

Digitales Zentralbankgeld

Gehört es zu den Aufgaben einer Notenbank, «Reserven für alle», Rfa, bereitzustellen? Weniger die Einführung von Rfa an sich als ihre Begleitumstände sind bedeutsam für die Finanzarchitektur der Zukunft. **DIRK NIEPELT**

Das Finanzsystem ist im Umbruch. Fintech-Startups erfinden Finanzdienstleistungen neu und zwingen Banken zur Anpassung ihres Geschäftsmodells. Grosse Internet-Plattformen erweitern ihre Netzwerke zu Zahlungsverkehrssystemen und nutzen gesammelte Kundendaten für Finanzdienstleistungen. Parallel dazu entstehen im Privatsektor neue Formen von Geld. Nächstes Jahr will Facebook ihren Nutzern bieten, was in China schon gang und gäbe ist: Kommunikations-, Einkaufs- und Bezahlumgebung aus einer Hand.

Viele Zentralbanken erwägen vor diesem Hintergrund die Herausgabe eigener neuer Zahlungsmittel – Central Bank Digital Currency –, mit denen das Publikum bargeldlos bezahlen könnte, doch nur wenige haben den Schritt bislang gewagt. Die Gründe für diese Zurückhaltung liegen einerseits in prinzipiellen Bedenken; hinterfragt wird insbesondere, ob es überhaupt zu den Aufgaben einer Zentralbank gehört, «Reserven für alle (Rfa)» statt wie anhin nur für Finanzinstitute bereitzustellen. Andererseits wird befürchtet, dass die Herausgabe von Rfa die Finanzarchitektur verändern und die Stellung der Banken sowie ihre Stabilität schwächen könnte.

Doch was wären die makroökonomischen Konsequenzen der Einführung von Rfa? Angenommen, Haushalte und Firmen würden einen Teil ihrer Sichteinlagen bei Geschäftsbanken abziehen und stattdessen Rfa halten, um weiterhin im gleichen Umfang Zahlungen leisten zu können – das Volumen der kurzfristigen Bankenfinanzierung durch Haushalte und Firmen ginge dadurch zurück, und die Verbindlichkeiten der Zentralbank stiegen.

Äquivalente Geldpolitik

Entgegen häufig geäusserten Befürchtungen würde dies aber nicht automatisch zu Finanzierungsproblemen bei den Geschäftsbanken oder gar zum Zusammenbruch von Banken führen, und ebenso wenig käme es automa-

tisch zu makroökonomischen Verwerfungen. Vielmehr ist genauso denkbar, dass die Einführung von Rfa gar keine nennenswerten makroökonomischen Effekte hätte. Es ist weniger die Einführung von Rfa an sich als vielmehr ihre Begleitumstände, die von zentraler Bedeutung für die Finanzarchitektur der Zukunft sein werden.

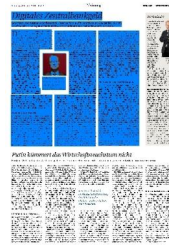
Um diesen überraschenden Befund zu verstehen, bietet sich ein Gedankenexperiment an. Unterstellen wir, dass die Zentralbank die Einführung von Rfa mit einer äquivalenten Geldpolitik begleiten würde, die die Rahmenbedingungen für die Geschäftsbanken gegen-



«Für die Geschäftsbanken änderte sich die Quelle ihrer Fremdfinanzierung.»

über dem Status quo nicht verändert. Diese äquivalente Politik bestünde im Kern darin, dass die Zentralbank ihre verlängerte Bilanz für Ausleihungen an die Geschäftsbanken einsetzen würde. Den neuen Verbindlichkeiten der Zentralbank in Form von Rfa stünden also neue Vermögenswerte in Form von Darlehen an die Geschäftsbanken gegenüber. Diese Darlehen würden zu den gleichen Konditionen gewährt wie Sichteinlagen der Haushalte und der Firmen bei den Banken.

Im Ergebnis änderte sich bei den Geschäftsbanken somit die Quelle ihrer Fremdfinanzierung, nicht aber das Volumen. Da die Darlehen zu den gleichen Konditionen gewährt würden wie vorher die Sichteinlagen, änderte sich auch am Marktumfeld der Geschäftsbanken nichts.



Die Zentralbank hätte nur implizite Lender-of-Last-Resort-Garantien für Sichteinlagen explizit gemacht: Vor der Herausgabe der Rfa waren Haushalte und Firmen bereit, die Geschäftsbanken günstig mit Sichteinlagen zu finanzieren, weil sie darauf vertrauten, dass die Zentralbank sie im Zweifelsfall garantiert. Nach der Einführung von Rfa hielten Haushalte und Firmen stattdessen direkt Zentralbankgeld, die Notenbank agierte als Intermediär zwischen Nichtbanken und Geschäftsbanken.

Dieses Gedankenexperiment einer äquivalenten Politik lässt sich verallgemeinern. Die Logik behält ihre Gültigkeit, wenn die ursprünglichen Garantien der Zentralbank (und anderer staatlicher Sicherungssysteme) nicht hundertprozentig sind. In diesem Fall müssten Transfers zwischen dem Privatsektor und der Zentralbank die beschriebene Geldpolitik ergänzen, um Äquivalenz sicherzustellen. Die Logik behält auch dann ihre Gültigkeit, wenn Rfa und Sichteinlagen bei Banken keine gleichwertigen Zahlungsmittel sind, da sie sich bezüglich Liquidität oder Rendite unterscheiden.

Wenn Rfa von einer äquivalenten Politik begleitet würden, hätten sie keine Konsequenzen für das Verhalten von Haushalten, Firmen oder Geschäftsbanken, weil die fundamentalen Spar-, Konsum- und Investitionsmöglichkeiten dieser Akteure nicht verändert würden. Da auch der Ressourcenverbrauch von Zahlungen mit Rfa mit demjenigen via Sichteinlagen vergleichbar ist, bliebe bei einer äquivalenten Politik aus makroökonomischer Warte alles beim Alten.

Dieses Ergebnis wirft Fragen auf. Eine betrifft die 2018 verworfene Vollgeldinitiative. Wäre sie bei einer Annahme wirkungslos verpufft? Kaum. Die skizzierte äquivalente Politik unterscheidet sich von dem Vorschlag der Initiative. Einerseits würden Sichteinlagen nicht verboten, sie müssten sich nur dem Wettbewerb mit Rfa stellen; die gravierenden Durchsetzungsprobleme des Vollgeldvorschlags entfielen. Andererseits würde die Refinanzierung der Geschäftsbanken durch die Zentralbank zu den gleichen Konditionen ablaufen wie die Finanzierung durch Sichteinlagen. Dies widerspräche einer zentralen Intention der Vollgeldinitiative; sie wollte den Geschäftsbanken ihren Erlös aus der Geldschöpfung streitig machen und sie verpflichten, sich teurer zu verschulden.

Eine weitere, zentrale Frage betrifft die Plausibilität und die Relevanz: Ist es realistisch anzunehmen, dass eine Einführung von Rfa von der äquivalenten Politik begleitet würde? Auch dies scheint nicht der Fall. Zum einen würde die Politik ein erhebliches Mass an Informationen seitens der Zentralbank voraussetzen, besonders was die Konditionen der äquivalenten Bankenfinanzierung betrifft. Diese Informationen dürften nicht vollständig vorhanden sein. Zum anderen würde die Einführung von Rfa neue Politikoptionen eröffnen und den Spielraum der geldpolitischen Entscheidungsträger vergrössern. In der Folge dürfte sich die Zentralbank für eine Geldpolitik entscheiden, die sich nicht mit der äquivalenten Politik deckt.

Positive oder negative Wirkungen

So dürfte sie versuchen, Rfa zur Stärkung des Transmissionsmechanismus der Geldpolitik einzusetzen, Zinsen und Preise in der Realwirtschaft sowie den Wechselkurs also unmittelbarer zu beeinflussen und Hindernisse für die Geldpolitik im Geschäftsbankensektor zu umgehen. Sie könnte darauf bestehen, dass die Refinanzierung der Geschäftsbanken nur gegen ausreichende Sicherheiten gewährt wird; sie könnte die Konditionen dieser Refinanzierung gegenüber der äquivalenten Politik verbessern oder verschlechtern. All dies könnte sich positiv auswirken, wenn der neue Spielraum sachgerecht genutzt würde – oder negativ, wenn dies nicht der Fall wäre.

Selbst wenn die Zentralbank die äquivalente Politik verfolgen wollte, wäre es fraglich, ob ihr dies gelänge. Denn mit Rfa und einer äquivalenten Politik würde die Transparenz im Finanzsektor gestärkt, und dies könnte zu mehr politischer Einflussnahme führen. Bankenkritiker dürften hinterfragen, warum die Zentralbank die Geschäftsbanken zu Sichteinlagenkonditionen finanzieren sollte. Kreditnehmer dürften darauf drängen, dass dies so bleibt, Kleinsparer dürften eine höhere Verzinsung von Rfa-Guthaben fordern. Wie die Geldpolitik hierauf reagieren, würde steht in den Sternen. Im Idealfall würde die Kostenwahrheit erhöht und die Durchsetzung des Verursacherprinzips im Finanz- und Zahlungssystem gestärkt. Im schlechtesten Fall wäre das Gegenteil der Fall.

.....
 Dirk Niepelt ist Direktor des Studienzentrums Gerzensee, Stiftung der Schweizerischen Nationalbank, und Professor für Ökonomie an der Universität Bern.