
Wie Geld durch die Zentralbank und das Bankensystem geschaffen wird

Zürcher Volkswirtschaftliche Gesellschaft

Thomas J. Jordan

Präsident des Direktoriums*

Schweizerische Nationalbank

Zürich, 16. Januar 2018

© Schweizerische Nationalbank, Zürich, 2018

* Der Referent dankt Samuel Reynard und Mathias Zurlinden für die Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats. Sein Dank geht auch an Simone Auer, Petra Gerlach, Carlos Lenz und Alexander Perruchoud sowie an den Sprachendienst der SNB.

Sehr geehrte Damen und Herren

Ich freue mich sehr, heute Abend Ihr Gast zu sein. Das Thema meines Referats ist die Schaffung von Geld in der Wirtschaft. Da die Geldschaffung in unserem Finanzsystem eng mit der Kreditvergabe der Banken verknüpft ist, werde ich auch über Kredit sprechen. Darüber hinaus werde ich auf Vollgeld und den Zugang zu digitalem Zentralbankgeld eingehen, zumindest auf diejenigen Aspekte, die mit unserem Thema zusammenhängen.

Wir haben alle erlebt, wie die globale Finanz- und Wirtschaftskrise die wirtschaftliche und monetäre Entwicklung in den letzten zehn Jahren geprägt hat. Die Zentralbanken haben auf die Krise rasch und resolut reagiert. Sie senkten die Zinssätze und führten dem Bankensystem in grossen Mengen Liquidität zu. Bei Zinsen nahe null sahen sie sich sodann gezwungen, unkonventionelle Massnahmen zu treffen. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) griff vor dem Hintergrund einer dramatischen Aufwertung des Frankens vor allem zu Devisenmarktinterventionen, vorübergehend ergänzt mit einem Mindestkurs des Frankens zum Euro. Seit dessen Aufhebung verrechnen wir den Banken einen Zins auf den bei uns gehaltenen Sichtguthaben, den sogenannten Negativzins. Das Ziel all dieser Massnahmen war und ist es, die Preisentwicklung zu stabilisieren und die Wirtschaftsaktivität zu unterstützen.

Die Finanzkrise hat generell dazu geführt, dass das öffentliche Interesse an monetären Themen gewachsen ist. Wegen der starken Ausdehnung der Liquidität trifft dies gerade auch auf die Frage zu, wie das Zusammenspiel von Zentralbank, Banken und Publikum die Geld- und Kreditmengen beeinflusst.¹ Aus naheliegenden Gründen sorgte die Finanzkrise aber auch auf dem Gebiet der Finanzmarktregulierung für Diskussionsstoff. Die Zentralbanken und die Finanzmarktaufsichtsbehörden haben sich intensiv mit den durch die Krise aufgedeckten Schwachstellen beschäftigt. Ihre Schlussfolgerungen widerspiegeln sich in den neuen, unter dem Titel Basel III bekanntgewordenen internationalen Mindestvorschriften sowie in ergänzenden nationalen Regelungen. Zu den wichtigsten Anpassungen zählen striktere Eigenkapitalanforderungen und die Einführung eines internationalen Liquiditätsstandards für Banken.

Radikale Vorschläge haben durch die Krise ebenfalls Anhänger gewonnen. In der Schweiz kam die sogenannte Vollgeldinitiative zustande. Sie verlangt, Geldschöpfung und Kreditvergabe zu trennen, indem den Geschäftsbanken die Buchgeldschöpfung untersagt wird. Bundesrat und Parlament sowie die Nationalbank haben sich gegen die Initiative ausgesprochen. Das letzte Wort wird aber – noch in diesem Jahr – der Souverän an der Urne haben.

Aus akademischen Kreisen ist sodann als Alternative zu Vollgeld die Idee lanciert worden, digitales Zentralbankgeld allen zugänglich zu machen. So sollen Sichtkonten bei der Nationalbank nicht mehr auf Banken und wenige andere Finanzmarktteilnehmer beschränkt bleiben. Dieser Vorschlag zielt somit darauf ab, den Zugang zu Zentralbankgeld für die Bevölke-

¹ Die Bank of England und die Deutsche Bundesbank publizierten aktuelle Darstellungen, die in Presse und Wirtschaftsblogs eine beachtliche Resonanz gefunden haben. Siehe M. McLeay, A. Radia und R. Thomas (2014), Money Creation in the Modern Economy, *Bank of England Quarterly Bulletin*, Q1, S. 14–27; Deutsche Bundesbank (2017), Die Rolle von Banken, Nichtbanken und Zentralbank im Geldschöpfungsprozess, *Monatsbericht*, April, S. 15–36.

zung zu erweitern, ohne den Banken die Schaffung von Buchgeld zu verbieten. Es bleiben jedoch, wie ich darlegen werde, auch hier viele Fragen offen. Wir stehen dem Vorschlag daher kritisch gegenüber.

Soviel als einleitende Bemerkungen, nun komme ich zunächst zu den Grundzügen der Geldschaffung im heutigen Finanzsystem.

Geldschöpfung im heutigen Finanzsystem

Arten von Geld

Wenn wir von Geld sprechen, müssen wir verschiedene Arten von Geld unterscheiden. Für unser Thema wichtig ist vor allem die Trennung zwischen Zentralbankgeld einerseits und Giral- oder Buchgeld der Geschäftsbanken andererseits. Zentralbankgeld und Geschäftsbanken-Buchgeld weisen unterschiedliche Eigenschaften und Risiken auf. Auch die Art und Weise, wie sie geschaffen werden, ist verschieden.

Das Zentralbankgeld setzt sich aus den im Umlauf befindenden Noten und den von den Geschäftsbanken bei der Zentralbank gehaltenen Sichtguthaben zusammen.² Beide Formen von Zentralbankgeld sind gesetzliches Zahlungsmittel, was bedeutet, dass eine unbeschränkte Annahmepflicht besteht.³ Das Zentralbankgeld unterliegt wie alles zum Nennwert denominierte Geld dem Inflationsrisiko, also dem Risiko der Geldentwertung durch steigende Güterpreise. Davon abgesehen ist es aber weitestgehend risikolos.⁴

In der Schweiz wird das Zentralbankgeld durch die Nationalbank geschaffen. Wenn die Nationalbank zum Beispiel Devisen oder Frankenwertpapiere von einer Geschäftsbank kauft, schreibt sie der betreffenden Bank den Gegenwert in Franken als Sichtguthaben gut. Will die Nationalbank die Zentralbankgeldmenge senken, kann sie die Transaktionen in umgekehrter Richtung durchführen. Sie verkauft der Bank also Devisen oder Frankenwertpapiere und belastet den entsprechenden Betrag ihrem Sichtguthaben. Die Nationalbank ist somit in der Lage, die Zentralbankgeldmenge im Einklang mit den geldpolitischen Zielen zu erhöhen oder zu senken.

Die Aufteilung der Zentralbankgeldmenge zwischen Notenumlauf und Sichtguthaben der Banken bei der Nationalbank wird durch die Notennachfrage des Publikums bestimmt. Wenn Sie, meine Damen und Herren, vor Weihnachten mehr Noten als üblich beziehen, um Ihre Einkäufe zu tätigen, steigt der Notenumlauf. Wenn nach Neujahr die Noten von den Geschäften über die Banken zurück zur SNB fliessen, sinkt er wieder. Die Banken können Noten bei

² In der Schweiz umfasst die SNB-Definition der Zentralbankgeldmenge den Notenumlauf und die Sichtguthaben inländischer Bankstellen bei der SNB.

³ Das Bundesgesetz über die Währung und die Zahlungsmittel (WZG) bestimmt, dass schweizerische Banknoten von jeder Person bzw. auf Franken lautende Sichtguthaben bei der SNB von jeder Person, die dort ein Sichtkonto hat, unbeschränkt an Zahlung genommen werden müssen (Art. 3 WZG).

⁴ Restrisiken sind eine Währungsreform, Abwicklungsstörungen im Zahlungssystem oder die Möglichkeit, dass Noten entwendet werden oder verlorengehen.

der Nationalbank gegen Sichtguthaben wechseln und umgekehrt. Sie haben somit Zugang zu Noten und Konten bei der Nationalbank, während das Publikum nur Zugang zu Noten hat, da es nicht über Konten bei der Nationalbank verfügt.

Die Banken brauchen ihre bei der Nationalbank gehaltenen Sichtguthaben für den bargeldlosen Zahlungsverkehr untereinander. Zahlungen zwischen Banken bzw. deren Kunden laufen in der Schweiz über das Zahlungssystem Swiss Interbank Clearing (SIC) und führen zu Umbuchungen von Sichtguthaben zwischen den Konten der beteiligten Banken bei der SNB. Ausserdem müssen die Banken die Vorschriften im Nationalbankgesetz über die Mindestreserven erfüllen, also ausreichend Reserven in Form von Noten oder eben Sichtguthaben bei der SNB halten.

Vom Zentralbankgeld ist das Buchgeld der Geschäftsbanken zu trennen. Im Folgenden sind die Sichteinlagen der Kunden gemeint, wenn ich vom Buchgeld der Banken spreche. Daneben halten Kunden bei Banken auch Spar- oder Terminguthaben. Solche Guthaben lassen sich zwar nicht direkt zu Transaktionszwecken einsetzen, sind aber «geldnahe» und werden deshalb in weit gefassten Definitionen der Geldmenge mitgerechnet.

Bankkunden können mit ihren Sichteinlagen Zahlungen vornehmen. Im Unterschied zum Zentralbankgeld ist das Buchgeld bei Banken kein gesetzliches Zahlungsmittel. Es verkörpert aber einen Anspruch auf Zentralbankgeld. Der Bankkunde kann seine Sichteinlagen bei der Bank in Noten – also in Zentralbankgeld – wechseln, oder er kann die Bank beauftragen, eine bargeldlose Zahlung vorzunehmen. In diesem Fall erfolgt letztlich eine Umbuchung von SNB-Sichtguthaben – also von Zentralbankgeld – von der Bank des Auftraggebers zur Bank des Empfängers der Zahlung.

Aus der Perspektive des Publikums sind Bargeld und Buchgeld bei Banken für Zahlungszwecke praktisch das Gleiche. Das Buchgeld unterliegt jedoch – zusätzlich zum Inflationsrisiko – einem Kreditrisiko: Wenn seine Bank insolvent ist, kann ein Kunde seinen Anspruch auf Zentralbankgeld nicht bzw. nur bis zum Maximalbetrag der Einlagensicherung einlösen.⁵ Das Publikum ist sich dieses Risikos vor allem in Krisenzeiten bewusst. Wäre dies nicht der Fall, gäbe es keine Bankpaniken, wie wir sie in der Geschichte immer wieder gesehen haben. Dem Kreditrisiko stehen allerdings verschiedene Vorteile gegenüber: Sichteinlagen bei Banken sind im Unterschied zu Banknoten mit Dienstleistungen im Zahlungsverkehr verbunden und werfen in gewöhnlichen Zeiten einen Zinsertrag ab.

Wie entsteht das Buchgeld bei den Geschäftsbanken?

Wie entsteht nun das Buchgeld bei den Geschäftsbanken, d.h. die Kundeneinlagen in Franken?

Die Schaffung des Buchgeldes durch die Banken ist im heutigen Finanzsystem eng mit der Kreditvergabe der Banken verknüpft. Wenn eine Bank einen Kredit vergibt, schreibt sie dem

⁵ In der Schweiz beläuft sich der von der Einlagensicherung beim Konkurs einer Bank gedeckte Maximalbetrag auf 100 000 Franken pro Kunde.

Kreditnehmer den entsprechenden Betrag als Einlage auf seinem Konto gut. Dadurch nehmen auf der Aktivseite der Bankbilanz die Kredite und auf der Passivseite die Kundeneinlagen zu.

In der Regel wird der Kreditnehmer seine neue Einlage umgehend dazu verwenden, die Güter zu erwerben, für deren Anschaffung er den Kredit beantragt und erhalten hat. Der Kreditnehmer löst also eine Zahlung aus, so dass seine Einlagen wieder abnehmen, während die Einlagen auf dem Konto des Zahlungsempfängers bei dessen Bank nun entsprechend zunehmen. In der Schweiz bilden Hypotheken die bei Weitem häufigste Form von Krediten. Wird die Hypothek für einen Haus- oder Wohnungskauf aufgenommen, ist es gewöhnlich sogar so, dass das Geld gar nie auf dem Konto des Kreditnehmers erscheint. Der Kreditbetrag wird von der Bank – im Austausch gegen den Schuldbrief – sofort dem Verkäufer des Hauses oder der Wohnung überwiesen.

Für die Durchführung der Zahlung benötigt die Bank Sichtguthaben bei der Nationalbank. Wenn sie über ausreichend Liquidität in Form von Zentralbankgeld verfügt, kann sie die Überweisung unverzüglich vollziehen. Ist dies nicht der Fall, muss sie sich die Liquidität am Interbankenmarkt oder über die Kreditfazilitäten bei der Nationalbank beschaffen. Das funktioniert nur, wenn die Bank hierfür genügend Sicherheiten in Form von Wertpapieren hat oder wenn sie bereit ist, einen Aufpreis zu zahlen.

Unser Beispiel illustriert folgenden wesentlichen Punkt: Die einzelne Geschäftsbank kann mit der Vergabe von Krediten die bei ihr gehaltenen Einlagen nicht nachhaltig erhöhen. Infolge von Zahlungsüberweisungen fließt die mit der Kreditvergabe geschaffene Einlage wieder ab und verschwindet aus den Büchern der kreditgebenden Bank. Für das Bankensystem als Ganzes sieht es jedoch anders aus. Die Zahlungsüberweisung schafft eine neue Einlage bei einer anderen Bank. Während die Zentralbankgeldmenge insgesamt unverändert bleibt, erhöht die Kreditvergabe einer einzelnen Bank so die Einlagen im Bankensystem und damit auch die Geldmenge in den Händen des Publikums.⁶

Die durch den Zahlungsverkehr der Kontoinhaber diktierten Abflüsse von Einlagen bzw. Zentralbankgeld sind gleich wie die Zuflüsse über die Zeit gestreut und machen im Normalfall nur einen Bruchteil der gesamten Einlagen aus. Es ist daher nicht nötig und auch nicht vorgeschrieben, dass eine Bank für jeden Franken Kundeneinlagen auch einen Franken Zentralbankgeld halten muss. Ein Teil der Zuflüsse von Zentralbankgeld kann für die Vergabe von Krediten verwendet werden. Man spricht hier von einem Teilreservesystem, weil die Deckung der Kundeneinlagen durch Zentralbankgeld nicht bei 100% liegen muss. Die Vollgeldinitiative, auf die ich noch zu sprechen kommen werde, möchte dieses Teilreservesystem abschaffen.

⁶ Es gibt eine Reihe weiterer Transaktionen, die das Volumen der Kundeneinlagen bei Banken verändern. Wenn eine Bank von einem Kunden Wertpapiere kauft, steigen die Kundeneinlagen der Banken. Auch wenn die Nationalbank Devisen oder Frankenwertpapiere erwirbt, können die Kundeneinlagen bei Banken steigen, nämlich dann, wenn der Verkäufer eine Nichtbank ist. Desgleichen steigen die Kundeneinlagen der Banken, wenn ein Kunde sein Portfolio von Kassenobligationen der Bank in Einlagen umschichtet oder wenn er Bargeld zur Bank bringt und seinem Konto gutschreiben lässt. Kassenobligationen der Banken sind mittelfristige Schuldverschreibungen, die von den Banken laufend ausgegeben werden. Erfolgen die Transaktionen in umgekehrter Richtung, oder tilgt ein Kreditnehmer seinen Kredit, nehmen die Kundeneinlagen der Banken entsprechend ab.

Was begrenzt die Kredit- und Geldschöpfung des Bankensystems?

Wir haben gesehen, dass das Bankensystem durch die Vergabe von Krediten die Kundeneinlagen erhöhen kann. Dies bedeutet nun aber keineswegs, dass das Bankensystem unbegrenzt Geld und Kredit schaffen kann. Die Gründe liegen in der Rendite-Risiko-Abwägung der Banken und in der Geldpolitik der Nationalbank.

Treten wir einen Schritt zurück und schauen uns nochmals etwas genauer an, was eine einzelne Bank macht.⁷ Banken haben typischerweise relativ illiquide, langfristige Forderungen wie Kredite auf der Aktivseite und relativ liquide, kurzfristige Verbindlichkeiten wie Sichteinlagen auf der Passivseite ihrer Bilanz. Sie betreiben also Liquiditäts- und Fristentransformation. Damit vermitteln sie zwischen Sparern und Investoren mit ihren gegensätzlich orientierten Bedürfnissen. Die Sparer wollen sichere und möglichst sofort verfügbare Einlagen, während die Investoren längerfristige Kredite benötigen, um Projekte zu finanzieren, die tendenziell illiquide sind. Die Bank trägt damit sowohl ein Kredit- als auch ein Liquiditätsrisiko. Aufgrund der grossen Zahl von Einlegern und Kreditnehmern kann sie diese Risiken diversifizieren. Durch ihre Fokussierung auf das Kreditgeschäft hat die Bank gegenüber dem einzelnen Sparer zudem den Vorteil, dass sie die Kreditnehmer besser beurteilen und überwachen kann. Damit erhalten Teile der Wirtschaft Zugang zu Krediten, denen der Kapitalmarkt nicht offensteht und die ihre Projekte ohne Banken deshalb kaum finanzieren könnten.

Banken erfüllen mit ihrem Kreditgeschäft also eine wichtige volkswirtschaftliche Aufgabe. Der aus dem Kreditgeschäft erzielte Profit ergibt sich letztlich aus der Zinsdifferenz zwischen Krediten und Einlagen. Er entschädigt die Banken für das übernommene Kredit- und Liquiditätsrisiko, für die an die Einlagen gekoppelten Dienstleistungen sowie für die Beurteilung und Überwachung der Kreditnehmer.

Banken werden deshalb nur dann Kredite vergeben, wenn sich dies rechnet. Eine Kreditvergabe lohnt sich nicht immer, sondern ist das Resultat der Abwägung von Rendite und Risiken. Die Banken berücksichtigen in ihrer Kalkulation Einflussfaktoren wie die heutigen und künftigen Zinsen auf Krediten und Einlagen, die Wahrscheinlichkeiten von Einlagenabzügen und Kreditausfällen sowie die Liquiditäts- und Eigenmittelvorschriften. Dies setzt der Kreditvergabe und entsprechend auch der Geldschöpfung durch die Banken Grenzen.

Aus der Perspektive der Zentralbanken ist der Einfluss der Geldpolitik auf die Geld- und Kreditschöpfung des Bankensystems von besonderem Interesse. Die Nationalbank steuert mit ihrer Geldpolitik bekanntlich einen kurzfristigen Zinssatz und beeinflusst damit das allgemeine Zinsniveau. Eine Straffung der Geldpolitik führt zu einem Zinsanstieg und senkt damit die Kreditnachfrage. Ausserdem führt der Anstieg des Zinsniveaus zu einer Verlangsamung der Konjunktur, was die Kreditnachfrage zusätzlich reduziert.

Auch auf das Kreditangebot der Banken wirkt sich ein Anstieg des Zinsniveaus dämpfend aus. So steigt mit den Zinsen gewöhnlich die Wahrscheinlichkeit von Kreditausfällen. Die

⁷ Für eine ausführlichere Liste der Tätigkeiten der Banken vgl. z.B. X. Freixas und J.-Ch. Rochet (2008), *Microeconomics of Banking*, 2nd edition, MIT Press, S. 1–13.

Qualität des Kreditportefeuilles der Banken wird in der Wahrnehmung der Marktteilnehmer schlechter. Für die Banken verteuert sich damit ihre Finanzierung über den generellen Zinsanstieg hinaus. Infolgedessen reduzieren die Banken unter sonst gleichen Bedingungen ihr Kreditangebot.

Die Geldpolitik der Nationalbank beeinflusst die Kreditentwicklung also sowohl über die Nachfrage der Unternehmen und Haushalte als auch über das Angebot der Banken. Sie begrenzt damit auch die Geldschöpfung des Bankensystems.

Warum das Bild vom «Geld aus dem Nichts» irreführend ist

Meine Damen und Herren, ich habe versucht, der Geldschöpfung des Bankensystems etwas von der Rätselhaftigkeit zu nehmen, die sie teilweise umgibt. Die Geldschöpfung hat immer wieder eine grosse Anziehungskraft ausgeübt, gerade auch auf Bankenkritiker. Das Vokabular ist oft suggestiv. Prominent darin vertreten ist das Bild von den «privilegierten» Banken, die «Geld aus dem Nichts» schöpfen können. Das Bild hat eine lange Geschichte, wird aber vielfach falsch verstanden. Manche scheinen davon auszugehen, die Banken hätten es in der Hand, sich über die Buchgeldschöpfung Mittel zu beschaffen und sich letzten Endes am eigenen Schopf aus dem Sumpf zu ziehen. Das ist natürlich Unsinn. Würde es stimmen, gäbe es keine Finanzkrisen. Illiquide Banken könnten sich immer selber das Geld schaffen, das sie bräuchten, um ihren Verpflichtungen nachzukommen. Die Wirklichkeit sieht anders aus. Das vom Bankensystem geschaffene Buchgeld gehört den Kunden. Die Kunden können damit Güter und Dienstleistungen erwerben oder Verpflichtungen nachkommen, nicht die Banken.⁸

Im gleichen Zusammenhang ist darauf hinzuweisen, dass die Initiative zur Kredit- und Geldschaffung nicht von den Banken ausgeht, sondern von ihren Kunden. Die Bank legt die Konditionen fest und muss die Zahlungen, die der Kunde mit seinen Einlagen machen will, auch durchführen können. Es ist dann aber der Kunde, der darüber entscheidet, ob er vom Angebot der Bank Gebrauch machen will.

Auf die Zentralbanken trifft das Bild des «Geld aus dem Nichts» besser zu. Seit dem Zusammenbruch des Goldstandards kann Zentralbankgeld bei der Zentralbank nicht mehr in Gold eingetauscht werden. Dies bedeutet, dass die Zentralbanken tatsächlich in der Lage sind, einfach «Geld zu drucken», wie es im volkstümlichen Sprachgebrauch heisst. Sie können ihren Verpflichtungen in eigener Währung damit immer und überall nachkommen. Doch selbst die Zentralbanken sind nicht ungebunden. Ihre Aufgaben werden durch das Gesetz bestimmt. In den meisten Ländern schreibt dieses vor, dass die Zentralbank die Preisstabilität zu gewährleisten hat. Das Instrumentarium, das der Zentralbank erlaubt, Geld zu schaffen, dient somit allein dazu, das vom Gesetzgeber erteilte Mandat zu erfüllen.

⁸ Vgl. D. Niepelt (2017), Geldschöpfung «aus dem Nichts», *Neue Zürcher Zeitung*, 238 (267), 16. November.

Forderungen nach einem breiteren Zugang zu Zentralbankgeld

Meine Damen und Herren, ich wende mich nun, im zweiten Teil meines Referates, zwei Vorschlägen zu, die einen breiteren Zugang zu Zentralbankgeld fordern. Der eine verlangt die Einführung von sogenanntem Vollgeld. Zu diesem Zweck wurde in der Schweiz eine Volksinitiative eingereicht, die in diesem Jahr zur Abstimmung gelangen wird. Der andere Vorschlag fordert, der Bevölkerung und nicht nur den Banken die Möglichkeit zu geben, Sichteinlagen bei der Zentralbank zu halten. Beide Vorschläge öffnen dem Publikum den Zugang zu digitalem Zentralbankgeld und haben Konsequenzen für die Geld- und Kreditschöpfung der Banken sowie für das Finanzsystem.

Bemerkungen zu Vollgeld

Was schlägt die Vollgeldinitiative konkret vor? Das Kernstück der Initiative ist die Trennung von Geld und Kredit. Im heutigen System gibt es – wie wir gesehen haben – zwei Arten von Geld: das von der Nationalbank geschaffene Zentralbankgeld und das von den Geschäftsbanken im Zusammenspiel mit Publikum und Zentralbank geschaffene Buchgeld, das einen Anspruch auf Zentralbankgeld verkörpert. Die Vollgeldinitiative verlangt nun, dass das Buchgeld bei Banken in Zentralbankgeld – von den Initianten Vollgeld genannt – umgewandelt wird. Die Sichtkonten der Kunden sollen aus der Bankbilanz herausgelöst und separat als Vollgeldkonten geführt werden. Das Vollgeld wiederum soll von der Nationalbank durch Zuteilung des Zentralbankgeldes an Bund und Kantone oder direkt an das Publikum ausgegeben werden. Banken wären letztlich Zahlstellen der Nationalbank. Sofern sie Kredite vergeben wollten, hätten sie diese durch Spareinlagen, Schuldverschreibungen oder Eigenkapital zu finanzieren.

Die Befürworter der Initiative versprechen sich von der Einführung von Vollgeld sichereres Geld, ein stabileres Finanzsystem und höhere Geldschöpfungsgewinne («Seigniorage») für die Allgemeinheit. Dagegen wenden die Gegner ein, die in der Initiative geforderten Massnahmen seien weder geeignet noch wirksam, um diese Ziele zu erreichen. Bundesrat und Parlament haben die Initiative dem Volk ohne Gegenvorschlag zur Ablehnung empfohlen. Die Nationalbank teilt die Einschätzung des Bundesrates.

Ich möchte mich an dieser Stelle auf die möglichen Folgen eines Wechsels zu einem Vollgeldsystem für die Kreditvergabe und die Geldpolitik beschränken. In Bezug auf die Kreditvergabe bzw. das Finanzsystem sind mir vor allem die folgenden drei Punkte wichtig:

Erstens: Der Wechsel zu Vollgeld wäre eine Abkehr von der bewährten Aufgabenverteilung zwischen Zentralbank und Geschäftsbanken. In diesem zweistufigen System versorgen die miteinander im Wettbewerb stehenden Geschäftsbanken die Haushalte und Unternehmen mit Krediten und Liquidität, während die Zentralbank als Bank der Banken handelt und die Geldpolitik führt. Die Einführung von Vollgeld würde der Nationalbank eine schwere Rolle in der Kreditvergabe aufbürden. Die Initiative verlangt, dass die SNB die Versorgung der Wirtschaft mit Krediten durch die Finanzdienstleister gewährleistet. Um diesen zusätzlichen Auftrag zu erfüllen, könnte sie den Banken Darlehen gewähren, wohl gegen die Hinterlegung verbrieft

Kredite. Die Nationalbank müsste je nach Ausgangslage also Kreditrisiken auf ihre Bilanz nehmen und erhielte im Gegenzug direkteren Einfluss auf die Kreditvergabe. Eine solche Zentralisierung ist nicht wünschenswert. Das gute Funktionieren der Wirtschaft wäre durch politische Einflussnahme, falsche Anreize und fehlenden Wettbewerb im Bankgeschäft beeinträchtigt.

Zweitens: Vollgeld beschränkt die Liquiditäts- und Fristentransformation, da die Banken mit der Kreditvergabe nicht mehr länger Buchgeld schaffen dürften. Damit schränkt Vollgeld die Versorgung der Haushalte und Unternehmen mit Liquidität und Krediten durch die Banken ein. Die Finanzierung von Investitionen in Maschinen und Häuser würde dadurch tendenziell teurer. Betroffen wären vor allem diejenigen Sektoren, die keinen Zugang zum Kapitalmarkt haben und bei der Mittelbeschaffung auf Bankkredite angewiesen sind, also neben Haushalten vor allem kleine und mittlere Unternehmen.

Drittens sollte man keine naiven Hoffnungen hegen, was die Finanzstabilität betrifft. Fehleinschätzungen von Anlegern und Schuldern gibt es immer und überall. Übertreibungen nach oben oder unten lassen sich durch einen Wechsel zu Vollgeld somit nicht verhindern, weder bei der Vergabe von Krediten noch bei der Bewertung von Aktien, Obligationen oder Immobilien. Weiter ist daran zu erinnern, dass in der globalen Finanzkrise von 2008/2009 auch die «Schattenbanken» eine Rolle spielten, also nicht nur die traditionellen Geschäftsbanken, welche die Vollgeldinitiative im Visier hat. Wichtiger noch: Die Regierungen und Zentralbanken hatten damals bei der Rettung systemrelevanter Finanzinstitute nicht allein den Schutz von Sichtguthaben und damit den Zahlungsverkehr im Sinn, sondern auch die Kreditbeziehungen. Sie befürchteten, dass die Kreditvergabe des Finanzsektors zusammenbrechen und die Wirtschaft kollabieren könnte, wenn systemrelevante Finanzinstitute plötzlich untergingen. Der Vollgeldvorschlag mit seiner Fokussierung auf die Zahlungsverkehrskonten bringt damit keine Lösung der «Too big to fail»-Problematik. Anpassungen des regulatorischen Rahmens, wie sie bereits umgesetzt werden, sind dafür der bessere Lösungsansatz.

Für unsere Geldpolitik hätte die Vollgeldinitiative ebenfalls eine Reihe von problematischen Konsequenzen. Die Initiative verlangt, dass die SNB die Geldmenge steuert, ein Konzept, das wir vor rund zwanzig Jahren aufgegeben haben. Heute steuert die Nationalbank die geldpolitischen Rahmenbedingungen über die Geldmarktzinsen und ist mit dieser Strategie gut gefahren. Die Umstellung auf eine Geldmengensteuerung wäre deshalb aus unserer Sicht ein unnötiger Schritt zurück.

Eine weitere Schwierigkeit für die Geldpolitik ergibt sich aus dem in der Vollgeldinitiative festgelegten Mechanismus zur Ausgabe von Vollgeld. Das Vollgeld soll «schuldfrei» geschaffen werden, also nicht wie bisher durch Marktoperationen der Nationalbank, d.h. den Kauf von Wertpapieren oder die Gewährung von gesicherten Krediten. Nun ist es keineswegs so, dass die SNB in der Verfolgung ihrer geldpolitischen Ziele die Geldmenge immer nur erhöhen und nie senken muss. Wie ein Abbau der Geldmenge bewerkstelligt werden kann, wenn das Geld «schuldfrei», d.h. quasi als Geschenk, in Umlauf gesetzt wird, ist aber alles andere als klar.

Ein genereller und wichtiger Einwand gegen die Vollgeldinitiative lautet schliesslich, dass die Annahme der Initiative die Schweizer Volkswirtschaft in eine Phase grosser Unsicherheit stürzen würde. Die Schweiz hätte ein unerprobtes Finanzsystem, das grundlegend anders wäre als diejenigen in allen anderen Ländern. Dies würde schon vor der Umsetzung für grosse Unruhe an den Finanzmärkten sorgen. Der Übergang wäre ohnehin sehr schwierig, die langfristigen Konsequenzen ungewiss.

Es bleiben also viele Fragen offen. Überraschend ist dies nicht, handelt es sich doch bei der geforderten Einführung eines Vollgeldsystems um eine tiefgreifende Veränderung der Geldordnung und eine radikale Abkehr von der Art und Weise, wie die Nationalbank ihre Geldpolitik bisher geführt hat.

Bemerkungen zu digitalem Zentralbankgeld für die breite Bevölkerung

Der zweite Vorschlag, den ich kurz behandeln möchte, ist die Einführung von digitalem Zentralbankgeld für die breite Bevölkerung. Digitales Zentralbankgeld ist in der Landeswährung denominiertes, von der Zentralbank ausgegebenes elektronisches Geld. In der Schweiz wurde die Idee aus akademischen Kreisen als Alternative zur Vollgeldinitiative in die Diskussion eingebracht.⁹ Die Befürworter sehen darin eine Möglichkeit, den Zugang der Bevölkerung zu Zentralbankgeld zu erweitern und zugleich die Nachteile der Vollgeldinitiative zu vermeiden.

Gedanklich kann man sich digitales Zentralbankgeld für die Allgemeinheit am einfachsten als Sichtguthaben bei der Nationalbank vorstellen. Im Unterschied zu heute könnten also nicht nur Banken, sondern auch Haushalte und Unternehmen ein Konto bei der Nationalbank beantragen. Es gäbe auch andere Formen von digitalem Zentralbankgeld für das breite Publikum, man denke z.B. an digitale Banknoten, die analog zu privaten Kryptowährungen ausgegeben würden. Aus einer ökonomischen Perspektive sind die Eigenschaften verschiedener Formen von digitalem Zentralbankgeld aber weitgehend identisch. Daher kann ich beim Beispiel des bei der SNB in Kontenform gehaltenen Geldes bleiben, wenn ich von digitalem Zentralbankgeld spreche.¹⁰

Bei der Umsetzung stellen sich viele praktische Fragen: Wie würde der zugelassene Personenkreis für digitales Geld der SNB abgegrenzt? Wäre dafür der Wohnsitz in der Schweiz ausschlaggebend? Welche Überprüfungen müsste die SNB bei den Kontoinhabern im Rahmen der Compliance vornehmen? Auf welche Dienstleistungen dürften die Konteninhaber zählen? Würden die Einlagen verzinst und, falls ja, zu welchem Satz? Und dürfte man sein gesamtes Vermögen bei der Nationalbank anlegen, oder gäbe es eine Obergrenze? Je nach Antwort könnten die wirtschaftlichen Folgen eines erweiterten Zugangs zu digitalem Zentralbankgeld stark variieren.

⁹ Siehe D. Niepelt (2016), Elektronisches Notenbankgeld ja, Vollgeld nein, *Neue Zürcher Zeitung*, 237 (138), 16. Juni, S. 10; A. Berentsen, *Die Alternative*, vollgeld-initiative.com (abgerufen am 31. Oktober 2017).

¹⁰ Für die Unterscheidung zwischen verschiedenen Arten von digitalem Zentralbankgeld, eine Diskussion von dessen Eigenschaften und einen Vergleich mit existierenden Zahlungsoptionen, siehe M. Bech und R. Garratt (2017), Central bank cryptocurrencies, *BIS Quarterly Review*, September.

Uns interessieren heute Abend in erster Linie die Auswirkungen auf die Geld- und Kreditschöpfung der Geschäftsbanken. Vieles hängt von der Ausgestaltung der angebotenen Sichtkonten ab, insbesondere der Frage der Verzinsung. Es ist aber plausibel anzunehmen, dass ein Teil der Haushalte und Unternehmen vom Angebot der Zentralbank Gebrauch machen und seine Einlagen ganz oder teilweise bei der Zentralbank hielte. Der mit dem erweiterten Zugang zu digitalem Zentralbankgeld verbundene Abzug von Kundeneinlagen bei den Geschäftsbanken würde die Fähigkeit des Bankensystems beeinträchtigen, Liquiditäts- und Fristentransformation zu betreiben. Die Geschäftsbanken würden also das Ausmass an Liquiditäts- und Fristentransformation und damit den Umfang der Kreditvergabe verringern, ähnlich wie unter Vollgeld. Im Extremfall, wenn die Kunden sämtliche bei Geschäftsbanken gehaltenen Sichteinlagen auf SNB-Sichtkonten transferierten, hätten wir einen Zustand, der demjenigen unter Vollgeld gleichkäme.

Die Erweiterung des Zugangs zu Sichtkonten bei der Zentralbank birgt ausserdem Gefahren für die Finanzstabilität. Es wäre damit zu rechnen, dass das Publikum in Phasen erhöhter Unsicherheit seine bei Banken gehaltenen Sichteinlagen in grossem Umfang in digitales Zentralbankgeld umschichten würde. Zwar lassen sich Sichteinlagen bei Banken bereits heute in Zentralbankgeld tauschen, nämlich in Bargeld. Die Bargeldhaltung ist aber vergleichsweise teuer und unbequem. Die Nationalbank wäre also wohl häufiger und in grösserem Massstab als heute gezwungen, als Kreditgeber letzter Instanz bzw. «Lender of last resort» den Banken Liquidität zur Verfügung zu stellen. Sie müsste im Gegenzug vermehrt Aktiven der Banken und die damit verbundenen Risiken auf ihre eigene Bilanz nehmen.

Meine Damen und Herren, die Auswirkungen eines erweiterten Zugangs der Bevölkerung zu digitalem Zentralbankgeld stellen somit – ähnlich wie Vollgeld – die traditionelle Aufgabenteilung zwischen Zentralbank und Geschäftsbanken in Frage, gemäss der die Zentralbank als Bank der Banken agiert, während die Geschäftsbanken, die Haushalte und Unternehmen mit Krediten und Liquidität versorgen. Die Zentralbank würde ihre Rolle in der Finanzintermediation vergrössern. Das heisst, die Nationalbank müsste neue finanzielle Risiken und Aufgaben übernehmen, die bisher vom Privatsektor getragen bzw. ausgeführt wurden. Dazu kommen Risiken für die Finanzstabilität, die daraus erwachsen, dass die Haushalte und Unternehmen ihre Einlagen zwischen ihren Konten bei der Zentralbank und den Geschäftsbanken hin und her bewegen könnten.

Um volkswirtschaftlich sinnvoll und wünschenswert zu sein, müssten Vollgeld und die Erweiterung des Zugangs zu digitalem Zentralbankgeld bessere Resultate liefern als das heutige Geldsystem. Keiner der beiden Vorschläge erfüllt aus unserer Sicht diese Anforderung. Die Nationalbank spricht sich deshalb klar gegen die Vollgeldinitiative aus und steht auch der Idee, digitales Zentralbankgeld in Form von Konten bei der SNB allen zugänglich zu machen, kritisch gegenüber.

Die im Bereich des Digitalgeldes zur Anwendung gelangenden Technologien sind allerdings in einem raschen Wandel begriffen. Zweifellos werden sich daraus Auswirkungen auf das Finanzsystem ergeben, die verschiedene Aufgabenbereiche der Zentralbanken berühren. Die

Nationalbank verfolgt die Entwicklung deshalb aufmerksam und analysiert diese aus verschiedenen Perspektiven. Für uns zentral sind insbesondere die möglichen und wahrscheinlichen Auswirkungen auf die Struktur und Stabilität des Finanzsystems sowie die Folgen für die Geldpolitik und den Zahlungsverkehr.

Schlussbemerkungen

Man kann sich zum Schluss die Frage stellen, wieso der private Sektor nicht selber dafür gesorgt hat, dass Haushalte und Unternehmen Einlagen bei Banken halten können, die mit Zentralbankgeld voll gedeckt sind. Das Publikum hätte damit Einlagen, die digitalem Zentralbankgeld respektive Vollgeldkonten praktisch ebenbürtig wären. Weshalb fehlt ein solches Angebot? Möglicherweise sind die Bankkunden mit dem heutigen Angebot im Grossen und Ganzen einfach zufrieden. Die Banken bieten Kunden, die Sichteinlagen halten, diverse Dienstleistungen an, die vor allem die Kontenführung und den Zahlungsverkehr betreffen. Überdies vergüten sie gewöhnlich einen Zins. Die von den Geschäftsbanken offerierten Dienstleistungen und die Verzinsung der Einlagen dürften in der Sicht der meisten Kunden somit den Nachteil kompensieren, der sich daraus ergibt, dass Sichteinlagen der Geschäftsbanken nicht Zentralbankgeld sind.

Ich bin alles in allem der Auffassung, dass das heutige Bankensystem der Schweiz gut funktioniert und sich bewährt hat. Blicken wir zurück, so hat sich die Finanzwelt seit dem Entstehen der ersten Depositenbanken im Italien des Spätmittelalters immer wieder verändert. Nach den Banken kamen die Zentralbanken und die Bankenregulierung dazu, teilweise als Antwort auf die Fragilität des Bankensystems in seiner Anfangszeit. Entstanden ist ein über die Zeit gewachsenes System. Zwischen den Ländern gibt es Unterschiede, die oft historische Gründe haben, doch kennen alle ein Teilreservesystem, verzichten also auf Vollgeld.

Der Wandel wird weitergehen. Eine treibende Kraft ist der technologische Fortschritt, der notorisch schwierig zu prognostizieren ist. Es ist deshalb auch schwer, die weitere Entwicklung des Bankensystems vorauszusagen. Die Zentralbanken und Finanzmarktaufsichtsbehörden müssen auf den Wandel die richtigen Antworten finden. Das ist nicht neu, bleibt aber eine ständig neu zu leistende Aufgabe.