



MAKROANALYSE 8/3/2018

## John Laws Exempel

von THOMAS MAYER

- Der schottische Abenteurer, Spieler und zeitweilige französische Finanzminister John Law nahm die heutige Zentralbankpolitik der "Quantitativen Lockerung" im frühen 18. Jahrhundert vorweg.
- Der Bankier Richard Cantillon sah die Schwachstelle von Laws Politik und wettete dagegen.
- Laws Experiment ging schief und Cantillon wurde reich.

Seit vielen Jahren gehört es zum guten Ton, festzustellen, dass die Geldpolitik immer tiefer in „unbekanntes Terrain“ (oder „uncharted territory“) vordringe. Besonders weit wage sie sich mit der „quantitativen Lockerung“ in dieses Terrain hinein. Wie bei einem neuen Medikament erwarte man sich davon eine heilsame Wirkung, könne aber nicht genau vorhersehen, wie das Experiment enden werde. Gefragt sei daher behutsames Vorgehen, wie es eben üblich ist, wenn man sich im Neuland bewegt.

Die Vorstellung, dass die heutige experimentelle Geldpolitik den Erfahrungshorizont erweitere, lässt sich jedoch nicht aufrechterhalten, wenn man in der Geschichte zurückblickt. Zu Beginn des 18. Jahrhunderts führte ein schottischer Abenteurer in Frankreich ein geldpolitisches Experiment durch, das die gegenwärtige Entwicklung vorwegnahm. Der Vorteil einer Bewertung historischer Ereignisse ist, dass ihr Ausgang bekannt ist. Das historische geldpolitische Experiment scheiterte. Angesichts der Ähnlichkeit der Experimente lässt sich schließen, dass man auch mit dem Scheitern des heutigen Experiments rechnen sollte.

### Ein schottischer Abenteurer wird französischer Finanzminister

John Law wurde 1671 als Sohn eines Goldschmieds und Geldverleihers in Edinburgh geboren. Mit 17 Jahren ging er nach London und betätigte sich dort als Glücksspieler. Im Jahr 1694 hatte er eine Auseinandersetzung wegen einer Liebesaffäre und tötete seinen Gegenspieler im Duell. Er wurde verhaftet und zum Tode verurteilt. Während der Berufungsverhandlung gelang ihm jedoch die Flucht nach Holland, wo er in der Bank von Amsterdam das Geldgeschäft kennenlernte. Anfang des 18. Jahrhunderts kehrte Law nach Schottland mit einem Plan für eine Geldreform zurück, um das Land nach dem gescheiterten Versuch der Gründung einer Kolonie in Panama vor der Pleite zu retten.

In seinem 1705 publizierten Buch mit dem Titel *Money and Trade Considered – With a Proposal for Supplying the Nation with Money* widersprach er der Vorstellung von Geld als besonderer Ware für den Tausch und sah es als übertragbaren Anspruch auf Waren im Allgemeinen. Damit Waren produziert und getauscht wurden,



war es wichtig, dass genügend dieser Ansprüche geschaffen wurden. Dies war die Aufgabe des Staates. Er hatte so viel Geld zu erzeugen, dass die Bedürfnisse der privaten Wirtschaft und der öffentlichen Finanzen befriedigt werden konnten. Um dem Staat die nötige Flexibilität in der Schaffung von Geld zu geben, musste dieses von seiner Bindung an Gold oder Silber gelöst werden. Dann konnte der Staat durch Schaffung von neuen Ansprüchen auf Waren, also durch Geldschöpfung, die Nachfrage nach Waren anregen.

Law gelang es jedoch nicht, das schottische Parlament von seinen Ideen zu überzeugen. Als sich abzeichnete, dass sich Schottland aufgrund seiner angespannten Finanzlage mit England vereinigen würde, verließ Law die britischen Inseln, da er in England noch immer als flüchtiger Verbrecher gesucht wurde. In Paris kam er durch Glücksspiel zu einem Vermögen und schloss 1707 mit Philippe von Orléans Freundschaft. Als Ludwig XIV. nach seinem Tod einen noch minderjährigen Thronfolger hinterließ, wurde Philippe von Orléans im Jahr 1715 zum Regenten Frankreichs. Er gab Law die Gelegenheit, seinen Plan eines vom Gold unabhängigen Geldes umzusetzen.

Im Mai 1716 gründete Law eine Bank („Banque Générale Privée“), die—wie die schwedische Reichsbank und die Bank von Amsterdam vor ihr—Papiergeld gegen die Einlage von Münzgeld ausgab. Zwei Jahre später wurde die „Allgemeine Bank“ verstaatlicht und firmierte nun als „Königliche Bank“. Ende 1717 gründete Law eine Firma zur Entwicklung der französischen Besitzungen in Amerika („Compagnie d'Occident“). In den Jahren 1718 bis 1719 erwarb die „Gesellschaft des Westens“ die Unternehmen zur Entwicklung der französischen Besitzungen in Asien und Afrika sowie die Rechte zur Eintreibung aller Steuern in Frankreich. Im Jahr 1720 übernahm die daraus hervorgegangene „Com-

pagnie des Indes“ die „Königliche Bank“ und Law wurde zum „Generalkontrollleur der Finanzen“ Frankreichs ernannt. Damit war er als Finanzminister Herrscher über das französische Geld- und Finanzwesen.

**Laws System**

Law entwickelte sein Geld- und Finanzsystem in drei Schritten, die ich in den Tabellen 1-3 der Erzählung von François Velde folgend schematisch darstelle.<sup>1</sup> Die 1716 gegründete private Bank gab Banknoten gegen die Einlage von Münzen (speziell der Silbermünze écu) aus. Nach anfänglich hundertprozentiger Deckung des Papiergelds mit Münzen ging die Bank zur fraktionellen Reservehaltung über. Sie verlieh rund die Hälfte der Münzen wieder, so dass der Banknotenumlauf ungefähr einen doppelt so hohen Umfang hatte wie das eingelegte Münzgeld.

**Tabelle 1. Bilanz der Allgemeinen Privaten Bank**

|                   |              |
|-------------------|--------------|
| Kredit an Private | Eigenkapital |
| Münzgeld          | Papiergeld   |

Die Firma des Westens emittierte Ende 1717 zunächst Aktien in Höhe eines Kredits an die Regierung, so dass der Gegenwartswert der Geschäfte in Louisiana mit null angesetzt werden konnte. Das war realistisch, denn bis dahin hatte die Kolonie noch keinen Gewinn abgeworfen. Die Aktionäre bezahlten den Erwerb der Aktien mit staatlichen Schuldtiteln („billets d'état“), welche die Firma in eine nicht-rückzahlbare Anleihe an den König wandelte. Dahinter stand die Absicht, die Dividenden auf die Aktien in Zukunft mit Einkünften aus Louisi-

<sup>1</sup> François R. Velde, Government Equity and Money: John Law's System in 1720 France. Federal Reserve Bank of Chicago, May 17, 2004.



ana zu bestreiten, so dass die Anleihe auch zinslos werden konnte. Der Kauf der weiteren Aktiva wurde jeweils mit weiteren Aktienemissionen und Banknoten finanziert, die sich die Firma von der Bank gegen unbesicherte Schuldscheine lieh. Die Firma wurde im Zuge der Aquisitionen in „Compagnie des Indes“ (Indien-Gesellschaft) umbenannt (Tabelle 2). Law nutzte Bezugsrechte für vorhandene Aktionäre und Kaufoptionen so virtuos, dass trotz weiterer Platzierungen der Aktienpreis stieg.

**Tabelle 2. Bilanz der Indien-Gesellschaft**

|                                      |                          |
|--------------------------------------|--------------------------|
| Gegenwartswert der Kolonialgeschäfte | Eigenkapital (in Aktien) |
| Gegenwartswert der Steuereinnahmen   |                          |
| Kredit an die Regierung              |                          |

Schließlich verschmolz Law 1720 die königliche Bank mit der Indien-Gesellschaft zu einer Einheit („Compagnie“, Tabelle 3). Anfang 1720 hatte die Gesellschaft die gesamte Staatsschuld gegen die Ausgabe von Aktien erworben (wobei der Anstieg der Aktienpreise den Tausch von Anleihen gegen Aktien schmackhaft machte). Nun sollte die Gesellschaft 90 % aller Steuern in Frankreich erheben, die gleiche fixe Summe an den Staat weitergeben, die vorher von anderen Steuerreintreibern abgeführt worden war, und den Rest als Dividende an die Aktionäre ausschütten. Der Staat sollte sich so die Zinsen auf seine Schuld sparen, da die Gesellschaft den Großteil der Dividende aus ihren Aktivitäten in Übersee erwirtschaften sollte. Damit sollte der Staat schulden- und zinsfrei gestellt werden. Außerdem sollte die Auflösung der Bindung des Papiergelds an das Münzgold es der Gesellschaft ermöglichen, über eine vermehrte Ausgabe von Papiergeld die Zinsen zu verringern und die Wirtschaft anzukurbeln.

**Tabelle 3. Konsolidierte Bilanz der Gesellschaft mit Bank**

|                                      |                          |
|--------------------------------------|--------------------------|
| Gegenwartswert der Kolonialgeschäfte | Eigenkapital (in Aktien) |
| Gegenwartswert der Steuereinnahmen   |                          |
| Kredit an die Regierung              |                          |
| Kredit an Private                    | Papiergeld               |
| Münzgold (demonetisiert)             |                          |

Laws Gesellschaft war ungemein populär und ihre Aktien fanden reißenden Absatz. Der Aktienpreis stieg von ursprünglich 500 Livres im Jahr 1718 auf über 9.000 Livres im ersten Halbjahr 1720. Law erwarb zahlreiche Landgüter, die ihm ihre Besitzer verkauften, um Aktien seiner Gesellschaft zu erwerben. Gleichzeitig kaufte er zahlreiche Immobilien in Paris und Kunstwerke. An der Spitze seiner Karriere galt er als reichster Mann der Welt. Dank der Ausweitung der Papiergeldmenge fielen die Zinsen von 7 % (wobei auf Staatsanleihen 8 % fällig waren) im Jahr 1710 auf 2 %-3 % in 1720.

Laws System hatte jedoch zwei Schwachstellen, die ihm zum Verhängnis werden sollten. Zum einen konnte das Papiergeld zwar nicht mehr zu einem festen Wechselkurs in Silbermünzen, aber immer noch in Silber eingetauscht werden. So versprach eine Note über 100 Livre: „La banque promet payer au porteur a vue cent livres tournois en especes d’argent, valeur reçue.“ Das heißt, die Note konnte auf Verlangen in eine bestimmte Menge Silber eingetauscht werden, wobei der Umtauschkurs von der Geschäftsführung der Gesellschaft allerdings verändert werden konnte. Das Papiergeld war nun zwar vom Münzgold entkoppelt, behielt aber einen Bezug zu Silber. Ein Überschuss an Papiergeld ließ folglich die Nachfrage nach Silber steigen und übte Druck auf den Wechselkurs zwischen Papiergeld und Silber aus. Zum



anderen wollte Law den Aktienpreis stabil und die Zinsen niedrig halten, um das Wachstum der Wirtschaft und der Steuereinnahmen nicht abzuwürgen. In seinem System wurde der Aktienpreis vom Wachstum der Wirtschaft gestützt, aber der Aktienpreis stützte auch das Wachstum der Wirtschaft, da an ihm das Vertrauen der Wirtschaftsakteure hing.

Als sich im Frühjahr 1720 das Spekulationsfieber am Aktienmarkt abkühlte, kam Law in die Zwickmühle. Er versuchte, den Aktienpreis über 9,000 Livres zu stabilisieren, indem er Aktien mit neu geschaffenen Banknoten aufkaufte. Dies erhöhte jedoch den Banknotenumlauf und ließ den Preis von Silber steigen. Die Regierung verbot den Besitz von Gold und Silber, die nur noch für den Zahlungsverkehr mit dem Ausland zugelassen waren. Damit war ein Tausch der Banknoten gegen Silber, wie auf den Noten eigentlich versprochen, legal nicht mehr möglich. Dafür sank aber nun der Wechselkurs des Livre gegen andere Währungen, die an Metall gekoppelt waren, und die Güterpreise stiegen an. In der Spitze erreichte die Jahresrate der Güterpreis-inflation im Mai 1720 77 %.<sup>2</sup> Als der Druck zu groß wurde, wertete Law das Livre gegenüber Silber ab. Schließlich verringerte er auch den Interventionspreis am Aktienmarkt, um die Ausweitung der Geldmenge einzudämmen, aber es war zu spät. Die Öffentlichkeit begehrte auf und Law wurde Ende Mai aus allen Ämtern entlassen.

Vorübergehend stand er unter Hausarrest. Doch der Regent rief ihn mit dem Auftrag zurück, die Gesellschaft vor dem Bankrott zu retten. Law versuchte, die ausstehenden Banknoten durch die Ausgabe länger laufender Finanzinstrumente zu neutralisieren und bot neue Aktien zu einem Preis von 3,000 Livres an. Damit konnte er

aber das System nicht mehr retten, sondern den Kollaps nur noch etwas verzögern. Ende des Jahres 1720 musste Law schließlich Frankreich verlassen und seine früheren Gegner übernahmen die Aufräumarbeiten.

Alle von Laws Gesellschaft ausgegebenen Verbindlichkeiten wurden in einem Vehikel genannt „Visa“ gesammelt. Visa finanzierte sich mit einer Ausgleichsforderung an den Staat, der so seine Schuld zurückerhielt. Insgesamt wurden 2.200 Millionen Livres an alten Banknoten in Visa eingebracht und auf einen neuen Wert von 1.700 Millionen Livres abgewertet. Gleichzeitig wurde das Geldsystem wieder auf den ursprünglichen Metallstandard umgestellt. Die Währungsreform brachte folglich eine durchschnittliche Abwertung von Laws Banknoten um 23%. Visa erhielt auch die Aktien der Compagnie des Indes, deren Stückzahl auf die Hälfte reduziert wurde. Berücksichtigt man den Rückgang des Aktienpreises von dem im Jahr 1720 gesetzten Preis von 9,000 Livres auf 1,200 Livres im Jahr 1723, dann entspricht das einem Wertverlust von mehr als 90 %. Laws Experiment endete also mit einer Währungsreform, in der das Geld teilentwertet wurde.

### **Cantillons Kritik**

Nicht jeder erlag dem Spekulationsfieber, als sich die „Mississippi-Blase“, die als größte Aktienblase der Finanzgeschichte gilt, entwickelte. Richard Cantillon war ein Pariser Bankier irischer Abstammung und ein Gründungspartner von Laws Gesellschaft des Westens zur Entwicklung Louisianas. Cantillon hielt jedoch nichts von Laws Geldexperiment. Als der Aktienpreis unter Druck kam, verkaufte er alle seine Aktien gegen Papiergeld, tauschte dieses gegen Gold und verließ auf schnellstem Weg das Land, da Law ihm angedroht hatte, ihn in die Bastille werfen zu lassen.

---

<sup>2</sup> Earl J. Hamilton, „Prices and Wages at Paris under John Law's System“, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 51, No. 1 (Nov., 1936), S. 51.



In seinem 1755 posthum veröffentlichten Buch *Essays on the Nature of Commerce in General* erklärt Cantillon:

*“A bank with the complicity of a Minister is able to raise and support the price of public stock and to lower the rate of interest in the State at the pleasure of this Minister when the steps are taken discreetly, and thus pay off the State debt. But these refinements, which open the door to making large fortunes, are rarely carried out for the sole advantage of the State, and those who take part in them are generally corrupted. The excess banknotes, made and issued on these occasions, do not upset the circulation, because being used for the buying and selling of stock they do not serve for household expenses and are not changed into silver. But if some panic or unforeseen crisis drove the holders to demand silver from the Bank the bomb would burst and it would be seen that these are dangerous operations.”<sup>3</sup>*

Cantillon sah also, dass Laws System nur so lange funktionieren würde, wie das aus dem Nichts geschaffene Papiergeld im Finanzsektor bliebe. Solange das Papiergeld nur den Aktienpreis trieb, war alles gut. Wenn es aber aus dem Finanzsektor ausbrach und die Leute das Geld nutzten, um Güter und Edelmetalle zu kaufen, würden sie Vertrauen in die Kaufkraft des Papiergelds verlieren. Sein Wert würde kollabieren und die „Bombe würde platzen“.

### **Laws Erben**

Die historische Entwicklung von Laws Geldsystem verlief sehr rasant und war zum Teil chaotisch. Betrachtet man jedoch seine dort verfolgten Absichten vor dem Hintergrund seiner theoretischen Vorarbeiten, ergibt sich ein konsistentes Bild. Law wollte mit elastischem Geld die

Wirtschaft beleben und den Staat entschulden. Für ein paar Monate, von Ende 1719 bis Anfang 1720, ist ihm das auch gelungen. Die gesamte Staatsschuld war über Laws Gesellschaft mit Aktien und Papiergeld finanziert. Der Aktienpreis hielt sich einigermaßen stabil bei 9.000 Livres. Folglich waren Papiergeld und Aktien sehr gut gegeneinander substituierbar. Beide hatten den Charakter von Eigenkapital, d.h. mussten nicht mit Geld getilgt werden. Banknoten und Aktien waren Geld.

Antoin Murphy, der Biograph von John Law, erkennt in den Zentralbankern von heute, wie Ben Bernanke, Janet Yellen und Mario Draghi, die Nachfahren von Law. Wie dieser operieren sie in einem System des künstlich geschaffenen („fiat“) Geldes und nutzen dieses Geld zur Finanzierung des Kaufs von Staatsanleihen und anderen Wertpapieren.

Seit der Großen Finanzkrise haben beinahe alle großen Zentralbanken Staatsschulden mit von ihnen geschaffenem Geld gekauft. Sie haben damit die Marktinsen nach unten gedrückt und teilweise die Finanzierung ihrer Staaten übernommen. Geholfen haben ihnen dabei die Geschäftsbanken, die einen weiteren Teil der Staatsanleihen mit von ihnen geschaffenem Giralgeld gekauft haben. Dies entspricht dem von Law durchgeführten „Debt-Equity-Swap“ zur Entschuldung des Staates (wobei heute Geld die Rolle von Aktien übernimmt) und der von ihm angestrebten Flexibilisierung des Geldangebots zur Verringerung der Zinsen.

Die Bank von Japan hat zum Beispiel Staatsanleihen im Umfang von rund 450 Billionen Yen aufgekauft und hält nun rund 41 Prozent der Staatsschuld. Nimmt man die Geschäftsbanken dazu, liegen knapp 50 % der Staatsschulden im Bankensektor. Zur Finanzierung der Forderungen der Bank von Japan und der Geschäftsbanken an den Staat dienen beinahe drei Viertel der

---

<sup>3</sup> Richard Cantillon, *Essays on the Nature of Commerce in General*. Transaction Publishers (New Brunswick) 2001, S. 130.



ausstehenden Geldmenge M1 (Banknoten und Sichteinlagen bei Banken). Die Europäische Zentralbank hat Anleihen der Eurostaaten im Umfang von rund zwei Billionen Euro gekauft. Außerdem werden Staatsanleihen von rund 4,5 Billionen Euro von den Geschäftsbanken gehalten. Damit liegen 68 Prozent der Staatsschuld im Bankensektor und werden zu 83 Prozent über die Geldmenge M1 finanziert. In Japan und Europa ist man zwar noch nicht so weit wie John Law, aber auf gutem Weg dahin.

Ein weiterer wichtiger Schüler Laws wurde von Murphy allerdings übersehen. Es ist Thomas Jordan, der Gouverneur der Schweizer Nationalbank. Die Schweizer Nationalbank hat nicht wie die Bank von Japan oder die Europäische Zentralbank in großem Stil heimische Staatsanleihen gekauft. Dafür hat sie in hohem Umfang ausländische Anleihen und Aktien mit von ihr erschaffenem Geld erworben. Auslandsanlagen machen rund 94 % der Bilanzsumme der SNB aus. Davon hält sie 79 % in Anleihen und 21 % in Aktien. Diese Anlagen sind zu rund 16 % mit Eigenkapital der SNB und zu 84 % mit Einlagen bei der SNB finanziert. Sie machen 124 % der Geldmenge M1 aus. Die SNB folgt demnach vor allem Laws Modell der monetären Finanzierung ausländischer Erwerbungen.

### **Am Ende der Geldwertschnitt?**

Wie Cantillon richtig erkannt hat, brach Laws Geldsystem aufgrund der monetären Finanzierung überbewerteter Anlagewerte zusammen. Der tatsächliche Wert der Aktiva von Laws Gesellschaft lag unter dem, der einen Aktienpreis von 9.000 Livres gerechtfertigt hätte. Als die Anleger das erkannten, versuchte Law die Aktien durch Geld zu ersetzen. Als dann die Anleger auch noch aus dem Geld flohen, brachen sowohl Aktienpreis als auch Geldwert zusammen.

Heute gibt es berechtigte Zweifel, ob die Aktiva öffentlicher und privater Schuldner dem Wert ihrer durch die Banken in Geld gewandelten Verpflichtungen entsprechen. Das Geld soll durch den Gegenwartswert der realen Erträge aus den Aktiva der Schuldner gedeckt sein. Wird jedoch eine Deckungslücke sichtbar, sinkt der Wert des Geldes. Von Cantillon wissen wir, dass die Deckungslücke dann sichtbar wird, wenn das zur Finanzierung der Schulden geschaffene Geld aus dem Finanzbereich ausbricht und in der Realwirtschaft die Preise treibt.

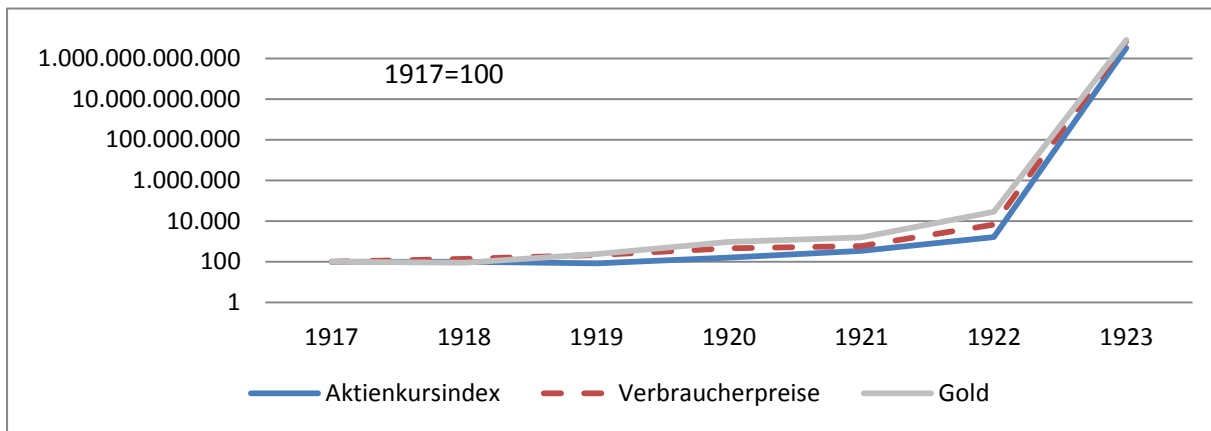
Laws Geldexperiment war so überschaubar wie eine chemische Reaktion im Reagenzglas. Dem entsprechend lief es schnell und begrenzt ab. Das Geldexperiment unserer Zeit hat im Vergleich dazu den Umfang von chemischen Reaktionen der gleichen Natur in mehreren Chemiefabriken der Welt. Der Ablauf ist wesentlich langsamer und weit weniger überschaubar. Doch der Auslöser einer „Panik“, die zum „Plätzen der Bombe“ und einer Entwertung des Geldes führt, dürfte heute der gleiche sein wie damals: die Erkenntnis, dass die Kaufkraft des Geldes schwindet. Da der Übergang des billigen Geldes vom Finanzbereich in die Preise der Realwirtschaft zunächst schleichend erfolgt, kann es einige Zeit dauern, bis es zum Ausbruch von höheren Inflationserwartungen kommt. Ist dieser Ausbruch jedoch da, dürfte er von den Zentralbanken kaum noch einzufangen sein, denn ihre früher einsetzbare Waffe der Zinserhöhungen ist aufgrund der allgemeinen hohen Verschuldung stumpf geworden.

### **Was tun?**

Cantillon hat richtig erkannt, dass über hunderte von Jahren bewährtes Metallgeld der direkte Nutznießer eines Vertrauensverlusts in künstlich geschaffenes (Papier-) Geld ist. Indirekt profitieren davon alle nicht beliebig vermehrbaren Sachwerte, also Land, Immobilien und Unter-



**Abb. 1. Crack-up Boom: Aktienkurse, Verbraucherpreise und Goldpreis in Reichsmark, 1917-1923**



Quelle: Deutsche Bundesbank

nehmensbeteiligungen. Allerdings bieten nicht alle reale Vermögenswerte den gleichen Schutz. Manche sind staatlichem Zugriff ausgesetzt, andere leiden an der Geldwertinflation.

Der Staat hat einen besonders guten steuerlichen Zugriff auf Wertgewinne von Land und Immobilien, da diese unbewegliche Vermögenswerte darstellen, deren Eigentümer staatlich registriert sind. Der „Lastenausgleich“ nach der Währungsreform von 1948, in dem Immobilienbesitzern Zwangshypotheken auferlegt wurden, um sie an der Entwertung von Geldvermögen zu beteiligen, ist ein Beispiel für den staatlichen Zugriff auf Land- und Immobilienvermögen.

Staatliche Belastungen auf Aktienvermögen sind weniger wahrscheinlich, da in diesem Fall die Aktienpreise fallen und die Eigenkapitalkosten von Unternehmen steigen könnten. Höhere Eigenkapitalkosten verringern Investitionen und die Schaffung von Arbeitsplätzen. Damit wären politische Kosten für die regierenden Politiker verbunden. Andererseits ergeben sich aus höherer Inflation Belastungen von Unternehmen durch höhere Abschreibungen, da verbrauchte Anlagegüter zu höheren Kosten wiederbeschafft werden müssen. Es ist nicht immer sicher, ob diese zusätzlichen Belastungen durch Abschrei-

bungen durch höhere Verkaufspreise für die erzeugten Produkte ausgeglichen werden können. Zumindest die Unsicherheit darüber dürfte sich in den Aktienpreisen widerspiegeln.

Gold nutzt sich nicht ab, kann leicht bewegt und ohne staatliche Registrierung gehalten werden. Es hat sich in der Vergangenheit als Inflationsschutz bewährt. Insofern dürfte es den besten Schutz in einer Geldkrise darstellen. Dies zeigt auch die Entwicklung des Goldpreises während der deutschen Hyperinflation von 1923 (Abbildung 1). Der Goldpreis stieg zwischen 1917 und 1923 um  $8,1 \times 10^{12}\%$ , der Verbraucherpreisindex um  $7,1 \times 10^{12}\%$  und der deutsche Aktienpreisindex um  $3,3 \times 10^{12}\%$ . Der Staat kann die Schutzfunktion von Gold natürlich schwächen, indem er den Besitz von Gold verbietet, wie es die US-Regierung von Franklin D. Roosevelt im Jahr 1934 getan hat. Allerdings lässt sich in unserem Zeitalter der Globalisierung und des Internets ein solches Verbot leichter umgehen als in der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts. Gold könnte zum Beispiel in einer sicheren Jurisdiktion gelagert und Eigentumsrechte durch eine Kryptowährung dokumentiert werden. Auf diese Weise könnte Gold als Tauschmittel verwendet werden, auch wenn sein physischer Besitz verboten wäre.



## RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

**Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG**

© 2018 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

## IMPRESSUM

*Herausgeber* Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com; *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de; *Autor* Prof. Dr. Thomas Mayer; *Redaktionsschluss* 8. März 2018