

22.–24.10.2025 Adorno
Vorlesungen

Katharina Pistor In guter Verfassung? Zur Neuordnung des Geldwesens

Columbia Law School, New York

- 22.10. Das Wesen des Geldes
- 23.10. Geldverfassung
der Gegenwart
- 24.10. Neuordnung
des Geldwesens

ifs.uni-frankfurt.de

Goethe-Universität Frankfurt am Main
Campus Bockenheim, Hörsaal IV
Immer 18.30 – 20.30 Uhr

IfS
Saurkamp

Ein Kooperationsprojekt, initiiert von
Bausanierung in Zusammenarbeit
mit dem Flusscamp e.V.

I. Die Geldverfassung der Gegenwart

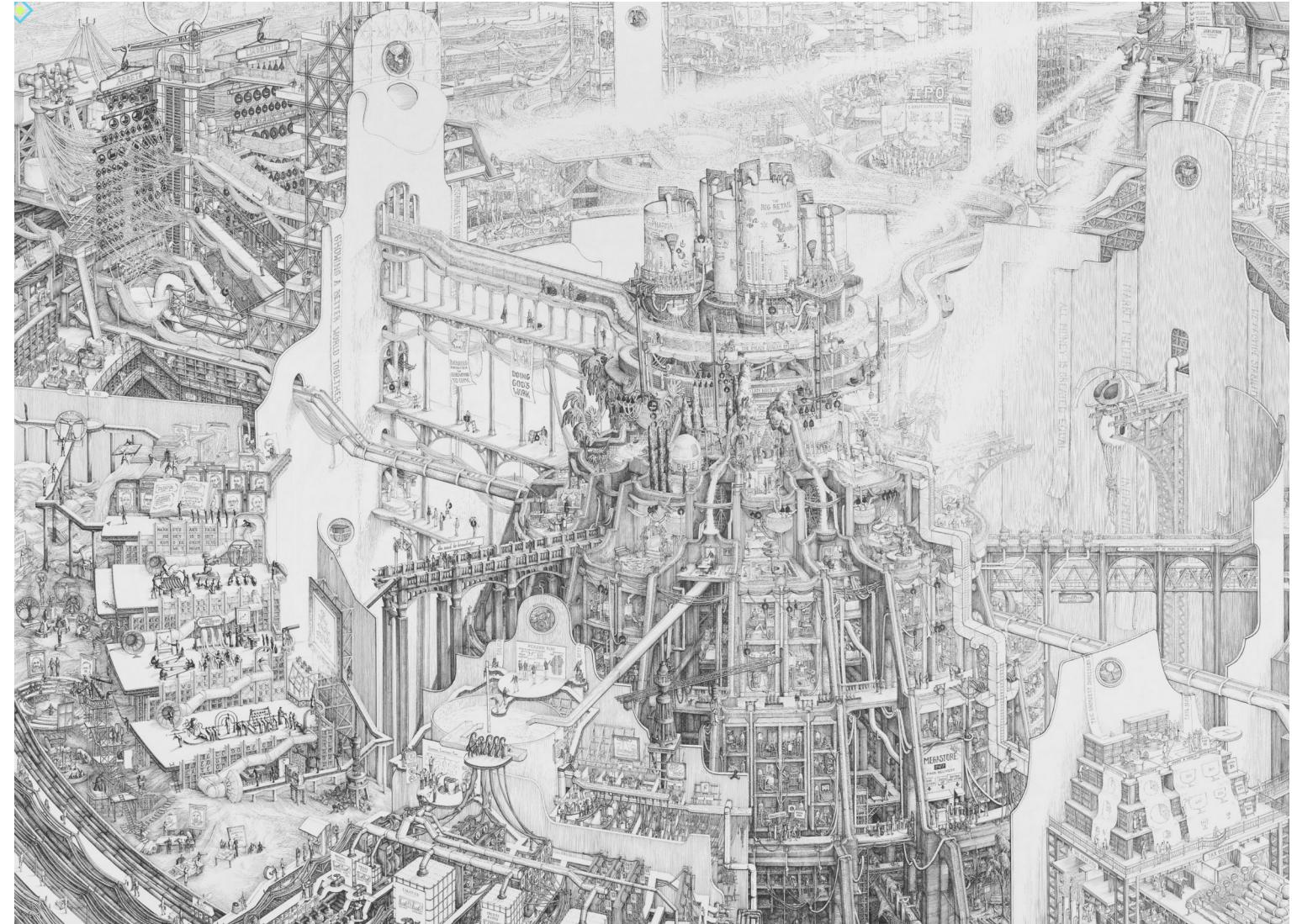
Zusammenfassung: Vorlesung I

- Geld ist ein relationales Gut
 - Es entsteht nicht allein durch Emission, sondern bedarf der Akzeptanz und der sozialen Deckung, um als Geld tauglich zu sein
 - Welcher Art die Geld-Verhältnisse sein sollten, ist nicht lediglich eine ökonomische oder juristische, sondern eine politische Frage
- Das Wesen des heutigen Geldes
 - Geld ist mit Hilfe juristischen und buchhalterischen Kniffs überwiegend als privates Kreditgeld institutionalisiert
 - Staatliches Geld dient als Wertmesser und Wertaufbewahrungsmittel
 - Es ist rechtlich gesehen ein soziales Gut *sui generis*
 - Buchgeld ist nicht Kredit, sondern wird dazu durch buchhalterische und rechtliche Konstruktionen

The Waterworks of Money

Carlijn Kingma et al.

<https://www.waterworksofmoney.com/>



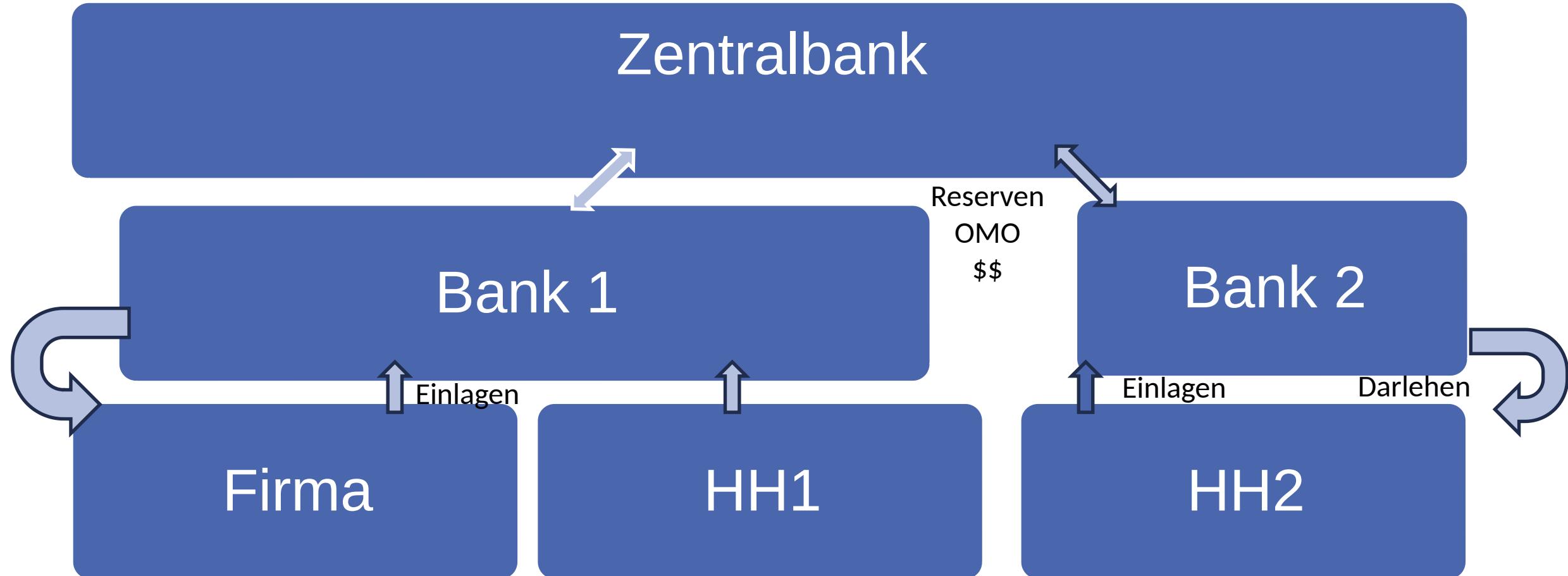
Thesen zur Geldverfassung

- In einer auf Kredit basierten Geldverfassung ist Liquidität die operative Logik
 - Für wen? Zu welchem Zweck?
- Die Expansion und Kontraktion von Liquidität erfolgt national und international durch das Zusammenspiel von
 - Staatsschulden
 - Staatlichem Geld
 - Privatem Geld
- Dieses System entzieht sich politischer Kontrolle, von der sein Überlegen abhängt
 - Expansion wird von privaten Akteuren vorangetrieben
 - Öffentliche Schuldenmanager und Zentralbanken sind überwiegend reaktiv

Wesentliche Punkte

- Die Organisation des Geldes
- Liquidität
- Das Liquiditätsdreieck
- Das globale Geldwesen
- Schlussthesen

Die Organisation des Geldes



Hierarchie



Analyse

- Staatsanleihen außer Acht gelassen
- Kreditinnovation außerhalb regulierter Banken nicht erfasst
- Dito die globale Verflechtung
 - Beziehungen der Zentralbanken zueinander
 - Ausblendung der Peripherie von diesem Netzwerk
- **Liquidität?**
 - Wie entsteht sie und warum ist sie volatil?

LIQUIDITÄT

Was ist Liquidität?

- Abnahme mit Werterhalt (*no haircuts!*)
 - Standardisierung und Handelbarkeit von Vermögenswerten
 - Notwendige aber nicht hinreichende Bedingung
- Gegenwert der Abnahmegarantie in letzter Instanz: staatliches Geld (\$, €, £, ¥, RMB)
 - Monetarisierung privater und öffentlicher Schulden
- Motor der Liquiditätsexpansion
 - Private Kredit-innovation (SA als wichtige aber nicht einzige KS)
 - Liquiditätsprovision durch Zentralbanken
 - Jenseits geregeltem Liquiditätsmanagement (Reserven)

Fragilität

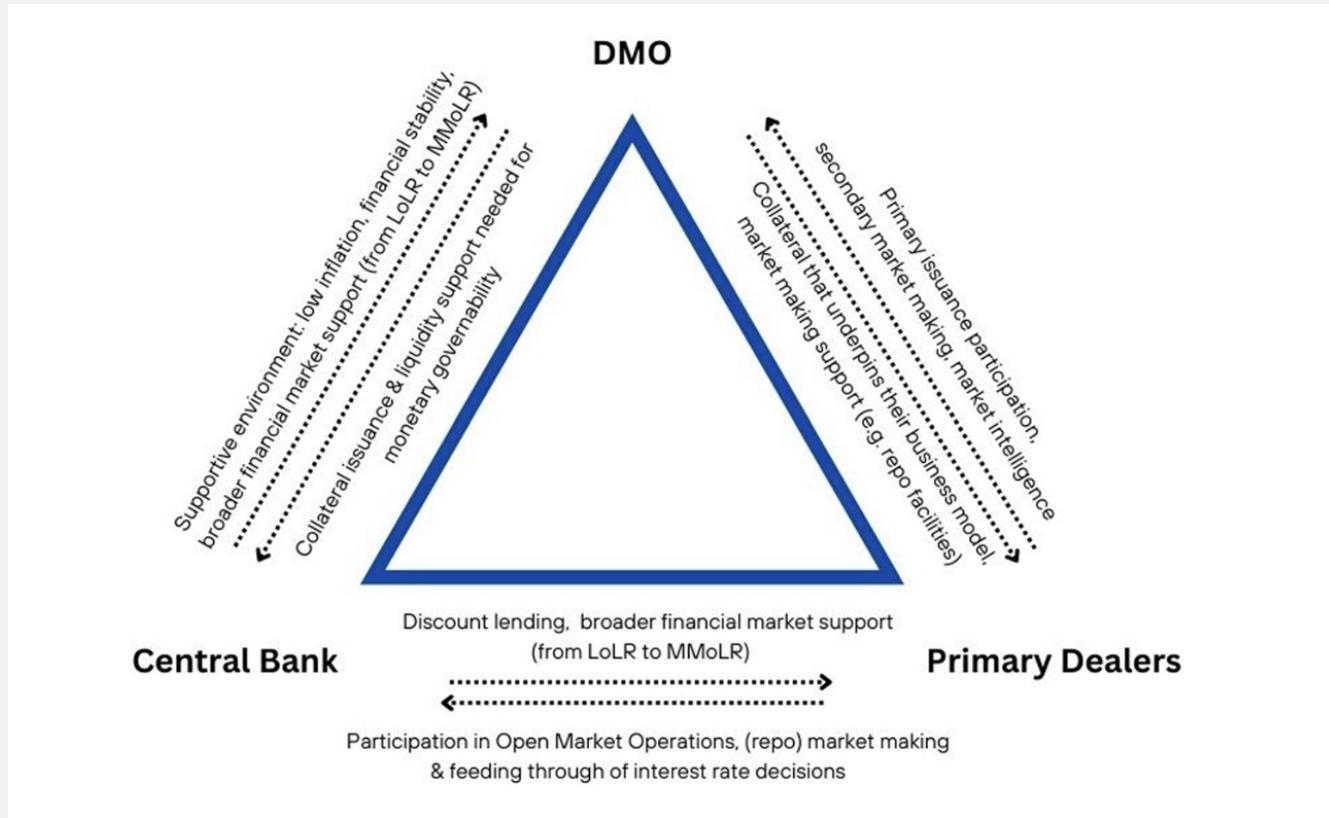
- Privates Kreditgeld ist inhärent fragil (Minsky)
 - Mehr Versprechen als Ressourcen, um diese einzulösen
 - Wettbewerb fördert Risikobereitschaft der Gläubiger
 - *Hedge Finance – Speculative Finance – Ponzi Finance*
- Besichertes Kreditgeld ist nur so sicher wie der realisierbare Wert der Sicherheit
 - „Sudden Stop“ wenn diese Ungewissheit zu groß wird
 - „run on assets“ (Gorton & Metrick)
- Liquidität der letzten Instanz
 - Zentralbanken
 - Liquiditätsprovision ohne Rechtsanspruch

Liquidität & Ungewissheit

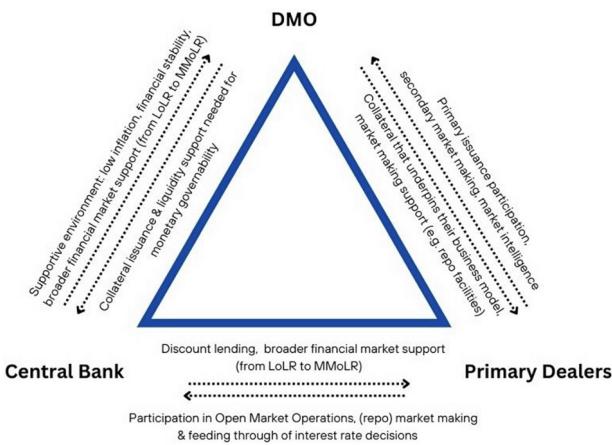
- Fundamentale Ungewissheit (Knight, Keynes) ist nicht Risiko
 - Keine Erfahrungswerte
 - Zukunft ≠ Vergangenheit
 - Risikokalkulation(Wahrscheinlichkeitsrechnung) unmöglich
- Ohne fundamentale Ungewissheit bräuchte es keinen Liquiditätsschutz
- Bei unbegrenzter Liquidität ist fundamentale Ungewissheit keine wirkliche Gefahr
- Liquiditätsschutz verlagert die Kosten eines fragilen Systems mit fundamentaler Ungewissheit auf die Allgemeinheit

DAS LIQUIDITÄTS- DREIECK

Collateral Triangle



Bilaterale Beziehungen im CT



Zentralbank - DMO

CB/DMO: Preisstabilität; Stabilität des Finanzwesens; LOLR, MMOLR

DMO/CB: Emission von Staatschulden als Kreditsicherheit; Liquidität

DMO- Primary Dealers

DMO/PD: Emission von Staatsschulden als Kreditsicherheit; *Marketmaking* in Sekundärmärkten (einschließlich Repo facilities)

PD/DMO: Teilnahme and Primärmärkte, Marketmaking in Sekundärmärkten

Primary Dealers - Zentralbanken

PD/CB: Teilnahme in Open Market Operations; Marketmaking in Repos; Weitergabe der Zinspolitik der CB

CB/PDÖ (diskontierte) Geldkredite; Unterstützung und Stabilisierung der Märkte

WIN-WIN-WIN (?)

CB

Kontrolle über den
Transmissions-
mechanismus der
Gelpolitik
EZB: Collateral
Guidelines

DMO

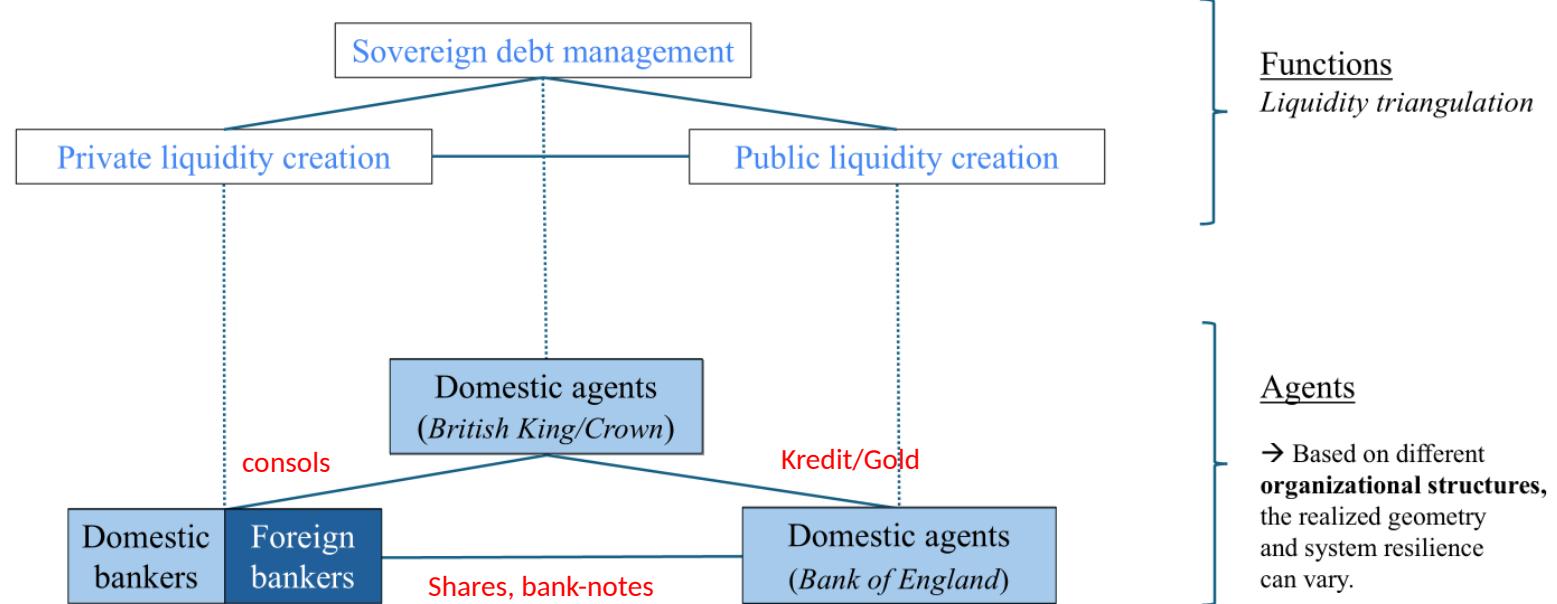
Liquidität der SA
Geringere Kosten der
Staatsverschuldung
Anreize für
internationale
Investoren
Investition liquider
Mittel

PD

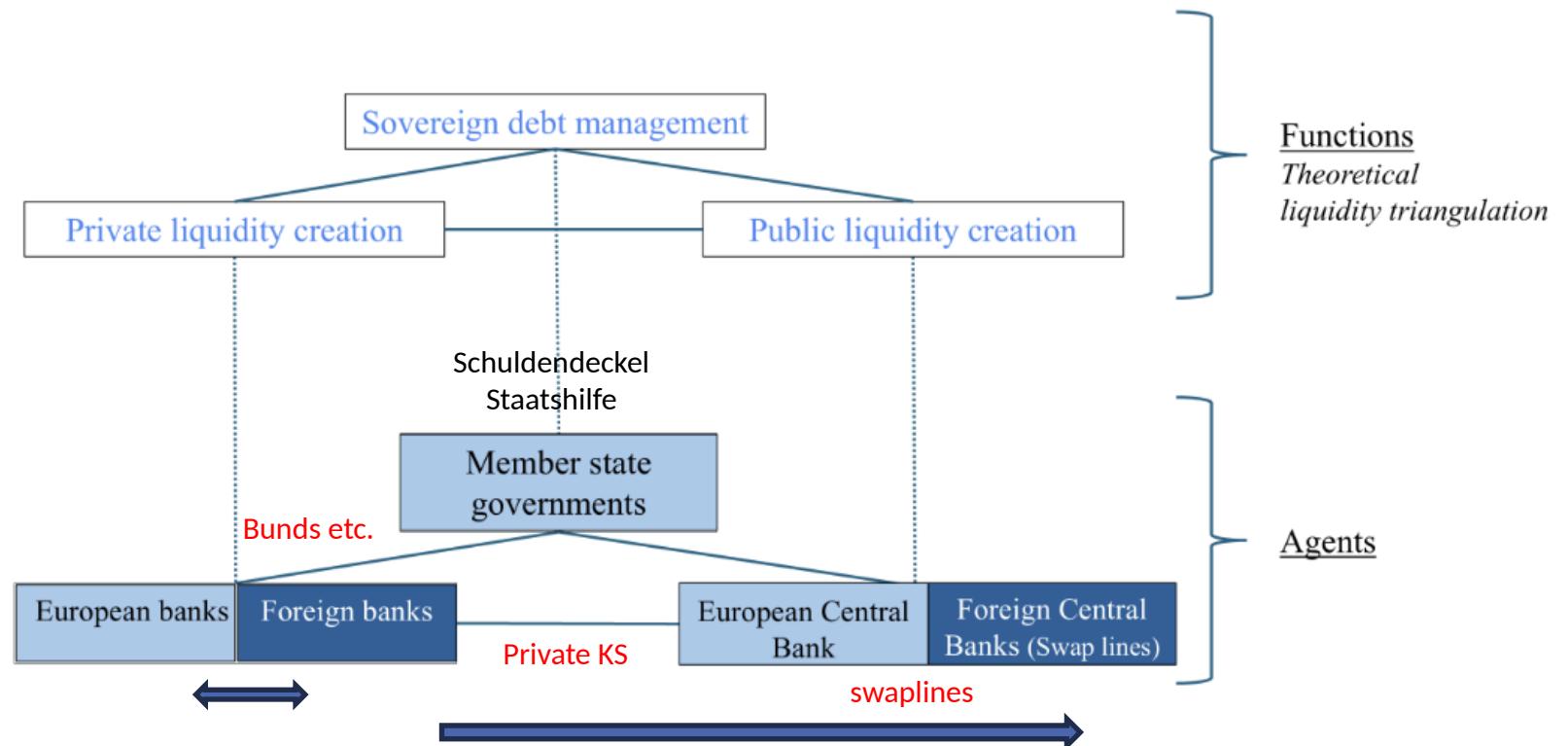
Marktmacherfunktion
Mittler zwischen
Geldpolitik &
Marktstruktur
Ausbau
infrastruktureller Macht
über CB und DMO

The Bank of England

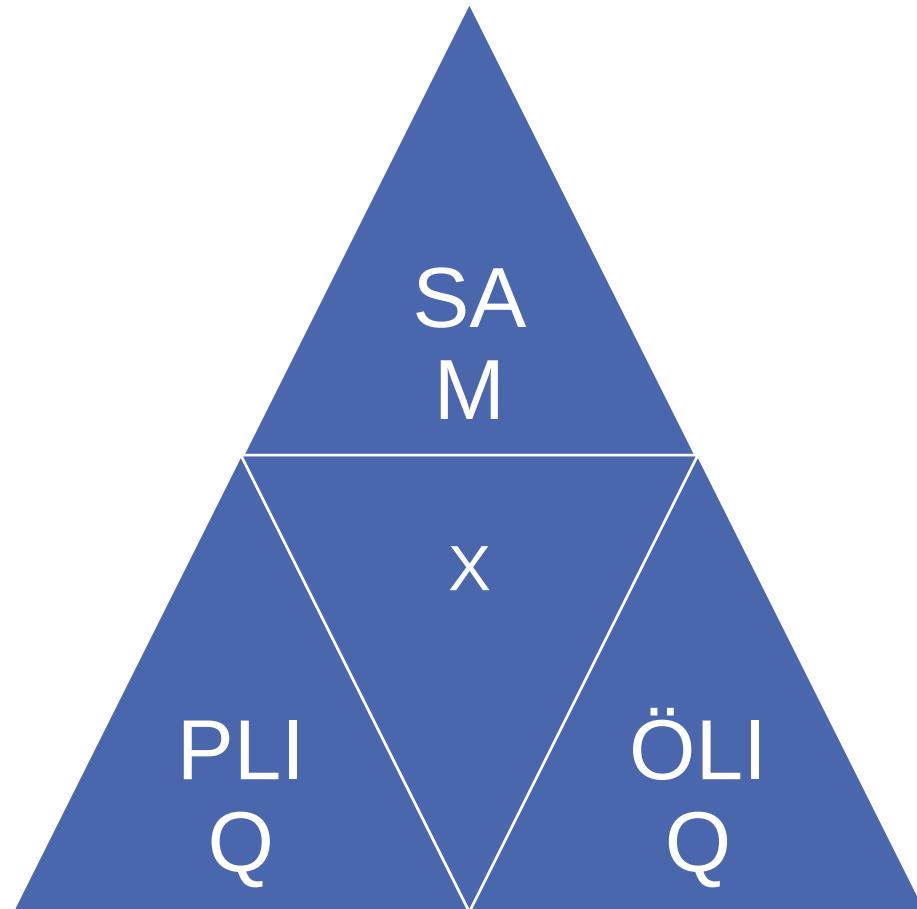
1694



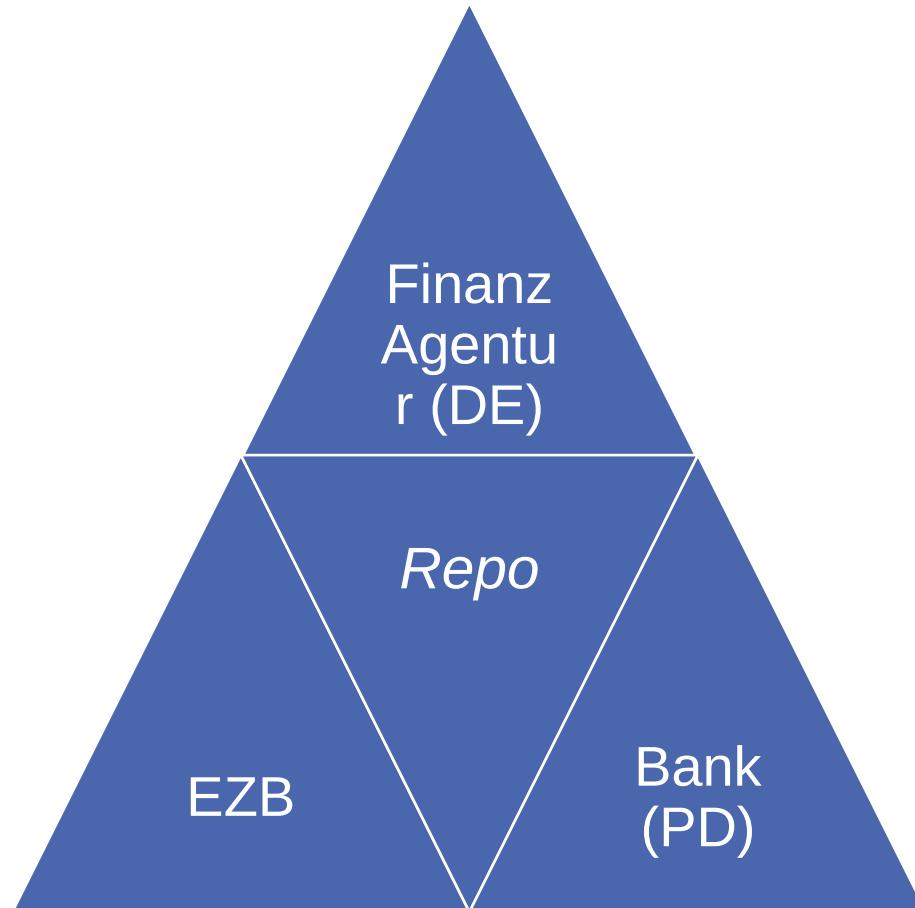
Eurozone



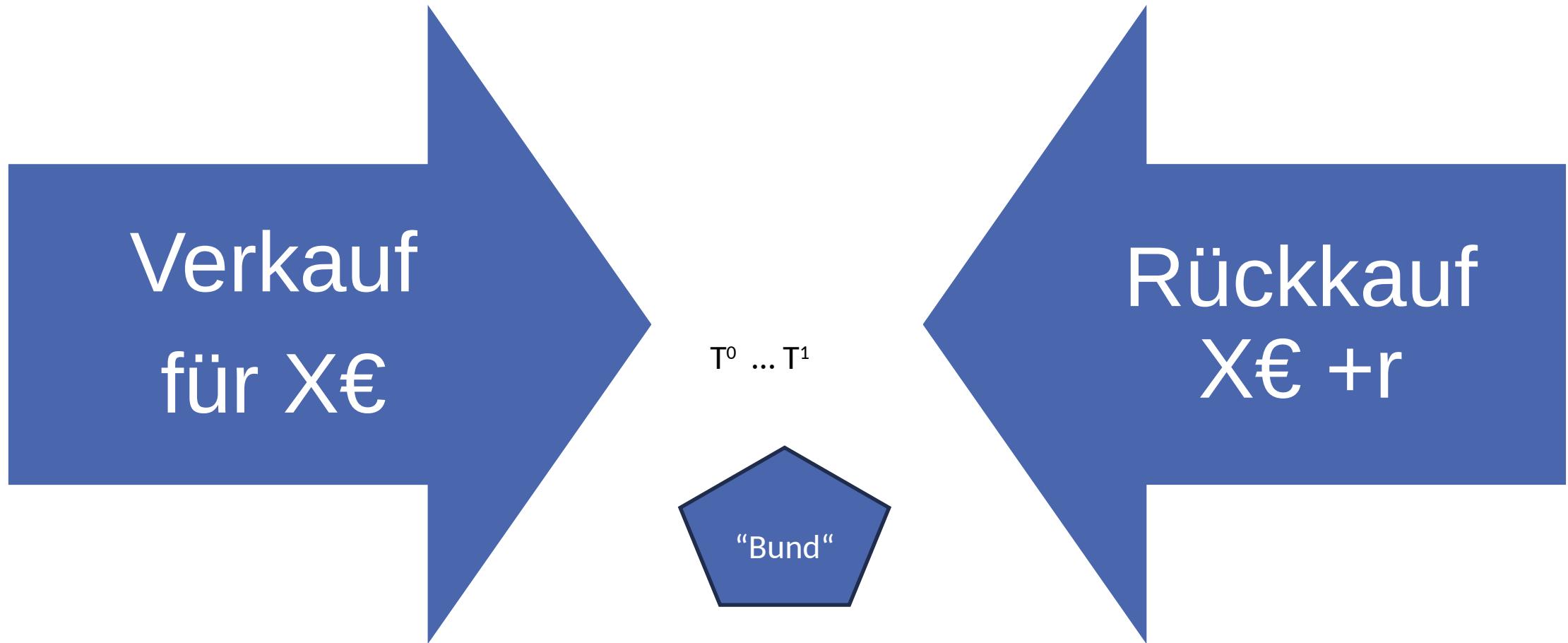
Liquiditätsdreieck



Markt-infrastruktur



Repo-Transaktion





Kurzfristige
Liquiditätsbeschaffung

Kurzfristige Investition
liquider Mittel

Risikodiversifizierung
durch Hedging

Liquiditätsexpansion
durch Re-
hypothesization

Rechtliche privilegierung von REPOS

- USA: Seit 1984 Repos mit *Treasuries* vom Vollstreckungsaufschub im Konkursverfahren befreit sind
 - Liquiditätsgarantie auf Kosten anderer Gläubiger
 - 2005 auf private Repos und Derivative ausgeweitet
- *Internationale Swap und Derivate Association (ISDA)* hat für “safe harbors” in 32 Ländern gesorgt
 - EU: Collateral Directive (2002)
- Nach der GFC
 - Kompromiss: 48 Stunden Stillstand

Future Tax	Treasury Bonds
TGA	

Treasury

Treasury Bonds	Reserves
TGA	

Central Bank

Repo	
Securities	Deposits
Reserves	Net Worth

Traditional Bank

Treasury Bonds	Repo
	Net Worth

Shadow Bank

Repo	Repo
------	------

Dealer

Repo	
Deposits	Future Tax
	Net Worth

Household

Repos im finanzsystem (US)

Warengeld in neuem Gewande

- Rückkaufanspruch bei Repos ist durch „sichere“ Finanzinstrumente gedeckt
- KS können privat produziert werden und tragen Hilfe der rechtlichen Privilegierung zur Kreditvermehrung beitragen
 - Verbrieft Wertpapiere (ABS, MBS)
 - Derivate (CDO, CDS, CLO)
 - Stable Coins (Cryptos + staatliche Währung und SA)
- Gemeinsam ist ihnen die Notierung in Geld (Wertmessung) sowie das darin implizierte Versprechung der Konvertierbarkeit in Geld (Wertaufbewahrung)
 - Mit der Deckung der Zentralbanken erhalten sie einen ähnlichen Status wie Buchgeld
 - *Schattengeld*

Liquidität als Systemzweck

- Infrastrukturelle Verflechtung des internationalen Geldwesens
 - Mann, 1983; Braun, 2020; Rommerskirchen & von der Heide, 2023
- Infrastrukturelle Macht des privaten Geldwesens
 - **Liquiditätserhaltung um jeden Preis**
 - Notwendigkeit der Stützung von Banken und Nichtbanken in Krisenzeiten
 - Bereitstellung von KS und Reserven für Kreditgelder aller Art (*new normal*)
 - Repo-Facilities
 - Reserven für Cryptowährungen

DAS GLOBALE GELDWESEN

Das Globale Geldwesen

- Interne Geldhierarchie setzt sich global als Währungshierarchie fort
- Nicht alle Währungen sind gleich
- Dollar ist (noch) die globale Reservewährung
 - Dominiert Handel und Finanzwesen
 - Dollarliquidität ist Voraussetzung für Schuldenbegleichung
 - Private & öffentliche Schuldner
- Zugang zu Liquidität in Fremdwährung durch Swaplines der Zentralbanken
 - Nicht alle Zentralbanken haben (direkten) Zugang zum Dollar
 - “Where is my swap line“ ? (Brad Setser, 2008)

Währungs - Matrix

Actions •

Basket Majors • Last Price Rate Spot Date 09/15/2013

Source BGN • % Change • Outrights • Points

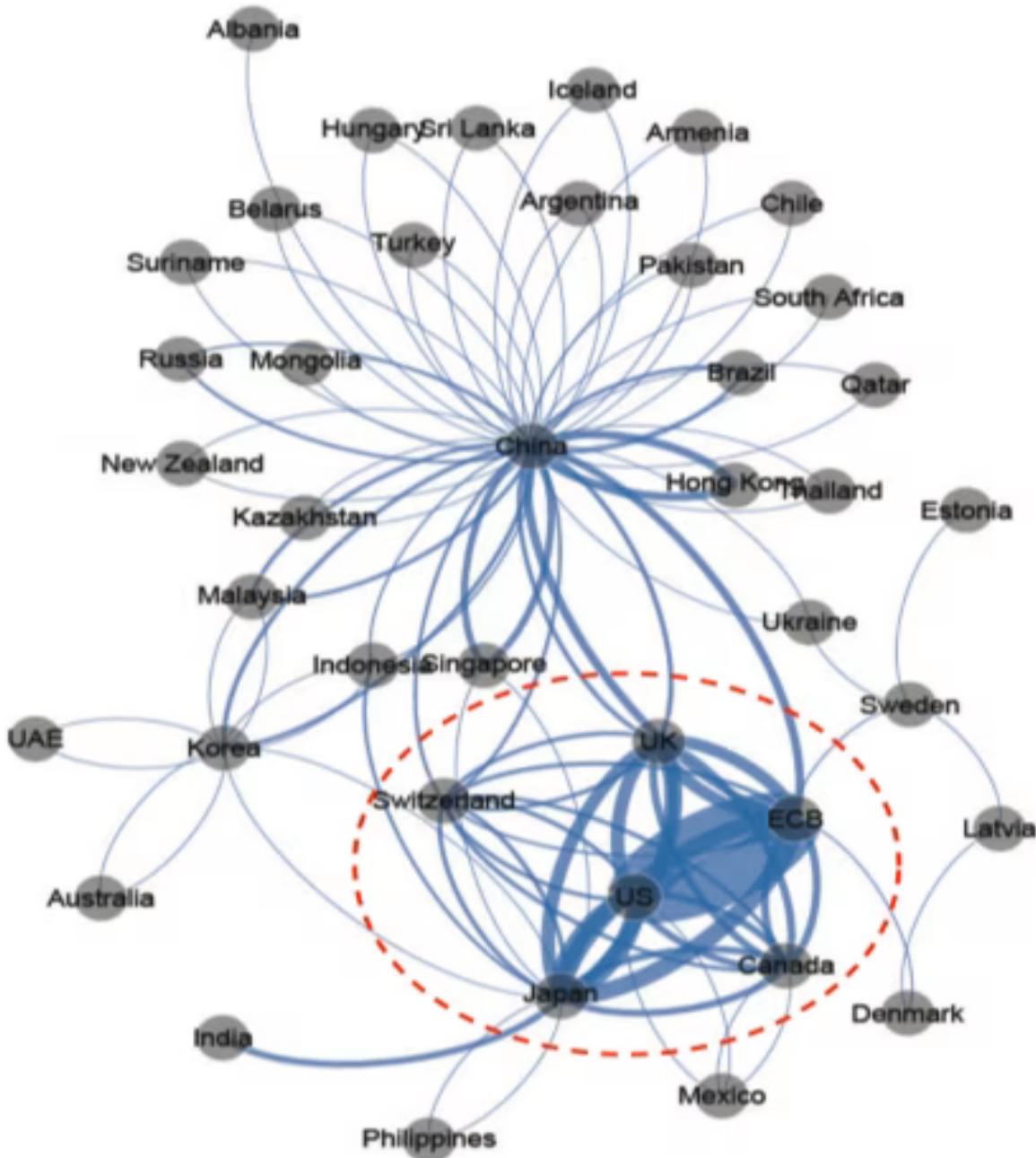
10) Spot 11) Forward 12) Fixing Heat Map

	USD	EUR	JPY	GBP	CHF	CAD	AUD	NZD	HKD	NOK	SEK
SEK	6.5587	8.7192	.06600	10.413	7.0548	6.3363	6.0635	5.3329	.84580	1.1058	-
NOK	5.9314	7.8852	.05969	9.4167	6.3800	5.7303	5.4836	4.8228	.76490	-	.90435
HKD	7.7544	10.309	.07803	12.311	8.3410	7.4915	7.1690	6.3051	-	1.3074	1.1823
NZD	1.2299	1.6350	.01238	1.9525	1.3229	1.1882	1.1370	-	.15860	.20735	.18752
AUD	1.0817	1.4380	.01088	1.7173	1.1635	1.0450	-	.87950	.13949	.18236	.16492
CAD	1.0351	1.3761	.01042	1.6433	1.1134	-	.95695	.84164	.13348	.17451	.15782
CHF	.92968	1.2359	.00936	1.4760	-	.89815	.85949	.75592	.11989	.15674	.14175
GBP	.62988	.83736	.00634	-	.67753	.60852	.58233	.51216	.08123	.10619	.09604
JPY	99.375	132.11	-	157.77	106.89	96.005	91.872	80.802	12.815	16.754	15.152
EUR	.75222	-	.00757	1.1942	.80912	.72671	.69543	.61163	.09700	.12682	.11469
USD	-	1.3294	.01006	1.5876	1.0756	.96609	.92450	.81310	.12896	.16859	.15247

% Change on Day Range

Below -2.5% -0.5% to -2.5% -0.05% to -0.5% -0.05% to 0.05% 0.05% to 0.5% 0.5% to 2.5% Above 2.5%

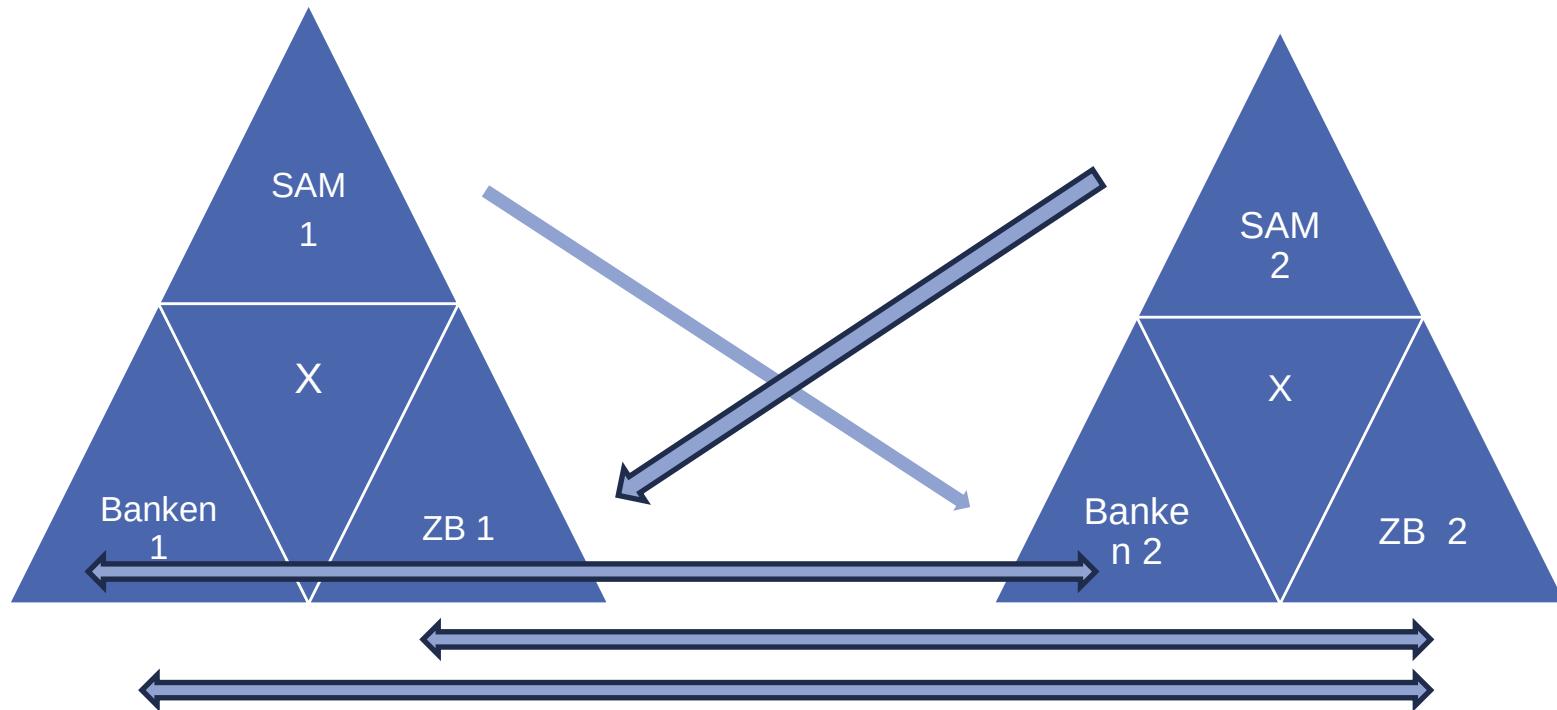
CB Swap lines (2017)



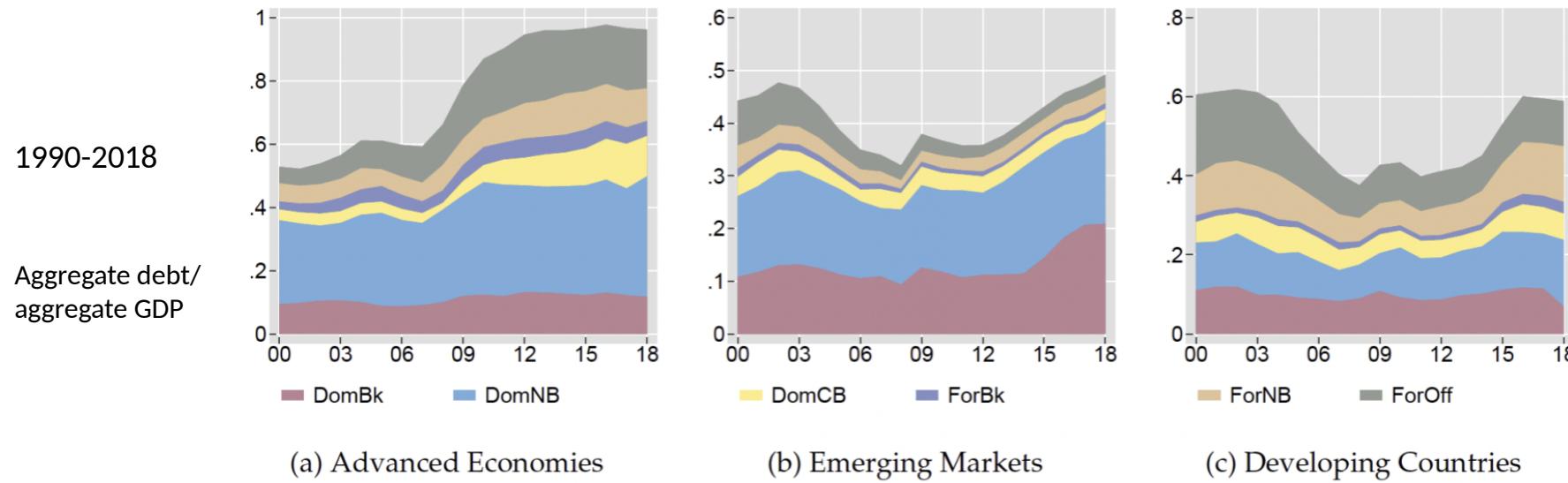
Kreditgeld im globalen Kontext

- Staatsanleihen
 - Bunds, Treasuries etc.
 - Als Vermögenswerte gehandelt und als Kreditsicherheiten verwendet
- Buchgeld der Banken (privat)
 - Transnationale Kredit
 - Handel in Kredit-instrumenten
- Schattengeld
 - Repos, verbrieft Wertpapiere, Derivate

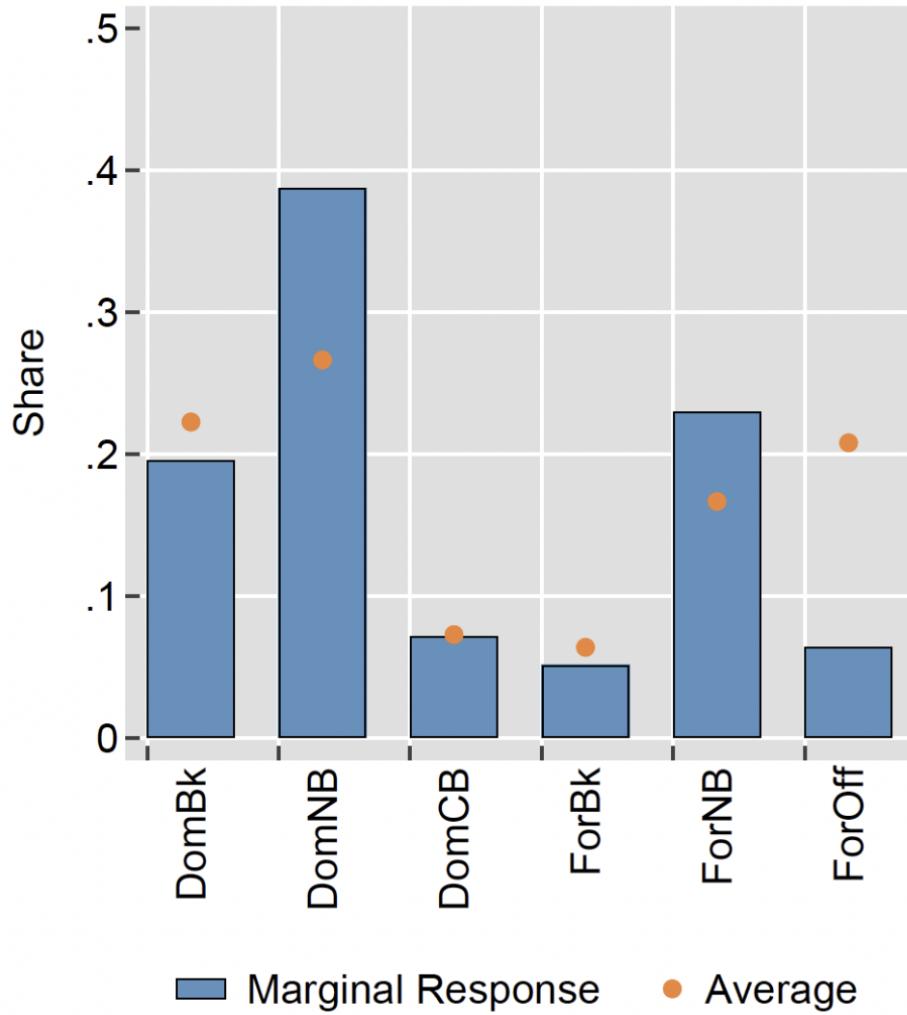
Global Triangulation



Wer investiert in Staatsanleihen?



“Marginal holders of sovereign debt”

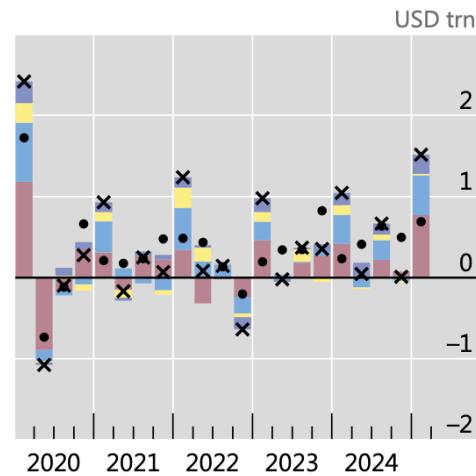


Transnationale bank-kredite

Global cross-border bank credit

Graph 1

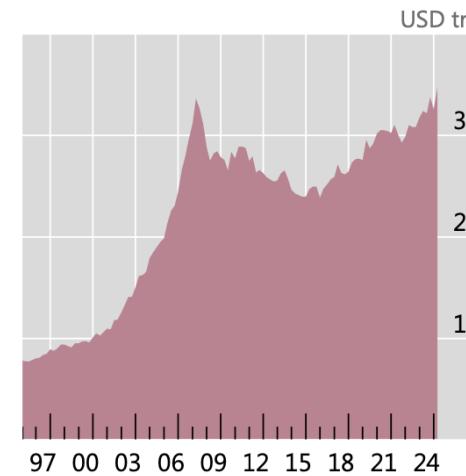
A. Quarterly adjusted changes, by currency¹



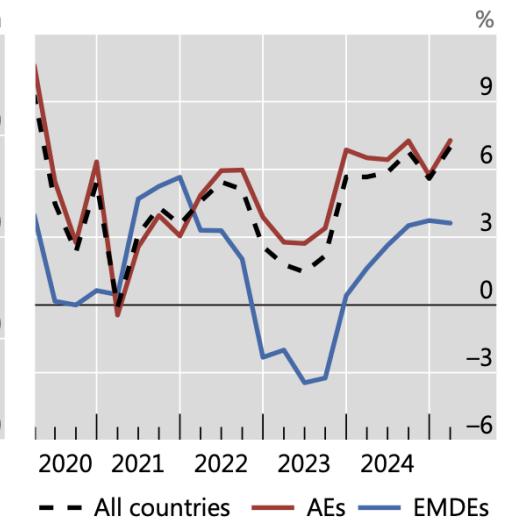
All currencies:

- ✗ Unadjusted for seasonality
 - Seasonally adjusted
- USD JPY EUR Others²

B. Amounts outstanding



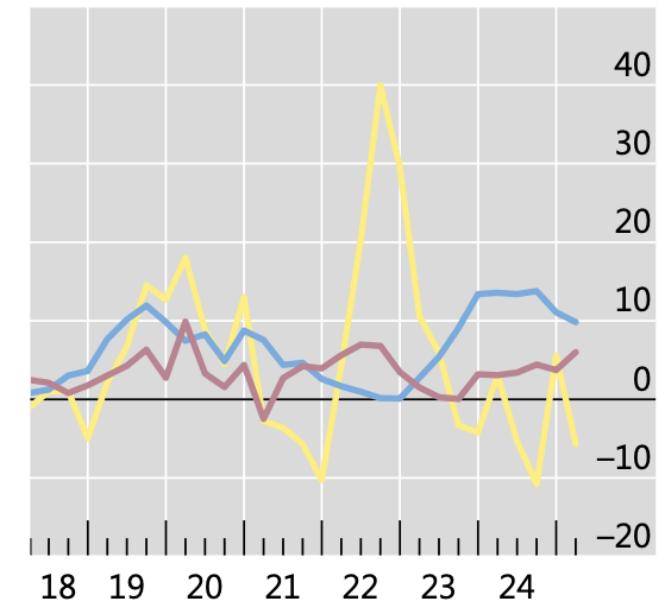
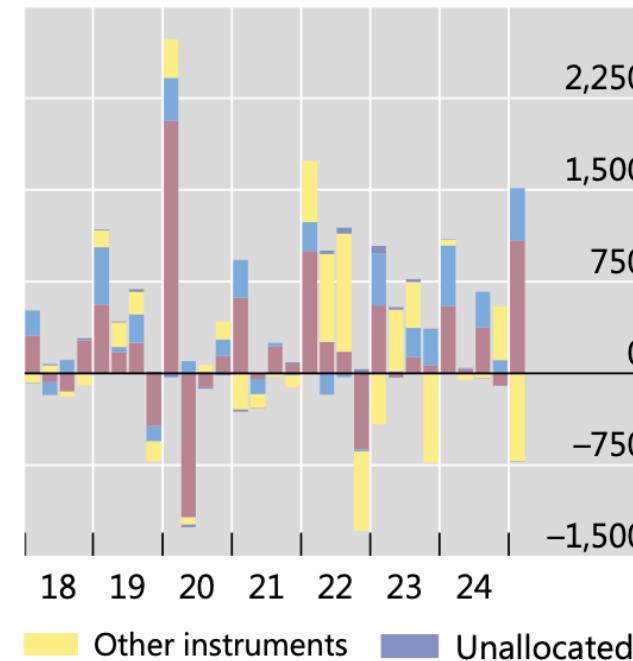
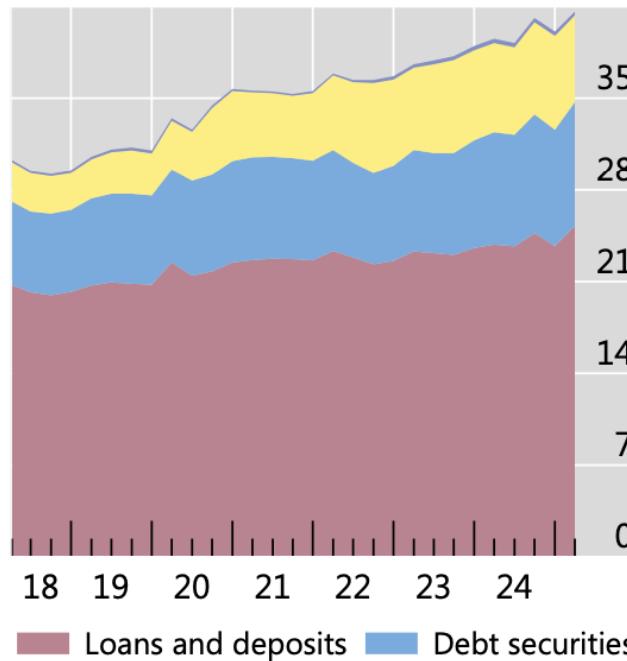
C. Annual growth in credit, by borrowing region³



¹ Quarterly changes adjusted for breaks in series and exchange rate fluctuations. Seasonal adjustments are applied to each reporting country's credit to all counterparties. The adjusted country-level data are then aggregated to calculate the global total. ² Excluding USD, EUR and JPY from all currencies. ³ Calculation based on exchange rate- and break-adjusted changes.

Source: BIS locational banking statistics by residence.

By instrument



Kreditinstrumente im globalen kreditsystem

Governance

- Die Komplexität und internationale Verflechtung des Geldwesens entzieht sich politischer Kontrolle
 - International Regulierungsstandards: Basel Accords für Banken
 - Umsetzung?
 - Nicht-banken (NBFI) und Schattengeld?
- Die Expansion des Schattengeldes verspricht Elastizität des Geldwesens
 - Trotz verschärfter Regulierung der Banken
 - Zurückdrängung der Staatsverschuldung
 - Maastricht; “schwarze Null“ (politische Entscheidungen)
- Für den Preis der Unregierbarkeit (Ungovernability)
 - Ex post Stützung in Krisenzeiten

Infrastrukturelle Macht private Geldschöpfer

- Unregierbarkeit verschiebt das Zentrum der Macht von
 - Direkter politischer Macht
 - Regulierung & Supervision + Rechtsdurchsetzung
 - Zu Infrastrukturellen Macht (Mann, 1984)
 - Durchdringung sozialer Systeme mit Infrastruktur
 - Geld, Transport, Sprache, Recht
- Märkte üben infrastrukturelle Macht über Zentralbanken und Staaten aus
 - Kontrolle des Terrains auf dem Zentralanken ihre Geldpolitik ausüben (Braun, 2020)
 - Privatrechtliche Kontrolle von Staatsanleihen führt zu einer neuen Konfiguration von Souveränität (Lemoine)

Schlussthesen Vorlesung II

- Die infrastrukturelle Macht der Märkte wurde durch Expansion privater KR und deren Vindizierung durch das Recht sowie die Zentralbanken ermöglicht
 - Ausnahmen vom Konkursrecht
 - Dealer of Last Resort
- Zentralbanken beugen sich dieser Macht, da sie eine Systemkrise fürchten
- Je größer die infrastrukturelle Macht der Märkte, desto geringer die autonome Macht des Staates
 - Die Macht des Staates wird der Logik der Märkte unterstellt

Bis morgen
