

In einem Vollgeldsystem müssen Sichteinlagen auf der Passivseite der Bilanz einer Geschäftsbank in Gänze durch Notenbankgeld auf der Aktivseite gedeckt sein. Damit wird die aktive Giralgeldschöpfung unterbunden, und die Finanzinstitute verlieren die Möglichkeit, Kredite zu vergeben und gleichzeitig durch neu geschaffene Sichteinlagen zu finanzieren. Gegenüber dem Status quo resultiert eine drastische Reduktion des maximal zulässigen Geldmultiplikators, also des Verhältnisses von gesamter Geldmenge zur Notenbankgeldmenge.

Die Idee eines Vollgeldsystems ist nicht neu. Sie 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 die Idee oder sympathisierten mit ihr, bevor sie weitgehend in Vergessenheit geriet. In jüngerer Zeit findet der Vorschlag eines Systemwechsels hin zu einem Vollgeldregime wieder grösseren Zuspruch, und dies nicht nur am Rande des ökonomischen Mainstreams. Selbst der ehemalige Chefvolkswirt einer grossen internationalen Geschäftsbank bekundet Unterstützung.

Niemand ist gezwungen, sich über Sichteinlagen zu finanzieren oder diese zu erwerben. Ein Verbot der aktiven Giralgeldschöpfung stellt daher einen schwerwiegenden Eingriff in die Vertragsfreiheit dar, der sich nur rechtfertigen lässt, wenn eine ernsthafte Notwendigkeit hierfür besteht und die Massnahme effektiv und verhältnismässig ist.

Vor diesem Hintergrund werden in der Diskussion um die Vor- und Nachteile eines Systemwechsels insbesondere drei Themenkomplexe debattiert. Diese betreffen erstens Störungen des Geldangebots und der Kreditvergabe, die durch eine Vollgeldreform beseitigt werden sollen, zweitens die Auswirkungen eines Regimewechsels auf die Finanzstabilität und drittens die Konsequenzen für die Seigniorage-Einnahmen der Zentralbank.

Wenn Banken nicht mehr aktiv Giralgeld schöpfen dürften, verringerte dies das Risiko von Störungen des Geldangebots oder von Kreditblasen. Gleichzeitig fielen aber auch hilfreiche Einflüsse weg. Denn im herrschenden System können sowohl die Zentralbank (mittels Beeinflussung der Notenbankgeldmenge) als auch das Bankensystem (durch Giralgeldschöpfung) 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 bedingte raschere und drastischere geldpolitische Eingriffe als im herrschenden System. Insbesondere während der Phase des Über-

## Es ist niemand gezwungen, sich über Sichteinlagen zu finanzieren oder diese zu erwerben.

gangs zu einem Vollgeldsystem, in der sich neben dem Geldmultiplikator auch die Umlaufgeschwindigkeit ändern dürfte, wäre die Zentralbank somit erheblich gefordert.

Neben der Wünschbarkeit einer ausschliesslichen Geldmengensteuerung durch die Zentralbank steht auch deren Notwendigkeit infrage. Schliesslich stehen Notenbanken eine Vielzahl von Instrumenten zur Verfügung, um den Geldmultiplikator wenn nicht gesetzlich zu fixieren, so doch direkt oder indirekt zu steuern. Kritisch zu hinterfragen ist allerdings, ob Zentralbanken von diesen Instrumenten Gebrauch machen können und wollen, selbst wenn sie dabei auf Widerstand des Bankensektors oder potenzieller Kreditnehmer stossen. Müsste dies verneint werden, so läge Staatsversagen seitens der Notenbank vor und nicht Marktversagen. Entsprechend zielte ein Wechsel zu einem Vollgeldsystem dann aber am Kern des Problems vorbei, und statt die Giralgeldschöpfung zu unterbinden, sollte besser das Instrumentarium der Zentralbank erweitert oder ihre Unabhängigkeit und Kompetenz gestärkt werden.

Generell lässt sich festhalten: Wer die Probleme der herrschenden Geldordnung in der Rolle der Zentralbank begründet sieht, sich an unkonventionellen geldpolitischen Massnahmen und der Aufblähung der Notenbankbilanzen stört oder eine verstärkte Golddeckung der Währung fordert, dessen Bedenken dürften durch eine Vollgeldreform nicht zerstreut werden.

Über die Frage der Steuerbarkeit von Geld- und Kreditmenge hinaus wird auch erörtert, ob ein Verbot der Giralgeldschöpfung sich direkt auf Ersparnisbildung und Investitionstätigkeit auswirken würde. Dies ist nicht der Fall. Denn zwischen gesamtwirtschaftlicher Ersparnis und im Umlauf befindlichen Zahlungsmitteln besteht kein mechanischer Zusammenhang – selbst in einer Tauschwirtschaft ohne jegliche Zahlungsmittel kann Ersparnis

gebildet und können Investitionen getätigt werden. In einem Vollgeldsystem würden Kredite durch langfristiges Fremdkapital oder Eigenkapital finanziert, und Sparer investierten entweder in durch Noten gedeckte Sichteinlagen oder aber, lukrativer, in solches Fremd- und Eigenkapital. Das insgesamt zur Verfügung stehende Spar- und Anlagevolumen veränderte sich allenfalls mittelbar infolge veränderter Renditen und Transaktionskosten.

Ein zweiter Themenkomplex in der Diskussion um die Vor- und Nachteile eines Vollgeldregimes betrifft die Finanzstabilität. Wenn Sichteinlagen vollständig durch Notenbankgeld in den Bankbilanzen gedeckt wären und Seniorität genossen (oder wenn derartige Einlagen und die entsprechenden Notenbankgelder ausserhalb der Bankbilanzen gehalten würden), dann entfielen jegliches Illiquiditäts- und Ausfallrisiko. Einleger hätten somit keine Veranlassung, bei Anzeichen eines Vertrauensverlusts ihre Sichtguthaben aufzulösen. Die erhöhte Sicherheit und Liquidität dieser Guthaben würden aber durch eine (noch) tiefere oder sogar negative Verzinsung erkauft.

Aufseiten der Geschäftsbanken wäre damit nichts gewonnen, denn die Sichteinlagen leisteten keinerlei Beitrag mehr zur Finanzierung des Bankgeschäfts, da sie ausschliesslich in Notenbankgeld investiert wären. Für das Bankensystem als Ganzes und die Volkswirtschaft hingegen trüge ein Vollgeldregime zur Stabilisierung des Depositengeschäfts und des über die Banken abgewickelten Zahlungsverkehrs bei. Dies wäre ein bedeutender Fortschritt. Aufseiten der Bankkunden ergäben sich hingegen Nachteile. Denn ein Systemwechsel zwänge faktisch zum Halten von Notenbankgeld anstelle von weniger sicheren und liquiden Sichteinlagen, obwohl die meisten Kunden heutzutage Letzteren den Vorzug geben. Solch eine erzwungene Umschichtung könnte allerdings durchaus erwünscht sein, insbesondere wenn das Halten von Sichteinlagen negative Externalitäten zulasten der Allgemeinheit verursachte.

Der dritte Themenkomplex betrifft die Seigniorage-Einnahmen. Zentralbanken erzielen diese Einnahmen, indem sie im Tausch gegen verzinsliche Aktiva Noten oder Reserven emittieren, die keinen oder kaum Zins tragen. Begründet liegt dieser Renditemalus in einem Liquiditätsbonus: Selbst hochwertigste Staatsanleihen bieten Banken und Anlegern nicht das gleiche Mass an Liquidität wie Noten und Reserven. Da Seigniorage-Einnahmen sich proportional zur Notenbankgeldmenge entwickeln und Letztere bei Einführung eines Vollgeldregimes stark wachsen würde, um den Rückgang des Geldmultiplikators zumindest teilweise zu kompensieren, fielen insbesondere in der Übergangsphase markant höhere Seigniorage-Einnahmen bei der Zentralbank an.

Fraglich ist, ob diesen Mehreinnahmen bei der Zentralbank Mindereinnahmen bei den Geschäftsbanken infolge der unterbundenen Giralgeldschöpfung gegenüberstünden und wie diese Umverteilung zu bewerten wäre. Wenn das Publikum den Banken im herrschenden System Depositen zu einem tiefen Zins überliesse, weil es zu Recht auf Liquiditätshilfen der Zentralbank in Krisenzeiten spekuliert, dann würden Gewinne privatisiert und Kosten sozialisiert. Das Verursacherprinzip wäre somit verletzt (es sei denn, der Strafszins, den die Zentralbank im Rahmen ihrer Liquiditätshilfe einfordert, wäre angemessen hoch), und zwar unabhängig davon, ob Banken ihre Seigniorage-Einnah-

men zur Verbesserung der Konditionen im Depositengeschäft einsetzten oder nicht.

Entsprechend wäre die vollgeldbedingte Umverteilung der Seigniorage-Einnahmen von den Geschäftsbanken zur Zentralbank gerechtfertigt und würde ausserdem eine Verringerung der Steuerbelastung erlauben. Allerdings folgt hieraus nicht, dass ein Vollgeldsystem die geeignetste Lösung für das Problem darstellte. Denn anstelle eines Systemwechsels könnte die Umverteilung der Seigniorage-Einnahmen auch mit einfacheren und weniger einschneidenden Mitteln wie beispielsweise einer Steuer auf Depositenguthaben erreicht werden.

Vor dem Hintergrund dieser Argumente vermag ein Vollgeldregime nur sehr bedingt zu überzeugen. Einzig in Bezug auf die Stabilisierung des Zahlungsverkehrssystems ergäbe sich bei einem Verbot der aktiven Giralgeldschöpfung ein klar erkennbarer Nutzen für die Allgemeinheit. Unklar bleibt aber, wie ein Verbot der Giralgeldschöpfung überhaupt durchsetzbar wäre. Denn in einem Vollgeldsystem könnten sich Banken und ihre Kunden auf andere Formen von Quasigeld verständigen (wie zum Beispiel Anteile an Geldmarktfonds), die zu einer neuerlichen Destabilisierung des Zahlungsverkehrssystems führten. Solange nicht klar definiert werden kann, wann es sich bei einer Forderung um ein Zahlungsmittel ohne Deckung durch Notenbankgeld handelt, lädt ein Verbot der Giralgeldschöpfung zu Umgehungsversuchen ein.

Selbst ohne Umgehungsversuche führte die erhöhte Stabilität des Zahlungsverkehrswesens in einem Vollgeldsystem nicht automatisch zu einer höheren Stabilität im Bankensystem. 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- oder Zahlungsverkehrsbanken einerseits und Kredit- oder Investmentbanken andererseits getrennt würden, wären Illiquiditätsrisiken lediglich isoliert und konzentriert,

## Einzig in Bezug auf die Stabilisierung des Zahlungsverkehrssystems ergäbe sich ein klarer Nutzen.

aber nicht eliminiert. Gänzlich beseitigen liessen sich diese Risiken allein dadurch, dass das Kredit- und Investmentgeschäft fristenkongruent mit langfristigen Fremdkapital oder Eigenkapital finanziert würde. Damit würden Kredit- und Investmentbanken im Extremfall zu Fonds.

Der Kern des Problems liegt somit nicht in der aktiven Giralgeldschöpfung, sondern eher im Verhältnis der Finanzmarktakteure zur Liquidität. Der Bestand an Noten und Reserven bei der Zentralbank wird nicht vom Bankensystem oder den Finanzmärkten kontrolliert – Letztere schaffen keine Liquidität, sondern sie legen lediglich Verfügungsrechte über sie fest. Angesichts dessen ist der Begriff der «Fristentransformation» verwirrend, suggeriert er doch, dass Banken in der Lage

seien, langfristige Forderungen in kurzfristige und liquide Verpflichtungen (wie zum Beispiel Sicht- oder Termineinlagen) umzuwandeln.

Doch Liquidität lässt sich nicht herbeizaubern. Daran ändert auch eine Einlagensicherung nichts. Sie kann Banken zwar gegen institutspezifische Schocks der Liquiditätsnachfrage versichern oder durch die Beeinflussung von Erwartungen derartiger Schocks sogar verhindern. Darüber hinaus kann sie ihren historischen Wurzeln entsprechend der Absicherung von Insolvenzrisiken dienen und aufgrund der zu leistenden Prämienzahlungen auch eine Lenkungswirkung entfalten. Aber sie kann nicht Liquidität schaffen und aggregierte Schwankungen der Liquiditätsnachfrage auffangen. Lediglich die Zentralbank kann auf derartige Schwankungen mit der Bereitstellung von Noten und Reserven adäquat reagieren.

Dies stellt die Gesellschaft vor die Wahl zwischen zwei Szenarien: Entweder mutet sie Anlegern Eigenverantwortung zu, überlässt die Finanzmärkte bei schwankender Liquiditätsnachfrage sich selbst und zieht damit eine klare Trennlinie zwischen Notenbankgeld und Formen von Quasigeld. Oder aber sie verwirft diese Trennlinie, entscheidet sich für Liquiditätsgarantien der Zentralbank und sichert Sparer somit gegen das Risiko von Illiquidität ab. Beide Szenarien sind in sich schlüssig und haben ihre Vor- und Nachteile. Um dem Verursacherprinzip Geltung zu verschaffen, wäre es im zweiten Szenario angemessen, die Garantien von deren Nutzniessern entgelten zu lassen.

Problematisch wird die Situation hingegen, wenn die Notenbank zu Liquiditätshilfen gezwungen wird. Dies ist der Fall, wenn breite Bevölkerungsschichten und wichtige Marktakteure trotz fehlenden Garantiezusagen der Zentralbank auf Unterstützungsmassnahmen in Krisenzeiten vertrauen, entsprechend riskante Anlageentscheidungen treffen

## Der Kern des Problems liegt weniger in der Giralgeldschöpfung als im Verhältnis der Akteure zur Liquidität.

und die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger im Krisenfall dieses Vertrauen rechtfertigen müssen, wenn sie angesichts von Systemrelevanz unerwünschte wirtschaftliche und soziale Folgen vermeiden wollen. Neben Einlagen in nahezu unbegrenzter Höhe profitieren dann im Endeffekt auch andere Anlageinstrumente wie beispielsweise Anteile an Geldmarktfonds von impliziten Garantien. Aus Sicht der Marktakteure sind die Risiken der Anlageformen damit teilweise verschwunden – allerdings nur, weil sie gleichzeitig auf die Allgemeinheit überwälzt wurden.

Dieser Teufelskreis sich selbst erfüllender Prognosen 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. Mildern lässt sich die daraus erwachsende Problematik dadurch, dass wirtschaftspolitischen Entscheidungsträgern Anreize gegeben werden, sich am langfristigen Gemeinwohl zu orientieren. Gerade aus diesem Grund stellt die Unabhängigkeit der Zentralbank beziehungsweise ihrer Exponenten ein so zentrales und wichtiges Gut dar.

Fazit: Ein Systemwechsel zu einem Vollgeldregime verspricht neben einigen Vorteilen erhebliche Nachteile und Risiken. Die Verhältnismässigkeit ist nicht gegeben. Doch die gesellschaftliche Diskussion, die politische Vorstösse und das neu erwachte wissenschaftliche Interesse an der Vollgeld-Idee begleiten, ist ein Glücksfall. Sie bietet die Gelegenheit, sich neben den Vor- und Nachteilen des Giralgelds auch verwandten Themen zuzuwenden und zu ergründen, ob der Status quo noch zeitgemäss ist beziehungsweise ob die krisenbedingt vorgenommenen Anpassungen desselben sinnvoll sind.

Leitfragen sollten insbesondere lauten: Ist es gesellschaftlich erwünscht, dass Sichteinlagen und andere Anlageformen staatlich garantiert werden? Hat es Sinn, dass die 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 entgolten werden? Die Antworten auf diese Fragen werden von Person zu Person unterschiedlich ausfallen und dabei sowohl Menschenbild als auch Staatsverständnis widerspiegeln. Doch unabhängig von den Prämissen, unter denen über die Fragen diskutiert wird, dürfte sich das bestehende Arrangement kaum als das bestmögliche herausstellen.

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