deshalb war der **Geldmarkt** – die Spitze des Eisbergs der bargeldlosen Zahlungssysteme – der Platz, an dem die Entwicklung der Finanzkrise just-in-time zu verfolgen war.

Auch das gesetzliche Zahlungsmittel wird in allen modernen Staaten als Kreditgeld geschaffen. Ein Teil der umlaufenden privaten und/oder staatlichen Wertpapiere wird in den Notenbanken in das gesetzliche Zahlungsmittel umgetauscht. Daraus ergeben sich der Einfluß der Zentralbanken wie seine Grenzen: Modernes Geld ist kein Papiergeld. Drucken allein hilft nicht – denn es muß auch als Geschäftsmittel von den Privateigentümern akzeptiert werden. Die Zentralbanken können nur durch die Kredit- und Kapitalmärkte wirken und sind daher auf die Kooperation mit den Akteuren auf diesen Märkten angewiesen. Deshalb haben die großen Zentralbanken im Verlauf der Krise immer wieder im Konsens mit den Großen der Finanzbranche gehandelt.

Doch der Tausch von Wertpapieren in Zentralbankgeld setzt voraus, daß die Banken über entsprechende Aktiva verfügen. Bei einigen – auch großen – US-Banken war das nicht mehr sicher. Nur direkte staatliche Interventionen – der US-bailout – konnte die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte sichern. Denn die einheimischen wie ausländischen Kapitalanleger waren nicht bereit, mehr zu investieren, um den US-Finanzsektor zu stabilisieren. Sie waren – und sind – aber bereit und in der Lage, die US-Regierung zu finanzieren, damit diese den US-Finanzsektor stabilisiert. Solange dies der Fall ist, wird keine Regierung nach der Notenpresse greifen. Auch wenn die Krise längst über den Finanzsektor hinaus reicht.

3.1. Wie funktioniert "Bezahlen" heute?

Wer einkaufen will, muß bezahlen können, das ist das A und O des Marktgeschehens. Systemtheoretiker haben deshalb eine ganze Theorie der Wirtschaft daraus entwickeln wollen. (Luhmann 1988) Wie aber "Bezahlen" heute funktioniert, das wird kaum diskutiert. Dabei trifft die altväterliche Vorstellung vom Bezahlen an der Kasse mit Schein und Münze und Wechselgeld auch in der etwas konservativen Bundesrepublik nur noch im Einzelhandel zu.⁷⁴ Und selbst dort fährt bei größeren Umsätzen abends der Geldtransporter vorbei, um

⁷⁴ Ein Studie für die Deutsche Bundesbank hat jüngst für die Bundesrepublik erhoben, in welcher Art Sebastian Gerhardt

die Münzen und Scheine auf die Bank zu schaffen. Die allermeisten Zahlungen im Wirtschaftsleben erfolgen hierzulande, ohne das nur eine Einheit des gesetzlichen Zahlungsmittels verwendet wird. Und selbst das ausgegebene Bargeld wird im Falle erfolgreicher Währungen – Dollar, Deutschen Mark, Yen, Euro oder Schweizer Franken – in den meisten Fällen für viele Zwecke benutzt, aber nicht dazu, in der nationalen Zirkulation Waren oder Dienstleistungen zu bezahlen.⁷⁵ Schätzungen der Federal Reserve, der US-Notenbank, besagen, daß sich die Hälfte bis 2/3 des Dollar-Bargeldes im Ausland befindet. (Fed 2005, 88). Wie ist das aber möglich, daß zwar alle Preise in Bezug auf das jeweilige gesetzliche Zahlungsmittel ausgewiesen werden, tatsächlich aber das gesetzliche Zahlungsmittel eher selten verwendet wird?

Es sind die einfachen Beziehungen zwischen Gläubigern und Schuldern, aus denen die etwas komplizierteren Verhältnisse des bargeldlosen Zahlungsverkehrs zusammengesetzt sind.⁷⁶ Nehmen wir als einfaches Beispiel aus dem einheimischen Alltag eine Mietzahlung:

Sparkasse	⇒	Hausbank
Mieter		Vermieter

Zu sehen ist: Die einfache Mietüberweisung ist keine direkte Beziehung zwischen Mieter und Vermieter. Statt eines Geschäftes haben wir vielmehr drei: Mieter/Sparkasse – Sparkasse/Hausbank – Hausbank/Vermieter. Jedes dieser Geschäfte ist für die Abwicklung notwendig und hat seine eigenen Schwierigkeiten.

Beginnen wir mit dem Mieter und seiner Sparkasse. Scheinbar ist mit der Ausbreitung der bargeldlosen Zahlungssysteme der ökonomische Sachzwang ganz zurückgetreten. Tatsächlich jedoch zeigen die gründlichen Prüfungen der Banken schon vor Eröffnung eines Kontos genau die harten Restriktionen, die dem so mühelosen Umgang ohne Bargeld zugrunde liegen. Nicht nur muss sich der Antragsteller auf eine Kontoeröffnung durch gültige Papiere und einen festen Wohnsitz ausweisen, auch einer SchuFa-Auskunft sollte er zustimmen – oder sie gleich mitbringen. All das, ohne dass die Bank einen Kredit gewährt, nur dafür, dass man Geld hinbringt und wieder verwendet: nicht jedem Kunden wird ein Überziehungskredit eingeräumt. Und selbst dann können die Unbilden des Erwerbslebens dazu führen, dass auch die Geduld einer Sparkasse einmal überfordert wird, und sie deshalb eine Kartenzahlung im Supermarkt zurückbucht. Dann wird der säumige Zahler – selbst wenn er seine Schulden beim Supermarkt rasch begleicht – in den nächsten Jahren feststellen können, ein wie langes Gedächtnis Unternehmen haben können. Er kommt bei der Supermarktkette auf eine schwarze Liste und muss künftig erst Bargeld abheben, um bezahlen zu können. Nicht zuletzt in der Ausgrenzung der säumigen Zahler bewähren sich die Systeme, die täglich Millionen von Überweisungen realisieren.

Lange Zeit war der bargeldlose Zahlungsverkehr deshalb selbst in den Zentren der Weltwirtschaft eine Domäne der Bankiers, Großkaufleute und großen Industriellen. Anderen Personen fehlte schlicht die Kreditwürdigkeit, der nachweisbare, feste Wohnsitz und die regelmäßige Einnahmen, um "einfach mit ihrem guten Namen" zahlen zu können. Noch Ende des XIX. Jahrhunderts war der Besitz eines Kontos selbst unter Geschäftsleuten eine

nichtperiodische Zahlungen getätigt wurden, also etwa der Einkauf im Supermarkt, nicht aber Miet- und andere vertraglich gebundene Zahlungen, wie Energie-, Telefon- oder Versicherungskosten. Ergebnis der Studie: etwa 58 Prozent der nichtperiodischen Zahlungen erfolgten in Bar, knapp 26 Prozent per Girocard, 9 Prozent per Überweisung (Bundesbank 2009a, 47).

⁷⁵ Bundesbank(2009b). Vgl. Bundesbank (1995). Ein Vorteil von Bargeldzahlungen ist ihre Anonymität. Die Politik der EZB, die auch eine 500 Euro-Note in Umlauf gegeben hat, führte in diesem Zusammenhang zu einiger Kritik von Kriminalpolizeibeamten: Der gleiche Schwarzgeldbetrag in 100-Dollar-Noten – größere Scheine werden von der FED nicht mehr ausgegeben und sind nur noch als Sammlerstücke in der Zirkulation – wiegt mehr als das Fünffache einer illegalen Koffertransaktion in 500-Euro-Scheinen.

⁷⁶ Das Standardwerk zum Thema mit Länderberichten und Glossar produziert die zuständige Kommission bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich: (BIS 2003a) www.bis.org. Regelmäßig werden auf der Website auch Statistiken über Zahlungssysteme veröffentlicht. In der etwas anderen Terminologie des Dritten Bandes des Kapitals heißt das Thema "Das Umlaufmittel unter dem Kreditsystem" (= 33. Kapitel der Engelsschen Ausgabe).

ausgesprochen seltene Sache. Bis in die sechziger Jahre gehörte die Lohntüte für die abhängig Beschäftigten in der Bundesrepublik zum Alltag. Noch länger war das Bargeld beim Ausgeben des Einkommens üblich. Hier setzten sich bargeldlose Formen – zunächst v.a. Schecks, für regelmäßige Zahlungen Daueraufträge – nur langsam und für größere Beträge durch. Erst die Sparkassenkarten der letzten zwanzig Jahre haben auch hier zu einem Wandel geführt, dessen Ergebnisse die Bundesbank – siehe oben – aufmerksam notiert.

Ganz andere Fragen als dem Nutzer einer Wohnung stellen sich dem Vermieter. Eine Überweisung der Miete bedeutet, dass er anstatt des gesetzlichen Zahlungsmittels eine bloße Vergrößerung seines Guthabens bei seiner Hausbank als Zahlung akzeptiert. Wohl ist damit an die Stelle des Mieters mit seiner prekären Zahlungsfähigkeit eine deutlich solventere Institution getreten. Dennoch ist das Depositem nur eine private Forderung an ein Unternehmen – die Bank.⁷⁷ Die entscheidende Voraussetzung für den bargeldlosen Zahlungsverkehr besteht darin, dass die Gläubiger einer Forderung bereit sind, ihre Einlagen bei einer Bank zu erhöhen. Diese Einlagen sind für sie keine Kapitalanlage, mit der Gewinn gemacht werden soll. Sie werden nur gehalten, um selbst an modernen Zahlungssystemen teilnehmen zu können. Die Vergrößerung der Einlage ist nur temporär – mit den nächsten Auszahlungen oder Überweisungen soll sie sogleich wieder vermindert werden. Die Zahlungsfähigkeit der Bank, ihre **Liquidität**, ist daher das A und O des bargeldlosen Zahlungsverkehrs, der Abwicklung des modernen Geschäftslebens überhaupt. Damit sind wir beim dritten Geschäft angekommen, dem Verhältnis der Banken untereinander.

Sollte zufälliger Weise ein Zahlungsauftrag des Bankkunden auf ein anderes Konto bei derselben Bank lauten, so stellt dieser Auftrag keine besonders hohen Anforderungen: In diesem Falle würde der Abnahme der Sichtverbindlichkeiten an der einen Stelle eine genauso große Zunahme an einer anderen Stelle entsprechen. Dass die Bank in diesem Fall keine zusätzlichen Mittel einsetzen muss, beruht aber auf der Entscheidung des zweiten Kontoinhabers, das ihm zustehende Geld auf dieses Konto einzahlen zu lassen, seine Einlage bei (= seinen Kredit an) diese(r) Bank um diese Summe zu erhöhen. Je größer und zusammenhängender der Geschäftskreis einer Bank, je größer etwa das Filialnetz, desto größer ist auch die Wahrscheinlichkeit für eine solche "Platzüberweisung".

Der Regelfall ist das allerdings nicht. Denn alle Erfahrungen in der Entwicklung des bürgerlichen Geldwesens haben die Unternehmer darin bestärkt, dass sie ihre Finanzen keinesfalls alle einer einzigen Bank ausliefern wollen. Ein solches Monopol auf die Abwicklung des privaten Zahlungsverkehrs wollten sie keinem Privateigentümer gönnen – und auch den Staat nicht mit solcher Macht ausstatten. Das Bankgewerbe ist ein besonderer Erwerbszweig, der zwar staatlich kontrolliert, aber privat betrieben wird. Und das heißt, es gibt verschiedene Banken, die als Unternehmen miteinander konkurrieren, und die Anleger können sich aussuchen, wo sie ihr Geld hinschicken. Jeden Tag gibt es daher Millionen von Transaktionen zwischen verschiedenen Kreditinstituten.⁷⁸ Für gewöhnlich steht einer Vielzahl von Überweisungen von Konten einer Bank auf Konten bei anderen Banken eine eben solche Vielzahl von Überweisungen in der entgegengesetzten Richtung gegenüber. Ob es Kunde Müller oder Meier ist, spielt dabei keine Rolle: Jede Bank muss nach außen für die

⁷⁷ Im 19. Jahrhundert stellte sich die Angelegenheit nicht viel anders dar: Wenn ein Bankier einem Kunden statt harten Geldes nur Banknoten seines Institutes in die Hand drückte, dann hatten die beteiligten Partner nur Schuldforderungen miteinander getauscht. Der Realitätstest stand an, wenn der Bankkunde mit den Banknoten selbst einkaufen gehen wollte: Denn dann suchte er einen Eigentümer, der eine Verbindlichkeit einer privaten Bank als Bezahlung akzeptierte. Eine Banknote ist eine unverzinsliche Verbindlichkeit der Bank, zahlbar sofort an Überbringer. Als unverzinsliche Verbindlichkeit kosten sie die Bank selbstverständlich nichts (vgl. Marx 1894, 467). Aber es ist nicht so, wie Josef Kulischer schreibt: "Dieselben (die Goldschmiednoten des 17. Jh.) waren zu Banknoten im eigentlichen Sinne geworden, die den Bankiers, die sie ausgaben, einen zinslosen Kredit gewährten." (Kulischer 1928-29, 347.) Denn nicht die Banknoten gewähren den Kredit, sondern ihre Halter.

⁷⁸ In den USA wurden von $20 \cdot 10^9$ Schecks im Jahr 2008 nur $4,9 \cdot 10^9$ auf ein Konto bei der gleichen Bank gezogen, von etwa $15 \cdot 10^9$ digitalen Überweisungen gingen ca. $2,8 \cdot 10^9$ auf ein Konto bei der gleichen Bank (vgl. BIS 2008 und Fed 2005, 90). Aus diesem Grund ist es für das Überleben einer Bank nicht ganz ausreichend, dass – volkswirtschaftlich gesehen – solche Überweisungen zunächst nur eine Umverteilung von Depositen zwischen verschiedenen Bankeninstituten bewirken, wie manche Postkeynesianer betonen. Es ist eine falsche Verwendung einer sinnvollen Abstraktion, den konsolidierten Bankensektor als eine Bank zu behandeln.

Überweisungen ihrer Kunden gerade stehen. Hinzu treten die Rückflüsse aus den eigenen Geschäften einer Bank – etwa die Zins- und Tilgungszahlungen der von ihr gewährten Kredite bzw. die Zins- und Tilgungszahlungen, die sie für von ihr aufgenommenen Kredite zu leisten hat, denn die Banken nehmen natürlich selbst am bargeldlosen Zahlungsverkehr teil. Zur Abwicklung all' solcher Transaktionen haben sich Banken in verschiedenen Giro-Netzen organisiert.

Voraussetzung solcher Ökonomisierung des Zahlungsverkehrs ist, dass alle beteiligten Banken für die entstehenden Verpflichtungen im bargeldlosen Zahlungsverkehr unbedingt eintreten.⁷⁹ Ein Geschäft, wo jeder mitspielen kann, ist das daher nicht. Zumal es nicht nur um Überweisungen von Mieten und Gehältern geht: für die verschiedenen Bereiche des Finanzmarktes gibt es spezialisierte Zahlungssysteme, in denen noch ganz andere Summen gehandelt werden, als die etwa 9 Milliarden Euro täglich, die von der Bundesbank in ihrem gemächlichen Elektronischen Massenzahlungssystem abgewickelt werden. Wie im Warenhandel auch gibt es auf den Finanzmärkten den Unterschied zwischen einem Einzelhandelssegment und dem Großhandel. Zur Verdeutlichung der Differenz:⁸⁰ In den USA betrug im Jahr 2008 das Volumen aller Schecks – dem noch dominierenden Mittel im unbaren Kleinzahlungsverkehr – etwa $29,8 \cdot 10^{12}$ Dollar, die etwa zur Hälfte von privaten Clearingstellen, zur anderen Hälfte von der FED abgewickelt wurden. Der Betrag einer Zahlung lag im Durchschnitt bei knapp 1400 Dollar. In den Automatisierten Clearingsystemen – hier betrug der Anteil der Federal Reserve gegenüber den privaten schon 55 Prozent – wurden im gleichen Jahr etwa $30 \cdot 10^{12}$ Dollar übertragen, die durchschnittliche Übertragung je Zahlung belief sich hier auf 2000 Dollar.

Diesen Systemen des finanziellen Einzelhandels steht in den USA zum einen das *Fedwire Funds System* gegenüber, der Marktführer, in dem 9500 Institutionen Zahlungen anweisen und erhalten. Das Volumen der Transaktionen betrug hier etwa $755 \cdot 10^{12}$ Dollar, die durchschnittliche Transaktionsgröße lag etwas über 3,8 Millionen Dollar. Daneben ist auf dem gleichen Feld der private Anbieter CHIPS aktiv, der vor 40 Jahren aus einer Clearingstelle für Großbanken entstand und aktuell von etwa 50 Großbanken getragen wird. CHIPS hatte mit Übertragungen von $509 \cdot 10^{12}$ Dollar im Jahr 2008 einen Marktanteil von etwa 40 Prozent. Für das eigentliche Wertpapier- und Börsengeschäft gibt es eine Reihe spezialisierter Anbieter, die wichtigsten alle organisiert um den privaten Marktführer DTCC. Und im Zentrum der Märkte befinden sich schließlich – juristisch und ökonomisch – die Depotbanken, auf deren Konten der Wertpapierbesitz verzeichnet wird. In den USA sind das zwei: Zum einen die private DTCC, zum anderen das *Fedwire Security System*. Letzteres verzeichnete 2008 gerade mal 25 Millionen Transaktionen – der durchschnittliche Transaktionswert betrug allerdings 16,8 Millionen Dollar. Sie sind sozusagen die Buchhalter für die großen Finanzmarktgeschäfte in den USA. Für das internationale Geschäft sind weitere Instanzen nötig: SWIFT für den Bankenzahlungsverkehr, CLS für die Devisenmärkte und als international agierende Depotbanken *Euroclear* Brüssel (J.P. Morgan) und der ewige Zweite *Clearstream* Luxemburg (Deutsche Börse).

Am Ende all solcher Geschäfte aber steht der Saldo der zu leistenden und empfangenen Zahlungen gegenüber den anderen beteiligten Banken. Dieser Saldo kann nicht mehr durch privates Kreditgeld beglichen werden, sondern bedarf eines Zahlungsmittels, das von allen beteiligten Banken anerkannt wird. Im Rahmen eines Staates oder einer Währungsunion gibt es das schon: Die europäischen Banken etwa müssen täglich wieder beweisen, dass ein Eintrag über 1 Euro auf einem ihrer Einlagekonten tatsächlich einem Euro der EZB entspricht, d.h. jederzeit in eine Einheit des gesetzlichen Zahlungsmittel umgetauscht werden kann. Die Banken müssen nachweisen, daß sie nicht nur Kreditverträge ihrer Kunden akkumuliert, sondern über ihre Kunden am Geldverdienen teilgenommen, daß sie

⁷⁹ Die zaghaften Ansätze Marc Lavoies (2003, FN 27) zur Darstellung eines Bankensystems mit vielen Bankinstituten enden offensichtlich unbefriedigend, da er als Lösung aller Finanzierungsprobleme einfach die gegenseitige Kreditierung verbleibender Salden durch die beteiligten Banken präsentiert: Solange das Vertrauen und die Kreditwürdigkeit aller Beteiligten gesichert ist, gibt es keine Probleme. Wie aber soll eine Bank kreditwürdig sein, die nur durch die Hilfe konkurrierender Bankinstitute zahlungsfähig gehalten wird?

⁸⁰ Alle folgenden Angaben aus dem 2008er Datensatz zum Red Book der BIS (2008). Vgl. auch – mit Datenstand 2003 – Fed (2005, 91-96).

echtes Geschäft kreditiert haben und entsprechende Rückflüsse eingetreten sind. Das ist der Kern der Frage nach der Liquidität.

In der Regel wird die Verrechnung der Zahlungsverkehrssalden über die Konten der Banken bei der Zentralbank abgewickelt.⁸¹ Wenn es sich um einen positiven Saldo handelt, so hat die Bank neue Forderungen an andere erworben und kann sich fragen, was sie mit diesen Forderungen gewinnbringend anfangen kann. Wenn es sich um einen negativen Saldo handelt, also an andere Banken etwas zu zahlen bleibt – dann muss die Bank aus ihren Mitteln den Differenzbetrag begleichen oder bei den Kollegen kurzfristig Kredit aufnehmen: Kredit aufnehmen kostet natürlich Geld. Mit ihren unterschiedlichen Kontoständen begeben sich die Banken auf den Geldmarkt – sozusagen die Spitze des Eisbergs der bargeldlosen Zahlungssysteme, die Stelle, an der sie wieder direkt an die einzig echten Dollars, Euros oder Yen der Zentralbank gebunden sind. Doch wenn hier statt privater Zahlungsverprechen nur noch das gesetzliche Zahlungsmittel akzeptiert wird, ist jede Bank allein auf sich selbst angewiesen. Und wenn unsicher ist, ob die Banken noch zahlen können, bei denen man sein Konto hat, dann droht der Stillstand selbst der elementaren Alltagsgeschäfte.

Exkurs: Die sogenannten Geldmengen

In der öffentlichen Berichterstattung spielen Nachrichten über die sogenannten Geldmengen eine prominente Rolle. M1, M2, M3 - Auskünfte über sie sollen den einen oder anderen Hinweis auf künftige Entwicklungen geben. Grundlage ihrer Prominenz ist die alte Quantitätstheorie des Geldes, die im Monetarismus wieder aufgelegt worden ist: Je mehr Geld im Umlauf, um so höher die Preise. Das Mantra lautet:

$$M \cdot V = H \cdot P$$

was heißen soll: Geldmenge mal Umlaufgeschwindigkeit gleich reales Handelsvolumen mal Preisniveau – wie auch immer die dabei postulierten Größen theoretisch bestimmt oder gar empirisch gemessen werden sollen.⁸² Für gewöhnlich wird dabei für $H \cdot P$ das Bruttoinlandsprodukt angenommen, daß dann unter Betrachtung der Preisveränderungen in eine "reale" Komponente H und eine "Inflationsrate" P zerlegt wird.⁸³ Was aber heißt hier M , die Geldmenge? Die merkwürdigen Mitteilungen, wonach Geld ist, was "Geldfunktionen" erfüllt, helfen nicht wirklich weiter. Durchgesetzt hat sich in den siebziger Jahren der Standpunkt, Anlageformen sortiert nach der Leichtigkeit, mit der sie wieder beendet werden können, als mehr oder weniger "geldnah" aufzuführen. Dabei werden allerdings nur die Anlageformen außerhalb des Bankensystems aufgeführt: Zwar kann auch eine Bank mit ihrem Kassenbestand einfach Computer kaufen gehen, im wesentlichen dienen Kassenbestände und die kurzfristigen Forderungen der Banken aber der Auszahlung an andere im Rahmen von Kreditbeziehungen. Und da es ja um die "reale Wirtschaft" und ihr

⁸¹ Vgl. BIS 2003b. An dieser Stelle setzt die Darstellung von Louis-Philippe Rouchon und Sergio Rossi ein: Sie wollen den Saldenausgleich im Rahmen des postkeynesianischen Dogmas – wonach Bankeinlagen durch die Kreditvergabe der Banken entstehen – erklären (Rouchon/Rossi 2004). Allerdings endet dieser Versuch mit einer Aufgabe der postkeynesianischen Voraussetzungen: Zwar starten sie damit, dass ein Bankinstitut "aus dem Nichts an eine Nicht-Bank Kredit vergibt" (ebenda, 151), doch der von ihnen skizzierte Ausgleich der resultierenden Salden im Interbankenzahlungsverkehr kommt ohne eine Verfügung dieser kreditgebenden Bank über zentralbankfähige Aktiva in Höhe des offenen Saldos nicht zustande (ebenda, 156f). Das ist die im Abschnitt 2.2. erläuterte Position: Um Kredit vergeben zu können, muss eine Bank über entsprechende Mittel verfügen, Mittel, die ihr oder anderen Leuten gehören. Zu den Gepflogenheiten im Interbankenverkehr vgl. neben Stigum/Crecenzi (2007) auch die etwas älteren Arbeiten: Stigum (1988) zur Geschäftsabwicklung, Zahlungsverkehr und Clearing, Stigum (1989) zu Wertpapierpensionsgeschäften.

⁸² Die EZB bezieht sich regelmäßig auf folgende Ableitung der Quantitätsgleichung, die in den Wachstumsraten formuliert ist: $M^* = H^* + P^* - V^*$, mit M^* = Wachstumsrate der Geldmenge, definiert als Änderung der Geldmenge geteilt durch das Ausgangsniveau, bzw. kontinuierlich mit der Ableitung M' nach der Zeit: $M^* = M'/M = d/dt (\ln M)$, für H^* , V^* und P^* entsprechend.

⁸³ Dazu näheres in Kapitel 4. Wenn dann – siehe oben – noch eine Einigung über den Inhalt der Größe M herbeigeführt werden kann, ist V als resultierende Größe aus der Gleichung rechnerisch bestimmbar – nur hat dann die Quantitätsgleichung keinerlei empirischen Inhalt, sondern ist einfach eine Definitionsgleichung für V . Deshalb werden die Statistiker der Zentralbanken nicht müde, die Umlaufgeschwindigkeit mit immer neuen Methoden und besseren Rechnern statistisch zu schätzen.

Preisniveau gehen soll, werden aus den Geldmengen die Kassenbestände und kurzfristigen Anlagen der Kreditinstitute herausgerechnet. Die "Geldmenge M1" ist definiert durch die Summe aus dem Bargeldumlauf (ohne Kassenbestände der Kreditinstitute) und den (täglich kündbaren) Sichteinlagen der inländischen Nichtbanken, der Privatpersonen und nichtfinanziellen Unternehmen. Für die Geldmenge M2 werden die Termingelder inländischer Nichtbanken mit Frist unter vier Jahren, für die M3 noch zusätzlich die Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist hinzugerechnet – auch hier selbstverständlich nur die Spareinlagen der inländischen Nichtbanken. Da auch Geldmarktfonds zur Verwendung im Zahlungsverkehr geeignet sind, z.B. Schecks auf sie gezogen werden können, schließt die FED bestimmte Geldmarktfondanteile in die M2 ein.⁸⁴

Richtig an der Berichterstattung ist einerseits, daß im modernen Kapitalismus (allerdings schon dem des XIX. Jahrhunderts) der Zahlungsverkehr vor allem bargeldloser Zahlungsverkehr ist. Zum anderen zeigt sich an der Definition der Geldmengen, daß Zentralbanker und Ökonomen eine Ahnung davon haben, daß nicht alle Geldvermögensbesitzer gleichzeitig mit dem weltweiten Brutto-Geldvermögen einkaufen gehen können (siehe oben Erich Schneider). Sie betrachten nur einen – kleinen – Teil des Bruttogeldvermögens als relevant für den Umsatz auf den Waren- und Dienstleistungsmärkten.

Falsch allerdings ist die grundlegende Annahme, das moderne Geld sei "Papiergeld", ein bloßes Zeichen, eine erfundene Sache, die – etwa von Hubschraubern abgeworfen (Milton Friedmann) – sich durch allgemeinen Glauben in Funktion erhält und nur durch ihre Menge einen Einfluß auf das Preisniveau – und nur auf das Preisniveau und auf keine andere wirtschaftliche Größe – habe. Der Charakter des privaten Kreditgeldes, seine spezifische Bindung an bestimmte Kreditoperationen wie sein Platz im Finanzsystem werden damit verfehlt. Das zeigt sich schon in einem Begriff von "Geldmengen", in dem das Geld innerhalb des Bankensystems gar nicht erst mitgezählt wird. Solange die Erfahrungen der Bankenkrise der dreißiger Jahre noch lebendig waren – bis Anfang der siebziger Jahre – war es den Ökonomen auch noch klar, daß nicht nur Barauszahlungen und die Mindestreservepolitik der Zentralbanken harte Anforderungen an die Liquidität einer Geschäftsbank stellen, sondern vor allem ihre Zahlungsverpflichtungen im Interbankenverkehr.⁸⁵ In jedem Fall ist die "Geldmenge" – egal welcher Definition – nicht das Ergebnis einer freien Entscheidung der Zentralbank, sondern wesentlich ein Ergebnis der Geschäftstätigkeit im Bankensystem. Schließlich ist die Beschränkung der offiziellen Geldmengendefinition auf die kurzfristigen Anlagen inländischer Nichtbanken angesichts der Weltmarktverflechtungen aller Nationalökonomien kaum als Ausweis besonderen Realismus zu verstehen.

Die statistischen Erhebungen der Zentralbanken allerdings werden keinesfalls allein von ideologischen Moden, sondern stets auch von praktischen Erfahrungen geleitet. Und auf dieser Ebene, wie auch in den Bankbetriebslehren war immer klar, daß Fragen der Liquidität nicht einfach an die Zentralbank wegdelegiert werden können. Tatsächlich haben die Zentralbanken die Berichterstattung über die Finanzsituation der Banken nie eingestellt. Nur daß diese Berichterstattung in den statistischen Anhängen und nicht in den Pressemitteilungen zu Inflations- oder Deflationsspekulationen zu finden sind. Vielleicht wird nach der Erfahrung dieser Krise auch das theoretische Interesse am modernen Geldsystem wieder erwachen.

3.2. Das gesetzliche Zahlungsmittel: Staatliche Aufgabe und bürgerliche Kontrolle

An normalen Tagen pflegten die Beauftragten der Federal Reserve für den New Yorker Geldmarkt gegen 9.30 Uhr auf dem Markt für Tagesgeld auf den Konten der Fed, dem

⁸⁴ Die EZB berücksichtigt Geldmarktfonds nicht in der M2, sondern in der M3.

⁸⁵ Selbst in der aktuellen Krise wird dieser Umstand selten berücksichtigt, eine Ausnahme ist die so knappe wie rationelle Darstellung bei Fehr (2007). Anders als manche Ökonomen heute glauben, lag auch der Ursprung der sogenannten Mindestreservesätze in dem Bemühen staatlicher Aufsichtsstellen, die Liquidität der Banken zu sichern (Zilch, 1987). Das Absehen der traditionellen Keynesianer von diesen Zusammenhängen findet sich etwa bei Duwendag e.a. (1993). Vgl. zum älteren Standpunkt die Bankbetriebslehre Kurzrock (1963).

Federal Funds Market, zu intervenieren, um den Tagesgeldsatz in der Nähe des von der Fed festgelegten Satzes zu halten.⁸⁶ Dieser Zinssatz ergibt sich täglich als Durchschnitt einer Vielzahl von Geschäften mit Zentralbankgeld zwischen großen Finanzinstituten, die Konten bei der Fed halten.⁸⁷ Nur bei einem kleinen Teil dieser Geschäfte – ihren Offenmarktgeschäften – wird die Fed selbst aktiv. Der größte Teil der Geschäfte wird mit allen Konditionen zwischen den Finanzinstituten ausgehandelt. Allerdings wird die Fed tätig, um Einfluß auf diese Geschäfte zu nehmen, um zunächst den Geldmarktzinssatz, und über ihn auch die Kreditzinsen zu beeinflussen. Die dazu noch heute offiziell vertretene Lehre lautet: "Durch das Kaufen und Verkaufen von Staatsschuldpapieren verändert [die Fed] die Menge der im Bankensystem vorhandenen Reserven und beeinflusst so den Zinssatz für Tagesgeld."⁸⁸ Wohl war diese einfache Vorstellung über die Wirkung von Offenmarktgeschäften schon länger und nicht etwa von Outsidern in Frage gestellt worden. (vgl. Meulendyke 1998, 141f) Doch da sich das Vorgehen praktisch zu bewähren schien, bestand zur Abweichung von erfolgreichen Gewohnheiten kein Anlaß.

Am 9. August 2007 allerdings hatte die morgendliche Intervention nicht gereicht: Nach der Mitteilung der BNP Paribas war die *Federal Funds Rate* auf 5,41 Prozent gestiegen, deutlich über der Zielmarke von 5,25. Am nächsten Morgen, am Freitag, den 10. August, stellte die Fed in New York schon um 8.10 Uhr zusätzliche Liquidität bereit, dann nochmals um 10.40 und 13.30 Uhr. Doch statt diese Mittel zum angestrebten Zinssatz den kreditbedürftigen Konkurrenten zur Verfügung zu stellen, verzichteten die Geschäftsbanken auf die Zinsen und bunkerten diese Mittel auf ihren Zentralbankkonten. Während normalerweise nur kleinere Banken solche zinslosen Überschussreserven in einem gewissen Umfang halten, weil sie sich teure Systeme zur kurzfristigen Sicherung ihrer Zahlungsfähigkeit nicht leisten können, waren es am 10. August umgekehrt die großen US-Banken: Die Überschussreserven aller kleineren Banken – einschließlich der Filialen ausländischer Institute – zusammen lagen vor dem August 2007 mit gewissen Schwankungen bei durchschnittlich etwa 1,5 Milliarden, mit dem 10. August steigen sie auf etwa 2,4 Milliarden Dollar. Dagegen hielten alle großen US-Institute zusammen selten mehr als 250 Millionen, maximal 750 Millionen Dollar. Mit 10. August wuchsen diese Reserven auf zusammen 6,9 Milliarden. Da hatte sich etwas geändert. Aber was?

In den USA wird wie in allen modernen Staaten das gesetzliche Zahlungsmittel als Kreditgeld geschaffen. Ein Teil der umlaufenden privaten und/oder staatlichen Wertpapiere wird in den Notenbanken in das gesetzliche Zahlungsmittel umgetauscht. Mit der entsprechenden Tilgung dieser Wertpapiere fließt das gesetzliche Zahlungsmittel wieder zur Notenbank zurück.⁸⁹ Modernes Geld ist ein, allerdings zinsloser Kredit an die Zentralbank, den die Banken, andere Unternehmen und natürliche Personen korrekt als Aktiva verbuchen, als einen Vermögensgegenstand, der ihnen gehört: Barreserve oder Sichteinlage bei der Zentralbank. Umgekehrt in der Bilanz der Zentralbank: Dort macht der Banknotenumlauf den Löwenanteil der Passiva aus. Die Zentralbank erwirbt bei der Ausgabe der Banknoten Wertpapiere, die sie ankauft oder als Sicherheit für einen Kredit "in Pension" nimmt. In einfachster Form – Ankauf der Wertpapiere, Zentralbankzins zu null Prozent, keine weiteren Abschlüsse – sieht eine Ausgabe von neuen Banknoten für die Zentralbank z.B. so aus:

Aktiva Zentralbank	Passiva Zentralbank
Wertpapiere +1000 000	Sichtverbindlichkeiten oder Banknoten +1000 000

⁸⁶ Zum folgenden vgl. die offiziellen Jahresberichte der Markets Group der Federal Reserve Bank of New York, die mit der Durchführung der Offenmarktgeschäfte der US-Zentralbank betraut ist. Die Berichte ab 1995 sind direkt auf der Website zu finden. (Fed 2008, Fed 2009) Die – deutlich anders angelegten – Berichte bis 1994 sind in der Quarterly Review der New Yorker Fed erschienen, die ebenfalls im Netz steht. Zur offiziellen Sicht der Entwicklung der Offenmarktpolitik der Fed bis Ende der Neunziger Jahre vgl. Edwards (1997).

⁸⁷ Zum Federal Funds Market vgl. Stigum/Crecenzi (2007, insbesondere Chap. 9 und 12), sowie Thornton (2007c).

⁸⁸ Vgl. www.newyorkfed.org/markets/openmarket.html, Zugriff 03.09.2010.

⁸⁹ "Law of reflux" nannte das Marx in Anlehnung an die "Banking School" (vgl. Marx 1983, 44 und 72).

Der Ankauf von Wertpapieren durch die Ausgabe neuer Banknoten oder die Bildung von Sichtguthaben der Banken vergrößert die Bilanzsumme der Zentralbank: Forderungen wie Verbindlichkeiten nehmen in unserem Beispiel um 1 000 000 zu. Für die Zentralbank ist das ein gutes Geschäft, erwirbt sie doch zinstragende Papiere, während sie selbst für die neuen Verbindlichkeiten kaum oder keine Zinsen zahlen muß. Anders für die Geschäftsbank. Sie tauscht zinstragende Wertpapiere gegen eine zinslose oder gering verzinsten Anlage: Sichtguthaben bei der Zentralbank oder Banknoten. Banken sind deshalb gar nicht interessiert, viel Geld zu haben – weil das keinen Gewinn bringt. Die Banken müssen nur in dem Maße private, d.h. in ihrer Akzeptanz beschränkte, aber gewinnbringende Wertpapiere gegen Symbole des Nationalkredits eintauschen, wie sie es zur Begleichung ihrer Rechnungen und sonstigen Verpflichtungen an andere brauchen.

Aktiva Geschäftsbank	Passiva Geschäftsbank
ZB-Sichtguthaben oder Banknoten +1000 000 Wertpapiere – 1000 000	unverändert

Bei der Versorgung von Banken mit Liquidität handelt es sich daher also nicht darum, woher diese ihre Geschäftsmittel erhalten: An ihren Passiva ändert sich nichts.⁹⁰ Die Zentralbank ist nicht, wie es gerne heißt, "Lender of last resort" – der Kreditgeber in letzter Instanz. Über die Kreditgeber in letzter Instanz informiert vielmehr die gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung – siehe oben. Sondern es handelt sich darum, welche Struktur die Aktiva der Banken aufweisen und wie hoch die Kosten der Beschaffung des nötigen Zentralbankgeldes ausfallen.

Seitdem über diese Frage der Zugang zum dominierenden, ja gesetzlichen Zahlungsmittel geregelt wird, hat sie im Zentrum ökonomischer und politischer Konflikte gestanden. Das Ergebnis ist ein – in nationalen Farben gestalteter – historischer Kompromiss. **Einerseits** steht die Ausgabe des gesetzlichen Zahlungsmittels heute unter der Kontrolle einer staatlichen Institution. Denn nicht alles Kapital ist Finanzkapital – und die alleinige Kontrolle über das gesetzliche Zahlungsmittel gönnt kein Kapital einem Konkurrenten, schon gar nicht die Industrie den Banken. So groß das Misstrauen gegenüber dem Staat ist – die Erfahrungen mit privaten Notenbanken waren nicht wirklich besser. Um aber sicherzustellen, dass die Zentralbanken ihre Sonderstellung nicht etwa für die Einschränkung des privaten Geschäftslebens ausnutzen, werden sie streng kontrolliert. Die Zentralbank darf den Geschäftsbanken keinesfalls durch Unterbietung ihrer Zinskonditionen gewinnverheißende Kreditgeschäfte mit privaten Unternehmen abjagen. Im Bereich der finanziellen Dienstleistungen (Zahlungsverkehrssysteme) wird ihre Gebührenpolitik überwacht. Und schließlich muß die Zentralbank ihren Gewinn zu großen Teilen an das Finanzministerium abführen. Deshalb sehen Kapitalisten, vor allem Geldkapitalisten, den Zentralbankgewinn praktisch als Ergebnis einer Steuer an, die ihnen für die Benutzung des gesetzlichen Zahlungsmittels abgeknöpft wird.

Andererseits ist das gesetzliche Zahlungsmittel der bürgerlichen Gesellschaft ein Wertpapier wie andere auch und untersteht dem Urteil der Kreditmärkte, d.h. der besitzenden Klasse: Die Preise, die von der Zentralbank für private oder staatliche Wertpapiere gezahlt werden oder die sie beim Verkauf von Wertpapieren erzielen kann, sind Marktpreise. Zwar kann die Zentralbank festlegen, zu welchen Konditionen solche Käufe erfolgen sollen. Sie entscheidet über die Art der Wertpapiere, die sie erwirbt. Sie kann den Umfang ihrer Geschäfte beschränken oder erweitern. Sie kann Banken dazu zwingen, Mindestreserven bei der Zentralbank zu halten, d.h. einen Teil ihrer Mittel auf kaum oder unverzinsten Konten der Zentralbank zu halten. Und sie setzt die **Leitzinsen** fest, früher etwa die Abzüge vom Marktpreis beim Erwerb von Wertpapieren, etwa den Diskontsatz für

⁹⁰ Im Falle eines Wertpapierpensionsgeschäftes ist der Vorgang etwas komplizierter, da hier die Wertpapiere von der Zentralbank z.B. erworben werden, die Banken aber zugleich eine Verpflichtung zum Rückkauf eingehen. Zu den bilanziellen Eigenheiten dieser Geschäfte siehe Stigum (1989). Von besonderem Interesse sind diese Komplikationen im Falle der EZB – siehe Kapitel 6.3.

Wechsel. Aber auch solche Abzüge setzen den Marktpreis der Wertpapiere voraus. Daniel L. Thornton warf schon vor einiger Zeit die Frage auf, inwieweit die Leitzinsentscheidung der Fed überhaupt als exogene Variable gelten kann, und inwieweit sie der Marktentwicklung nur folgt: "Die entscheidende Frage ist: Wann hat die Fed die Märkte bewegt – und wann die Märkte die Fed?" (Thornton 2000, 22) Einen Zugang zur Lösung gewinnen wir allerdings erst, wenn wir die anonyme Redeweise über "die Märkte" aufgeben, und uns jenen zuwenden, deren Verhalten die Finanzmärkte erst konstituiert: Den Geldvermögensbesitzern, den Eigentümern. Schließlich heben die Entscheidungen der Fed die Selbständigkeit ihrer Geschäftspartner nicht auf. In welchem Umfang zu ihren Bedingungen Geschäfte gemacht werden, das entscheiden weitestgehend die Geschäftsbanken. Selbst die Mindestreservepflicht läßt sich durch eine entsprechende Gestaltung der Bankverbindlichkeiten (sweep accounts) in großem Umfang umgehen. Eigentümer sind immer sehr empfindlich, wenn es um eine Einschränkung ihrer wichtigsten Freiheit geht, darum, mit ihrem Eigentum nach ihrem Gutdünken wirtschaften zu können.

Um diese Freiheit des Eigentums zu sichern, unterliegt der Einfluss der Regierungen auf die Zentralbanken strengen Einschränkungen: In den entwickelten kapitalistischen Ländern ist die direkte Verschuldung des Staates bei der Zentralbank weitgehend oder vollständig verboten. Erst nachdem die Staaten Privatleute gefunden haben, die ihnen Kredit geben, kann ein (kleiner) Teil dieser Privatleute die Schuldscheine des Staates wieder in Zentralbankgeld verwandeln. Und nur im äußersten Notfall, wenn es um Sein oder Nichtsein geht, verzichtet das Kapital auf diese Beschränkung. Dann hängt alles am staatlichen Erfolg. Wenn der Erfolg ausbleibt, steht eine massive Geldentwertung an: So im Deutschen Reich von 1914 bis 1923 und wieder von 1933 bis 1945. Die Erfahrungen waren nicht gut. Weder der Staat noch die wirtschaftlichen Folgen ließen sich am Ende noch kontrollieren. In beiden Fällen musste eine äußere Autorität helfen, um die bürgerliche Ordnung in Deutschland zu retten: die USA, 1924 mit dem Dawes-Plan und 1948 mit der Währungsreform. In den USA selbst waren mildere Mittel, vor allem die Beschränkung der langfristigen Zinssätze, zur sicheren Finanzierung zweier Weltkriege ausreichend gewesen. Und mit dem "Treasury-Fed-Accord" vom März 1951 gelang den zuständigen Stellen nicht nur die Beendigung eines heftigen Konfliktes zwischen dem Finanzministerium und der Fed über die Staatsverschuldung, sondern auch die – schrittweise – Rückkehr zur freien Preisbildung an den Märkten für öffentliche Wertpapiere. Kein Wunder, daß dies in der Rückschau von manchen Liberalen als die "Geburt der modernen Fed" gefeiert worden ist.⁹¹ Sie sehen darin die Durchsetzung der Unabhängigkeit der US-Zentralbank. (Hetzl/Leach 2001b, 63). Dabei hatte noch in den sechziger Jahren einer der am Konflikt entscheidend Beteiligten, der seinerzeitige Chef der New Yorker Fed Allan Sproul in seinem Rückblick entschieden gegen eine "falsche Unabhängigkeit" der Fed von der allgemeinen Wirtschaftspolitik der US-Regierung polemisiert. (Sproul 1964) So ändern sich die Sprachregelungen. Tatsächlich geht es nicht um die Unabhängigkeit der Zentralbank, sondern um die Entscheidungsfreiheit der privaten Gläubiger des Staates, um ihre Unabhängigkeit. Heute gelten in den USA mehrere Vorkehrungen, die ihre Kontrolle über das Finanzgebaren von Regierung und Zentralbank sichern sollen. So darf die FED maximal 35 Prozent einer Ausgabe eines Staatsschuldpapieres erwerben. Und bei Verlängerung der Bilanz, d.h. der Ausgabe zusätzlicher *Greenbacks*, ist sie auf den Sekundärmarkt beschränkt. Nur beim Auslaufen von *Treasuries* ist es ihr gestattet, die Tilgung auch direkt bei Auktionen des US-Finanzministeriums in neue Papiere gleichen Volumens zu investieren. Schließlich macht, wie angemerkt, der Umfang der Offenmarktgeschäfte in der Regel nur einen sehr geringen Teil der Umsätze in Federal Funds aus. Wie lang der Hebel ist, an dem die Zentralbanken sitzen, darüber entscheiden sie nicht allein.

Trotzdem zeigt ein Blick in die Geschichte, daß in den USA in der Regel der Tagesgeldsatz (die Federal Funds Rate, FFR) und die Zielmarke der Fed recht nah beieinander lagen. Und auch der Zinssatz für die Benchmark der Kreditmärkte, dem 3-Monats-Schatzwechsel der

⁹¹ Die Federal Reserve Bank of Richmond widmete dem 50. Jahrestag 2001 eigens eine Ausgabe ihres Economic Quarterly. Darin findet sich nicht eine ausführliche, wenn auch nicht unparteiische Darstellung des Vorgangs (Hetzl/Leach, 2001a).

US-Finanzministeriums, und die FFR lagen immer nahe beieinander.[Grafik 3.2.1] Eine so enge Korrelation ist sicher kein Zufall. Aus diesen gleichlaufenden Entwicklung wird gern auf die beherrschende Rolle der US-Zentralbank auf den Kreditmärkten geschlossen. Zum einen soll die Zentralbank über Eingriffe in das Verhältnis von Angebot und Nachfrage nach Zentralbankgeld die Tagesgeldsätze in der Nähe des politisch festgesetzten Zinsniveaus halten, zum anderen seien die Zinssätze längerer Laufzeiten nichts als die hochgerechnete Erwartung des Marktes über die Entwicklung der kurzfristigen Zinsen. Den ersten, so postulierten Zusammenhang nannte Milton Friedman den "Liquiditätseffekt" und er ist die Basis für das oben zitierte offizielle Weltbild der Offenmarktpolitik der Fed und anderer Zentralbanken.

Ein Problem besteht nur darin, daß die empirischen Belege für die Existenz der beiden postulierten Zusammenhänge fehlen. Jahrelange Suche nach einem nachweisbaren "Liquiditätseffekt" hat das Wissen über die Geldmärkte zweifellos vergrößert. Der Effekt allerdings, der so schön in das marktwirtschaftliche Weltbild passen würde, blieb auf der Strecke. In ausführlichen Analysen verweisen gut bürgerliche Ökonomen, ja selbst Zentralbanker die Geschichte von der Regulierung des Geldmarktsatzes durch Offen-Markt-Geschäfte ins Reich der Fabel: Zwar hätten solche Geschäfte einen gewissen Einfluß auf die Bewegung der Geldmarktsätze um das jeweils festgesetzte Niveau. Aber die Änderungen der Leitzinsen haben nichts mit einem veränderten Gleichgewicht von Angebot und Nachfrage nach Zentralbankgeld zu tun. Weder führte eine Erhöhung der Leitzinsen zu einer verminderten Nachfrage nach dem verteuerten Zentralbankgeld, noch eine Verminderung der Leitzinsen zu größerer Nachfrage: es gibt keinen "Liquiditätseffekt". Vielmehr ist der Bedarf der Banken nach Zentralbankgeld zinsunelastisch und folgt vor allem der Entwicklung ihrer Mindestreservepflichten und den Notwendigkeiten des Interbankenzahlungsverkehrs.⁹² Ähnlich sieht es mit den Vorstellungen über den Einfluß der Tagesgeldsätze auf die Zinsen der längerfristigen Kredite aus: Entgegen der akzeptierten Theorie sind mehrfach die Zinsen längerer Laufzeit gesunken, während die kurzfristigen Zinsen gestiegen sind – und umgekehrt.(Thornton 2007b)

Womit läßt sich aber dann die Nähe zwischen der Benchmark, dem 3-Monatsschatzwechsel, dem Leitzins und den Tagesgeldzinsen erklären? Die Lösung fällt nicht schwer, wenn nur erst die Vorurteile über den rein politischen Charakter der Staatsschuld (vgl. Abschnitt 2.3.) aufgegeben sind: Die Fed folgt, wenn auch nicht automatisch, den Entwicklungen der Preise auf den Märkten für kurzfristige Staatspapiere.⁹³ Die privaten Eigentümer bestimmen den Trend. Ein geradezu klassischer Beispiel dafür war die Zinsentwicklung seit dem Ende des New Economy Booms: Noch bevor die Fed am 3. Januar 2001 sich entschloß, den Leitzins zu senken (von 6,5 auf 6 Prozent), hatten die Zinsen für Staatspapiere schon deutlich nachgegeben, da Investoren in die sichere Alternative umstiegen und dafür auch höhere Preise zu zahlen bereit waren.[Grafik 3.2.2] Die führende Rolle der T-Bill-Rate ist auch bei den Rückgängen nach dem 11.September 2001, im Spätherbst 2002 und schließlich im Frühsommer 2003 zu erkennen. Als jedoch die Konjunktur sich belebte und damit ertragreichere Investitionsalternativen lockten, gaben die Preise für Staatspapiere nach, d.h. die Zinsen stiegen und zogen ab Frühsommer 2004 die Zentralbank wiederum hinter

⁹² Zur Analyse der Offenmarktpolitik der Fed und ihrer Beziehung zu den Tagesgeldsätzen vgl. die Analysen von Thornton (2001, 2006, 2007c, 2010), der ausführlich auf die vergeblichen Versuche zur Identifizierung des Liquiditätseffektes durch Hamilton (1997) und Carpenter/Demiralp (2004) eingeht. Warum Keister u.a. (2008, 45) ausgerechnet Thornton (2006) in einem Atemzug mit den von ihm kritisierten Arbeiten als "empirischen Beleg für den Liquiditätseffekt" anführen, erschließt sich dem unbefangenen Leser nicht ohne weiteres. Aber offenbar ist die Vorstellung der meisten Ökonomen so durch die Anschauung von Angebots- und Nachfragekurven geprägt, daß sie die Welt gar nicht mehr anders wahrnehmen können. Auch die postkeynesianische Theorie ist von dieser Vorprägung nicht frei: So spekuliert auch Marc Lavoie (2010) im Anschluß an Keister/Ennis (2008) allen Ernstes über die Gestalt und Verschiebung der vermeintlichen Angebots- und Nachfragekurven für Bankguthaben bei der Zentralbank. Dagegen diskutieren Friedman/Kuttner (2010) unvoreingenommener, wie verschiedene Zentralbanken ihren Einfluß auf die kurzfristigen Zinssätze geltend machen. Und auch sie können den Liquiditätseffekt nicht rehabilitieren.

⁹³ Ausführlich zur Beziehung zwischen der Federal Funds Rate und den Zinssätzen für US-Staatspapiere vgl. Sarno/Thornton (2002) und Thornton (2002, 2007b, 2009b). Diese Ergebnisse könnten auch die Funde erläutern, die Galbraith e.a. (2007) bei der Untersuchung der Zinspolitik der Fed gemacht haben: Indem die Fed den Finanzmärkten folgt, übernimmt sie die Angst der Investoren vor zu geringer Arbeitslosigkeit und bestimmten wirtschaftspolitischen Entscheidungen.

sich her – bis zum Frühjahr 2006.[Grafik 3.2.3.] Dann aber hatten sich die ersten offenen Zweifel an der Tragfähigkeit des laufenden Booms herumgesprochen. Investoren begannen, sich wieder abzusichern. Der Zinsanstieg der T-Bill verlangsamte sich und kam bei 5 Prozent zum Halt – obwohl die Fed auf dem Tagesgeldmarkt noch eine Erhöhung auf 5,25 Prozent arrangierte. Wer aber am längeren Hebel saß, daß zeigte der Fall der T-Bill-Rate ab März 2007. Aus dem Rückzug in sicheren Staatspapieren wurde im August eine Flucht, der Fed kaum folgen konnte.

Tatsächlich setzt die Fed nicht das Zinsniveau fest, sondern sie versucht, die Schwankungen auf den Märkten für Tagesgeld zu dämpfen und Veränderungen des Zinsniveaus zu glätten. Dazu muß sie, eher früher als später, der Benchmark folgen. Auch für die Fed gilt, was vor Jahren Gudrun Narr-Lindner in ihrer Untersuchung der Bundesbankpolitik in einem erhellenden Vergleich festgehalten hat: "Die Bundesbank stellt so etwas wie eine konstitutionelle Monarchie dar. Der König regiert zwar, aber er herrscht nicht. Letzteres besorgen zu einem guten Teil die Banken, die im Verbund Bundesbank-Maßnahmen stoppen und umgehen können bzw. ihrerseits auf die Politik der Bundesbank als Bank massiv Einfluß nehmen."(Narr-Linder 1984, 25)

Wie andere konstitutionelle Monarchien haben auch Zentralbanken eine Außenpolitik, die – wie andere Formen der Außenpolitik auch – für andere um so wichtiger ist, je größer und mächtiger ein Land, für das Land selbst aber um so wichtiger wird, je kleiner das Land ist. Im Zuge der Internationalisierung der Kapitalmärkte finden sich unter den Aktiva der Zentralbanken auch Wertpapiere ausländischer Schuldner und unter den Passiva auch Forderungen ausländischer Schuldner.⁹⁴ Außer dem Wechselkursrisiko ergeben sich damit kaum wesentliche Änderungen. Nur dann, wenn das Wechselkursrisiko den Gläubigern zu groß ist und sie echte Werte haben wollen, gibt es Probleme, da man alle ohnehin nicht in Gold auszahlen kann. Dann gab es z.B. Diskussionen, international zirkulierende US-Dollar zurückfließen zu lassen, um dafür Gold zu erhalten. Der französischen Regierung ist dies sogar einmal geglückt. Am Ende wollte die Regierung Nixon im Jahr 1971 aber statt ihres guten Rufes lieber das teure Edelmetall behalten und beerdigte das Währungssystem von Bretton Woods. Aber auch mehr als dreißig Jahre nach der offiziellen "Demonetarisierung des Goldes" auf dem IWF-Gipfel von Jamaika 1978 wird die nationale Goldreserve immer noch als sehr reale, wenn auch nicht gewinnbringende Anlageform angesehen.⁹⁵ Heute bestehen über 10 Prozent der Aktiva der EZB in Gold und Goldforderungen. In der Bilanz der FED sieht das anders aus – aber nur weil sie darauf besteht, ihren "Gold Stock" mit einem längst obsoleten Preis von 42 Sonderziehungsrechten je Unze zu bewerten: eine gewaltige "stille Reserve" und ein Hinweis auf die Macht eines Staates, der sich zu seinen anderen kostspieligen Unternehmungen noch den Luxus einer so großen, gar nicht gewinnbringenden Anlage leistet.

An der hier und im Abschnitt 2.3. geschilderten, wohl ausbalancierten Arbeitsteilung zwischen staatlichen und privaten Institutionen im modernen Kreditsystem läßt sich die Pffichtigkeit eines Vorschlages prüfen, den einige Kolleginnen und Kollegen in die Programmdebatte der deutschen Linkspartei eingebracht haben: die Verstaatlichung des Bankwesens. Nicht das Kapital, nur seine vermeintlich unnötigen Vermittler sollen unter staatliche Kontrolle gestellt werden. Man spekuliert auf die Gegensätze zwischen Gläubigern und Schuldner. Praktisch würde eine Verstaatlichung der Banken aber bedeuten, daß dem Kapital die Institutionen zur Organisation des Nationalkredits und zur Kontrolle der Staatsverschuldung entzogen würden. In so einer Frage läßt sich das Kapital auch mit Sirenengesängen nicht irreführen. Seine Vertreter bestehen darauf, daß der moderne Staat ihr Staat bleibt. Die einzigen, die mit einem solchen verbalradikalen Vorschlag getäuscht werden, sind jene, die ihn vorbringen: Sie täuschen sich selbst über

⁹⁴ Zu den entsprechenden Vorgängen auf den internationalen Kredit- und Devisenmärkten, zu Euro-Dollars und anderen Besonderheiten siehe Kapitel 6. Dort wird auch aufgeklärt, warum in aller Welt mit Dollars gehandelt wird, trotzdem aber die Milliarden Euro-Dollar das US-Finanzsystem nicht verlassen.

⁹⁵ Ändern wird sich das wohl erst, wenn die Kommunisten "dereinst im Weltmaßstab gesiegt haben" werden. Dann werden vielleicht "in den Straßen einiger der größten Städte der Welt öffentliche Bedürfnisanstalten aus Gold" errichtet werden, als "beste anschaulich-belehrende Verwendung" eines Metalls, für das Millionen Menschen umgebracht worden sind.(Lenin 1921, 94f)

den Charakter der Staatsgewalt, der sie unterworfen sind.

Die Parteileitung in Gestalt der Fraktion der LINKEN im Deutschen Bundestag ist da etwas vorsichtiger. Deshalb hat der zuständige Arbeitskreis II der Linksfraktion ein noch bessere Idee entwickelt, um streng verfassungskonform die deutschen Großbanken abwickeln zu können. Sie verwandeln sich dazu in glühende Anhänger der reinen Marktwirtschaft, die nur Marktpreise für die unverfälschte wirtschaftliche Wahrheit halten, und erklären: "Wo derzeit keine Marktpreise zu ermitteln sind, müssen die 'Schrottpapiere' zum Preis von 0 bewertet werden." (Troost e.a. 2010, 10) Nach diesem kalkulatorischen Trick sollen die kalkulatorisch insolventen Banken unter staatlicher Regie in ein streng kontrolliertes Finanzwesen eingebaut werden, das nur dem Zahlungsverkehr und der Vermittlung von Sparen und Investieren dient. Nur eine Schwierigkeit sehen die Damen und Herren noch. Es könnte sein, daß selbst nach ihrem Bilanzierungstrick die Deutsche Bank noch nicht einmal kalkulatorisch insolvent ist. Dann soll sie irgendwie bankenrechtlich zurecht reguliert wird. Oh Sancta Simplicitas! So sehr die deutsche parlamentarische Linken an die Macht des Staates glaubt, von der Macht des Kapitals will sie nichts wissen. Sie kämpft lieber gegen einen Gegner, der schon Pleite ist. Und wenn er doch nicht Pleite ist, kämpft sie lieber nicht.

3.3. Mehr als Collateral Damage

Bis Anfang August 2007 zeigte die Bilanz der FED eine ebenso gleichförmige Gestalt wie Zinskurven für Tagesgeld.[Grafik 3.3.1./3.3.2] Doch die kurzfristigen Interventionen Mitte des Monats blieben keine Episode. Während der Chef der EZB Jean Claude Trichet seinen US-amerikanischen Kollegen die Solidarität verweigerte, indem er öffentlich nur von einer "Neubewertung der Preisfindung von Risiken" sprach, versuchte die FED bald nicht mehr, ihre Zinspolitik fortzusetzen. Sie verminderte zunächst über die kurzfristige Bereitstellung von Dollar (*Primary Credit Facility, Repos*) den Druck auf dem Geldmarkt. Ab 17. September folgte sie den Wertpapiermärkten für Staatspapiere und begann, die Federal Funds Rate schrittweise zu senken. Doch die Probleme auf dem Interbankenmarkt hielten an. Der Umfang der Überschussreserven nahm ab, ging aber nicht auf das Vorkrisenniveau zurück.

Es handelte sich nicht allein um eine Vertrauensfrage. Die SPV des Hypothekengeschäftes waren auf dem Kapitalmarkt mit einer weitgehenden Verweigerung ihrer bisherigen Kreditgeber konfrontiert –was sich im Rückgang des Kreditvolumens [Grafik 2.5.1.] und im massiven Anstieg ihrer Risikoaufschläge (Spread) gegenüber Tagesgeld (Gerhardt 2008b) und – vor allem! – den 3-Monatsschatzwechslern niederschlug.[Grafik 3.3.3] Da in der Krise der Tagesgeldsatz klar über den Benchmark lag, unterschätzt der Spread gegenüber dem Tagesgeldsatz den Risikoaufschlag, den Emittenten von CP zu zahlen hatten, deutlich.⁹⁶ Zwar versuchten die Banken, durch verstärkte Emission eigener CP den Rückgang abzufangen und selbst das Geschäft zu übernehmen. Damit holten sie jedoch – Schritt für Schritt – die Belastungen nunmehr offen in die eigenen Bilanzen. Auch ihre Finanzierungskosten erhöhten sich. Im Rückblick heißt es: "Die Bilanzen der Finanzinstitute standen unter extremem Stress. Darin widerspiegelten sich ihre präzedenzlos hohen Bestände an strukturierten Wertpapieren, die auf Hypotheken am Rande des Ruins basierten. Als viele dieser zuvor außerhalb der Bilanz gehaltenen und unter hohem Fremdkapitaleinsatz eingerichteten Geschäfte in die Bilanzen der Banken zurückgegliedert wurden, intensivierte sich der Druck."(Fed 2009a, 1)

Anders wirkten sich die mitsamt den Risiken verkauften ABS in den Bilanzen der Finanzinstitute aus, die sie erworben hatten. Hatten zuvor steigende Vermögenspreise als Sicherheit für wachsende Fremdkapitalaufnahme gedient, so vergrößerte nun jede Herabstufung eines Wertpapiers und jedes Sinken seines Kurswertes den Umfang der Vermögenswerte, die als Sicherheit (Collateral) gegen bereits aufgenommene Kredite nachzuweisen waren: Hier wirkte wieder ein Fremdkapitalhebel – nur in der anderen Richtung. Immer mehr Aktiva der Banken waren damit gebunden – sei es als Sicherheit, sei

⁹⁶ Insofern ist meine damalige Argumentation im Ostblog (Gerhardt, 2008b) zu korrigieren. Ähnliches gilt auch für Kacperczyk/Schnabl (2010). Eine frühere Analyse hatte schon einmal den Spread zwischen Commercial Paper Rates und der T-Bill analysiert (Friedman/Kuttner 1994) – für die aktuelle Krise habe ich eine solche Analyse bisher nicht gefunden.

es als Liquiditätsreserve.

Da die Dollars auf den Fed-Konten nicht verzinst wurden, war die Haltung größerer Reserven kein gutes Geschäft, sondern mußte auf die Dauer eine Kraftprobe werden. Sehr viel schneller aber hatten all jene ein Problem, die wie *Fannie Mae* und *Freddie Mac* sowie die großen und kleinen Investmentbanken keinen direkten Zugang zur Notenbankliquidität hatten. Die Fed reagierte mit einer Eröffnung neuer Zugänge zu den einzig echten Dollars. In den USA konnten mehr Wertpapiere mit geringeren Abschlägen in gesetzliche Zahlungsmittel umgewandelt werden: Im 3. und 4. Quartal 2007 nahm nicht nur der Umfang von temporären Wertpapiererwerbungen gegenüber dem schlichten unbedingten Kauf zu, auch die Struktur der dabei hinterlegten Sicherheiten änderte sich. Waren es zuvor mit einem Anteil 66 bis 87 Prozent auch hier vor allem *US-Treasuries* gewesen, so sank dieser Anteil zunächst auf 48 Prozent (3. Quartal), im 4. Quartal gar auf 32 Prozent. Dafür nahmen Umfang und Anteil der eingereichten Hypothekenpapiere massiv zu (Fed 2008, 21). Ende Dezember schuf die *Term Auction Facility* auch kleineren Banken außerhalb des erlesenen Kreises der *Primary Dealers* einen völlig neuen, breiteren Zugang zur Zentralbankliquidität. So konnte die Liquiditätskrise nicht behoben, aber eingedämmt werden. Um die internationalen Kreditbeziehungen nicht durch kurzfristige Liquiditätsklemmen zu gefährden, richtete sie für ausländische Zentralbanken besondere Swap-Linien ein. Im Gegenzug zu all diesen Maßnahmen begann die Fed, ihre Bestände an dauerhaft gehaltenen US-Staatspapieren zu verringern. Im Ergebnis hielt sie ihre Bilanzsumme fast ungeändert.

Die allgemeine Konjunktur stagnierte seit Ende 2007, aber ging noch nicht zurück. Die Korrekturen im Finanzsektor wurden fortgesetzt – mit ungewissem Ausgang: Angesichts des steigenden Ausfallrisikos hielten die hohen Risikoaufschläge im Interbankenhandel und bei der kurzfristigen Finanzierung an. Die weitere rasche Senkung der Federal Funds Target Rate (FFTR) änderte daran nichts. Sie folgte nur der Flucht in die Qualität: die T-Bill-Rate war immer voraus.[vgl. Grafik 3.2.3] Zwar versuchte die Fed noch, einen Leitzins von 2 Prozent zu halten. Doch Ende März 2008 lag die T-Bill schon bei 0,62 Prozent.

Denn im März 2008 musste *Bear Stearns* von der Geschäftsbank *JP Morgan* übernommen werden – bei Rückdeckung durch die Fed, die einen Teil der Aktiva in ihre Bilanz übernahm. Zugleich eröffnete die Fed neue, direkt für die Bedürfnisse der Investmentbanken zugeschnittene Liquiditätszugänge. Doch alle diese Zugänge setzten voraus, dass die Banken noch über entsprechende Aktiva verfügten, die sie zur Beschaffung von Zentralbankgeld einsetzen konnten. Angesichts der weiter fallenden Immobilienpreise musste dies fraglich bleiben. Zwar verließen durchaus nicht alle Familien ihre Häuser, wenn der erzielbare Hauspreis unter den Wert der Hypothek rutschte, sie *under water* gerieten. Denn sie brauchen ihre Häuser nicht nur als Vermögensanlage, sondern vor allem als Wohnung. Aber als im Sommer zunehmende Zweifel an der Fähigkeit von *Fannie Mae* und *Freddie Mac* geäußert wurden, die in ihren Hypothekenbestände entstehenden Verluste zu tragen, warf dies ein scharfes Licht auf den Zustand des Gesamtmarktes und des auf ihn gestützten Kreditüberbaus. Erste Bekräftigungen der öffentlichen Garantien reichten nicht, um die Befürchtungen der Gläubiger, gerade auch der ausländischen Gläubiger beider Unternehmen, zu zerstreuen.

Und auf diese Gläubiger, z.B. China, waren die USA gerade in der Krise angewiesen. Zwar schränkten die privaten Haushalte in den USA schon kurz nach Beginn der Finanzkrise, ab dem dritten Quartal 2007, ihre Ausgaben soweit ein, dass sie zur Kreditquelle für andere Sektoren werden konnten. Doch das seit 1983 bestehende Muster einer zunehmenden Verschuldung im Ausland wurde nicht durchbrochen, wenn auch der negative Finanzierungssaldo sich vermindert hat. Fast die Hälfte der US-Staatsverschuldung wird heute von ausländischen Eigentümern gehalten.[Grafik 3.3.4.] Gerade die ausländischen Gläubiger aber begannen, ihre Anlage umzuschichten: Der Wechsel zu sicheren Anlagefeldern erfaßte nun auch den Bereich der längerfristigen Finanzierungen.⁹⁷

Um zu garantieren, daß auch die Anlagen von *Fannie Mae* und *Freddie Mac* weiterhin als solche sicheren Anlagen galten, mußte die informelle Garantie der US-Regierung Anfang September 2008 formell eingelöst werden. Beide Unternehmen wurden unter staatliche

⁹⁷ Vgl. Homepage des Treasury International Capital System: <http://www.ustreas.gov/tic/>

Kontrolle gestellt. Ziel war es, das Problem auf dem Immobilienmarkt einzudämmen. Tatsächlich aber verschärfte sich die Situation auf den Finanzmärkten, da die Aktionäre beider Firmen leer ausgingen. Die Botschaft wurde verstanden: Nun musste wirklich jeder sehen, wo er blieb. Es gab nicht nur weniger Kredite von der Konkurrenz, sondern auch weniger Hilfe vom Staat. Als *Lehman Brothers* vor der Pleite stand, war nichts mehr herauszuhandeln. Wohl hatte die *Bank of America* bis zum 12. September noch Gespräche mit *Lehman* geführt. Dann aber bot der Chef von *Merill Lynch* ein besseres Unternehmen zur Übernahme an, und am 13. September konnten die Herren von *Lehman* bei der *Bank of America* niemanden mehr telefonisch erreichen. (So zumindest erzählte die *New York Times* die Geschichte.) *Lehman* versuchte vergeblich, noch einen anderen kapitalstarken Käufer zu finden. Anders als noch im März bei der Übergabe der Investmentbank *Bear Stearns* an *JP Morgan* gab es jedoch keine öffentliche Absicherung für einen Notverkauf. Und niemand war bereit, den Laden ohne solche Absicherung zu erwerben. Die zweifelhaften oder ganz uneinbringlichen Forderungen von Banken hießen in der Berichterstattung nur noch *Toxic Waste* – Giftmüll. Und den wollte keiner privat entsorgen müssen. Am 15. September musste *Lehman* zum Konkursrichter.

Darauf begann die zweite Phase der Finanzkrise. Die Risikoprämien schossen in die Höhe, während die Umsätze einbrachen. Die Geldmärkte kamen zum Stillstand: Wer kein Geld hatte, bekam keines mehr.⁹⁸ Der Versicherungskonzern *AIG* stürzte über Kreditversicherungsgeschäfte und wurde am 16. September praktisch verstaatlicht. Da mit dem Ausfall weiterer Vertragspartner gerechnet werden musste, wollten die Geldgeber mehr Zinsen für ihr gestiegenes Risiko haben - oder sie stiegen gleich aus den privaten Wertpapieren aus und in Staatsschuldpapieren um. Während die Tagesgeldsätze empor sprangen, fielen die Zinsen für Staatspapiere: Am 17. September lag die T-Bill bei 0,03 Prozent: Die Null-Zinspolitik hatte begonnen, aber nicht auf Beschluß der Fed.[Grafik 3.2.3.] Die konnte nur unter großen Anstrengungen, staatlicher Unterstützung und einer scharfen Änderung ihrer Geschäftspolitik noch Schritt halten.

Am 18. September legten das US- Finanzministerium und die US-Notenbank *Federal Reserve* gemeinsam einen Plan zur Stabilisierung der US- Finanzmärkte vor: TARP. Das Finanzministerium sollte ermächtigt werden, Finanzinstituten in den USA schwer oder gar nicht verkäufliche Wertpapiere abzunehmen und dafür bis zu 700 Milliarden Dollar neue Schulden machen dürfen. Der Chef des Finanzministeriums und Bernard Bernanke, der Chef der Fed, erklärten, nur mit einem solchen Plan könnte ein "Einfrieren" der Kreditmärkte verhindert werden. Selbst *Goldmann Sachs* und *Morgan Stanley* mussten sich schließlich in Geschäftsbanken umwandeln, um direkt bei der FED ihre Liquidität sichern zu können. Doch auch die US-Geschäftsbanken waren nicht mehr alle in der Lage, sich am Markt allein zu behaupten.

3.4. Die US-Präsidentschaftswahlen und der Bailout

Der kurze Gesetzesentwurf von Finanzminister Henry M. Paulson und Bernanke, der dem Finanzministerium einen praktisch unkontrollierten Einsatz von 700 Milliarden Dollar ermöglicht hätte, folgte einfach der Konsequenz des Marktverhaltens: Da die privaten Eigentümer ihre Kredite an private Unternehmen gegen öffentliche Schuldscheine austauschten, wollten sie nun öffentliche Schulden gegen private Kredite eintauschen und der Wall Street ihre faulen Wertpapiere und zweifelhaften Vermögenswerte abnehmen. Dass dies für die Wall Street nur Sinn hat, wenn das Finanzministerium Preise zahlte, die auf den Finanzmärkten aktuell nicht zu erzielen waren, war klar. Bernanke sprach von *Hold-to-Maturity*-Preisen, d.h. von Preisen, die nicht aktuell am Markt gezahlt wurden, aber im Zuge der gesamten Laufzeit eines Kreditvertrages bis einschließlich der Tilgung erlöst werden können. Wie groß der aktuelle Abschlag auf unsichere Kreditpapiere aktuell ausfiel, führte *Morgan Stanley* vor. Sie verkaufte ein umfangreiches Wertpapierpaket an den Finanzinvestor *Lone Star* und erhielt dabei für einen Dollar, der auf dem Papier stand, im Durchschnitt nur 22 Cent.

Doch zunächst legten sich im US-Kongress einige Republikaner quer. Selbst Präsident Bush und der US-Finanzminister Paulson konnten sie nicht zu einer Zustimmung bewegen.

98 "Both term unsecured and secured financing markets ground to a halt" (Fed 2009a, 43)

Konservativ und eigensinnig beharrten sie auf der Position ihres Kollegen Joe Barton, republikanischer Kongressabgeordneter aus Texas, der bibelfest verlautbaren lies: "Bloß weil Gott die Welt in sieben Tagen geschaffen hat, müssen wir doch nicht dieses Gesetz in sieben Tagen verabschieden." Sie behaupteten einerseits, hier werde ein unamerikanischer Sozialismus betrieben, wo der Staat die Wirtschaft lenke, und griffen zugleich die bösen kapitalistischen Geldhaie in New York an. Der Kern der Sache lag aber nicht in einem ideologischen Streit über Staatsinterventionen, sondern in der Frage, wer im Staat das Sagen hat. Und da die Republikaner ihre Felle im Vorfeld der Präsidentenwahlen wegschwimmen sahen, hatten sie kein Interesse an einer kapitalistisch rationalen Strategie, sondern machten in Apokalypse: "Nach uns die Sintflut!" Der republikanische Abgeordnete Michael C. Burgess formulierte seine Bedenken über die neue Behörde zur Aufsicht über das 700 Milliarden Dollar-Paket kurz und bündig: "Ich kann nicht sagen, wer das in der neuen Regierung sein wird. "

Damit sorgten die Republikaner für die bisher größte Bankenpleite der US-Geschichte: Den Bankrott der sechstgrößten US-Geschäftsbank *Washington Mutual (WaMu)*. Dort wurden innerhalb von 10 Tagen über 16 Milliarden Dollar an Einlagen abgehoben. Ein Run auf die Bank drohte, mit unübersehbaren Folgen: Denn wenn am Geldmarkt statt privater Zahlungsverprechen nur noch das gesetzliche Zahlungsmittel akzeptiert wird, dann ziehen sich Kreditgeber von der Finanzierung privater Unternehmen zurück und bringen so auch bisher profitable Geschäftszweige unter Druck. Doch wenn unsicher ist, ob die Banken noch zahlen können, bei denen man sein Konto hat, dann droht der Stillstand selbst der elementaren Alltagsgeschäfte. Daher griff die Aufsichtsbehörde ein. Die guten Teile von *WaMu* gingen an *JP Morgan*. Während die vormals größte US-Geschäftsbank, die *Citigroup*, um das Überleben kämpfte, vergrößerten sich ihre Konkurrenten: die *Bank of America* mit *Merill Lynch*, *JP Morgan* mit *Bear Stearns* und nun der *WaMu*.

Am Montag, den 29. September, lehnte das US-Repräsentantenhaus den Gesetzentwurf zum Kauf fauler Wertpapiere mit 228 zu 205 Stimmen ab. Nur 65 Republikaner und 140 Demokraten hatten zugestimmt, dagegen 95 Demokraten und 133 Republikaner sich gegen den Kompromiss ausgesprochen, der zwischen US-Finanzministerium, Notenbank und den Spitzen des US-Kongresses ausgehandelt worden war. Auf Seiten der Demokraten kam ein ganzes Bündel von Ablehnungsgründen zusammen: Misstrauen gegenüber der Bush-Regierung und ihrem Finanzminister Henry M. Paulson, der bis vor zwei Jahren Chef der Investmentbank *Goldmann Sachs* gewesen war. Angst, sich an der Seite der schwer getroffenen Wall Street sehen zu lassen, der Versuch, mehr für die *Middle Class* herauszuholen. Umsonst hatte der Keynesianer James K. Galbraith noch kurz vor der Abstimmung versucht, sie zur Zustimmung zu einem kleineren Übel zu bewegen: Der überarbeitete Plan böte die Chance, einen Crash zu verhindern und Zeit zur Entwicklung einer langfristigen Strategie unter einem neuen Präsidenten zu kaufen. Auf jeden Fall sei ein Eingreifen des Staates unerlässlich. Nicht ohne eine gewisse Resignation vermuteten Ökonomen des gewerkschaftsnahen Economic Policy Institut, trotz all ihrer Kritik sei "das bailout-Paket, angesichts der Ideologie des derzeitigen Präsidenten und angesichts des gegenwärtigen Kongress die beste Möglichkeit, eine drohende Kernschmelze des Finanzsystem zu stoppen und eine Hilfe dabei, substantielle Folgeschäden für Produktion und Beschäftigung abzuwenden." (Mishell et al. 2008.)

Kaum stand das Ergebnis im Repräsentantenhaus fest, begann eine andere Abstimmung: An der *Wall Street* stürzten die Aktienkurse. *Wall Street* warf seine Stimmen in die Waagschale, gewichtet mit dem Kapital, das hier einzusetzen war. Der *Dow Jones* gab bis Handelsschluss am 29. September um 777 Punkte nach. Die Kommentatoren in den Medien wurden nicht müde, den unerhörten Verlust zu beziffern: "1,2 trillion" – 1.200.000.000.000 Dollar. Und die fallenden Kurse nahmen viele US-Amerikaner nicht als ein Indiz der wirtschaftlichen Lage, sondern als eine Auskunft über den Stand ihrer Altersvorsorge. Wie sie einst an Buchgewinne geglaubt hatten, glaubten sie nun an Buchverluste. In einer Umfrage für *ABC* und die *Washington Post* befürchteten 88 Prozent der Befragten am Montagabend, dass sich die wirtschaftliche Lage der USA durch die Ablehnung verschlechtern werde, 51 waren gar "sehr besorgt". Eine klare Mehrheit gab den Republikanern die Hauptschuld an der verfahrenen Situation. Zwar sprachen viele gegen ein "Rauskaufen" der – arroganten, stinkreichen, usw. – Investmentbanker, gegen "Investitionen zur Sicherung der Finanzmärkte" aber nur wenige. Angesichts der Uneinigkeit

der Gegner im Repräsentantenhaus und der weitgehenden Übereinstimmung der Eliten war die endgültige Annahme des Vorschlags nur mehr eine Frage der Taktik.

Jedes Nachlassen der Hoffnung auf seine Realisierung trieb die Geldmarktzinsen empor, senkte das Volumen der kurzfristigen Kredite und machte den US-Parlamentariern wie ihren Wählern deutlich, dass nun rasch gehandelt werden musste. Bush und seine Regierung hatten sich schon weitgehend blamiert. Kurzerhand übernahm das kleinere und elitäre Oberhaus des Parlamentes, der Senat, das Kommando. Der dort trickreich eingebrachte Text erweiterte die Gesetzesvorlage um einige Steuererleichterungen, die vor allem den Republikanern am Herzen lagen. Und er fügte eine Formulierung ein, die für breite öffentliche Unterstützung sorgte: Die Grenze für die Versicherung von Bankeinlagen durch die zuständige FDIC wurde von 100 000 auf 250 000 Dollar angehoben. Davon profitierten vor allem vermögendere Rentner und Kleinunternehmer – als "small business" gelten in den USA Firmen mit bis zu 500 Beschäftigten. Waren zuvor etwa 50 Prozent ihrer Bankeinlagen versichert, so waren es jetzt mehr als zwei Drittel. Damit war das Geld des Alltags weitgehend von der Finanzkrise abgesichert. Nun wurde das Gesetz mit 74 zu 25 Stimmen angenommen. Beide Präsidentschaftskandidaten hatten zugestimmt. Der Text ging dem Repräsentantenhaus wieder zu, das kein Komma mehr ändern, nur mehr "ja" oder "nein" sagen durfte. Am 3. Oktober votierten 263 Abgeordnete für den Text, 172 Demokraten und 91 Republikaner, nur 171 stimmten dagegen. Noch vor der Wahl Barack Obamas war damit die zentrale Weichenstellung zur "Finanzmarktreform" erfolgt: Das "Vertrauen der Märkte" mußte wiederhergestellt werden. Wobei korrekter vom "Selbstvertrauen der privaten Marktteilnehmer" gesprochen werden sollte. Denn das Vertrauen der Anleger in das US-Finanzministerium und seine Schatzwechsel erreichte ungeahnte Höhen. Die T-Bill-Rate lag bei fast Null.

In dieser Situation gab die Fed dem Drang der Banken nach mehr Zentralbankgeld nach. Sie ging dazu über, liquide, aber bisher nicht notenbankfähige Wertpapiere in großem Umfang anzukaufen, ohne ihre Bestände an Staatspapieren weiter zu vermindern.⁹⁹[Grafik 3.3.1.] Auf die damit sprunghaft ansteigenden Depositen der Geschäftsbanken [Grafik 3.4.1./3.4.2.] zahlte sie ab dem 9. Oktober (geringe) Zinsen, um den Kostendruck auf die Banken zu vermindern und sich einen gewissen Einfluss auf den aktuellen Tagesgeldsatz zu bewahren. Bis Mitte Dezember hatte sie sich auch mit der Null-Zinspolitik der Märkte abgefunden.

Den Schwerpunkt ihrer Investitionen legte die Fed zunächst auf den Markt für Commercial Paper und die Absicherung der internationalen Nachfrage nach Dollar über Swaps mit anderen Zentralbanken. Zwischen Ende Oktober 2008 und Ende Januar 2009 hielt die FED gut 20 Prozent der ausgegebenen CP. Dann schlugen sich die umfangreichen Käufe von Hypothekenspapieren zunehmend in der Bilanz nieder. Mit den massiven Käufen gelang es, die privaten Wertpapiermärkte bis Juni 2009 zu stabilisieren. Doch die Krise reichte schon weit über den Immobilien- und den Finanzsektor hinaus. Was mit der *Sub-Prime-Crisis* begann, war im Herbst 2008 zu einer Weltwirtschaftskrise geworden.

⁹⁹ Einen ersten Überblick und Vergleich mit der EZB gibt Schubert (2009). Inzwischen ist die Publikation der Ergebnisse der Begleitforschung einigermaßen vorangeschritten, insbesondere in den Staff Reports der New Yorker Fed.