

# Zur Umkehrung des Greshamschen Gesetzes bei Entnationalisierung des Geldes

Von Joachim Starbatty, Bochum

## I. Die Intention des von Hayekschen Reformvorschlages

„Keine Soldatenmontur... ist heute so national wie ein Geldschein“, hat *Wilhelm Hankel* vor gut einem Jahrzehnt gesagt<sup>1</sup>. In der Tat: Wenn es heute noch Nationalismus gibt, dann auf dem Gebiet des Geldwesens. Jeder Staat verteidigt hartnäckig sein Recht auf ein eigenes nationales Geld und auf eine eigenständige Inflationsrate. Daher ist es nicht verwunderlich, daß *F. A. v. Hayek*s Reformvorschlag — Geld nicht nur von der nationalen Zentralbank emittieren zu lassen, sondern auch privaten Banken das Recht zu eigener Notenemission einzuräumen<sup>2</sup> — überwiegend mit „ungläubigem Staunen“ aufgenommen wurde<sup>3</sup>. In den Kommentaren zum *v. Hayekschen* Reformvorschlag finden sich Epitheta wie „sensationell“, „revolutionär“, „aufsehenerregender Schritt“ bis hin zu „utopisch“<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> *Wilhelm Hankel*, Reformen des internationalen Währungssystems — Warum, wohin? — (Vortrag vor der Friedrich-Ebert-Stiftung am 23. Juni 1970), abgedruckt als: BMWI-Texte, Bonn 26. Juni 1970, Nr. 104, S. 1.

<sup>2</sup> *F. A. v. Hayek*, Entnationalisierung des Geldes. Eine Analyse der Theorie und Praxis konkurrierender Umlaufsmittel, Tübingen 1977. — Dies ist die Übersetzung von: Denationalisation of Money. An Analysis of the Theory and Practice of Concurrent Currencies, The Institute of Economic Affairs, Hobart Paper Special 70, London 1976, <sup>2</sup>1978. — Vor *F. A. v. Hayek* hat *Benjamin Klein* in einer theoretischen Studie nachgewiesen, daß die freie Notenausprägung keineswegs mit Inflation verbunden sein müsse (The Competitive Supply of Money, in: Journal of Money, Credit and Banking, Bd. 6, 1974, S. 423 ff.). Im Gegensatz zu *v. Hayek* ist *Klein* kein Befürworter freier Notenemission. — Zu einer vergleichenden Analyse der *v. Hayekschen* und *Kleinschen* Position und zur Diskussion der bisher vorgebrachten Argumente vgl. *R. Gerding* und *J. Starbatty*, Zur Entnationalisierung des Geldes. Eine Zwischenbilanz. Walter Eucken Institut, Vorträge und Aufsätze 78, Tübingen 1980.

<sup>3</sup> *F. A. v. Hayek* schreibt in seiner Vorbemerkung zur zweiten Auflage von „Denationalisation of Money“ (a.a.O., S. 16): „The comments so far, indeed, have expressed incredulous surprise more often than any objections to my argument.“

<sup>4</sup> Vgl. hierzu die Auswertung der Stellungnahmen in: *R. Gerding* und *J. Starbatty*, a.a.O., S. 7 und S. 86.

In *v. Hayeks* Welt der Bankfreiheit würden neben den Noten der nationalen Notenbank auch solche privater Banken umlaufen, in der Bundesrepublik Deutschland zum Beispiel neben dem Geld der Deutschen Bundesbank auch das Geld der Commerzbank (der ‚Commerz-Groschen‘), das der Dresdner Bank („Dresdner Geld“), das der Bank für Gemeinwirtschaft (der ‚Gemein-Taler‘) usw., wobei die umlaufenden Noten sich deutlich voneinander unterscheiden müssen. Ferner könnten hier auch Noten der schweizerischen oder französischen Zentralbank umlaufen. Eine solche Situation hat *v. Hayek* im Auge, wenn er von der „Entnationalisierung des Geldes“ spricht.

*F. A. v. Hayek* erwartet von der Konkurrenz staatlicher und privater Geldproduzenten das Ende aller Inflation. Seine Grundüberlegung geht von folgenden Axiomen aus: Die Geldproduktion ist gewinnbringend<sup>5</sup>, und die Geldnachfrager wollen wertstables Geld<sup>6</sup>; folglich werden die Geldproduzenten gehalten sein, ein solches anzubieten. Täten einige Produzenten das nicht, so würden die Geldnachfrager zu konkurrierenden Geldsorten abwandern. Damit würde das schlechte Geld am Markt zurückgedrängt. *F. A. v. Hayek* glaubt also, daß das gute Geld das schlechte Geld verdrängt. Und genau dies wäre die Umkehrung des Greshamschen Gesetzes, das in allgemein geläufiger Zitierung lautet: Das schlechte Geld verdrängt das gute Geld. Dieses ‚Gesetz‘ ist nach dem Finanzagenten der englischen Krone, Sir *Thomas Gresham* (1519 - 1579), benannt worden.

Die zentrale ordnungspolitische Idee *v. Hayeks* kann wie folgt beschrieben werden: Es ist die List des Wettbewerbs — *Adam Smith's invisible hand* —, die bei Bankfreiheit das Eigeninteresse der Geldproduzenten so lenkt, daß diese ein Geld produzieren, das den Wün-

---

<sup>5</sup> Kritisch zu diesem „Axiom“ äußert sich *J. Flemming* (The Financial Times, October 28, 1976): „I suspect that Hayek's estimate of the profitability of a private bank issuing a commodity currency is exaggerated. ... Hayek's money is a zero interest indexed bond; on current evidence an indexed bond would be willingly held at a negative yield. This suggests that a bank offering them at a zero yield would find it difficult to make the loans necessary to back them.“ — Ähnlich skeptisch äußert sich *Wilfried Krug* (Besprechung zu *Friedrich A. von Hayek*, Entnationalisierung des Geldes, in: Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft, Bd. 134, 1978, S. 574).

<sup>6</sup> *W. Krug* (a.a.O., S. 575) verweist dagegen darauf, daß Geldbenutzer — ähnlich wie Käufer eines komplexeren Konsums oder Investitionsgutes — nicht nur ein bestimmtes „Gut“ mit einer einzigen kaufentscheidenden Eigenschaft — in unserem Falle „Wertstabilität“ — nachfragen, sondern ein ganzes Bündel von damit verbundenen Leistungen und Nutzungen: Marktgängigkeit, Eignung als Wertaufbewahrungsmittel usw.

schen der Nachfrager entspricht<sup>7</sup>. Hinter v. Hayeks ordnungspolitischem Reformvorschlag steckt auch eine ganz bestimmte ‚politische Theorie der Inflation‘: Die Regierungen seien in demokratisch organisierten Wohlfahrtstaaten aus eigenem Überlebensinteresse heraus gezwungen, zur Notenpresse Zuflucht zu suchen. Ich will mich aber nicht mit dieser Diagnose der politischen Praxis, sondern mit den tragenden Pfeilern seines ordnungspolitischen Reformvorschlages selbst befassen<sup>8</sup>.

Bei der Analyse der praktischen Auswirkungen des Hayek-Planes wird es nicht ausbleiben, daß man von einer zentralen Hypothese startend — die private Produktion unterscheidbaren Geldes ist gewinnbringender als die Ausleihe des Geldes der Zentralbanken und deswegen werden sich genügend Geldemittenten finden —, Annahme auf Annahme türmt, so daß ein Hypothesengebäude entsteht, bei dessen Begehung sich der eine oder andere vorkommen mag wie ein Besucher in Kafkas ‚Schloß‘. Ein besonders schwieriges Feld ist die Erkundung der Verhaltensweisen der durch die Änderung der Notenbankverfassung besonders Betroffenen. Wir befinden uns in einer dynamischen Situation<sup>9</sup>: Die Beteiligten werden bei Einführung der Bankfreiheit Lernprozesse absolvieren, wir können aber nicht mit Sicherheit vorausschätzen, was sie daraus lernen werden. Dies sollte jedoch nicht zu einer pauschalen, vielleicht sogar emotionalen Zurückweisung des v. Hayek-schen Vorschlages führen, sondern von der ‚Zunft‘ als Herausforderung verstanden werden, zumal „die Innovationsrate für grundsätzliche wirtschaftliche und politische Institutionen . . . nicht gerade hoch ist“<sup>10</sup>.

Die folgenden Ausführungen unterziehen zunächst das Greshamsche Gesetz einer knappen dogmenhistorischen Analyse<sup>11</sup>. Sodann stellen

<sup>7</sup> F. A. v. Hayek (Entnationalisierung des Geldes, a.a.O., S. 128): „In der Tat wird der Tag glücklich zu preisen sein, an dem wir nicht mehr vom Wohlwollen der Regierung gutes Geld erwarten, sondern davon, daß die Banks ihre eigenen Interessen verfolgen.“

<sup>8</sup> Zu v. Hayeks „politischer Theorie der Inflation“ vgl. kritisch: A. Schüller, Konkurrenz der Währungen als geldwirtschaftliches Ordnungsprinzip, in: Wirtschaftspolitische Chronik, 26. Jg., 1977, S. 43 ff.

<sup>9</sup> P. Bernholz spricht von den „dynamischen Eigenschaften des Systems“ (Besprechung zu F. A. v. Hayek, Denationalisation of Money, in: Kyklos, Bd. 31, 1978, S. 138).

<sup>10</sup> P. Bernholz, a.a.O., S. 137.

<sup>11</sup> Vgl. hierzu im deutschen Sprachraum I. Meyer, Geldwertbewußtsein und Münzpolitik. Das sog. Greshamsche Gesetz im Lichte der Verhaltensforschung (Forschungsberichte des Wirtschafts- und Verkehrsministeriums Nordrhein-Westfalens, Nr. 437), Köln und Opladen 1957. Diese Arbeit leidet allerdings unter der Überstrapazierung des verhaltenstheoretischen Ansatzes. — Vgl. ferner die in Englisch geschriebene Monographie von R. Vaubel,

wir die konstituierenden Elemente des *v. Hayekschen Reformvorschla- ges* vor und beleuchten die charakteristische Eigenschaft des *v. Hayek- schen Privatgeldes*. Schließlich diskutieren wir die zentralen Einwände gegen diesen Vorschlag, die auf die These hinauslaufen, daß die von *F. A. v. Hayek* angenommene Wettbewerbssituation bei Bankfreiheit in sich instabil sei, daß entweder aus Gründen der Minimierung der Transaktions- und Informationskosten nur eine Währung überlebe oder daß die Geldproduzenten zwecks kollektiver Maximierung des Münz- gewinns zu einer informellen oder formellen Verhaltensabstimmung kämen. Hier liegt zu Recht der Schwerpunkt der kritischen Fragen an den *Hayek-Plan*: Wenn die Wettbewerbssituation nicht überlebt, dann wären wir auch bei Entnationalisierung des Geldes in der Inflations- bekämpfung keinen Schritt weitergekommen.

## **II. Zur Klarstellung des Greshamschen Gesetzes**

Vielfach hatte man in der Währungsgeschichte folgende Erfahrung gemacht: Wenn in einer sog. Warenwährung (Gold- oder Silberwährung bzw. Gold- und Silberwährung) Münzen mit unterschiedlichem Stoffwert und gleichem Nennwert umliefen, so verschwanden nach und nach die stofflich höherwertigen Münzen aus der Zirkulation. Dieses Phänomen ist bereits seit der Antike bekannt. *Aristophanes* beschrieb es in seiner Komödie „Die Frösche“<sup>12</sup>, ohne es aber begriffen zu haben<sup>13</sup>.

---

Strategies for Currency Unification. The Economics of Currency Competition and the Case for an European Parallel Currency (Kieler Studien, Nr. 156), Tübingen 1978, S. 82 - 89. — Weiter habe ich mich auf die in Arbeit befindliche Studie zum Anti-Greshamschen Gesetz von *R. Gerding* (Ruhr-Universität Bochum) stützen können.

<sup>12</sup> Die Komödie ist u. a. nachzulesen in: *Aristophanes*, Komödien (übersetzt von *L. Seeger*), Wiesbaden - Berlin 1958, hier S. 285. — Die entsprechenden Verse sind auch abgedruckt in: *G. Schmölders*, Geldpolitik, Tübingen und Zürich 1968, S. 36 f. und in: *F. A. v. Hayek*, Choice in Currency. A Way to Stop Inflation (The Institute of Economic Affairs), London 1976, S. 18, übersetzt in: *J. Badura* und *O. Issing* (Hrsg.), Geldpolitik, Stuttgart - New York 1980, S. 136 - 146.

<sup>13</sup> *Th. Babington Macauley* (Die Geschichte Englands seit dem Regierungs- antritt Jakobs II., Bd. 10, Leipzig, S. 100, Anm.) schreibt zu Aristophanes Versen: „Aber wenn auch seine Volkswirtschaftslehre keine Prüfung aushält, seine Verse sind vortrefflich.“ — *F. A. v. Hayek* führt zu Aristophanes Rechtfertigung an, daß Aristophanes annehmen konnte, er würde bereits verstanden werden, wenn er diese Idee im Zusammenhang mit guten und schlechten Politikern anwendete. *F. A. v. Hayek*, The Uses of ‚Gresham’s Law‘ as an Illustration of ‚Historical Theory‘, in: ders., Studies in Philosophy, Politics and Economics, London 1967, S. 318.

Er bedauerte in seinen Versen, daß neuerdings die Athener das frisch geprägte schäbige Kupfergeld den alten Silberdrachmen und den kurz zuvor geprägten Goldmünzen (Didrachmen) vorzögen<sup>14</sup>, genauso wie sie hergelaufenen Schurken und Fremdlingen größeres Vertrauen schenkten als den bewährten Staatsmännern. Nun — zumindest was Geldangelegenheiten anging, hat *Aristophanes* seine Landsleute unterschätzt; denn diese bedienten sich nicht des neuen Geldes, weil sie — wie *Aristophanes* vermutete — aus einem lasziven Drang zur Neuerung des alten Geldes überdrüssig geworden seien, sondern weil sich die Klügeren vom alten Geld nicht trennen wollten, sei es, daß sie es in ihrer Schatztruhe versteckten, sei es, daß sie es zu Einkäufen außerhalb des athenischen Münzgebietes brauchten.

Obwohl dieser Sachverhalt allgemein bekannt und auch beschrieben worden war, glaubte der schottische Nationalökonom *Henry MacLeod*, Sir *Thomas Gresham* als den Entdecker des nach seiner Auffassung fundamentalen währungspolitischen Gesetzes feiern zu müssen. „Wir alle tun bloß, was recht ist“, so sagte *MacLeod*, „wenn wir dieses große Gesetz nach seinem Namen benennen“<sup>15</sup>. *Gresham* gebühre die Ehre, weil dieser das eigentliche Ursache-Wirkungs-Verhältnis entdeckt habe — in den Wort *MacLeods*: „Ein schlechtes und minderwertiges Umlaufsmittel (ist) der Grund für das Verschwinden des guten Geldes“<sup>16</sup>.

Aus der *MacLeodschen* Fassung des *Greshamschen* Gesetzes — das schlechte Geld ist der Grund für das Verschwinden des guten Geldes — ist vielfach geschlossen worden, daß für die Geldproduktion offensichtlich andere Gesetze als für die Warenproduktion gälten. Könne man sonst darauf vertrauen, daß sich die besten Waren gegenüber konkurrierenden durchsetzen, so gälte dies für konkurrierende Geldsorten offensichtlich nicht. So lautet *Stanley Jevons*' Urteil über Währungskonkurrenz: „*Greshams* Gesetz allein liefert eine völlige Widerlegung

<sup>14</sup> Zunächst war die Athenische Staatsführung während des Peloponnesischen Krieges (431 - 404 v. Chr.) — nach Besetzung der auswärtigen Silberbergwerke durch die Spartaner — gezwungen, der inländischen Geldknappheit durch Einschmelzung und Ausprägung der in den Tempeln befindlichen goldenen Gerätschaften und Devotionalien entgegenzuwirken. Vgl. hierzu: Art. ‚Münzwesen‘, in: Der Kleine Pauly, Lexikon der Antike in fünf Bänden, Bd. 3, München 1975, Taschenbuchausgabe München 1979, Sp. 1447 ff. Als diese Quelle erschöpft war, ging man zur Ausprägung von Kupfermünzen über.

<sup>15</sup> *H. D. MacLeod*, The Elements of Political Economy, London 1858, S. 477 (eigene Übersetzung).

<sup>16</sup> Ebenda. (Hervorhebung von mir, J. St.)

des von *Herbert Spencer* aufgestellten ... Satzes, daß die Verfertigung des Geldes Privatfabrikanten zu überlassen sei<sup>17</sup>.“

Um so mehr schien dieser Schluß berechtigt, wenn statt Warenwährungen Papierwährungen umliefen: Wegen der Diskrepanz zwischen Tauschwert und Substanzwert des Geldes würden die Geldproduzenten dazu neigen, die Volkswirtschaft mit wertlosem Papier zu überschwemmen. Daher haben gerade liberale Nationalökonomien für ein Monopol in der Notenproduktion plädiert<sup>18</sup>. Das *Greshamsche Gesetz* bildet also geradezu die argumentative Basis für die Rechtfertigung des nationalen Notenmonopols.

Eine genauere Analyse des dogmenhistorischen Werdeganges des *Greshamschen Gesetzes* und des darin beschriebenen empirischen Tatbestandes bringt nun einige Ungereimtheiten zutage. Zunächst fällt auf, daß *MacLeod* in einer späteren Veröffentlichung die Zuschreibung seines fundamentalen Gesetzes zumindest teilweise widerruft; er räumt ein, daß *Oresmius* und *Copernicus* vor *Gresham* dieses fundamentale Gesetz erkannt und formuliert hätten<sup>19</sup>. Inzwischen war jedoch das *Greshamsche Gesetz* zur wichtigsten Waffe in der Schlacht um den Bimetallismus geworden<sup>20</sup>; *MacLeods* Widerruf verhallte ungehört. Kurioser ist noch, daß sich in den Schriften *Greshams* keine Stelle findet, wo er dieses Gesetz ausdrücklich in der Form erwähnt oder analysiert hätte, wie es *MacLeod* ihm in den Mund gelegt hat<sup>21</sup>. *Raymond de*

<sup>17</sup> W. St. Jevons, *Geld und Geldverkehr*, Leipzig 1876, S. 84.

<sup>18</sup> Vgl. hierzu den Kommentar E. Dührings: „Bemerkenswerth ist der Umstand, dass die principiellen Freihändler, welche sonst den freien Geschäftsbetrieb in allen Verzweigungen wirthschaftlicher und vielfach auch nicht wirthschaftlicher Thätigkeit zur Hauptforderung machen, zum größten Teil Widersacher derjenigen Bankfreiheit sind, welche das Zettelgeschäft einschließt.“ *Cursus der National- und Socialökonomie* einschließlich der Hauptpunkte der Finanzpolitik, Leipzig 1876, S. 411.

<sup>19</sup> H. D. MacLeod, *The History of Economics*, London 1896, S. 38 f. — Zu *Oresmius'* Auffassung und Analyse vgl.: *Nicolaus Oresme*, Traktat über Geldabwertungen (hrsg. und eingeleitet von E. Schorer), Jena 1937, passim, und zu *Nicolaus Copernicus* vgl.: *Die Geldlehre des Nicolaus Copernicus*, Texte, Übersetzungen, Kommentare (hrsg. von E. Sommerfeld), Vaduz 1978, passim, jeweils lateinisch-deutsch.

<sup>20</sup> Vgl. I. Meyer, a.a.O., S. 7.

<sup>21</sup> In dem Schreiben, auf das sich *MacLeod* wohl bezieht, ist über die Gründe der Verdrängung des guten Geldes nichts zu finden. In diesem Brief teilt *Gresham* mit, daß Gold und Silber aus dem Lande exportiert würden, wenn der Wechselkurs gegenüber anderen Währungen fiele. Vgl. hierzu und zu den Münzverschlechterungen im England des 16. Jahrhunderts: R. G. Hawtrey, *Währung und Kredit*, Jena 1926, S. 259 - 276, besonders S. 265 f. —

*Roover* spottet: „*MacLeod* war mit der wunderbaren Fähigkeit begabt, etwas in einen Text hineinzulesen, was gar nicht da war<sup>22</sup>.“

In voller Klarheit ist dieses Phänomen dagegen von *Nicolaus Oresmius* (1325 - 1382) beschrieben worden, der die verheerenden Folgen der Münzverschlechterung in Frankreich durch *Philippe den Schönen* als Anschauungsmaterial vorfand<sup>23</sup>. *Oresmius* beobachtete, daß die Menschen bei Münzwertverschlechterungen die alten wertvollen Gold- und Silbermünzen ins Ausland zu bringen versuchten<sup>24</sup>. *Oresmius* macht darüber hinaus eine Beobachtung, die für das Verständnis des im ‚Greshamschen Gesetz‘ erfaßten Phänomens von zentraler Bedeutung ist: „Ob dieser Münzwertänderung erlischt auch der Zustrom trefflicher Ware und natürlicher Reichtümer von außen her für das Land, dessen Münzwert sich verschlechterte; denn Händler wenden sich unter sonst gleichen Umständen lieber jenen Nationen zu, wo sie sicheres und gutes Geld erhalten<sup>25</sup>.“

Machen wir uns klar, was *Oresmius* hier beschrieben hat. Während die Wirtschaftssubjekte in dem Land, dessen Münzwert sich verschlechterte, sowohl mit guten wie mit minderwertigen Münzen bezahlen konnten, da die Verkäufer und Gläubiger kraft der Münzhoheit des Landesherrn einem Annahmezwang unterlagen, bestanden die Verkäufer im Ausland auf vollwertigen Münzen. Da im internationalen Austausch niemand gute Ware gegen schlechtes Geld hergeben will, solange er gutes dafür bekommen kann, geht der internationale Handel in der

Nach *J. Schumpeter* wird *Thomas Gresham* zu Recht die Entdeckung der Regeln zugeschrieben, „nach denen sich die Wechselkurse zwischen den Goldpunkten bewegen“, während für *Schumpeter* die Frage der Priorität bezüglich des Greshamschen Gesetzes „in Anbetracht seiner Trivialität... nicht interessant (ist)“. Geschichte der ökonomischen Analyse, Bd. I, Göttingen 1965, S. 432 Anm. 14.

<sup>22</sup> *R. de Roover*, Gresham on Foreign Trade, Cambridge 1949, S. 91 (eigene Übersetzung). — In diesem Sinne auch schon: *A. Oncken*, Geschichte der Nationalökonomie, Teil I, Leipzig 1902, S. 207.

<sup>23</sup> Mit der Münzwertverschlechterung schlug *Philippe der Schöne* zwei Fliegen mit einer Klappe: Neben der Ausplündierung der Bevölkerung hat er den Regionalismus des Landes geschwächt, weil die alten vollwertigen Münzen der regionalen Hoheitsträger, die ebenfalls als gesetzliche Zahlungsmittel umliefen, ins Ausland wanderten. Vgl. hierzu: *E. F. Heckscher*, Der Merkantilismus, Bd. I, Jena 1932, S. 100.

<sup>24</sup> *N. Oresmius*, a.a.O., S. 69: „Menschen versuchen stets ihr Geld dahin zu bringen, wo sie es am wertvollsten glauben.“

<sup>25</sup> Ebenda. — Die Übersetzung des lateinischen Originaltextes ist hier gegenüber der Vorlage etwas modifiziert worden, da die Übersetzung von *E. Schorer* hätte Mißverständnisse wecken können.

Währung des Münzwert verschlechternden Landes zurück und sinkt der Anteil dieser Währung an der Weltgeldmenge<sup>26</sup>.

Im internationalen Handel gilt also die Umkehrung des ‚Greshamschen Gesetzes‘: Das gute Geld verdrängt das schlechte Geld. Allgemein formuliert: Offensichtlich verdrängt das gute Geld das schlechte Geld, wenn der Verkäufer zwischen zwei Geldsorten wählen kann. Mit anderen Worten: Konkurrieren zwei unterschiedliche Geldsorten um die Gunst des Publikums, so verdrängt das gute das schlechte Geld. Daraus folgt: Wenn das schlechte Geld das gute Geld verdrängt, so liegt keine Konkurrenzsituation vor. Das Greshamsche Gesetz in der MacLeodschen Fassung gilt, wenn der Münzherr kraft seines Münzregals, also kraft seines Monopols, erzwingen kann, daß auf seinem Münzgebiet unterwertige Münzen genau so viel wert sind wie voll ausgeprägte Münzen. Wir können auch sagen: Die höherwertigen Münzen verschwinden, wenn zwischen verschiedenwertigen Münzen ein Fixkurssystem herrscht<sup>27</sup>. Beseitigen wir das Fixkurssystem, so werden die voll ausgeprägten Münzen mit einem Aufgeld gegenüber den minderwertigen gehandelt. Es ist jedoch denkbar, daß auch unterwertige Kupfermünzen — im Vergleich zu vollausgeprägten Gold- und Silbermünzen — bei gleichem Nominalwert nicht mit einem Abschlag gehandelt werden. Dies ist immer dann der Fall, wenn der Warenwert des Goldes oder Silbers unter seinem Münzwert liegt und wenn die unterwertigen Münzen erforderlich sind, um einen deflationären Prozeß zu vermeiden<sup>28</sup>. Unsere Version des Greshamschen Gesetzes lautet daher: Werden zwei

<sup>26</sup> Der Rückgang an der Weltgeldmenge muß jedoch nicht unbedingt auf die Münzwertverschlechterung zurückzuführen sein. Nehmen wir an, daß der Münzherr aus einem gegebenen Silber- oder Goldvorrat die doppelte Summe an Münzen schlagen lasse und daß sich daraufhin der Kurswert dieser Münzen gegenüber den vollwertigen ausländischen Münzen halbiieren möge. Dann ist nicht ausgeschlossen, daß die Handelsströme wie gewohnt verlaufen und daß der Anteil der minderwertigen Münzen an der Weltgeldmenge konstant bleibt. — Die Umorientierung der Handelsströme kann auch darauf zurückzuführen sein, daß die Aufnahmefähigkeit eines Landes wegen der konfiskatorischen Besteuerung — nichts anderes stellt die Münzwertverschlechterung dar — durch den Landesherrn zur Finanzierung der Kriegsführung stark geschrumpft ist. Zusätzlich mag die mit der Münzwertverschlechterung einhergehende Münzfälscherei (vgl. hierzu: G. Schmölders, Geldpolitik, a.a.O., S. 333) ursächlich für den Rückgang des internationalen Handels in dieser Währung gewesen sein.

<sup>27</sup> Vgl. hierzu: F. A. v. Hayek, Entnationalisierung des Geldes, a.a.O., S. 26, und R. Vaubel, Strategies for Currency Unification, a.a.O., S. 88.

<sup>28</sup> Es sei an den zeitweilig gleichzeitigen Umlauf von 5 DM-Scheinen und 5 DM-Silberstücken erinnert.

stoffliche Währungen in Konkurrenz zueinander produziert, so wird das bessere Geld das schlechtere verdrängen, wenn genügend davon für Transaktionszwecke zur Verfügung steht. Den Tatbestand der Vertreibung des schlechten Geldes durch gutes Geld bei Währungskonkurrenz wollen wir, da sich das ‚Greshamsche Gesetz‘ für die Benennung des umgekehrten Tatbestandes eingebürgert hat, als ‚Anti-Greshamsches Gesetz‘ bezeichnen.

Die Aktualität des Anti-Greshamschen Gesetzes wird gerade an der zunehmenden Bedeutung von ‚Westwährungen‘ in den Volkswirtschaften vom Typ des ‚real existierenden Sozialismus‘ deutlich. Bei Zahlung mit ‚Westwährung‘ können oft Güter und Dienstleistungen erworben werden, die ansonsten unerreichbar blieben. Dies hat die Attraktivität von ‚Westwährungen‘ für private Konsumenten so stark erhöht, daß von der Existenz einer ‚Nebenwährung‘ gesprochen werden kann<sup>29</sup>.

### III. Die konstituierenden Prinzipien der Hayekschen Reformidee

*F. A. v. Hayek* will nicht zu den stofflichen Währungen zurückkehren. Läßt sich aber das, was für konkurrierende Währungen gilt, auf konkurrierende Papiergegeldsorten übertragen? Bei den stofflichen Währungen konnte jeder durch Fühlen, Beißen oder Wiegen die Qualität des Geldes feststellen. Wie aber bei stoffwertlosen Geldsorten? Um diese Frage näher zu prüfen, müssen wir die konstituierenden Prinzipien des *v. Hayekschen Reformvorschlages* vorstellen. Eine Aufstellung solcher konstituierenden Prinzipien findet sich bei *F. A. v. Hayek* selbst nicht; diese lassen sich jedoch aus seiner Konzeption herausdestillieren:

- (1) Herstellung der Bankfreiheit, also des Rechts der freien Notenemission;
- (2) private oder staatliche Produktion unterscheidbaren Geldes, um die Qualität der jeweiligen Emissionspolitiken den einzelnen Geldsorten zuordnen zu können;

<sup>29</sup> Vgl. hierzu: *E. Sell* und *H. J. Thieme*, Nebenwährungen bei zentraler Planung des Wirtschaftsprozesses, in: Außenwirtschaftspolitik und Stabilisierung von Wirtschaftssystemen, Schriften zum Vergleich von Wirtschaftsordnungen, H. 28, hrsg. von *A. Schüller* und *U. Wagner*, Stuttgart - New York 1980, S. 128 u. 131. — Vgl. zu diesem Thema ferner die anschauliche Glosse von *O. Filip*, in der er den Weg eines 20 DM-Scheines durch die polnische Volkswirtschaft als ‚Sesam-öffne-dich‘ beschreibt. (Das polnische Wunder des weißen Kreises, „Frankfurter Allgemeine Zeitung“, 30. Oktober 1980, Nr. 253, S. 3).

- (3) ein Wertversprechen der Geldproduzenten gegenüber den Geldhaltern, den nominalen Geldbetrag ihrer Geldsorte gegenüber einem bestimmten Gut oder Güterbündel zu stabilisieren;
- (4) freie Wechselkurse zwischen den verschiedenen Geldsorten, damit sich bei unterschiedlichen Emissionspolitiken die jeweiligen Geldqualitäten in der Wechselkursentwicklung niederschlagen können.

Wertbeständigkeit heißt bei Warenwährungen Beobachtung eines festgelegten Gewichtes und eines bestimmten Feingehaltes bzw. — wenn Papiergele an die Stelle der Münzen getreten war — Einlösbarkeit des Papiergeles in Münzen von gleichbleibendem Gewicht und Feingehalt<sup>30</sup>. Dagegen bedeutet Wertbeständigkeit in *v. Hayeks* Welt der Bankfreiheit: Konstanz der Kaufkraft der jeweiligen Währung gegenüber einem bestimmten Güterbündel. Der Geldemittent verpflichtet sich, daß man für x-Einheiten seines Geldes immer das gleiche Warenbündel kaufen kann. Wenn nun der Preis des Warenbündels gemessen in Einheiten seines Geldes ansteigt, so muß der Emittent die Geldmenge verknappen und vice versa. Die Regulierung der angebotenen Geldmenge — orientiert an dem jeweiligen Warenbündel — ist in *v. Hayeks* Welt die zentrale Aufgabe des Geldproduzenten<sup>31</sup>. Wir können die jeweilige Währung in Einheiten des gewählten Warenbündels definieren, genau wie früher die Dukaten, Taler, Louisdor in Einheiten Feingold oder Silber definiert waren. Wir könnten daher *v. Hayeks* privates Geld eine ‚virtuelle Warenwährung‘ nennen, weil das Geld nicht unmittelbar den Wert einer bestimmten Gütermenge verkörpert, sondern über den Umweg einer stabilitätsorientierten Geldmengenpolitik ‚widerspiegelt‘.

Wenn nun einige Geldproduzenten ihr Wertversprechen nicht eingehalten, werden — so *v. Hayeks* Erwartung — die Geldnachfrager zu konkurrierenden Geldsorten abwandern, so daß die nicht wertbeständigen Geldsorten auf den Umlaufsmittelbörsen mit einem Abschlag gehandelt werden; andere Geldnachfrager werden aufmerksam und steigen ebenfalls aus diesen Währungen aus, der Kurswert solcher Währungen verfällt weiter. Entweder orientiert der betroffene Emittent seine Produktion in Richtung Wertstabilität um, oder seine Geldsorte wird vom Markt verdrängt.

---

<sup>30</sup> Vgl. hierzu: *I. Fisher* (unter Mitwirkung von *H. R. L. Cohrssen*), Feste Währung — zur Entwicklungsgeschichte der Idee, Uchtdorf - Weimar - Leipzig 1937, S. 7 ff.

<sup>31</sup> Vgl.: *F. A. v. Hayek*, Entnationalisierung des Geldes, a.a.O., S. 45, 86 f.

Der *v. Hayeksche Reformvorschlag* wirft teilweise höchst komplexe Fragen auf, die auf verschiedenen Ebenen angesiedelt sind. Die Beantwortung dieser Fragen wird erleichtert, wenn wir zunächst *v. Hayeks Welt der Bankwelt* radikal vereinfachen, um störende Einflüsse eliminieren zu können. Wenn wir die elementaren Fragen beantwortet haben, kann die Welt der Bankfreiheit Schritt für Schritt wieder realer Komplexität angenähert werden<sup>32</sup>. Wir greifen hier die für das Überleben der Währungskonkurrenz zentralen Fragen nach der Stabilität der Wettbewerbssituation heraus.

#### IV. Zur Stabilität der Wettbewerbssituation

Die Einwände gegen die Stabilität der Wettbewerbssituation bei Bankfreiheit lassen sich in zwei Gruppen teilen:

- (1) In der modernen Geldtheorie wird das Notenmonopol nicht mehr mit dem Produktionskostenargument, sondern mit dem ‚economies of scale‘-Argument begründet: Die Transaktions- und Informationskosten bei Nutzung des Geldes sinken bei wachsender Zahl seiner Benutzer. In der Sprache *Walter Euckens* könnten wir somit die Produktion des Geldes zu den ‚geborenen Monopolen‘ rechnen.
- (2) Es wird vermutet, daß die privaten Notenemittenten sich auf ein abgestimmtes Verhalten ohne formelle Absprachen einigen oder gar zu einem Emissionskartell zusammenfinden, um die Wirkungen des ‚Anti-Greshamschen Gesetzes‘ zu unterlaufen und gemeinschaftlich den Münzgewinn auf Kosten der Geldnachfrager zu maximieren.

##### 1. Zur These der natürlichen Tendenz zur Monopolwährung

Die Tendenz zum Monopol in der Geldproduktion wird mit dem spezifischen Charakter des Gutes ‚Geld‘ erklärt. Bei Geld handelt es sich nicht um ein Gut, das man erwirbt, um sich daran in den eigenen vier Wänden zu erfreuen. Es handelt sich bei Geld vielmehr um ein Gut, das seinen Wert daraus gewinnt, daß sich die Menschen auf ein bestimmtes Gut als Wertaufbewahrungs- und Umlaufmittel geeinigt haben — seien es nun Muschelketten, Steine oder Gold. Eine Art gesellschaftlicher Konvention ist notwendig, um einer bestimmten Ware seinen gesellschaftlichen Wert zu verschaffen. Wegen dieser ‚extremen Externali-

<sup>32</sup> Vgl. hierzu: R. Gerdung und J. Starbatty, a.a.O., S. 33 ff.

tät' — so *Gordon Tullock* — müßten wir Geld als ein ‚öffentliches Gut‘ charakterisieren<sup>33</sup>.

Diese Bezeichnung scheint nicht ganz glücklich zu sein. Ein öffentliches Gut ist dadurch charakterisiert, daß niemand vom Nutzen dieses Gutes ausgeschlossen werden kann; demgegenüber erwächst der Nutzen des Geldes daraus, daß möglichst viele es verwenden. D. h.: Der Nutzen des A ist die Voraussetzung für den Nutzen der B, C, D ... und umgekehrt. Daher sollten wir — *Wolfram Engels* folgend — Geld besser als ein ‚soziales Gut‘ bezeichnen<sup>34</sup>. Je mehr Menschen dieselbe Geldsorte verwenden, desto geringer sind die mit dem Geld verbundenen Transaktions- und Informationskosten.

*F. A. v. Hayek* kennt dieses „economies of scale“-Argument. Er glaubt aber, daß es an Gewicht verliere, wenn wir es mit einer hoch entwickelten Volkswirtschaft zu tun hätten, wo es genügend Registrierkassen und Buchungsmaschinen gebe, die immer den letzten Stand auf der Umlaufsmittelbörsen kennen und die die unterschiedlichen Geldsorten gleichnamig machen können<sup>35</sup>. Auf jeden Fall überwögen die Vorteile, die bei Bankfreiheit aus der Produktion eines wertstabilen Geldes erwachsen, die mit dem Hantieren verschiedener Geldsorten verbundenen Nachteile<sup>36</sup>. Für kleinere Transaktionen des täglichen Lebens schlägt *v. Hayek* die Verwendung von Plastikmarken oder eines einheitlichen Scheidegeldes vor<sup>37</sup>. *Herbert Timm* hat daraufhin *v. Hayek* vorgeworfen, daß er damit das eigentliche Problem herunterspielt, indem er auf einer eher technischen Ebene diskutiere<sup>38</sup>.

---

<sup>33</sup> Vgl.: *G. Tullock*, Competing Monies. A Reply, in: *Journal of Money, Credit and Banking*, Bd. 8, 1976, S. 524.

<sup>34</sup> *W. Engels*, Notenemission als Bankgeschäft, in: J. Süchting (Hrsg.), *Der Bankbetrieb zwischen Theorie und Praxis*, Festschrift zum 60. Geburtstag von K. F. Hagenmüller, Wiesbaden 1977, S. 198.

<sup>35</sup> In der Verwendung solcher Hilfsmittel kommen die erhöhten Informations- und Transaktionskosten zum Ausdruck.

<sup>36</sup> Vgl. *F. A. v. Hayek*, Entnationalisierung des Geldes, a.a.O., S. 6 f., 35 f., 55, 115 f. — Neuerdings ist *F. A. v. Hayek* (*European Monetary Union and Currency Competition*, Conference organised by Institutum Europaeum, 1 - 2 December 1980) dem „economies of scale“-Argument mit dem Hinweis begegnet, daß bei Einführung eines einheitlichen Verrechnungssystems entsprechend dem im Mittelalter und in der frühen Neuzeit verbreiteten Libra-System den Einwendungen, die auf steigenden Transaktions- und Informationskosten gründeten, der Boden entzogen sei. — Zur Funktionsweise des Libra-Systems vgl. die knappe Analyse bei *F. W. Meyer* und *A. Schüller*, Spontane Ordnungen in der Geldwirtschaft und das Inflationsproblem (Walter Eucken Institut, Vorträge und Aufsätze 59), Tübingen 1976, S. 13 ff.

<sup>37</sup> *F. A. v. Hayek*, Entnationalisierung des Geldes, a.a.O., S. 35 Anm. 42.

Von weitertragender Bedeutung, um das ‚economies of scale‘-Argument zurückzuweisen, sind die Annahmen, die *v. Hayek* bezüglich der Marktform in der Geldproduktion und bezüglich des Referenzgüterbündels trifft. Obwohl in der Geldproduktion nach *v. Hayeks* Erwartung eine hohe Rendite erwirtschaftet werden könne, könnten sich nur wenige Banken durchsetzen<sup>39</sup>. Dies hängt damit zusammen, daß nur wenigen Banken der Aufbau und die Unterhaltung des ‚good will‘ gelinge — *Benjamin Klein* spricht anschaulich vom ‚band-name capital‘ —, der die Wirtschaftssubjekte auf die Geltung und Qualität der jeweiligen Geldsorte vertrauen lasse<sup>40</sup>. Was das Referenzgüterbündel angeht, so erwartet *v. Hayek*, daß sich ein bestimmter Typ sowohl für Geldproduzenten als auch für Geldnachfrager als besonders vorteilhaft herauskristallisiere<sup>41</sup>. Diesem Güterbündel gegenüber stabilisierten die Geldproduzenten ihre jeweilige Währung.

Damit würden in einem bestimmten Wirtschaftsraum, wie etwa der Bundesrepublik Deutschland, wenige Banken agieren, die jeweils den Wert ihrer Geldsorte gegenüber einem identischen Güterbündel stabilisieren. Diese Situation ist derjenigen vergleichbar, die wir bei unterschiedlichen Warenwährungen vorfinden: Goldmünzen oder Silbermünzen von gleichem Feingehalt oder gleichem Gewicht waren einander gleichwertig, konnten füreinander stehen, auch wenn die Benennungen unterschiedlich waren. Ebenso könnte es bei *v. Hayeks* virtueller Warenwährung sein: Die Banknote der Bank X kann für die Banknote der Bank Y stehen, solange die Wirtschaftssubjekte darauf vertrauen können, daß die Banken ihre Geldsorten gegenüber einem bestimmten Güterbündel stabilisieren; d. h., wir haben feste Wechselkurse der privaten Geldsorten untereinander, die gemeinschaftlich gegenüber einer mehr oder weniger inflationistischen staatlichen Währung oder gegenüber ausländischen Währungen floaten.

Wir können erwarten, daß sich auf diese Weise einigermaßen geschlossene Währungsräume ergeben. Ich sage bewußt ‚einigermaßen‘, weil diese Währungsräume an den Rändern offen sein werden. In den

<sup>38</sup> H. Timm, Entnationalisierung des Geldes? Einige kritische Bemerkungen zu einem revolutionären Vorschlag, in: P. Bohley und G. Tolkemitt (Hrsg.), Wirtschaftswissenschaft als Grundlage staatlichen Handelns, Heinz Haller zum 65. Geburtstag, Tübingen 1979, S. 542.

<sup>39</sup> F. A. v. Hayek, Entnationalisierung des Geldes, a.a.O., S. 85.

<sup>40</sup> B. Klein, The Competitive Supply of Money, a.a.O., S. 432 ff.

<sup>41</sup> F. A. v. Hayek glaubt, daß die Menschen sich wahrscheinlich auf eine Standard-Auswahl an Großhandelspreisen einigen würden (Entnationalisierung des Geldes, a.a.O., S. 64 f.).

Grenzgebieten werden sich ausländische Banken in das Geschäft der Geldproduktion einschalten. Gehen wir nun davon aus, daß das Prinzip der Bankfreiheit auch im Ausland gilt, so werden in den Grenzgebieten die verschiedenen Währungsräume überlappen. Ist darüber hinaus die wirtschaftliche Struktur der angrenzenden Länder ähnlich, können wir sogar erwarten, daß die Referenzgüterbündel identisch sind. Wenn wir diesen Gedanken weiterspinnen, dann könnte man mit dem Geld der Commerzbank — dem ‚Commerz-Groschen‘ — in Paris ebenso gut wie in Berlin oder Rom zahlen. Ist unser Hypothesengebäude einigermaßen stabil, dann könnten wir das ‚economies of scale‘-Argument sogar für den *v. Hayekschen* Vorschlag ins Feld führen.

## 2. Beseitigung der Wettbewerbssituation durch die Geldproduzenten selbst?

Eine tragende Mauer in unserem Hypothesengebäude ist der Druck in Richtung stabilitätsorientierten Verhaltens der Geldproduzenten durch die aktuelle oder potentielle Konkurrenz. Müssen wir aber nicht — gerade wegen der von *F. A. v. Hayek* unterstellten oligopolistischen Marktform — erwarten, daß die Geldproduzenten sich auf irgendeine Form der Verhaltensabstimmung verständigen werden? Hierbei ist grundsätzlich zwischen zwei Verhaltensweisen zu unterscheiden:

- a) das Verhalten der Geldproduzenten ohne informelle Absprache, eine Situation also, wo über die Reaktionen der Marktteilnehmer Unsicherheit besteht;
- b) das Verhalten der Geldproduzenten bei einer förmlichen Absprache, also der Versuch bewußter gemeinschaftlicher Maximierung des Münzgewinns; hier sind sich die Marktteilnehmer sicher, wie die übrigen Partner auf bestimmte Aktionen reagieren werden.

### a) Barometrische Inflationsführerschaft bei Unsicherheit?

Zunächst zur Analyse des Marktverhaltens unter Unsicherheit. Gegen *v. Hayeks* Annahme eines wettbewerblichen Verhaltens führt Timm ins Feld, daß die Geldproduzenten ihren Münzgewinn steigern könnten, wenn sie dem inflationistischen Kurs einer vorpreschenden Bank folgten und gemeinschaftlich vom Stabilitätspfad abwichen<sup>42</sup>. Eine solche Verhaltensweise würde einer bestimmten preispolitischen Verhaltensweise im Oligopol entsprechen, wonach die Marktteilnehmer auf die Preisan-

---

<sup>42</sup> Vgl.: *H. Timm*, a.a.O., S. 544 ff.

hebung eines Konkurrenten gleichsinnig reagieren, eine Verhaltensweise, die beispielsweise für den Automobil- oder Kraftstoffmarkt typisch ist, und die wir ‚barometrische Preisführerschaft‘ nennen<sup>43</sup>. Da nun in unserem Falle ein vorpreschender Marktteilnehmer in inflationistischer Richtung vom Stabilitätspfad abweicht, könnten wir im Falle der Geldproduktion von einer ‚barometrischen Inflationsführerschaft‘ sprechen.

*Timm* skizziert diesen Vorgang wie folgt<sup>44</sup>: Die Bank A möge ihren Marktanteil durch eine verstärkte Kredittätigkeit auszuweiten versuchen. Als Folge davon werde auf den verschiedenen Märkten vermehrt A-Geld angeboten; die konkurrierenden Banken hielten mehr A-Geld als sonst, da die Kunden der übrigen Banken auf ihre Konten vermehrt A-Geld einzahlten.

Es sind nun nach *Timm* zwei Strategien der übrigen Banken denkbar<sup>45</sup>: Entweder sie bieten überschüssiges A-Geld auf der Umlaufsmittelbörsen an und zwingen dadurch die A-Bank zum Rückzug, die ihre Währung zurückkaufen muß, um nicht einen Kursabschlag gegenüber den übrigen Währungen zu erleiden, oder sie betrachten das Geld der A-Bank als Überschußreserve, die ihnen eine entsprechende Kreditausweitung ermöglicht. Die erste Strategie bezeichnet *Timm* als die Konfliktstrategie, die zweite als die Harmoniestrategie. Er nimmt an, daß sich die Geldproduzenten bei Gültigkeit der Gewinnmaximierungshypothese für die Harmoniestrategie entschließen, also für die Erhöhung des gemeinschaftlichen Münzgewinns auf Kosten der Geldnachfrager. Damit wäre der Tatbestand der ‚barometrischen Inflationsführerschaft‘ gegeben.

Ob jedoch tatsächlich die Geldproduzenten entsprechend der Harmoniestrategie handeln, hängt von der Einschätzung der daraus resultierenden Risiken bei Aktionen unter Unsicherheit ab. Risiken ergeben sich sowohl für die vorpreschende als auch für die nachfolgenden Banken:

---

<sup>43</sup> Sicherlich gibt es zwischen einem „inflationistischen Geleitzug“ und der Preisführerschaft im Oligopol Unterschiede — beispielsweise wenn Tankstellen höhere Einstandspreise für Öl gleichschrittig an die Letztverbraucher weitergeben werden —, doch kommt es uns hier auf die Gleichförmigkeit des Prozesses an. Vgl. zum Prozeß der Preisanpassung die anschauliche Fallstudie bei G. J. Stigler, Die geknickte Oligopol-Nachfragekurve und starre Preise, abgedruckt in: A. E. Ott, Preistheorie (Neue Wissenschaftliche Bibliothek 1), Köln - Berlin 1965, S. 326 - 353, hier besonders S. 342 ff.

<sup>44</sup> H. Timm, a.a.O., S. 544.

<sup>45</sup> H. Timm, a.a.O., S. 545 f.

(1) Muß die vorpreschende A-Bank einkalkulieren, daß die konkurrierenden Banken überschüssiges A-Geld an der Umlaufsmittelbörsen anbieten, so muß sie entweder einen Kursverfall ihrer Währung in Kauf nehmen oder aber vorsorglich entsprechende Mengen an Fremdwährungsreserven zum Ankauf eigener Währung halten. Wenn die A-Bank aber auf Fremdwährungsreserven zurückgreifen kann, so hat sie — um solche Reserven ansammeln zu können —, zuvor einen restriktiven Kurs verfolgen müssen. Die Geldmengenexpansion der A-Bank ist damit kein inflatorisches Vorpreschen, sondern die Kompensation ihrer früheren Restriktionspolitik. Kann sie jedoch zumindest zeitweilige Kursverluste ihrer Währung nicht verhindern, so muß sie erhebliche Abschreibungen auf ihr ‚brand-name capital‘ vornehmen, da das Vertrauen der Geldnachfrager in die Stabilität ihrer Währung erschüttert wurde. Bei Einschlagen der Konfliktstrategie wird die vorpreschende Bank nicht bloß zum Rückzug gezwungen, und es pendeln sich bloß wieder die alten Marktanteile ein, wie Timm vermutet<sup>46</sup>, sondern es sind erhebliche zusätzliche Investitionen in den Bestand an ‚brand-name capital‘ erforderlich, um den ‚status quo ante‘ wiederherzustellen.

(2) Sollte nun doch eine Bank das Risiko eingehen, den Vorreiter im Inflationsprozeß zu spielen, so ist noch nicht sichergestellt, daß die übrigen Banken sämtlich ihrem Beispiel folgen. Es kann für eine einzelne Bank überaus gewinnbringend sein, bei ihrer stabilitätsorientierten Politik zu bleiben und die sich bei ihr ansammelnden Überschußreserven an Fremdwährung auf der Umlaufsmittelbörsen anzubieten. Diese Bank würde auf die Realisierung eines kurzfristigen Münzgewinns zugunsten des Zuwachses an ‚brand-name capital‘ und der langfristigen Erhöhung des Marktanteils verzichten. Dabei läßt sie sich von der Erwartung leiten, daß der daraus resultierende dauerhafte zusätzliche Münzgewinn den kurzfristigen Verlust um ein Mehrfaches übertreffen würde.

Zusammengefaßt lautet die Antikritik: Wenn eine einzelne Bank oder die Banken insgesamt bei Unsicherheit einkalkulieren müssen, daß einzelne Banken an ihrem Wertversprechen festhalten, dann werden sie, um Abschreibungen auf ihr ‚brand-name capital‘ zu vermeiden, ebenfalls bei ihrer stabilitätsorientierten Emissionspolitik bleiben müssen.

---

<sup>46</sup> H. Timm, a.a.O., S. 545.

Wird diese Auffassung untermauert, wenn wir in die *v. Hayek*-Welt die neuere monetäre Wechselkurstheorie<sup>47</sup> — auch Finanzmarkttheorie des Wechselkurses genannt — einbauen? Nach diesem Ansatz bestimmen Zinssdifferenzen und Kapitalströme zwischen verschiedenen Finanzmärkten die Entwicklung der Wechselkurse zumindest auf kurze Sicht: Überproportional starke Geldmengenexpansion eines einzelnen Landes — Zinssenkung für Finanzaktiva — Kapitalabfluß — Abwertung — so lauten die Stationen der monetären Wechselkurstheorie. Gegenläufige Kursentwicklungstendenzen aufgrund steigender Exporte des Landes mit abgewerteter Währung sind zunächst noch nicht wirksam. Dieser Ansatz nun läßt sich gut in *v. Hayeks* Welt der Bankfreiheit einbauen, da wir es hier innerhalb eines bestimmten Währungsraumes ebenfalls mit unterschiedlichen Geldsorten, eigenständigen Emissionspolitiken und damit eigenständigen Zinsniveaus, flexiblen Wechselkursen und keinerlei Konvertibilitätsbeschränkungen zu tun haben; dabei haben wir der Einfachheit halber eine Segmentierung des Finanzmarktes entsprechend der Zahl der umlaufenden Geldsorten unterstellt. Durch den Einbau der Finanzmarkttheorie des Wechselkurses läßt sich auch das Informationsproblem, das sonst einige Schwierigkeiten bereitet, relativ leicht lösen<sup>48</sup>.

Auch in *v. Hayeks* Welt kann eine vorporschende Emissionsbank, unsere A-Bank, eine zusätzliche Geldmenge nur zu sinkenden Zinssätzen am Markt unterbringen. Wegen des niedrigeren Zinsniveaus der Finanzaktiva in A-Währung setzen sofort Zinsarbitragegeschäfte ein, also noch bevor die konkurrierenden Banken über Überschußreserven in der expandierenden Währung verfügen. Die Kapitalbewegungen lassen die Wechselkurse stärker ausschlagen, als es aufgrund des Trends der Wechselkursbewegung, der durch die Entwicklung der Kaufkraftniveaus der jeweiligen Noten bestimmt wird, gerechtfertigt wäre. Dieser ‚overshooting‘-Effekt weckt Erwartungen in Richtung auf eine Aufwertung der A-Währung, so daß diese per Termin mit einem Aufschlag

<sup>47</sup> Zur lehrbuchmäßigen Darstellung der Finanzmarkttheorie des Wechselkurses vgl. E.-M. Claassen, Grundlagen der makroökonomischen Theorie, München 1980, S. 429 ff. und M. Willms, Art. Währung, in: Vahlens Kompendium der Wirtschaftstheorie und Wirtschaftspolitik, Bd. 1, München 1980, S. 211.

<sup>48</sup> Vgl. hierzu: K. Dreyhaupt und U. Siepmann, Privater Wettbewerb im Geldwesen. Überlegungen zu einem Vorschlag von F. A. *v. Hayek*, in: ORDO, Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft, Bd. 29, 1978, S. 147 ff. und R. Gerdung und J. Starbatty, a.a.O., S. 38 ff.

gehandelt wird. Weiter sei angenommen, daß die Zinsarbitrageure nach einer bestimmten Zeitspanne wieder zu ihrer alten Währung zurückkehren wollen. Sie tätigen daher Kurssicherungsgeschäfte, indem sie zum Zeitpunkt der geplanten Rückkehr Währungen der übrigen Emissionsbanken gegen A-Währung verkaufen. Sie verkaufen also A-Währung heute und kaufen sie morgen wieder zurück, so daß die A-Währung per Termin höher bewertet ist. Die Kapitalabflüsse währen so lange, wie die Zinsdifferenz den zu Kurssicherungszwecken notwendigen Swapsatz (Differenz zwischen Termin- und Kassakurs bezogen auf den Kassakurs) übersteigt. Es werden so lange Zinsarbitrage-Geschäfte getätig, bis die Zinsniveaus auf allen Finanzmärkten unter Berücksichtigung der Swapsätze gleich sind — das sog. Zinsparitäten-Theorem.

In den geläufigen Finanzmarktmodellen wird von einer unendlichen Anpassungsgeschwindigkeit bei den Zinsarbitrageprozessen ausgegangen. Diese Annahme mag in der Realität mehr oder weniger gegeben sein; für die *v. Hayek*-Welt gilt mit Sicherheit, daß wegen des engen Informationsverbunds — begünstigt durch räumliche Nähe, Verwendung derselben Sprache, unverändertes sozio-politisches Risiko — die ‚time lags‘ zwischen Zinsniveauänderungen und Kapitalabwanderungen gering sein würden und daß Arbitragebewegungen bereits bei minimalen Zinsdifferenzen einsetzen würden. Im Unterschied zum internationalen Finanzmarktmodell erleiden die Halter von A-Währung nach der stabilitätswidrigen Expansion der A-Währung und nach Abwertung auch im Inland selbst Kaufkraftverluste, die wegen des ‚overshooting‘-Phänomens stärker ausfallen, als es trendmäßig gerechtfertigt wäre. Die Kaufkraft sinkt entsprechend der Abwertung des Kassakurses — korrigiert um den Anteil der Waren am inländischen Güterberg, der in A-Währung gehandelt wird. In den Einzelhandelsgeschäften werden die Preise in A-Währung besonders ausgezeichnet bzw. es erfolgt ein genereller Hinweis: Bei Bezahlung in A-Währung x-% Aufschlag. Dies führt zu zusätzlichen Abwanderungen und entsprechenden Kursausschlägen, so daß sich so etwas wie ein ‚circulus vitiosus‘ einstellen könnte. Die inflationistisch vorpreschende Emissionsbank müßte in der *v. Hayek*-Welt stärkere Kursverluste einkalkulieren als die Zentralbanken im geläufigen Finanzmarktmodell. Die Risiken und der Verlust an ‚brand-name capital‘ wären hoch.

Wir haben unter der Annahme eines segmentierten inländischen Finanzmarktes diskutiert; die erhöhte Geldmenge in A-Währung wirkt sich dann auf das Zinsniveau desjenigen Finanzmarktes aus, auf dem

ausschließlich Finanzaktiva ausgedrückt in A-Währung gehandelt werden.

Es sei nun skizziert, welche Entwicklung sich auf den Finanzmärkten einstellt, wenn es neben den mit den einzelnen Währungen verbundenen Finanzmärkten auch einen gemeinschaftlichen Finanzmarkt gibt, wo Finanzaktiva gegen alle umlaufenden Währungen gehandelt werden. Wir unterstellen, daß dieser Finanzmarkt von überragender Bedeutung ist und ein entsprechend großer Anteil der inflationistisch ausgeweiteten A-Währung zum Kauf von Finanzaktiva auf diesem Markt verwendet wird. Dann würde nicht nur der Kurswert der ausschließlich in A-Währung gehandelten Finanzaktiva, sondern auch der der gemeinschaftlichen Finanzaktiva steigen, so daß sich die Zinsniveaus auf beiden Märkten zu gleichen Teilen zurückbilden würden. Die Geldmengenexpansion der A-Währung würde daher keine isolierten Zinseffekte auslösen und die sonst induzierten Kapital- und Wechselkursbewegungen blieben aus — zunächst wenigstens; denn wir müssen den Strom der zusätzlichen A-Währung weiterverfolgen. Sie wird nun von den Verkäufern der Finanzaktiva — Banken, Versicherungen, „Kulisse“ und privates Publikum — gehalten. Der Kurswert der A-Währung hängt damit vom Verhalten dieser Wertpapierverkäufer ab; diese stellen fest, daß sie mehr A-Währung als sonst halten und substituieren sie durch verstärkte Nachfrage nach B-, C-Währung. Daher würde die A-Währung abgewertet. Dies würde andere Halter von A-Währung aufmerksam werden lassen. Deren Verhalten hinge davon ab, welche Kursentwicklung sie für die A-Währung in absehbarer Zeit erwarten. Rechnen sie mit einer baldigen Erholung der A-Währung, so wird deren Kurs alsbald wieder anziehen und der Kurseinbruch wäre bloß kurzfristiger Natur; würden sie dagegen vom Kursverlust der A-Währung auf eine inflationistische Goldmengenexpansion schließen, so könnten sie geneigt sein, ebenfalls A-Währung abzustoßen, um zukünftigen Verlusten vorzukommen.

Die zweite Variante scheint die wahrscheinlichere zu sein. Neben Finanzaktiva werden auf den Börsen hauptsächlich Informationen gehandelt. Bei den Teilnehmern am Börsenspiel haben wir es mit professionellen Anlegern zu tun, die die Erhöhung ihres Spieleinsatzes den Informationsvorteilen verdanken, die sie aus ständiger Beobachtung der Kursentwicklung und der Emissionspolitiken der einzelnen Banken gewinnen. Bei einem gewachsenen Angebot an A-Währung werden sie aufmerken und den Ursachen auf den Grund gehen. Daher können wir

mit einiger Wahrscheinlichkeit annehmen, daß die ‚time lags‘ zwischen Geldmengenausweitung in A-Währung und Abwertung ziemlich kurz sind. Daraus folgern wir: Auch wenn wir die vereinfachende Annahme der Segmentierung des nationalen Finanzmarktes aufheben, brauchen wir die unter dieser Annahme abgeleiteten Ergebnisse nicht grundsätzlich zu modifizieren.

Bei Einbau der monetären Wechselkurstheorie in v. Hayeks Welt der Bankfreiheit wird unsere Schlußfolgerung, daß bei Unsicherheit schwerlich eine Bank das Risiko des ‚Inflationsführers‘ übernehmen wolle, bestätigt.

**b) Zu den Erfolgsaussichten  
kollektiver Maximierung des Münzgewinns**

Könnten sich nun die Banken nicht zu einer gemeinschaftlichen Maximierung des Münzgewinns entschließen, indem sie die Unsicherheit über die Reaktionen der Konkurrenten durch verbindliche Absprachen beseitigen? Wir können die Erfolgsaussichten einer solchen Strategie auf einer theoretischen und auf einer institutionellen Ebene diskutieren.

Die Funktionsfähigkeit eines Kartells hängt von der Beschaffenheit des Produktes, von der Zahl der Anbieter und der Offenheit der Märkte ab. Bei den Geldsorten handelt es sich um homogene Güter — bei Stabilisierung der jeweiligen Währung gegenüber einem identischen Güterbündel —, bei der Marktform um die eines Oligopols, und die Marktzutrittsschranken scheinen außerordentlich hoch, wenn wir an die kostspieligen und langwierigen Investitionen in ‚brand-name capital‘ denken<sup>49</sup>.

Sind aber die Marktzutrittsschranken tatsächlich so hoch? Erinnern wir uns an unser Hypothesengebäude. Wir haben festgehalten, daß wir an den nationalen Grenzen überlappende Währungsräume vorfänden, daß einzelne nationale Banken über die Grenzen ihres angestammten Gebietes hinauswüachsen. Dort, wo sich die Währungsräume überschnitten, müßten die Kartellmitglieder mit Abwanderungen rechnen. Wenn die Geldmengenexpansion der Kartellmitglieder merklich rascher voran-

---

<sup>49</sup> W. Stützel beschreibt die Ausgangsposition für einen potentiellen Konkurrenten wie folgt: „Er befindet sich nicht so sehr in der Situation eines Damenstrumpffabrikanten, sondern eher in der einer Gesellschaft, die ein neues Energieversorgungsnetz anbietet, oder gar der einer privaten Schule, die glaubt, ein profitables Geschäft zu machen, wenn sie eine praktischere Sprache anbietet.“ W. Stützel, Who Should Issue Money? Private Instead of Public Institutions! Papier der Mont-Pèlerin-Society vorgelegt, 15. 4. 1977, unveröffentlicht, S. 11, eigene Übersetzung.

schritte als die der ausländischen Banken, müßten sie wegen der Zinsdifferenzen mit starken Kapitalabflüssen und Wechselkurseinbrüchen gegenüber den Geldsorten ausländischer Emissionsbanken rechnen. Die ausländischen Banken könnten durch den Ausbau ihres Filialnetzes in die Märkte der traditionellen Banken einbrechen. Sie könnten sogar auf Investitionen in den Aufbau des ‚good will‘ verzichten, der ‚bad will‘ der Kartellmitglieder wäre ihre beste Empfehlung.

Was aber, wenn der Markt doch geschlossen sein sollte? Die Vermutung, daß die Geldproduzenten sich auf Gebietsschutzabkommen verständigen könnten, kann leicht widerlegt werden, da sich diese nur bei standortgebundener und transportkostenintensiver Produktion organisieren lassen. Andere wettbewerbsausschließende Formen der Zusammenarbeit könnte das Kartellamt untersagen<sup>50</sup>. Zwar ist dies ein Schritt aus *v. Hayeks* Welt hinaus, da er kein Freund einer kartellrechtlichen Absicherung des Wettbewerbs ist, doch ist diese Annahme durchaus systemkonform. Wir dürfen annehmen, daß das beispielsweise in der Bundesrepublik Deutschland bestehende Kartellamt wettbewerbsausschließenden Praktiken im Bankensektor einen Riegel vorschieben würde.

Woran ließe sich aber eine Strategie der kollektiven Münzgewinnmaximierung erkennen? Die Kartellmitglieder müßten gemeinschaftlich vom Stabilitätspfad abweichen, um zinsinduzierte Kapitalbewegungen und daraus resultierende Wechselkursbewegungen und Kundenabwanderungen zu verhindern. An der Realisierung einer überall gleichen Expansions- und Inflationsrate ließe sich dann aber auch ein abgestimmtes Verhalten nachweisen.

Die Maxime — „freedom of banking is freedom of swindling“<sup>51</sup> — wäre wegen der potentiellen Konkurrenz ausländischer Banken und wegen der öffentlichen Nachrede, wenn ein Bußgeldverfahren beim Bundeskartellamt anhängig wäre, ein gefährlicher Ratgeber. *F. A. v. Hayek* vermutet selbst, daß das Recht auf freie Notenemission in der politischen und öffentlichen Diskussion umstritten sein würde und deswegen besonders gefährdet sei<sup>52</sup>. Daher würden die Notenemittenten aus ihrem eigenen Interesse auch den Anschein eines abgestimmtes

<sup>50</sup> In diesem Sinne: *K. Dreyhaupt* und *U. Siepmann*, a.a.O., S. 155.

<sup>51</sup> Dies war der Schlachtruf der Gegner des Banking-Prinzips in der Currency-Banking-Kontroverse. Vgl. hierzu: *Ch. Rist*, Geschichte der Geld- und Kredittheorien, Bern 1947, S. 199.

<sup>52</sup> *F. A. v. Hayek*, Entnationalisierung des Geldes, a.a.O., S. 84 f. und S. 120.

Verhaltens zu vermeiden wissen. Insgesamt spricht also viel dafür, daß man auf die tragende Mauer in *v. Hayeks* Hypothesengebäude, die Annahme der Stabilität der Wettbewerbssituation, ‚bauen‘ kann.

## V. Der Utopie-Vorwurf sollte nicht schrecken!

Man mag einwenden: So faszinierend ein Ausflug in *v. Hayeks* Welt der Bankfreiheit auch sein mag, verschwenden wir nicht unsere Zeit mit einem Vorschlag, der allgemein als utopisch gilt? Wie sagte ein Rezensent: „Praktischen Menschen müsse *v. Hayeks* allzu fortschrittliches Währungssystem so vorkommen, als ob es im Wolkenkuckucksland angesiedelt sei<sup>53</sup>.“ Doch sollte sich niemand durch den Utopie-Vorwurf allein erschrecken lassen. Man ist mit diesem Vorwurf leicht bei der Hand, wenn es gilt, eine mißliebige, unbequeme oder oft auch bloß ungewohnte Idee zu etikettieren. Der eine oder andere mag noch im Ohr haben, daß führende Vertreter der Deutschen Bundesbank vor der Freigabe der Wechselkurse im März 1973 ein gemeinschaftliches Floating von EG-Partnern als Alternative zu einzelstaatlichen Devisenkontrollen für Utopie oder Illusion gehalten haben<sup>54</sup>. Auf jeden Fall sollte der Utopie-Vorwurf niemanden davon abhalten, über neue Ideen zur Inflationsbekämpfung nachzudenken; denn — wie bereits gesagt — die soziale Innovationsrate auf diesem Gebiete ist nicht gerade hoch.

## Zusammenfassung

### Zur Umkehrung des Greshamschen Gesetzes bei Entnationalisierung des Geldes

*F. A. v. Hayek* hat — ausgehend von der Pervertierbarkeit der Monopolwährung — vorgeschlagen, daß auch private Banken Geld emittieren dürfen; er erwartete, daß der Konkurrenzmechanismus qualitativ schlechtes (inflationistisches) Geld ausscheide (*Anti-Greshamsches Gesetz*). Im dogmenhistori-

---

<sup>53</sup> John Porteous, Money, Money, Money, in: *New Statesman*, 14. 1. 1977, eigene Übersetzung. — Jedoch darf man Porteous' folgenden Satz nicht überlesen: „Yet perhaps it is the practical men who are in cloud cuckoo land, believing that the world's present monetary arrangements can last for more than another generation.“

<sup>54</sup> Vgl. die Feststellung des Vizepräsidenten der Deutschen Bundesbank, O. Emminger, aus dem Jahre 1972 zu den Chancen eines gemeinschaftlichen Floating der EG-Mitgliedsländer: „Illusion“. (Auftrag und Stellung der Bundesbank. Vortrag anlässlich der Richterwoche des Bundessozialgerichts in Kassel, 27. Oktober 1972, abgedruckt in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 80 vom 30. Oktober 1972.)

schen Teil dieses Aufsatzes wird herausgearbeitet: Schon *Nicolaus Oresmius* hat das Phänomen des *Greshamschen Gesetzes*, daß bei unterschiedlichem Warenwert von Geldsorten, aber gleichem Nennwert das bessere Geld aus dem Umlauf verschwindet, beschrieben; darüber hinaus hat er aber die wichtigere Entdeckung gemacht, daß der internationale Handel in einer minderwertig gewordenen Währung zurückgeht. Im theoretischen Teil wird die These der „barometrischen Inflationsführerschaft“ bei oligopolistisch strukturierter Geldproduktion geprüft. Es wird argumentiert, daß bei Unsicherheit wegen der enormen Abstriche am Vertrauenskapital bzw. wegen der hohen Gewinne bei Wahrung einer hohen Produktqualität weder ein inflationistisches Vorpreschen einer einzelnen Emissionsbank noch ein inflationistischer Geleitzug wahrscheinlich sind. Diese Auffassung wird bei Einbau der Finanzmarkttheorie des Wechselkurses in *von Hayeks Welt der Bankfreiheit* bestätigt.

### Summary

#### On the Reversal of Gresham's Law in the Case of Denationalization of Money

Proceeding from the pervertibility of a monopoly currency, *F. A. von Hayek* has proposed that private banks, too, should be permitted to issue money; he anticipates that the competition mechanism would drive out qualitatively bad (inflationary) money (*anti-Gresham law*). The section of this article dealing with doctrinal history adduces evidence that even *Nicolas Oresmius* described the phenomenon of *Gresham's Law*, i. e. where forms of money have different commodity values but the same nominal value, the better money will disappear from circulation; furthermore, he also made the more important discovery that international trade in an inferior currency declines. The theoretical part examines the thesis of “barometric inflation leadership” in the case of oligopolistically structured money production. It is argued that where uncertainty prevails on account of the enormous depreciation of the capital in which trust is placed or on account of the high gains where a high product quality is maintained, neither inflationary vanguard action on the part of an individual issuing bank nor inflationary action in convoy is probable. This view is confirmed on incorporating the financial market theory of the exchange rate in *von Hayek's world of bank freedom*.

### Résumé

#### Vers l'inversion de la loi de Gresham en raison de la dénationalisation de la monnaie

En accusant de vulnérabilité à la perversion la monnaie-monopole, *F. A. von Hayek* a proposé que les banques privées soient également admises à émettre de la monnaie; il escomptait au plan qualitatif du mécanisme de la concurrence qu'il chasse la monnaie mauvaise ou inflationniste (*loi anti-Gresham*). Dans la partie dogmato-historique de la présente étude, l'on

établit que *Nicolas Oresmius* avait déjà en son temps décrit le phénomène de la loi de *Gresham*, à savoir que lorsque se concurrencent plusieurs monnaies de valeurs réelles différentes, bien que de valeurs faciales identiques, la meilleure monnaie disparaît de la circulation; mais il a surtout fait la découverte plus importante que le commerce international liquidé en une monnaie dépréciée se réduit. Dans la partie théorique de l'étude, l'auteur examine la thèse du "leadership barométrique de l'inflation" dans une production monétaire structurée en oligopole. L'on argumente que dans la précarité causée par l'énorme baisse du capital confiance ou par les bénéfices élevés engendrés par la sauvegarde d'une qualité supérieure de production, la ruée prématurée inflationniste d'une banque d'émission isolée comme des mesures inflatoires d'accompagnement semblent bien improbables. Cette conception est confirmée par l'incorporation de la théorie du marché financier des taux de change dans le monde de la liberté bancaire de *von Hayek*.