

## **Die Vollgeldinitiative und eine Alternative**

Dirk Niepelt<sup>1</sup>, Study Center Gerzensee and University of Bern

---

<sup>1</sup> Dieser Artikel wurde für die Festschrift zu Ehren von Ernst Baltensperger geschrieben, die anlässlich seines 75. Geburtstags herausgegeben wurde.

### **Short CV DE**

Dirk Niepelt ist Direktor des Studienzentrums Gerzensee und Professor an der Universität Bern. Derzeit ist er Research Fellow am Centre for Economic Policy Research (CEPR), Mitglied des Research Networks CESifo München sowie Mitglied des Vereins für Socialpolitik. Zuvor wirkte er im Vorstand der Schweizerischen Gesellschaft für Volkswirtschaft und Statistik, war Gastprofessor an der Universität Lausanne und Assistenzprofessor am Institute for International Economic Studies (IIES) der Universität Stockholm, wo er später als Gastprofessor bis 2014 wirkte.

Dirk Niepelt erwarb seinen PhD in Volkswirtschaft vom Massachusetts Institute of Technology (MIT) im Jahr 2000 und hat ein Lizentiat und ein Doktorat der Universität St. Gallen. Vor Erlangung seines Doktorats arbeitete er am Forschungsinstitut für Empirische Wirtschaftsforschung der Universität St. Gallen (FEW-HSG) und an der Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich (KOF). Seine Forschungsinteressen liegen in den Bereichen Makroökonomie, politische Ökonomie und Public Finance.

### **Short CV FR**

Dirk Niepelt dirige le Centre d'études de Gerzensee et est professeur à l'Université de Berne. Associé de recherche au Centre for Economic Policy Research (CEPR, Londres), membre du réseau de recherche CESifo (Munich) et du comité macroéconomique du Verein für Socialpolitik, il a été membre du conseil de la Société suisse d'économie et de statistique et a été professeur invité à l'Université de Lausanne et à l'Institute for International Economic Studies (IIES) de l'Université de Stockholm.

Dirk Niepelt est titulaire d'une licence et d'un doctorat de l'Université de Saint-Gall, ainsi que d'un doctorat en économie du Massachusetts Institute of Technology (MIT). Avant de rejoindre le Centre d'études, il était professeur assistant à l'IIES. Avant de passer son doctorat, il a travaillé au sein des instituts de recherche appliquée de Saint-Gall et de Zurich (FEW, KOF). Ses recherches portent notamment sur la macroéconomie, la finance internationale, l'économie politique et les finances publiques.

### **Short CV EN**

Dirk Niepelt is Director of the Study Center Gerzensee and Professor at the University of Bern. He currently holds the positions of Research Fellow at the Centre for Economic Policy Research (CEPR), Research Network Member at CESifo Munich and member of the Standing Field Committee on Macroeconomics of the Verein für Socialpolitik (German economic association). He previously served on the board of the Swiss Society of Economics and Statistics, was an Invited Professor at the University of Lausanne and Assistant Professor at the Institute for International Economic Studies (IIES) at Stockholm University, where he subsequently returned as Visiting Professor until 2014.

Dirk Niepelt received his PhD in Economics from the Massachusetts Institute of Technology (MIT) in 2000 and holds a licentiate degree and doctorate from the University of St. Gallen. Before completing his doctorate, he worked at the applied research institutes in St. Gallen (FEW-HSG) and Zurich (KOF). His research interests include macroeconomics, international finance, political economics, and public finance.

### **Kurzfassung**

Die Vollgeldinitiative will die Steuerbarkeit der Geld- und Kreditmenge verbessern, die Finanzstabilität erhöhen und Seigniorage-Einnahmen angemessener verteilen. Das in der Initiative vorgeschlagene Instrument, ein Verbot der aktiven Geldschöpfung, ist ineffizient oder gar ineffektiv, weil es am Kern der Probleme vorbeizieht. Eine Variante der Initiative, die dem Publikum Zugang zu elektronischem Notenbankgeld verschafft, aber auf Freiwilligkeit setzt, stiftet höheren Nutzen zu tieferen Kosten.

### **Résumé**

L'initiative «Monnaie pleine» entend améliorer la possibilité pour la banque centrale de contrôler la masse monétaire et le crédit, augmenter la stabilité financière et répartir de manière plus équitable les recettes du seigniorage. L'instrument qu'elle propose d'introduire, à savoir l'interdiction de la création monétaire par les banques commerciales, ne permet pas d'atteindre son but, voire produit des effets négatifs, car il ne s'attaque pas aux véritables problèmes. On pourrait envisager une variante de cette initiative qui donnerait à la population accès à la monnaie centrale sous forme électronique mais serait mise en œuvre sur une base volontaire. Cette variante permettrait d'obtenir une utilité accrue pour un coût réduit.

### **Abstract**

The sovereign money initiative (*Vollgeldinitiative*) seeks to gain greater control over the money and credit supply, to increase financial stability and to achieve a fairer distribution of seigniorage income. The initiative's suggested approach – a ban on active money creation – is inefficient and may even prove ineffective, as it fails to address the core problems. A variant of the initiative, which would allow the public access to electronic central bank money on a voluntary basis, would offer greater benefit at lower cost.

*Für Ernst Baltensperger, den kultivierten, gebildeten und warmherzigen Menschen und scharfsinnigen Ökonomen.*

## **1. Die Vollgeldinitiative**

Wenn die Schweizer Stimmbürger demnächst über die Vollgeldinitiative zu befinden haben, dann steht die historisch gewachsene Geld- und Währungsordnung entwickelter Volkswirtschaften zur Disposition. Die Initiative verlangt grundlegende Änderungen des Artikels 99 der Schweizerischen Bundesverfassung, in dem die Kompetenz des Bundes in Geld- und Währungsangelegenheiten sowie die Aufgaben und Gewinnverteilung der Schweizerischen Nationalbank (SNB) geregelt sind. Insbesondere sieht der Initiativtext eine Stärkung der Bundeskompetenzen sowie konkrete Vorgaben zur Finanzmarktregulierung und zu geldpolitischen Eingriffen der Nationalbank vor. Dabei nimmt er ausdrücklich Einschränkungen der Wirtschaftsfreiheit in Kauf.<sup>2</sup>

Ein zentraler Aspekt der Initiative betrifft Einschränkungen bei der Schaffung von Zahlungsmitteln. Absatz 2 des vorgeschlagenen neuen Artikels 99 besagt, dass «[d]er Bund allein ... Münzen, Banknoten und Buchgeld als gesetzliche Zahlungsmittel» schafft (Betonung durch den Autor), und gemäss Absatz 5 müssen «Finanzdienstleister ... Zahlungsverkehrskonten der Kundinnen und Kunden ausserhalb ihrer Bilanz» führen. Der vorgeschlagene Artikel 99a Absatz 3 verpflichtet die SNB, «im Rahmen ihres gesetzlichen Auftrages neu geschaffenes Geld schuldfrei in Umlauf [zu bringen], und zwar über den Bund oder über die Kantone oder, indem sie es direkt den Bürgerinnen und Bürgern zuteilt». Zahlungsmittel sollen nach dem Willen der Initianten also ausschliesslich von der Eidgenossenschaft bzw. der SNB herausgegeben werden dürfen, und dies soll mittels Transfers geschehen. Geschäftsbanken sollen nicht mehr befugt sein, Buchgeld zu emittieren.

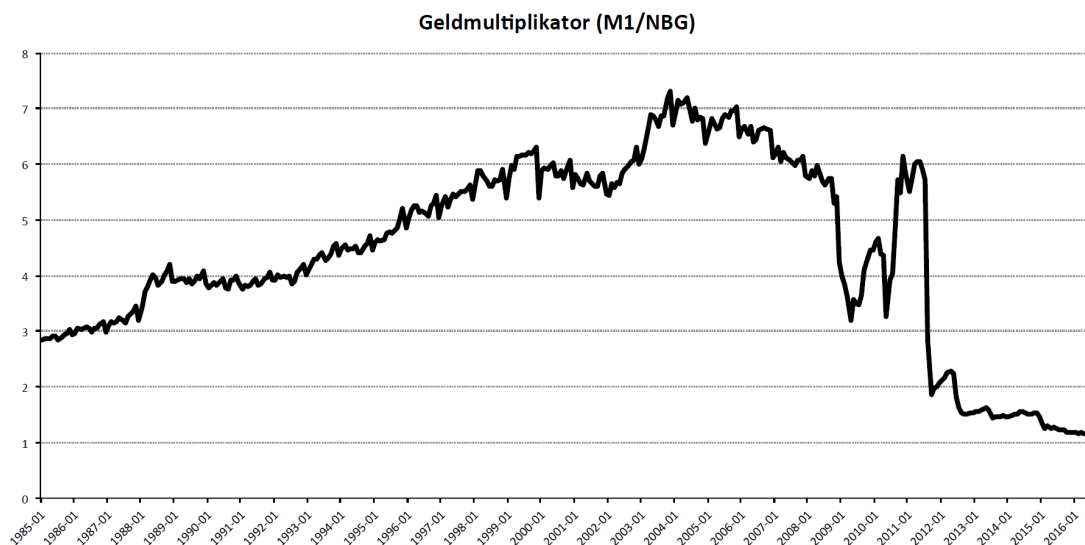
Im von den Initianten geforderten Vollgeldsystem wären Sichteinlagen des Publikums somit in Gänze durch Notenbankgeld gedeckt bzw. die Sichteinlagen wären Notenbankgeld. Damit würde die aktive Buchgeldschöpfung durch Banken unterbunden, die Finanzinstitute verlören also die Möglichkeit, Kredite zu vergeben und gleichzeitig durch neu geschaffene Sichteinlagen zu finanzieren. Gegenüber dem Status Quo ergäbe sich eine drastische Reduktion des maximal zulässigen Geldmultiplikators, des Verhältnisses von gesamter Geldmenge zu Notenbankgeldmenge.

Da die SNB im Nachgang der Finanzkrise und zur Schwächung des Schweizer Franken-Wechselkurses ihre Bilanz stark ausgeweitet hat, liegt die Vermutung

---

<sup>2</sup> Vgl. Texte im Anhang.

nahe, dass die geforderte Beschränkung des Geldmultiplikators nicht von grosser Bedeutung wäre. Abbildung 1 zeigt, dass der M1-Geldmultiplikator in den vergangenen Jahren in der Tat stark eingebrochen ist und sein Wert heute nahe Eins liegt. Gleichzeitig wird aber auch deutlich, dass ein Verbot der Geldschöpfung durch das Bankensystem im längerfristigen Vergleich einer dramatischen Veränderung des geld- und währungspolitischen Umfelds in der Schweiz gleichkäme. Die Vollgeldinitiative hinterfragt also ein Fundament der herrschenden Geldordnung.



Grafik 1: M1-Geldmultiplikator in der Schweiz (Quelle: SNB)

Die Idee eines Vollgeldsystems wurzelt im «Chicago-Plan» der 1930er-Jahre, der die wirtschaftspolitische Diskussion in den USA während der grossen Depression entscheidend mitprägte. Führende Ökonomen wie Irving Fisher, Henry Simons oder Milton Friedman propagierten das Verbot der Geldschöpfung durch Banken oder sympathisierten mit der Idee, bevor sie nach dem Zweiten Weltkrieg allmählich in Vergessenheit geriet. Erst in jüngerer Zeit findet der Plan wieder vermehrt Zuspruch, und zwar nicht nur am Rande des ökonomischen Mainstreams. Selbst der ehemalige Chefvolkswirt einer grossen internationalen Geschäftsbank und renommierte Kommentatoren in der Finanzpresse bekunden Unterstützung.

Auf den ersten Blick erscheint der vorgeschlagene Systemwechsel im Kern auch durchaus attraktiv, verspricht er doch eine klare Trennung der Verantwortlichkeiten von Zentralbank und Geschäftsbanken: Erstere würde uneingeschränkt den Bestand an Zahlungsmitteln kontrollieren, letztere würden zu blossen Intermediären von Zahlungsmitteln. Dies, so die Befürworter eines Vollgeldsystems, brächte erhebliche Vorteile mit sich: Störungen des Geldangebots und Kreditblasen würden vermieden, die Finanzstabilität gestärkt und Seigniorage-Einnahmen kämen der Zentralbank und damit dem Gemeinwesen und nicht mehr den Geschäftsbanken zugute.

Dennoch ist ein Verbot der aktiven Buchgeldschöpfung nicht sinnvoll, wie im Folgenden argumentiert wird. Zum einen ist zweifelhaft, ob sich die Ziele der Vollgeldinitiative mit den vorgeschlagenen Mitteln wirklich erreichen liessen. Zum anderen stünden den Vorteilen eines Regimewechsels selbst im besten Fall gewichtige Nachteile gegenüber und weniger einschneidende Massnahmen versprechen dieselben Vorteile. Auch eine positive Nebenwirkung der Vollgeldreform – die Gewährleistung der universellen Einsetzbarkeit des gesetzlichen Zahlungsmittels – kann mit weniger einschneidenden Mitteln erzielt werden.

Die in der Vollgeldinitiative vorgeschlagenen Instrumente sind also weder effizient noch effektiv. Der Grund hierfür liegt darin, dass die Instrumente nicht am Kern der Probleme ansetzen: der Zeitinkonsistenz optimaler geldpolitischer Pläne sowie dem eingeschränkten Zugang zu elektronischem Notenbankgeld. Eine Variante der Initiative, die dem Publikum Zugang zu elektronischem Notenbankgeld verschafft, aber auf Freiwilligkeit setzt, verspricht in dieser Beziehung grösseren Nutzen zu tieferen Kosten.

## **2. Vor- und Nachteile eines Verbots der aktiven Buchgeldschöpfung**

### *Geldangebot und Kreditvergabe*

Wenn Banken nicht aktiv Buchgeld schöpfen dürften, verringerte dies das Risiko von Störungen des Geldangebots oder von Kreditblasen, die zu Konjunkturausschlägen führen können. Diesem Vorteil einer Vollgeldreform stünden aber Nachteile gegenüber. Im herrschenden System können sowohl die Zentralbank (mittels Beeinflussung der Notenbankgeldmenge) als auch das Bankensystem (durch Buchgeldschöpfung) auf Schwankungen der Geldnachfrage reagieren. Mit einem gesetzlich fixierten Geldmultiplikator wäre letzteres nicht mehr möglich, und Anpassungen des Geldangebots müssten ausschliesslich durch die Zentralbank vollzogen werden.

Dies erforderte raschere und drastischere geldpolitische Eingriffe als im herrschenden System, um die verringerte Elastizität des Geldangebots im Bankensektor auszugleichen.

Ausserdem würde es für die Zentralbank schwieriger, bei Bedarf die Geldmenge zu reduzieren. Denn wenn, wie von den Initianten vorgesehen, Transfers als Instrument zum Einsatz kämen, um Notenbankgeld in Umlauf zu bringen, dann müssten Verringerungen des Geldangebots über Steuererhöhungen umgesetzt werden (sofern die Geldpolitik nicht asymmetrisch operierte). Dies dürfte erhebliche politische Probleme aufwerfen.

Die geforderte Fixierung des Geldmultiplikators ist im Prinzip ein redundantes wirtschaftspolitisches Instrument. Schon heute stehen Notenbanken eine

Vielzahl von Instrumenten zur Verfügung, um den Geldmultiplikator, wenn nicht gesetzlich zu fixieren, so doch direkt oder indirekt zu beeinflussen. Kritiker mögen bezweifeln, dass Zentralbanken von diesen Instrumenten ausreichend Gebrauch machen. Ein Verbot der Buchgeldschöpfung durch Banken im Verbund mit einer Vergrößerung der Machtfülle der Notenbank zielt dann aber am Problem vorbei. Ganz generell dürften diejenigen, die sich am Gebaren der Zentralbanken stören, tiefe Leitzinsen, unkonventionelle geldpolitische Massnahmen oder die Aufblähung der Notenbankbilanzen ablehnen oder eine verstärkte Golddeckung der Währung fordern, ihre Bedenken nicht durch eine Vollgeldreform zerstreut sehen.

Über die Frage der Steuerbarkeit von Geld- und Kreditmenge hinaus wird diskutiert, ob sich ein Verbot der Buchgeldschöpfung unmittelbar auf die gesamtwirtschaftliche Ersparnisbildung und Investitionstätigkeit auswirken würde. Dies ist zu verneinen. Denn zwischen gesamtwirtschaftlicher Ersparnis einerseits und Menge und Struktur der im Umlauf befindlichen Zahlungsmittel andererseits besteht kein mechanischer Zusammenhang. Am deutlichsten wird dies am Beispiel einer reinen Tauschwirtschaft ohne jegliche Zahlungsmittel; auch in ihr kann Ersparnis gebildet und können Investitionen getätigt werden. In einem Vollgeldsystem würden Kredite durch langfristiges Fremdkapital oder Eigenkapital finanziert, und Sparer investierten entweder in Notenbankgeld oder aber – unter «normalen» Umständen lukrativer – in solches Fremd- und Eigenkapital. Die für die gesamtwirtschaftliche Ersparnis zur Verfügung stehenden Ressourcen veränderten sich also allenfalls mittelbar infolge veränderter Anlageentscheide und Transaktionskosten.

### *Finanzstabilität*

Ein zweiter Themenkomplex in der Diskussion um die Vor- und Nachteile eines Verbots der Buchgeldschöpfung betrifft die Finanzstabilität. Wenn Sichteinlagen Notenbankgeld wären (oder Sichteinlagen in den Bankbilanzen vollständig durch Notenbankgeld gedeckt wären und Seniorität genössen), dann entfielen jegliches Illiquiditäts- und Ausfallrisiko. Einleger hätten demzufolge keine Veranlassung mehr, bei Anzeichen eines Vertrauensverlusts ihre Guthaben abzuziehen. Die erhöhte Sicherheit und Liquidität der Guthaben würde allerdings durch eine tiefere Verzinsung erkauft.

Auf Seiten der Geschäftsbanken wäre dadurch nichts gewonnen, denn die vollkommen sicheren und liquiden Sichteinlagen leisteten keinerlei Beitrag mehr zur Finanzierung des Bankgeschäfts. Für das Bankensystem als Ganzes und die Volkswirtschaft hingegen trüge ein Vollgeldregime ohne die Gefahr konventioneller «Bank Runs» zur Stabilisierung des Einlagengeschäfts und des über die Banken abgewickelten Zahlungsverkehrs bei. Dies wäre nicht nur für sich allein genommen ein bedeutender Fortschritt. Es hätte auch die positive Nebenwirkung, dass die Einlagensicherung reformiert (d. h. insbesondere, stark

reduziert) werden könnte, sofern der Gesetzgeber mit ihr keine sozialpolitischen Ziele verfolgt.<sup>3</sup> Dies wiederum erlaubte es, die Bankenregulierung dort abzubauen, wo sie als Gegengewicht zu durch die Einlagensicherung hervorgerufenen Anreizproblemen etabliert wurde.

Die erhöhte Stabilität der Zahlungsverkehrsinfrastruktur in einem System ohne Buchgeldschöpfung brächte allerdings nicht automatisch mehr Stabilität im Bankensystem mit sich. Denn Gläubiger mit anderen kurzfristigen Forderungen könnten weiterhin einen «Run» auf Banken auslösen, wie dies in der jüngsten Finanzkrise geschah. Und selbst wenn Banken in Einlagen-, Zahlungsverkehrs-, Kredit- oder Investmentbanken aufgespalten würden, wären Illiquiditätsrisiken lediglich isoliert und konzentriert, aber nicht eliminiert. Gänzlich beseitigen lassen sich diese Risiken allein dadurch, dass das Kredit- und Investmentgeschäft fristenkongruent finanziert wird. Dabei werden Kredit- und Investmentbanken im Extremfall zu Fonds.<sup>4</sup>

Ob sich auf Seiten der Bankkunden Vor- oder Nachteile ergäben, ist unklar. Ein etwaig vorhandener gesellschaftlicher Nutzen des Liquiditätsmanagements durch Banken ginge sicherlich verloren. Zu berücksichtigen ist allerdings, dass Notenbankgeld beinahe kostenlos hergestellt werden kann und Einlagen im herrschenden System indirekt durch die Allgemeinheit subventioniert werden (siehe unten).

### *Seigniorage-Einnahmen*

Zentralbanken erzielen Seigniorage-Einnahmen, indem sie im Tausch gegen verzinsliche Aktiva Noten oder Reserven emittieren, die keinen oder einen sehr tiefen Zins tragen. Begründet liegt der Renditemalus des Notenbankgeldes in seinem Liquiditätsbonus: Selbst hochwertigste Anleihen bieten Banken und Anlegern nicht das gleiche Mass an Liquidität wie Noten oder Reserven. Da Seigniorage-Einnahmen sich proportional zur Notenbankgeldmenge entwickeln und letztere bei Einführung eines Vollgeldregimes stark wüchse (bzw. ein Systemwechsel einer Kürzung der Zentralbankbilanz entgegenstünde), um den Rückgang des Geldmultiplikators zumindest teilweise zu kompensieren, fielen insbesondere in der Übergangsphase markant höhere Seigniorage-Einnahmen

---

<sup>3</sup> In der Schweiz und in anderen Ländern geht die Einlagensicherung weit über eine Sicherung der Mittel für den eigentlichen Zahlungsverkehr hinaus. In der Schweiz bezog sich das seit 1934 geltende Konkursprivileg zunächst auf «Spar»-Guthaben bis zu 5000 Schweizer Franken. Im Jahr 1997 wurde das Privileg auf 30 000 Schweizer Franken erhöht und unter anderem auf Konten ausgedehnt, auf die regelmässig Einkommen einbezahlt werden. Bereits im Jahr 2002 wurde das Konkursprivileg erneut ausgeweitet; nun wurden explizit auch Zahlungsverkehrskonten geschützt. Im Dezember 2008 wurde die privilegierte Summe auf 100 000 Schweizer Franken erhöht und weitere Guthaben wurden dem Konkursprivileg unterstellt. (Diese Angaben stützen sich auf Hinweise von Corinne Zellweger-Gutknecht, für die sich der Autor herzlich bedankt. Für Fehlinterpretationen ist allein der Autor verantwortlich.)

<sup>4</sup> Für Vorschläge, die in diese Richtung gehen, vgl. insb. Kotlikoff (2010) und McMillan (2014).



an, die nach dem Willen der Initianten den Gebietskörperschaften, Sozialversicherungen oder auch Wählern zugutekommen sollten.

Die unmittelbare Verknüpfung des Liquiditätsangebots mit den Einnahmen dieser möglichen Transferempfänger würde zu politischem Druck auf die SNB führen. Für die Notenbank wäre es in einem Vollgeldregime daher schwieriger, eine allein an Stabilitätszielen orientierte Geldpolitik zu verfolgen, und ihre Unabhängigkeit würde faktisch untergraben. Der gesellschaftliche Nutzen höherer staatlicher Seigniorage-Einnahmen aufgrund eines Wechsels zu einem Vollgeldregime unterschritte daher deren rein fiskalischen Wert.

Stünden diesen Mehreinnahmen bei der Zentralbank Mindereinnahmen bei den Geschäftsbanken infolge der unterbundenen Buchgeldschöpfung gegenüber, und wenn ja, wie wäre diese Umverteilung zu bewerten? Dies hängt insbesondere davon ab, ob Einlagen im herrschenden System mit Buchgeldschöpfung von einem Liquiditätsbonus profitieren und ob dieser Bonus eine implizite staatliche Subvention widerspiegelt. Entscheidend hierfür sind die Erwartungen der Einleger und das Verhalten der Zentralbank.

Während Sichteinlagen die Kunden einer Bank zwar zum unmittelbaren Zugriff auf Notenbankgeld berechtigen, kann dieses Recht nicht von allen Einlegern gleichzeitig in Anspruch genommen werden. Dies zeigt sich deutlich während eines Runs, bei dem Bankkunden vor den Schalterhallen und Geldautomaten Schlange stehen und Noten nur im Falle eines Eingreifens der Zentralbank als «Lender of Last Resort» ausgezahlt werden können. Sichteinlagen garantieren somit nur dann Verfügungsrechte über Notenbankgeld, wenn wenige Bankkunden gleichzeitig über ihre Guthaben verfügen wollen oder aber die Zentralbank im erforderlichen Masse Hilfe leistet. Andernfalls garantieren sie keine oder nur beschränkte Verfügungsrechte.

Vor diesem Hintergrund lassen sich drei idealtypische Szenarien unterscheiden, aus denen sich unterschiedliche Schlussfolgerungen hinsichtlich der Verteilungseffekte eines Systemwechsels hin zu einem Vollgeldregime ableiten lassen. Im ersten Szenario sind sich Einleger der beschränkten Liquidität ihrer Guthaben bewusst, und sie vertrauen nicht auf Liquiditätshilfen der Notenbank. Entsprechend begrenzt ist der Liquiditätsbonus von Einlagen und infolgedessen die Nachfrage danach und entsprechend hoch der Zins, der für Sichteinlagen bezahlt werden muss. Geschäftsbanken erzielen somit keine Seigniorage-Einnahmen und ein Verbot der Buchgeldschöpfung führt nicht zu einer Umverteilung solcher Einnahmen.

Auch im zweiten Szenario leistet die Notenbank keinerlei Liquiditätshilfe. Im Gegensatz zur zuvor beschriebenen Situation erwarten die Einleger nun aber eine solche Hilfe, obwohl sie im Bedarfsfall ausbleibt. Aufgrund dieser Fehleinschätzung ist die Nachfrage nach Einlagen hoch und der Marktzins, den

Banken dafür zu bezahlen haben, tief. Die Geschäftsbanken erzielen zwar eine Form von Seigniorage-Einnahmen, doch diese Erlöse widerspiegeln keine implizite Subvention durch die Zentralbank, sondern vielmehr die Fehleinschätzung des Publikums.

Im dritten Szenario schliesslich erwarten die Einleger, dass Sichteinlagen immer in Notenbankgeld umgetauscht werden können, und die Zentralbank stellt sicher, dass diese Erwartungen auch tatsächlich erfüllt werden. Entsprechend hoch ist die Nachfrage des Publikums und entsprechend tief die Verzinsung – ungeachtet der Tatsache, dass im Bedarfsfall die Notenbank und somit die Allgemeinheit die Liquidität zur Verfügung stellt und nicht die Geschäftsbank.

Im dritten Szenario, das der Realität am nächsten kommen dürfte, ist das Verursacherprinzip typischerweise verletzt, denn der Strafzins, den die Zentralbank im Rahmen notfallmässiger Liquiditätshilfe einfordert, ist in der Regel zu tief, um die Banken die gesellschaftlichen Kosten voll internalisieren zu lassen. Dies liegt nicht zuletzt an der schlechten Verhandlungsposition, in der sich die Zentralbank in Krisenzeiten befindet (siehe unten), und es gilt unabhängig davon, ob Banken ihre Seigniorage-Einnahmen zur Verbesserung der Konditionen im Einlagengeschäft einsetzen oder nicht.

In einem Vollgeldsystem wäre die Verletzung des Verursacherprinzips infolge der nicht mehr zulässigen Buchgeldschöpfung zwar zwangsläufig beseitigt. Doch hieraus folgt nicht, dass ein Vollgeldsystem die geeignetste Lösung des Problems darstellt. Vielmehr könnte das Verursacherprinzip auch mit einfacheren und weniger einschneidenden Mitteln, bspw. einer Steuer auf Sichtguthaben, durchgesetzt werden.

Was jedoch auch eine Steuer nicht vollständig zu leisten vermöchte, ist die Entschärfung des Problems der Zeitinkonsistenz wirtschaftspolitischer Pläne. Die schwache Verhandlungsposition der Zentralbank im beschriebenen dritten Szenario rührt daher, dass sie in Finanzkrisen erpressbar ist. Weil breite Bevölkerungskreise und wichtige Marktakteure auf Stützungsmaßnahmen in Krisenzeiten vertrauen und entsprechend riskante Spar- und Anlageentscheidungen treffen, werden diese Massnahmen im Nachhinein aus politischer Sicht alternativlos. Im Krisenfall können es sich die Entscheidungsträger schlicht nicht leisten, das in sie gesetzte Vertrauen zu enttäuschen und dabei kurzfristig negative wirtschaftliche und soziale Folgen in Kauf zu nehmen. Faktisch wird die Allgemeinheit somit gezwungen, die Risiken der Anlagen mitzutragen.<sup>5</sup>

---

<sup>5</sup> Die Zentralbank kann in eine ähnliche Situation geraten, wenn an den Finanzmärkten eine «Liquiditätsillusion» vorherrscht, aufgrund derer in Vergessenheit gerät, dass Finanzmärkte keine Liquidität schaffen, sondern lediglich Verfügungsrechte darüber festlegen können. Finanzmarktteilnehmer, die dies aus den Augen verlieren, können sich nolens volens in eine Situation hineinmanövrieren, aus der sie nur noch Hilfen der Zentralbank befreien können.

Dieser Teufelskreis ist nicht untypisch im wirtschaftspolitischen Betrieb. Er widerspiegelt eine mangelnde Fähigkeit zur Selbstbindung; in einer Demokratie werden Entscheidungen erst dann getroffen, wenn sie anstehen, und die Erwartungen der Wirtschaftsakteure reflektieren diese Tatsache.<sup>6</sup> Ein Vollgeldregime würde dieses Problem nur dann lösen, wenn es die Erpressbarkeit der Zentralbank reduzieren könnte. Jene wiederum steht und fällt mit der Durchsetzbarkeit des Verbots der privaten Schaffung von Zahlungsmitteln, aber diese Durchsetzbarkeit ist fraglich, wie im Folgenden argumentiert wird.

### *Durchsetzbarkeit*

Das unvorteilhafte Kosten-Nutzen-Verhältnis eines Systemwechsels zum Vollgeld wird zusätzlich dadurch verschlechtert, dass unklar ist, ob und wie ein Verbot der Buchgeldschöpfung überhaupt durchgesetzt werden könnte. Wenn Sichteinlagen ohne vollständige Deckung durch Notenbankgeld verboten würden, könnten Banken und ihre Kunden dieses Verbot im Prinzip umgehen, indem sie sich auf andere Formen von Quasigeld, bspw. Anteile an Geldmarktfonds, verständigten.

Konkret stellten sich zwei Probleme. Zum einen liesse sich kaum klar und unmissverständlich definieren, wann es sich bei einer Forderung um ein Zahlungsmittel ohne Deckung durch Notenbankgeld handelt. Denn Forderungen oder andere Vermögenswerte lassen sich nicht einfach in Zahlungsmittel oder Nicht-Zahlungsmittel einteilen; vielmehr bestimmen die Marktbedingungen und der Kontext einer Situation, in welchem Ausmass ein Vermögenswert die Funktion eines Zahlungsmittels erfüllt. Damit bliebe die Vollgeldreform zahnlos, und es bestünde die Gefahr, dass die Zentralbank angesichts neuartiger Quasigelder gänzlich die Kontrolle über die im Umlauf befindlichen Zahlungsmittel verlöre.

Zum anderen bestünde auch das beschriebene Problem der Zeitinkonsistenz trotz des Regimewechsels weiter. Denn selbst wenn die Zentralbank nach einer Vollgeldreform kommunizierte, dass sie nicht mehr als Lender of Last Resort bereitstünde, um die Preise privat emittierter Zahlungsmittel zu stützen, bliebe diese Ankündigung unglaubwürdig. Eine handstreichartige Korrektur jahrzehntelang bestärkter Erwartungen wäre kaum möglich, und die Finanzmarktteilnehmer liessen sich daher auch nicht davon abschrecken, sich auf die erwähnten Ausweichmanöver einzulassen.

### **3. Ein positiver Nebeneffekt der Vollgeldreform**

---

<sup>6</sup> Mildern lässt sich die Problematik dadurch, dass wirtschaftspolitischen Entscheidungsträgern Anreize gegeben werden, sich am langfristigen Gemeinwohl zu orientieren. Gerade vor diesem Hintergrund stellt die Unabhängigkeit der Notenbank bzw. ihrer Exponenten ein zentrales Gut dar.

In vielen Staaten wird die Nutzung von Bargeld für grössere Transaktionen zunehmend eingeschränkt, um Steuerhinterziehung und Wirtschaftskriminalität zu bekämpfen oder ähnliche Ziele zu verfolgen. Gleichzeitig wird der Einsatz elektronischen Geldes privilegiert oder gar vorgeschrieben. Da praktisch nur Finanzinstitute Zugang zu elektronischem *Notenbankgeld* haben, wird das breite Publikum faktisch gezwungen, Sichteinlagen bei Geschäftsbanken zu halten und zu akzeptieren, obwohl jene kein gesetzliches Zahlungsmittel darstellen und im Vergleich zum Notenbankgeld grösseren Risiken ausgesetzt sind.

In einem Vollgeldsystem wären Sichteinlagen des Publikums Notenbankgeld. Der Zugang des Publikums zu elektronischem Notenbankgeld wäre daher gewährleistet, und das gesetzliche Zahlungsmittel würde seinem Anspruch auf universelle Einsetzbarkeit wieder gerecht. Ein Vollgeldsystem löste somit den unbefriedigenden Widerspruch zwischen Geldverfassung einerseits und gesetzlichen Bestimmungen zur Beschneidung der Privatsphäre andererseits auf. Doch es erreichte dieses Ziel mit unnötig restriktiven Mitteln, wie im Folgenden argumentiert wird.

#### **4. Ein alternativer Lösungsansatz**

Die Vollgeldinitiative artikuliert eine lang bestehende Unzufriedenheit mit der herrschenden Geldordnung, doch der von der Initiative propagierte Lösungsansatz ist ineffizient und zum Teil auch ineffektiv, wie oben gezeigt wurde. Das rührt daher, dass sein Hauptelement – das Verbot der aktiven Buchgeldschöpfung – am Kern der zwei bestehenden Grundprobleme vorbeizieht. Das erste Grundproblem betrifft die Zeitinkonsistenz wirtschaftspolitischer Pläne und das zweite den eingeschränkten Zugang zu elektronischem Notenbankgeld.

Nicht die Verwendung privater Forderungen als Zahlungsmittel an sich liegt an der Wurzel des ersten Grundproblems, sondern vielmehr die Tatsache, dass die Zentralbank infolge deren weitverbreiteten Gebrauchs erpressbar wird. Wie beschrieben bliebe diese Erpressbarkeit in einem Vollgeldsystem bestehen, da eine handstreichartige Korrektur jahrzehntelang bestärkter Erwartungen kaum möglich wäre. Grundsätzlich wäre mit dem Verbot der aktiven Buchgeldschöpfung somit nichts gewonnen.

Eine erfolgsversprechendere Strategie zur Neuordnung des Geldsystems setzt anstelle des Verbots der aktiven Buchgeldschöpfung auf Freiwilligkeit.<sup>7</sup> Wie in der Initiative vorgeschlagen, basiert die Alternative – nennen wir sie «Reserves for All» (RFA) – darauf, dass das breite Publikum Zugang zu elektronischem Notenbankgeld erhalte. Im Gegensatz zur Initiative ginge damit aber kein Verbot

---

<sup>7</sup> Vgl. frühere Beiträge des Verfassers, insb. Niepelt (2015a,b) und Niepelt (2016).

traditioneller Sichteinlagen einher. Firmen und Haushalte erhielten also die Wahl zwischen traditionellen Sichteinlagen bei Banken und neuartigen Konten, bei denen die Einlagen vollständig durch Notenbankgeld gedeckt sind.

Obwohl die elektronischen Notenbankguthaben in der Regel keinen Ertrag nach Gebühren abwerfen dürften, ist davon auszugehen, dass sich früher oder später mehr und mehr Anleger aus eigenem Antrieb dazu entschlossen, das für sie neue Zahlungsmittel einzusetzen, um von seiner maximalen Sicherheit und Liquidität zu profitieren. Je mehr Haushalte und Firmen ihre Zahlungen aber mit elektronischem Notenbankgeld abwickelten, desto stärker nähme die Erwartungshaltung ab, dass Sichteinlagen bei Geschäftsbanken staatlich garantiert und gestützt werden. Der Druck auf die Zentralbank wiche und das Problem der Zeitinkonsistenz und Erpressbarkeit wäre je länger, desto mehr entschärft.

Das zweite Grundproblem der herrschenden Geldordnung, der implizite Zwang zur Nutzung privater Forderungen als Zahlungsmittel, wäre unter einem RFA-Regime ebenfalls gelöst. Mit dem Einräumen einer Wahlmöglichkeit zwischen der Nutzung von Sichteinlagen bei Banken einerseits und elektronischem Notenbankgeld andererseits wäre niemand mehr gezwungen, seine Transaktionen aufgrund staatlicher Bestimmungen mittels ersterer abzuwickeln. Das gesetzliche Zahlungsmittel wäre universell einsetzbar und gleichzeitig stünde es Interessierten frei, Sichteinlagen bei Banken nach Belieben zu nutzen.

## **5. Schluss**

Sollte also jeder Bürger bei der Zentralbank ein Zahlungsverkehrskonto eröffnen können? Geschickter wäre eine Lösung, bei der die Geschäftsbanken ausserhalb ihrer Bilanzen Sondervermögen anbieten, deren Aktiva vollständig in Reserven bei der Notenbank investiert sind. Kunden könnten Anteile an diesen Sondervermögen erwerben und damit bezahlen.

Einzelne Schritte in Richtung solcher privat angebotener Sondervermögen zum Einsatz für Zahlungsverkehrszwecke sind zunehmend zu beobachten. So wurde der Autor von den Gründern eines Finanzinstitutes in Deutschland kontaktiert, das seinen Kunden Konten anbieten will, die in Zentralbankgeld geführt werden. Auf Zentralbankebene will die Bank of England «Non-Bank» Zahlungsverkehrsdienstleitern Zugang zu elektronischem Notenbankgeld gewähren.<sup>8</sup> Und in eine ähnliche Richtung zielen die «Segregated Balance Accounts» des U.S. Federal Reserve System.

Dennoch stellt sich die Frage, warum Geschäftsbanken nicht schon heute in grösserem Umfang derartige Sondervermögen anbieten. Möglicherweise halten

---

<sup>8</sup> Vgl. Carney (2016).

sie Interessenkonflikte davon ab. Banken und ihre Kunden, die im heutigen System von impliziten Subventionen profitieren, haben keinen Anreiz, die beschriebenen neuen Konten einzuführen und zu nutzen, solange dies die Konkurrenz nicht auch tut. Da die impliziten Subventionen auf der Erpressbarkeit der Zentralbank beruhen und sich nicht leicht beseitigen lassen, könnte es daher durchaus sinnvoll sein, dass die Zentralbank oder eine andere staatliche Institution Konten mit elementaren Zahlungsverkehrsoptionen anbietet, um den Anstoss für bessere private Angebote zu geben.

Im Vorfeld der Einführung eines RFA-Regimes wären verschiedenste technische Fragen zu klären, so z. B. hinsichtlich der Umsetzung der Geldpolitik im neuen System. Sollten Zentralbanken weiterhin Notenbankgeld an Banken verleihen oder auch an das breite Publikum, und zu welchen Konditionen sollte dies geschehen? Oder sollte neues Notenbankgeld durch Transfers in Umlauf gebracht werden, wie dies die Vollgeldinitiative vorsieht, und wenn ja, an wen? Andere technische Fragen betreffen die Abwicklung des Zahlungsverkehrs. Derzeit nutzen Banken Clearingsysteme, um sich Guthaben bei der Zentralbank zu überweisen. In einem System mit allgemein zugänglichen Zentralbankeinlagen könnten diese Clearingsysteme auch für die Überweisungen von Notenbankgeld im Auftrag von Nicht-Banken geöffnet werden, oder aber es könnten parallele Zahlungsverkehrsnetzwerke geschaffen werden.

Während der eigentlichen Systemumstellung wäre mit weiteren Problemen zu rechnen. Je nachdem, wie gross die Portfolioumschichtungen des Privatsektors im Rahmen eines Systemwechsels ausfielen, könnte die Nachfrage nach Notenbankgeld erheblich steigen und diejenige nach Sichteinlagen bei den Geschäftsbanken fallen. Dies wiederum könnte zu einem Austrocknen der Liquidität im Bankensektor führen, sofern die Zentralbank nicht grosszügig zusätzliche Liquidität bereitstellte. Sowohl die Finanz- als auch die Preisstabilität wären daher in der Übergangsphase Risiken unterworfen.

Trotz dieser offenen Fragen und möglichen Probleme scheint die Zeit reif, eine Liberalisierung des Zugangs zu elektronischem Notenbankgeld ernsthaft zu erwägen. In einem Umfeld, das durch neuartige Alternativwährungen und die steigende Bedeutung elektronischer Zahlungen charakterisiert ist, muss es im Interesse des Staates und seiner Zentralbank liegen, die heimische Währung als Zahlungsmittel attraktiv zu gestalten, wenn sie als wirtschaftspolitisches Instrument erhalten bleiben soll. In einer freien Gesellschaft ist das mögliche Ausmass staatlicher Kontrolle über das Geldwesen durch die Bereitschaft der Bürger begrenzt, das staatlich bewirtschaftete Geld zu akzeptieren. Schlussendlich entscheidet somit die Nützlichkeit des Geldes darüber, inwieweit es der Staat Beschränkungen unterwerfen und für wirtschaftspolitische Zwecke einsetzen kann.

Dem Bürger mehr Wahlmöglichkeiten im Bereich des bargeldlosen Zahlungsverkehrs zu geben, könnte auch den ersten Schritt zu einer generellen Verschlankung und Überholung der Finanzmarktordnung darstellen. Insbesondere könnte eine breite Debatte darüber in Gang kommen, ob staatliche Garantien für von Privaten emittierte Forderungen in ihrer jetzigen Form und ihrem heutigen Ausmass noch sinnvoll sind.<sup>9</sup> Nicht unmittelbar mit der Frage eines RFA-Systems in Verbindung stünde im Gegensatz hierzu die Debatte um die Abschaffung des Bargelds, die in den letzten Jahren an Dynamik gewonnen hat. Mehr Wahlmöglichkeiten im elektronischen Zahlungsverkehr müssen keineswegs mit einer Einschränkung der Option barer Zahlungen einhergehen; die eine Thematik sollte daher nicht mit der anderen vermischt werden.<sup>10</sup>

Ein RFA-System bietet die Möglichkeit, Grundprobleme der herrschenden Geld- und Währungsordnung wirkungsvoll zu entschärfen. Es bleibt zu hoffen, dass den ersten Schritten auf dem Weg zu RFA weitere folgen werden.

---

<sup>9</sup> Zentrale Fragen sind z. B.: Ist es gesellschaftlich erwünscht, dass Sichteinlagen und andere Anlageformen staatlich garantiert werden, selbst wenn dem Publikum ein elektronisches gesetzliches Zahlungsmittel zur Verfügung steht? Macht es Sinn, dass diese Garantien nicht nur Einlagen absichern, die kurzfristig als Zahlungsmittel Verwendung finden sollen, sondern auch Ersparnisse für die mittlere und lange Frist? Und sollte die Allgemeinheit für diese Garantien entschädigt werden? Die Antworten auf diese und ähnliche Fragen werden von Person zu Person unterschiedlich ausfallen und dabei sowohl Menschenbild als auch Staatsverständnis widerspiegeln. Doch unabhängig von den Prämissen, unter denen die Fragen diskutiert werden, dürfte sich das bestehende Arrangement als verbesserungswürdig erweisen.

<sup>10</sup> Nichtsdestotrotz sei festgehalten, dass sich eine Abschaffung des Bargelds zum heutigen Zeitpunkt schwerlich begründen liesse. Das Argument, die Abschaffung sei aus geldpolitischen Überlegungen wünschenswert, weil es die «Zero Lower Bound» beseitige, kann nicht überzeugen; dasselbe Resultat lässt sich erzielen, wenn ein Wechselkurs zwischen Noten und elektronischem Notenbankgeld eingeführt wird (vgl. z. B. Buiters, 2009). Das Argument, die Abschaffung des Bargelds sei zur Bekämpfung der Steuerhinterziehung und Kriminalität geboten, wirkt vorgeschoben; angesichts der mit einer Bargeldabschaffung verbundenen schwerwiegenden Konsequenzen für die Privatsphäre und die individuelle Freiheit wiegt dieser angebliche Vorteil kaum ausreichend schwer. Schliesslich scheinen die operativen Risiken, die sich ergäben, wenn alle Zahlungen elektronisch erfolgten, angesichts der Tatsache, dass elektronische Zahlungs- und Kommunikationssysteme immer wieder ausfallen, unvertretbar.

## Literaturverzeichnis

Buiter, Willem (2009), Negative interest rates: when are they coming to a central bank near you?, *Financial Times*, Blog, 7. Mai, <http://blogs.ft.com/maverecon/2009/05/negative-interest-rates-when-are-they-coming-to-a-central-bank-near-you>.

Carney, Mark (2016), *Enabling the FinTech transformation: revolution, restoration, or reformation?*, Referat am Lord Mayor's Banquet, London, 16. Juni, [www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2016/speech914.pdf](http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2016/speech914.pdf).

Kotlikoff, Laurence J. (2010), *Jimmy Stewart is dead: ending the world's ongoing financial plague with limited purpose banking*, New Jersey: John Wiley & Sons.

McMillan, Jonathan (2014), *The end of banking: money, credit, and the digital revolution*, Zürich: Zero/One Economics.

Niepelt, Dirk (2015a), Reserves for everyone – towards a new monetary regime?, *VoxEU*, 21. Januar, <http://voxeu.org/article/keep-cash-let-public-hold-central-bank-reserves>.

Niepelt, Dirk (2015b), Notenbankgeld für alle?, *Neue Zürcher Zeitung*, 236 (42), 20. Februar, S. 29.

Niepelt, Dirk (2016), Elektronisches Notenbankgeld ja, Vollgeld nein, *Neue Zürcher Zeitung*, 237 (138), 16. Juni, S. 10.



## **Anhang**

### **A. Verfassungstexte**

#### **A.1 Artikel 99 der Schweizerischen Bundesverfassung (Stand 1. Januar 2016)**

##### Art. 99 Geld- und Währungspolitik

<sup>1</sup> Das Geld- und Währungswesen ist Sache des Bundes; diesem allein steht das Recht zur Ausgabe von Münzen und Banknoten zu.

<sup>2</sup> Die Schweizerische Nationalbank führt als unabhängige Zentralbank eine Geld- und Währungspolitik, die dem Gesamtinteresse des Landes dient; sie wird unter Mitwirkung und Aufsicht des Bundes verwaltet.

<sup>3</sup> Die Schweizerische Nationalbank bildet aus ihren Erträgen ausreichende Währungsreserven; ein Teil dieser Reserven wird in Gold gehalten.

<sup>4</sup> Der Reingewinn der Schweizerischen Nationalbank geht zu mindestens zwei Dritteln an die Kantone.

#### **A.2 Geänderter Text gemäss Vollgeldinitiative**

##### Art. 99 Geld- und Finanzmarktordnung

<sup>1</sup> Der Bund gewährleistet die Versorgung der Wirtschaft mit Geld und Finanzdienstleistungen. Er kann dabei vom Grundsatz der Wirtschaftsfreiheit abweichen.

<sup>2</sup> Der Bund allein schafft Münzen, Banknoten und Buchgeld als gesetzliche Zahlungsmittel.

<sup>3</sup> Die Schaffung und Verwendung anderer Zahlungsmittel sind zulässig, soweit dies mit dem gesetzlichen Auftrag der Schweizerischen Nationalbank vereinbar ist.

<sup>4</sup> Das Gesetz ordnet den Finanzmarkt im Gesamtinteresse des Landes. Es regelt insbesondere:

- a. die Treuhandpflichten der Finanzdienstleister;
- b. die Aufsicht über die Geschäftsbedingungen der Finanzdienstleister;
- c. die Bewilligung und die Beaufsichtigung von Finanzprodukten;
- d. die Anforderungen an die Eigenmittel;
- e. die Begrenzung des Eigenhandels.

<sup>5</sup> Die Finanzdienstleister führen Zahlungsverkehrskonten der Kundinnen und Kunden ausserhalb ihrer Bilanz. Diese Konten fallen nicht in die Konkursmasse.

##### Art. 99a Schweizerische Nationalbank

<sup>1</sup> Die Schweizerische Nationalbank führt als unabhängige Zentralbank eine Geld- und Währungspolitik, die dem Gesamtinteresse des Landes dient; sie steuert die Geldmenge und gewährleistet das Funktionieren des Zahlungsverkehrs sowie die Versorgung der Wirtschaft mit Krediten durch die Finanzdienstleister.

<sup>2</sup> Sie kann Mindesthaltefristen für Finanzanlagen setzen.

<sup>3</sup> Sie bringt im Rahmen ihres gesetzlichen Auftrages neu geschaffenes Geld schuldfrei in Umlauf, und zwar über den Bund oder über die Kantone oder, indem sie es direkt den Bürgerinnen und Bürgern zuteilt. Sie kann den Banken befristete Darlehen gewähren.

<sup>4</sup> Sie bildet aus ihren Erträgen ausreichende Währungsreserven; ein Teil dieser Reserven wird in Gold gehalten.

<sup>5</sup> Der Reingewinn der Schweizerischen Nationalbank geht zu mindestens zwei Dritteln an die Kantone.

<sup>6</sup> Die Schweizerische Nationalbank ist in der Erfüllung ihrer Aufgaben nur dem Gesetz verpflichtet.

Art. 197 Ziff. 12

12. Übergangsbestimmungen zu den Art. 99 (Geld- und Finanzmarktordnung) und 99a (Schweizerische Nationalbank)

<sup>1</sup> Die Ausführungsbestimmungen sehen vor, dass am Stichtag ihres Inkrafttretens alles Buchgeld auf Zahlungsverkehrskonten zu einem gesetzlichen Zahlungsmittel wird. Damit werden entsprechende Verbindlichkeiten der Finanzdienstleister gegenüber der Schweizerischen Nationalbank begründet. Diese sorgt dafür, dass die Verbindlichkeiten aus der Buchgeld-Umstellung innerhalb einer zumutbaren Übergangsphase getilgt werden. Bestehende Kreditverträge bleiben unberührt.

<sup>2</sup> Insbesondere in der Übergangsphase sorgt die Schweizerische Nationalbank dafür, dass weder Geldknappheit noch Geldschwemme entsteht. Während dieser Zeit kann sie den Finanzdienstleistern erleichterten Zugang zu Darlehen gewähren.

<sup>3</sup> Tritt die entsprechende Bundesgesetzgebung nicht innerhalb von zwei Jahren nach Annahme der Artikel 99 und 99a in Kraft, so erlässt der Bundesrat die nötigen Ausführungsbestimmungen innerhalb eines Jahres auf dem Verordnungsweg.