

22.–24.10.2025 **Adorno**
Vorlesungen

Katharina In guter
Pistor 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
Schrump

Die Arbeitsgemeinschaft der Institute für
Sozialforschung in Zusammenarbeit
mit dem Schrump-Kolleg
gefördert von der Stadt Frankfurt, National
sozialwissenschaftlichen und dem Hessischen
Ministerium für Wissenschaft und Kunst

I. Die Geldverfassung der Gegenwart

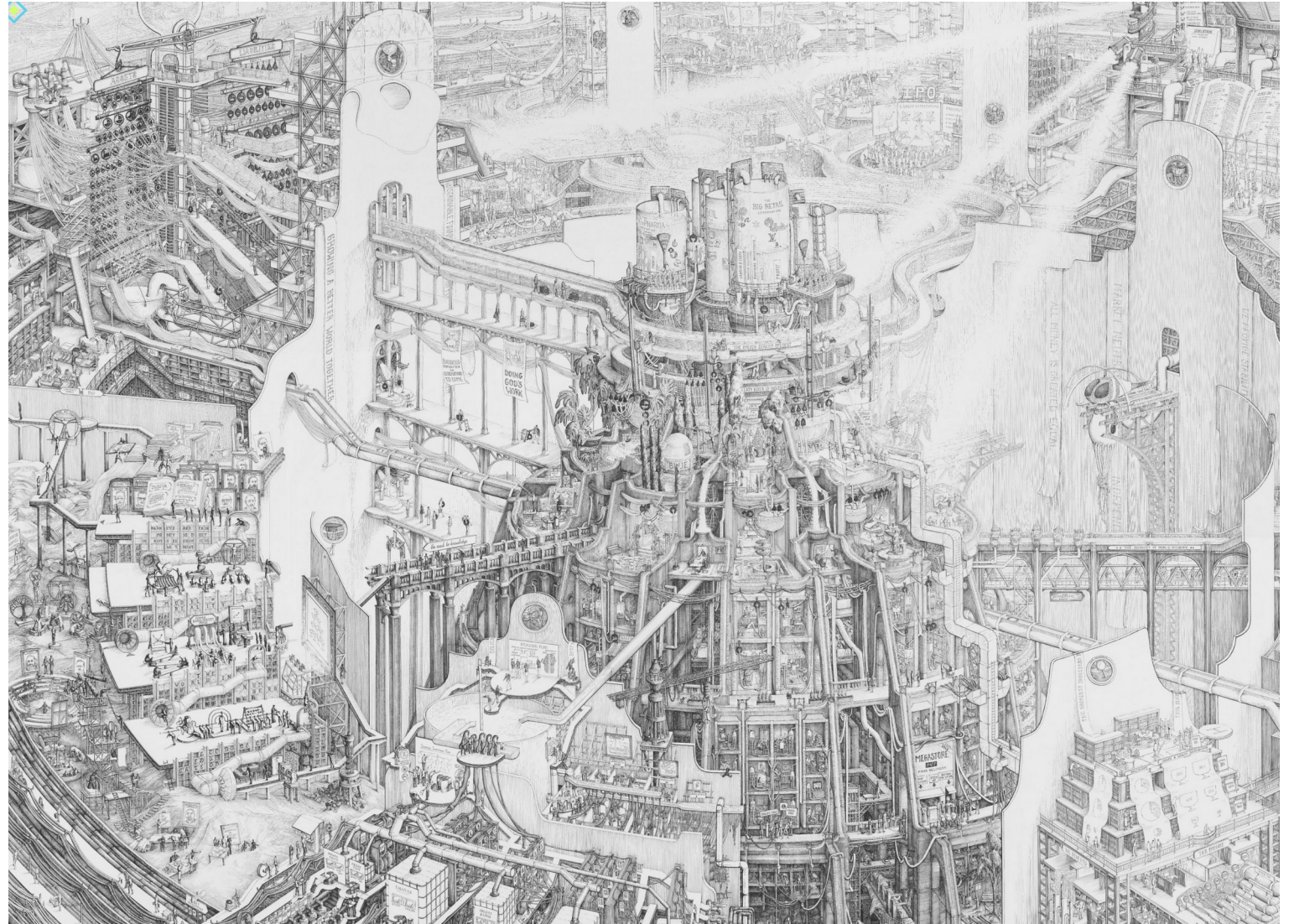
Zusammenfassung: Vorlesung I

- 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/>



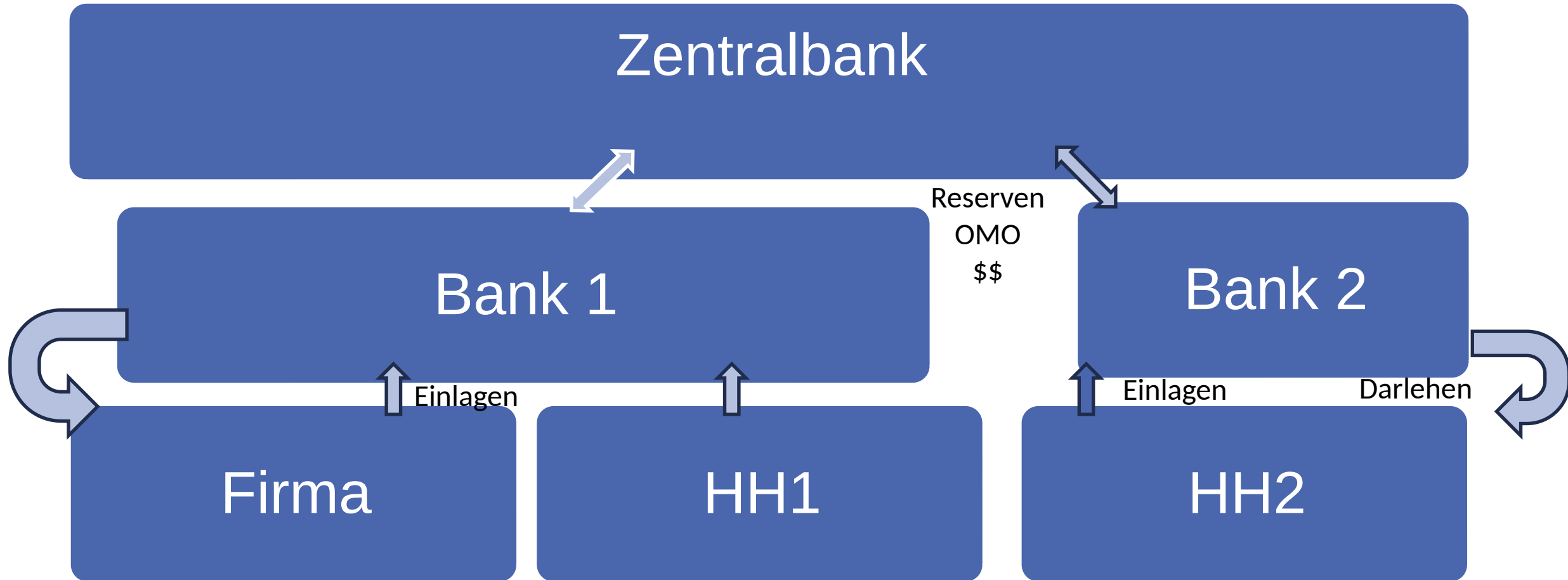
Thesen zur Geldverfassung

- 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

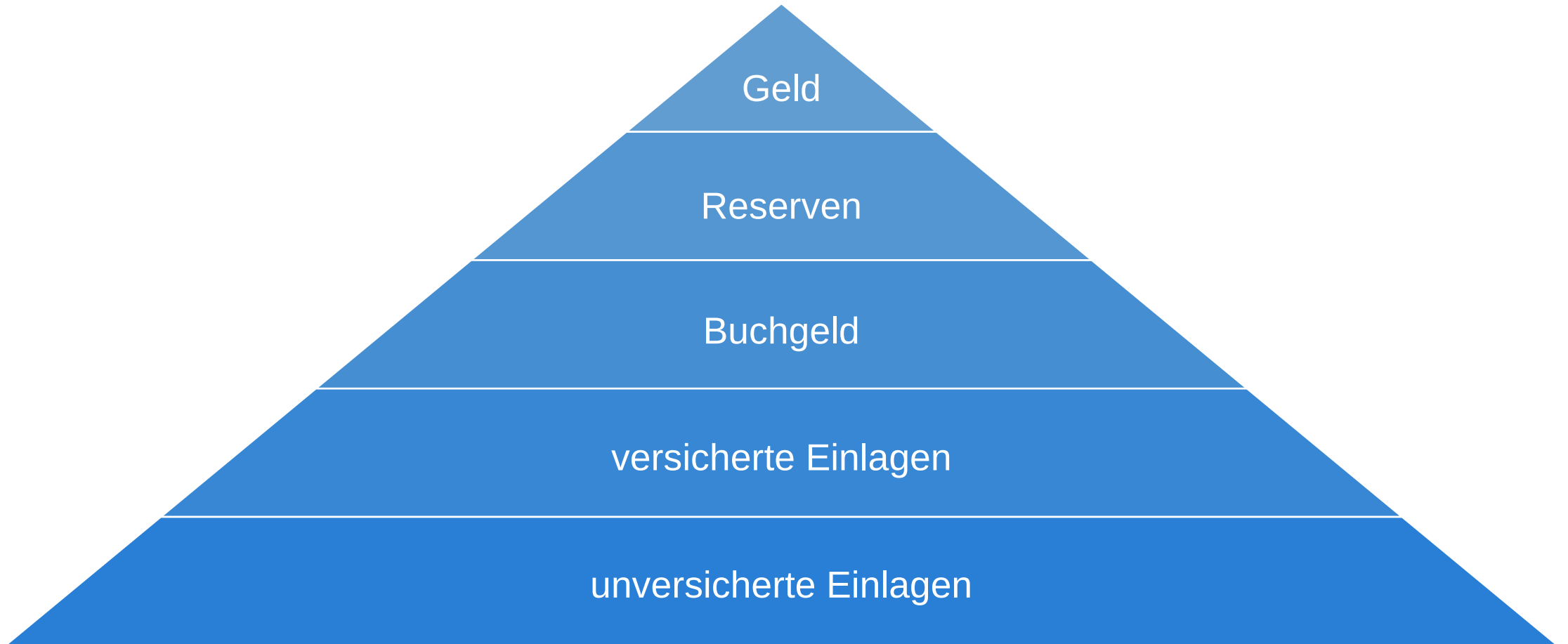
Wesentliche Punkte

- 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 regeltem Liquiditätsmanagement (Reserven)

Fragilität

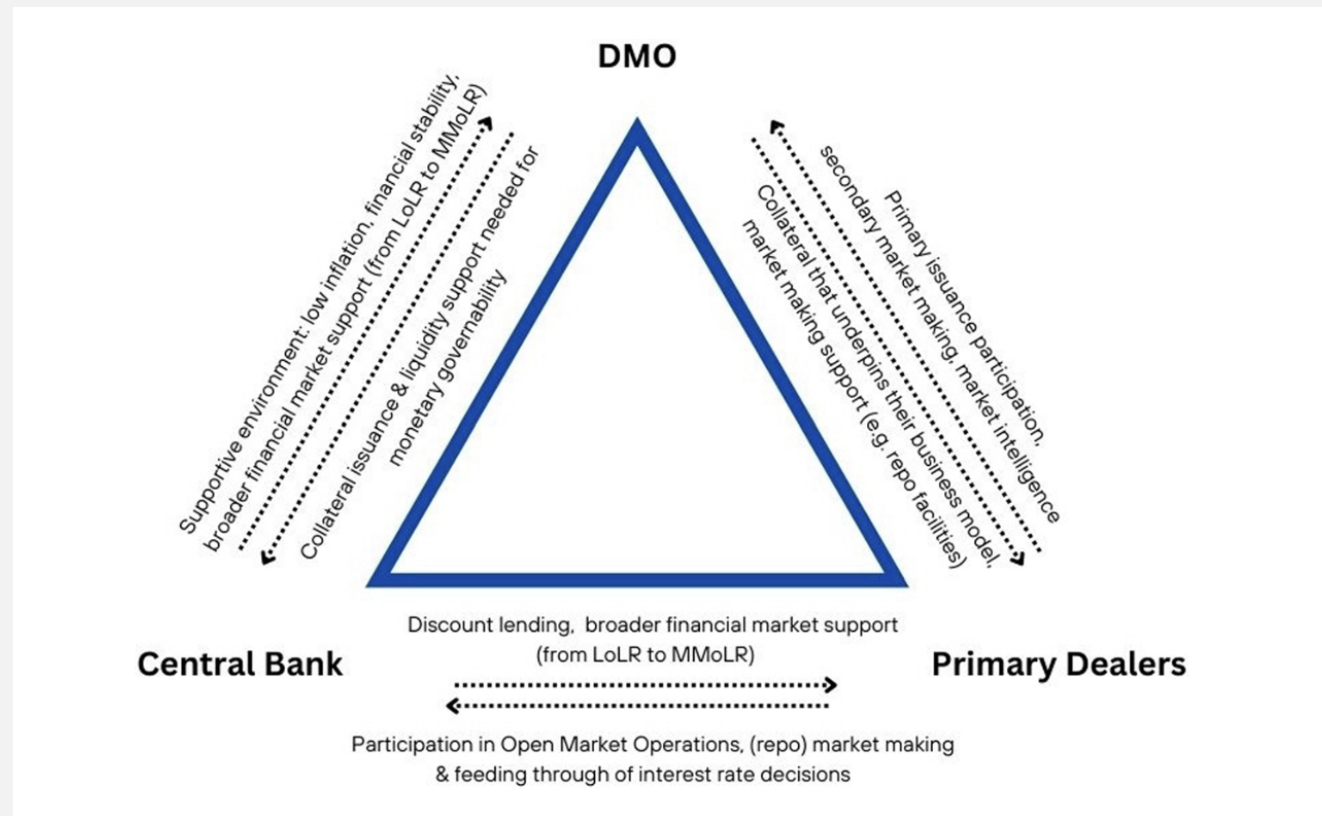
- Privates Kreditgeld ist inhärent fragil (Minsky)
 - Mehr Versprechen als Ressourcen, um diese einzulösen
 - Wettbewerb fördert Risikobereitschaft der Gläubiger
 - *Hedge Finance – Speculative Finance – Ponzi Finance*
- Besichertes Kreditgeld ist nur so sicher wie der realisierbare Wert der Sicherheit
 - „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 \neq 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

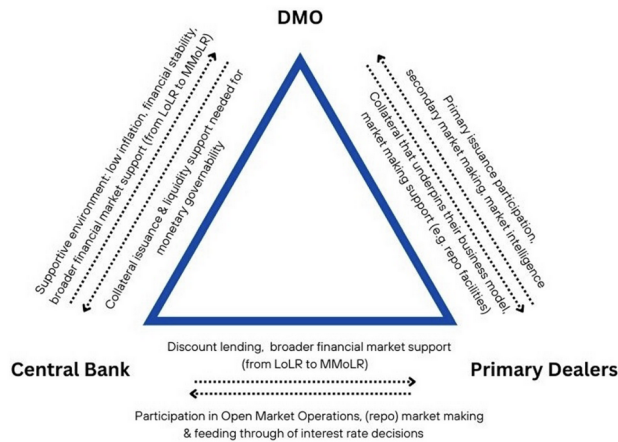
Collateral Triangle



Rommerskirchen & Pape, 2024

Collateral =
Kreditsicherheit

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

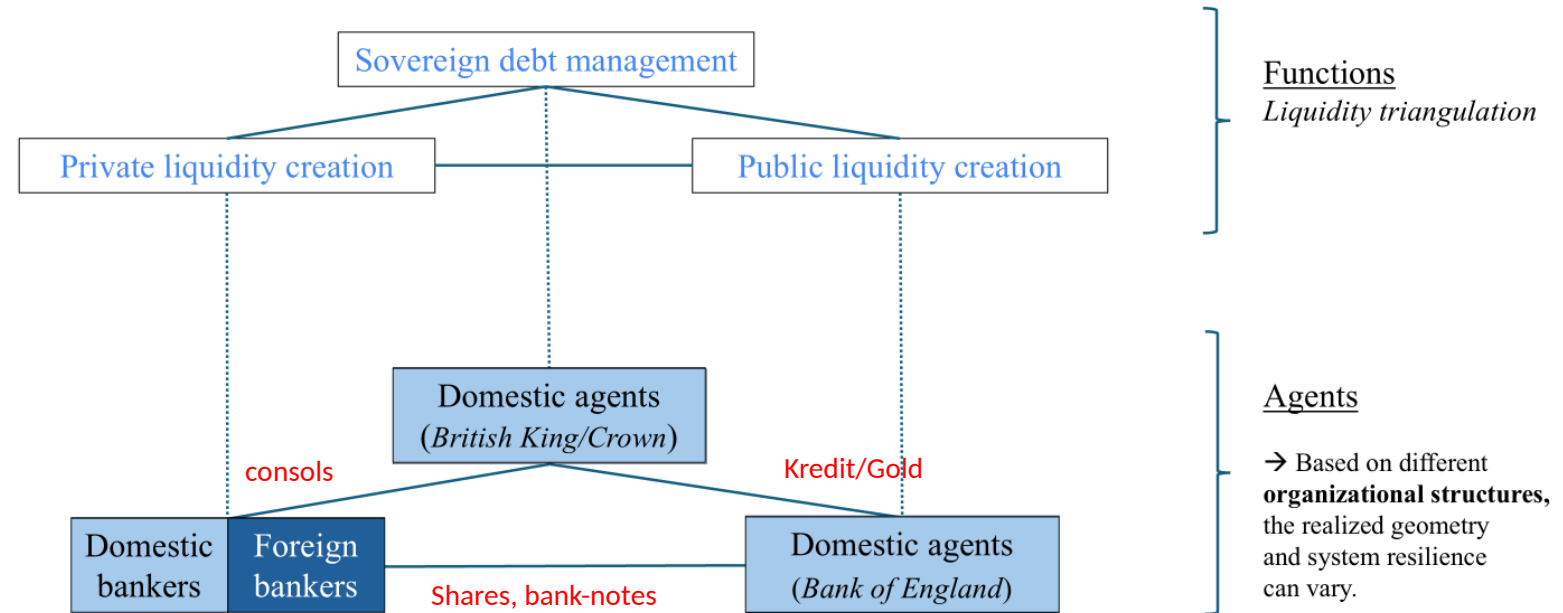
Liquidität der SA
Geringere Kosten der
Staatsverschuldung
Anreize für
internationale
Investoren
Investition liquider
Mittel

PD

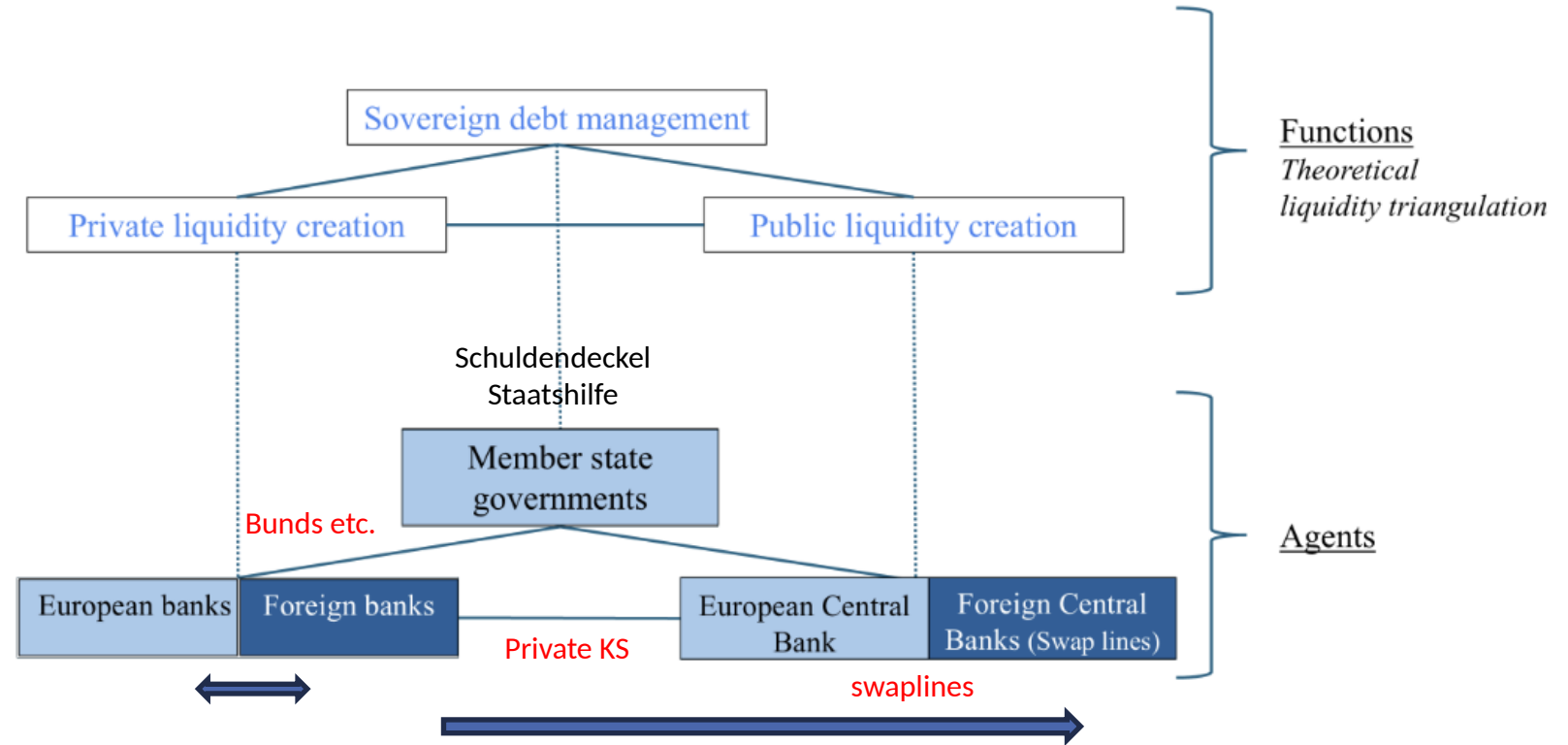
Marktmacherfunktion
Mittler zwischen
Geldpolitik &
Marktstruktur
Ausbau
infrastruktureller Macht
über CB und DMO

The Bank of England

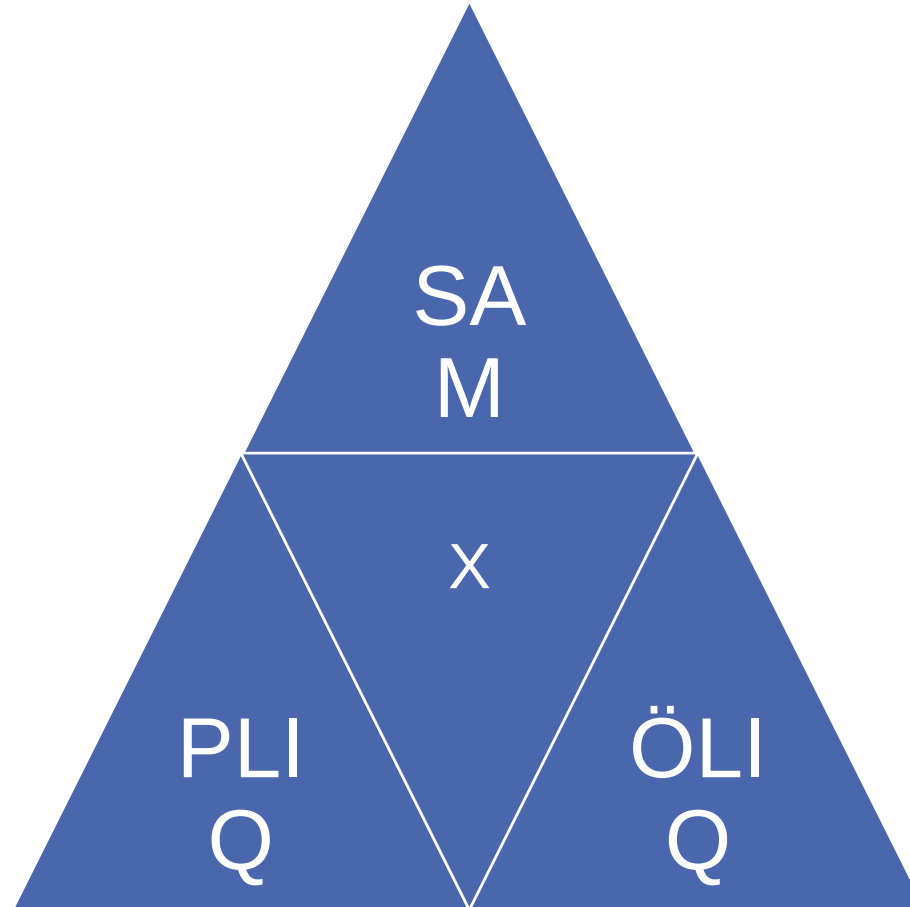
1694



Eurozone

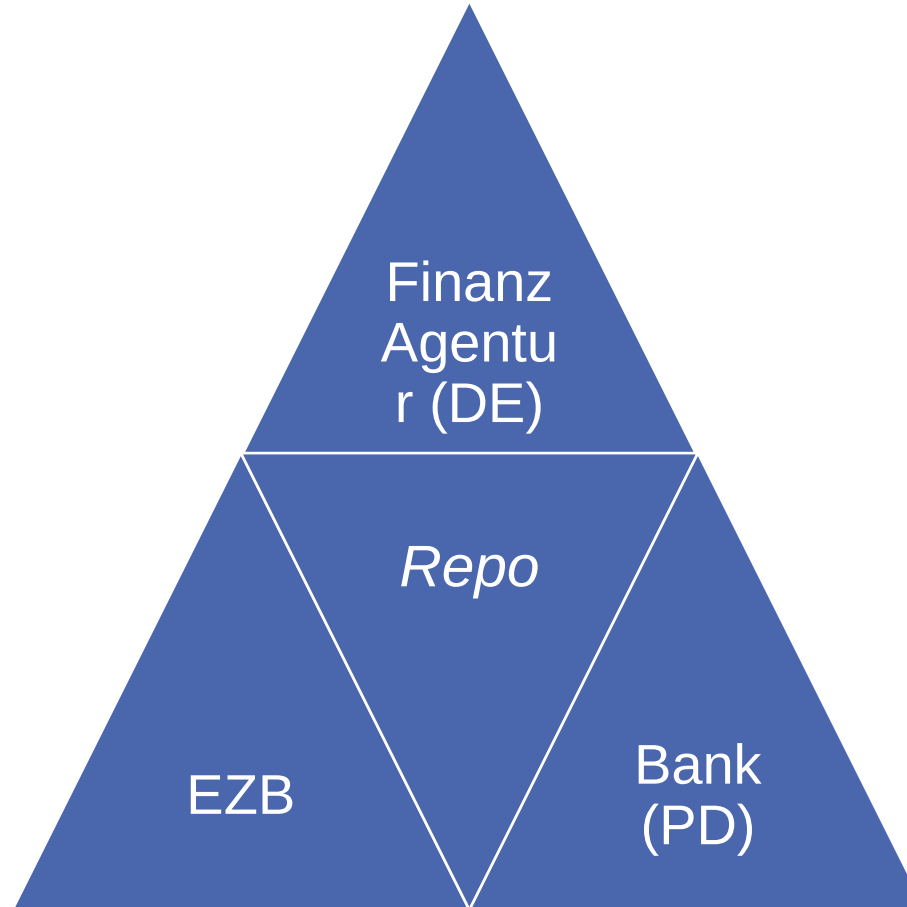


Liquiditätsdreieck

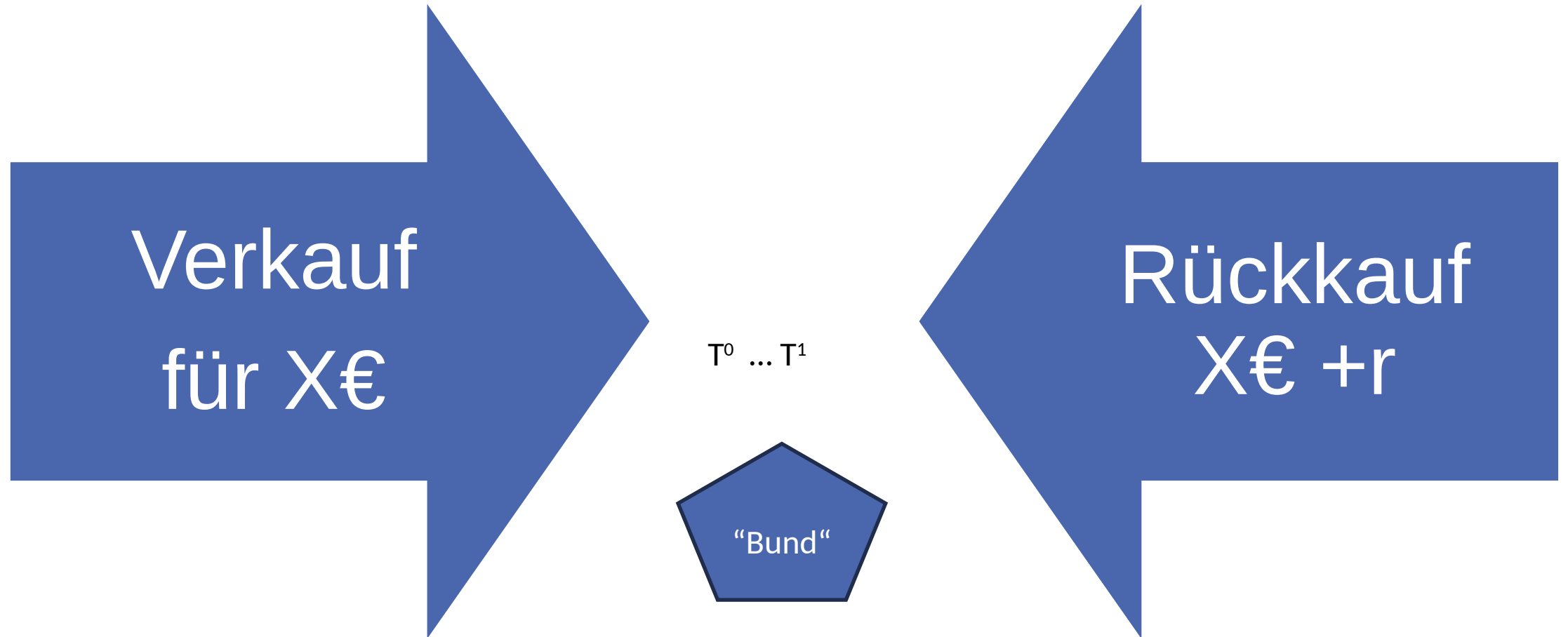


Laudati, O'Connell, Pistor,
Thiemann (2025)

Markt-infrastruktur



Repo-Transaktion





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

Repo	Deposits
Securities	
Reserves	
	Net Worth

Traditional Bank

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

Dealer

Repo	Future Tax
Deposits	
	Net Worth

Household

Treasury Bonds	Reserves
	TGA

Central Bank

Treasury Bonds	Repo
	Net Worth

Shadow Bank

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
 - Verbriefte 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 Versprechen 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 GELDWESSEN



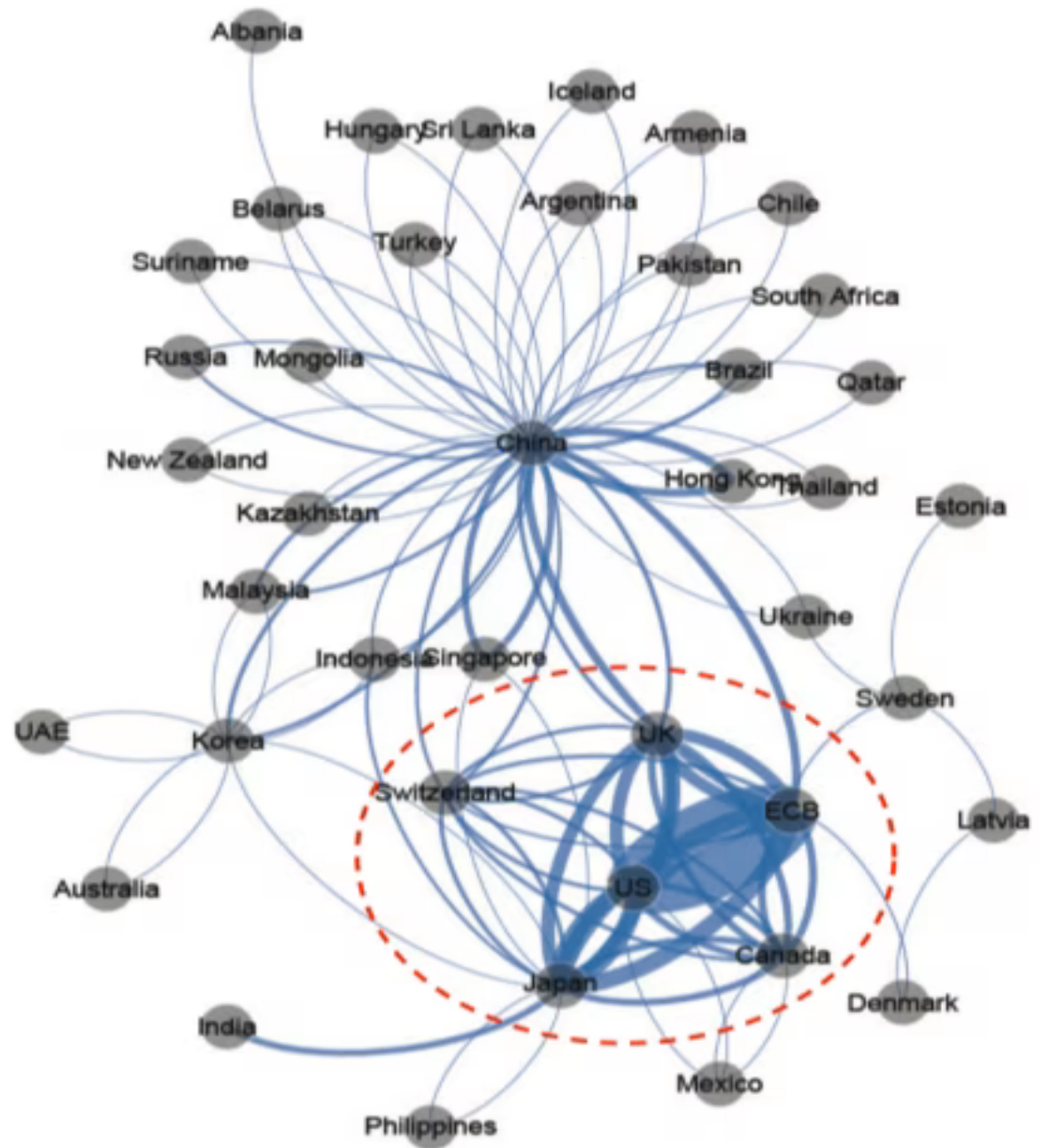
Das Globale Geldwesen

- 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

[illegible]

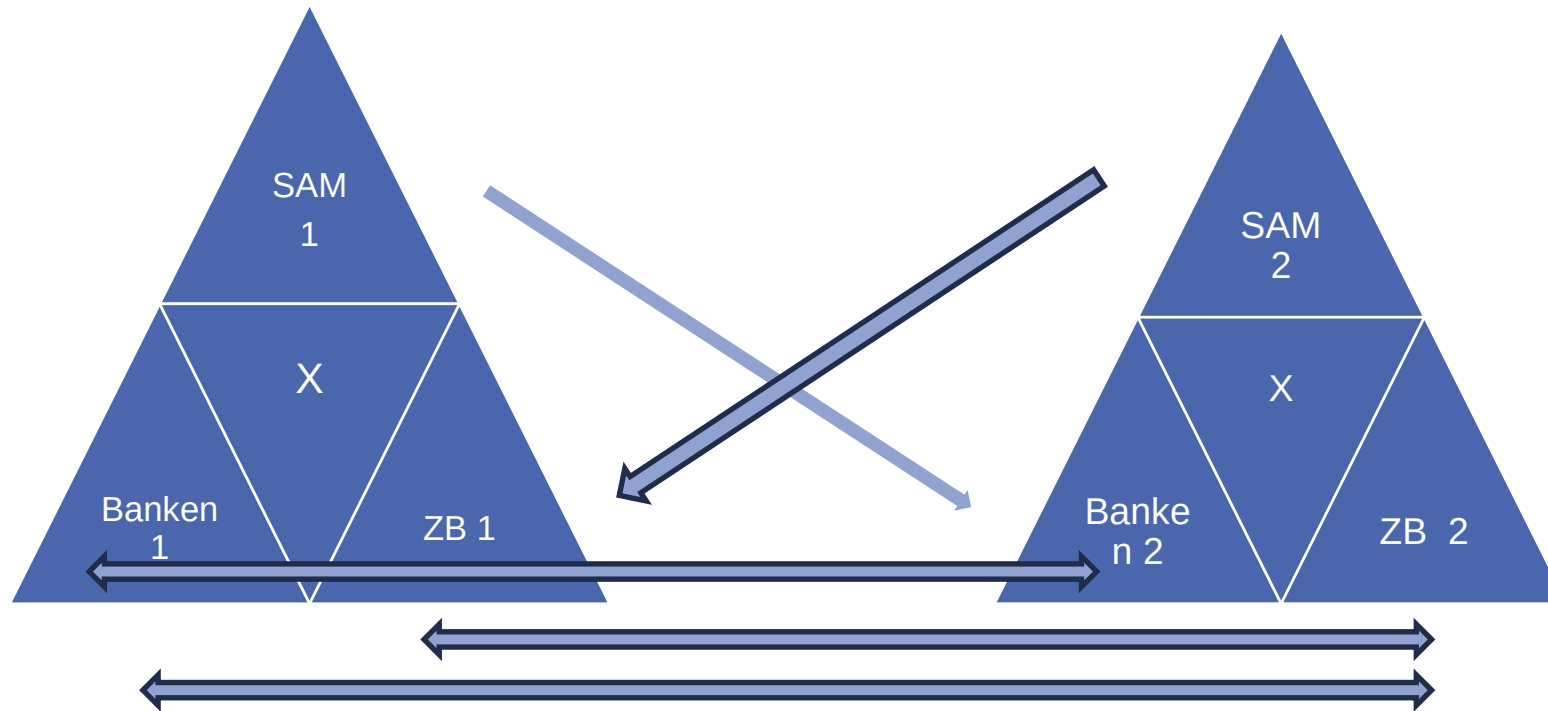
CB Swap lines (2017)



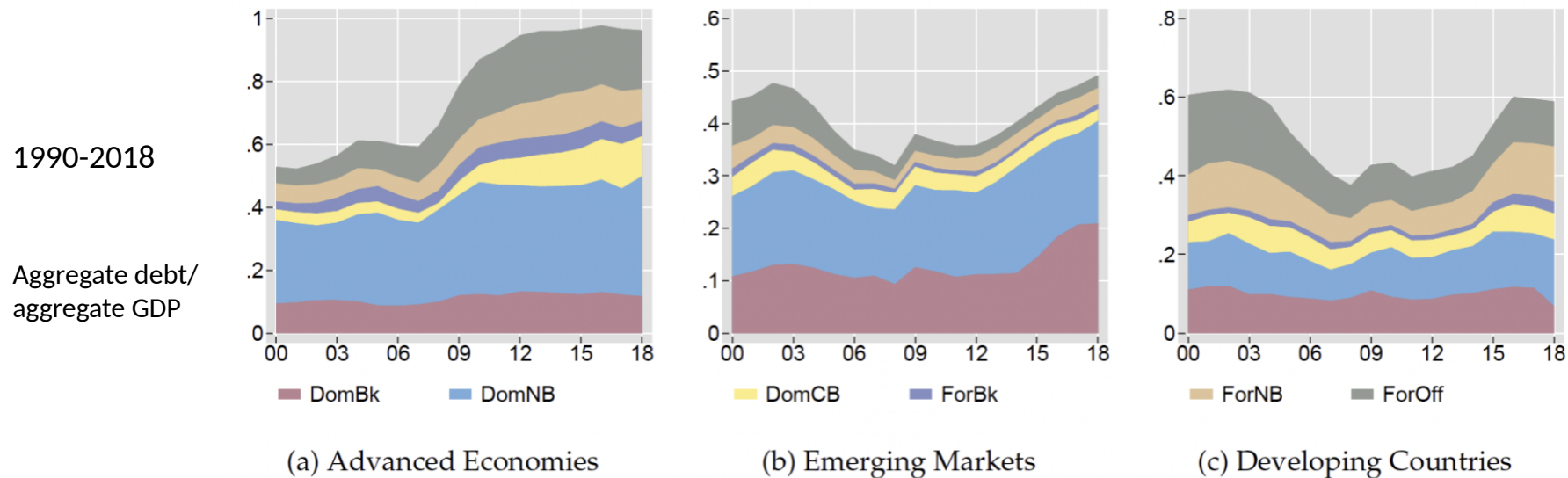
Kreditgeld im globalen Kontext

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

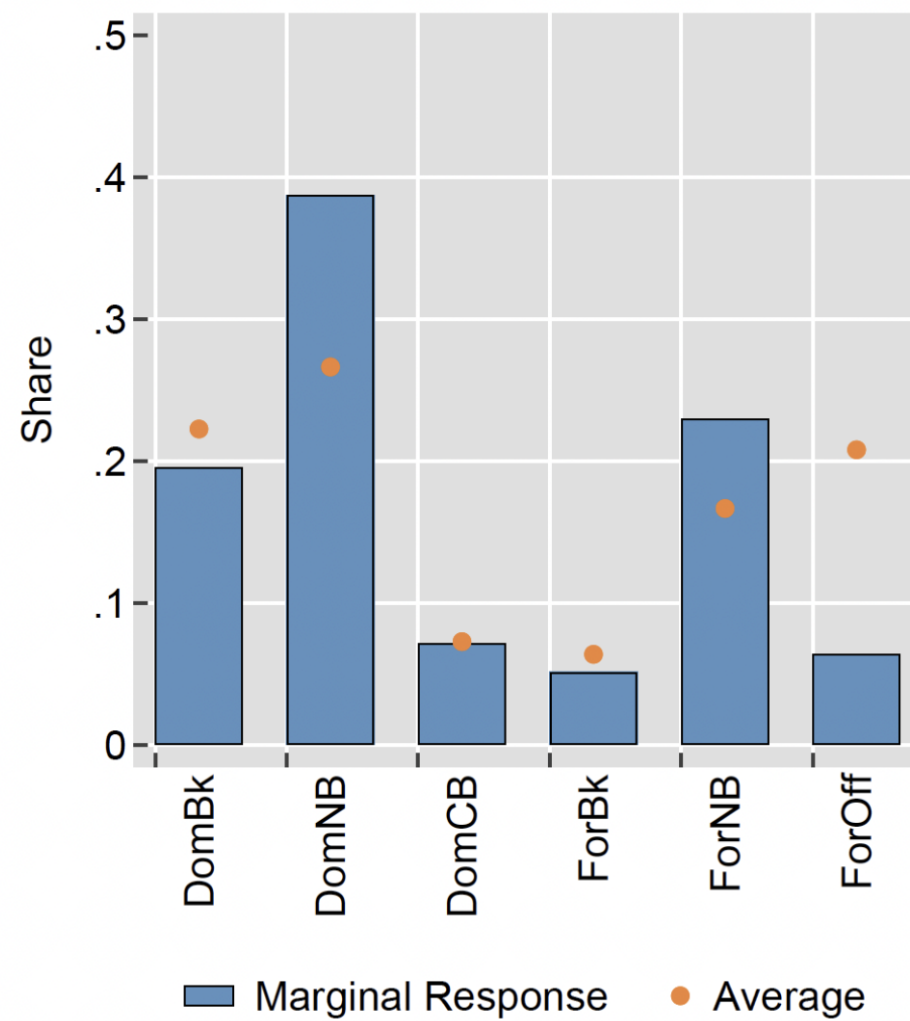
Global Triangulation



Wer investiert in Staatsanleihen?



“Marginal holders
of sovereign
debt”

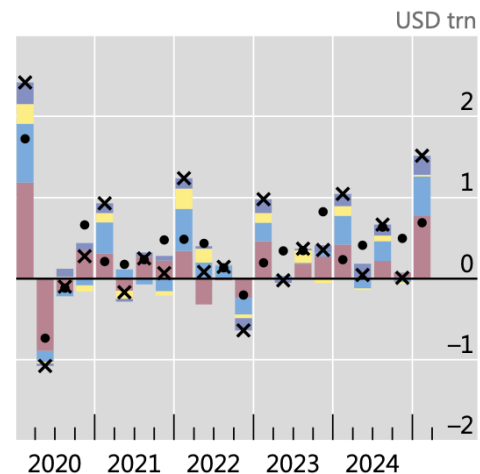


Transnationale bank-kredite

Global cross-border bank credit

Graph 1

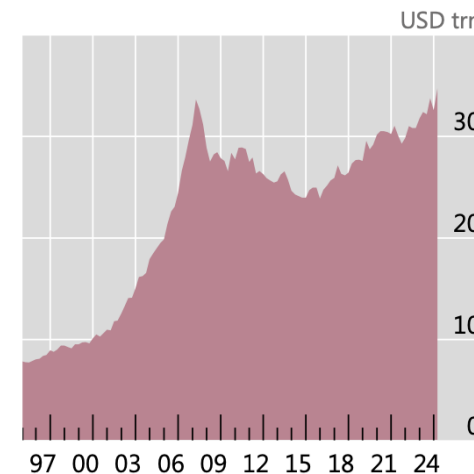
A. Quarterly adjusted changes, by currency¹



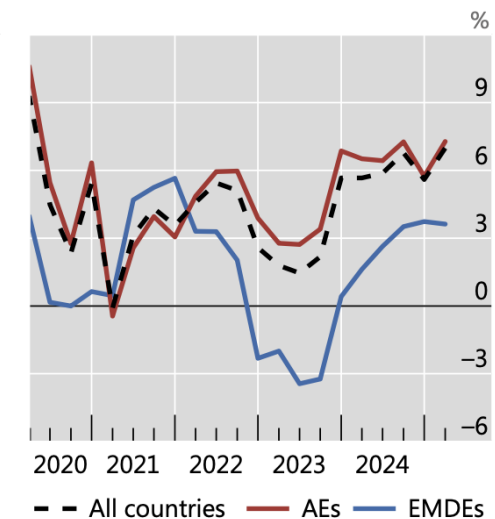
All currencies:

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

B. Amounts outstanding



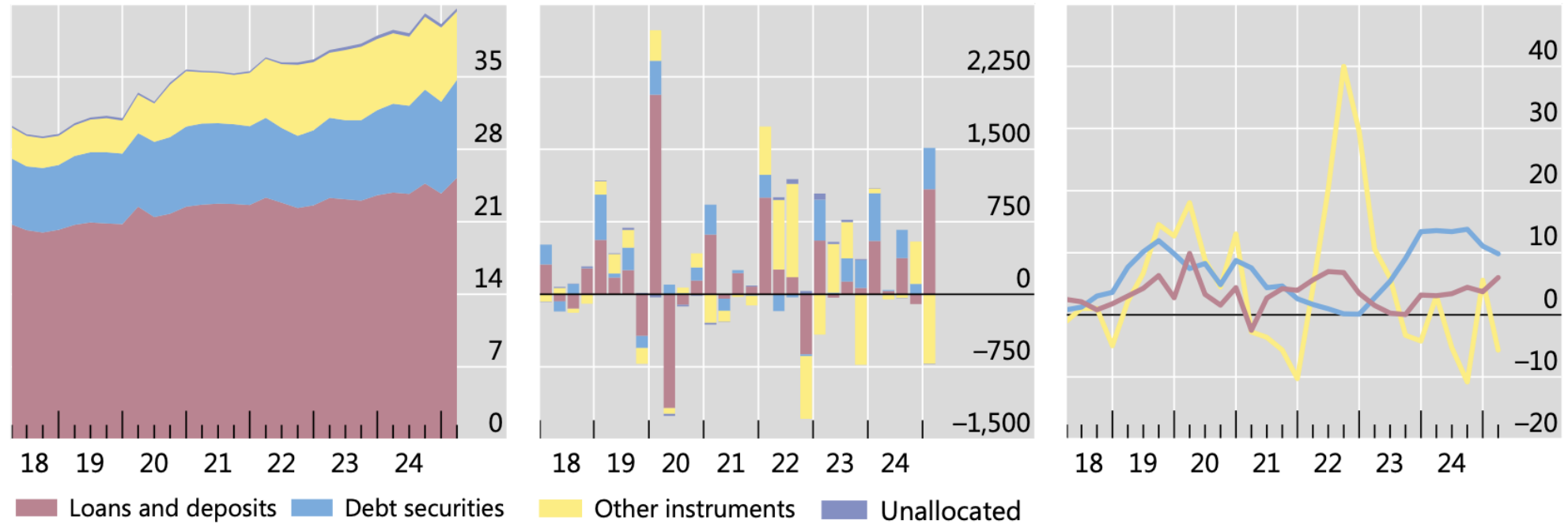
C. Annual growth in credit, by borrowing region³



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 Zentralbanken 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

