

Referat

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK 

Sperrfrist

3. Mai 2018, 18.00 Uhr

Darum schadet Vollgeld der Schweiz

Schweizerisches Institut für Banken und Finanzen der Universität
St.Gallen (s/bf-HSG)

Thomas J. Jordan

Präsident des Direktoriums*

Schweizerische Nationalbank

Zürich, 3. Mai 2018

© Schweizerische Nationalbank, Zürich, 2018

* Der Referent dankt Petra Gerlach für die Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Vortrags. Sein Dank geht auch an Claudia Aebersold Szalay, Simone Auer, Peter Kuster, Carlos Lenz und Alexander Perruchoud sowie an den Sprachendienst der SNB.

Sehr geehrte Damen und Herren

Das Schweizerische Institut für Banken und Finanzen der Universität St. Gallen feiert heute sein 50-jähriges Bestehen. Zu diesem runden Geburtstag möchte ich herzlich gratulieren. In den vergangenen fünf Jahrzehnten hat sich unser Finanzsystem ständig weiterentwickelt. Die Anfangsjahre des Instituts standen noch im Zeichen des Bretton-Woods-Systems, also der Währungsordnung der Nachkriegszeit mit fixen Wechselkursen und dem US-Dollar als weltweite Leitwährung. Danach prägten flexible Wechselkurse das Umfeld für die Banken, und in jüngster Zeit dominierte die Finanzkrise das Geschehen.

Ich möchte den heutigen Festakt für ein Thema nutzen, das ebenfalls vor dem Hintergrund der Finanzkrise aufgekommen ist, die Vollgeldinitiative. Meine Damen und Herren, diese Initiative weckt unrealistische Erwartungen, und eine Annahme durch Volk und Stände am 10. Juni 2018 hätte gravierende Auswirkungen auf die Schweiz. Ein Vollgeldsystem würde unserem Land als Ganzes schaden und dabei auch die Arbeit der Schweizerischen Nationalbank (SNB) erschweren. Die Nationalbank lehnt die Initiative darum ebenso wie der Bundesrat und das Parlament klar ab.

Doch was will die Initiative? Laut den Initianten strebt sie sicheres Geld und eine Entlastung der Steuerzahler an. Diese Ziele will sie erreichen, indem die Sichteinlagen der Kunden bei den Geschäftsbanken in sogenannte Vollgeldkonten umgewandelt werden und indem die SNB sogenannte «schuldfreie» Auszahlungen an den Staat oder die Bevölkerung leistet. Die Initianten möchten darüber hinaus die Geldschöpfung von der Kreditvergabe trennen, weil sie die Geldschöpfung durch die Geschäftsbanken als Hauptursache von Finanzkrisen sehen.

Vollgeld macht die Kreditvergabe komplizierter

Die Vollgeldinitiative zeugt von einem tiefen Misstrauen gegenüber unserem Geldsystem im Allgemeinen und gegenüber dem heutigen Kreditwesen im Besonderen. Kredit ist aber ein grundlegendes Element unserer Wirtschaftsordnung. Er ist das Instrument, mit dem Kapital, das an einer Stelle im Wirtschaftssystem gerade nicht gebraucht wird, an einer anderen Stelle produktiv zum Einsatz kommt. Das Kreditwesen ermöglicht Projekte – Konsum genauso wie Investitionen –, die sonst nicht realisierbar wären, und macht unsere Wirtschaft dadurch dynamisch und flexibel. Dies fördert Wachstum und Wohlstand.

Geld und Kredit gehören seit jeher eng zusammen. Heute erfolgen Geldschöpfung und Kreditvergabe in einem zweistufigen System, nämlich durch die SNB und die Geschäftsbanken. Die SNB stellt den Banken im Austausch gegen Vermögenswerte sogenanntes Zentralbankgeld zur Verfügung. Dieses können sie als Sichtguthaben bei der SNB halten oder als Banknoten beziehen. Mit Zentralbankgeld können die Banken Überweisungen für ihre Kunden durchführen oder ihnen Bargeld auszahlen. Gleichzeitig brauchen die Geschäftsbanken Zentralbankgeld für die Auszahlung von Krediten. Und mit solchen Auszahlungen wird im Bankensystem dann auch neues Geld geschaffen.

Was passiert nun genau bei einer Kreditvergabe? Den Anstoss gibt immer der Bankkunde, der zum Beispiel einen Hypothekarkredit beantragt. Die Bank muss dann einerseits klären, ob der Kunde kreditwürdig ist und ob sich der Kredit im Lichte von Risiko-Ertrag-Abwägungen auch rechnet. Andererseits muss die Bank prüfen, ob sie genügend Zentralbankgeld hat oder sich beschaffen kann, um den Kredit auszuzahlen. Die Auszahlung erfolgt normalerweise elektronisch mit einer Gutschrift auf das Sichtkonto des Hausverkäufers, das meistens bei einer anderen Bank ist. Die Sichtguthaben im Bankensystem insgesamt steigen dadurch, und neues Geld wird geschaffen. Das Geld, das bei der Kreditvergabe entsteht, ist zwar kein Zentralbankgeld. Sichtguthaben des Publikums bei den Geschäftsbanken sind aber im Zahlungsverkehr gleichwertig und können von den Kunden jederzeit auch in Banknoten der SNB umgetauscht werden.

Für die Banken sind Einzahlungen auf Sichtguthaben, die Kunden zum Beispiel durch ihren Lohn oder einen Hausverkauf erhalten, einerseits eine wichtige Quelle von Zentralbankgeld. Andererseits kann diese Liquidität aber auch rasch wieder abfliessen, denn Kunden können jederzeit über ihre Sichtguthaben verfügen. In aller Regel wollen jedoch nicht sämtliche Kunden einer Bank gleichzeitig ihre Guthaben vollumfänglich abheben oder für Zahlungen nutzen. Deshalb muss die Bank nicht für jeden Franken Sichtguthaben einen Franken Zentralbankgeld bereithalten; sie kann einen Teil dieser Liquidität für die Gewährung und Auszahlung von Krediten verwenden.

Einen Punkt möchte ich hier betonen: Die Geldschöpfung ist kein Privileg, an dem sich die Geschäftsbanken unverdient bereichern können. Eine Bank kann dann Kredite sprechen, wenn Kunden Kredite nachfragen und sie über Zentralbankgeld verfügt. Hierzu ist es wichtig, dass andere Kunden bereit sind, Sichtguthaben bei der Bank zu halten. Dabei steht die Bank im Wettbewerb mit anderen Banken. Wenn sie nicht wettbewerbsfähig ist, wird kein Kunde bereit sein, bei ihr Kredite nachzufragen oder Sichtguthaben zu halten. Mit der Kreditvergabe geht die Bank zudem ein Geschäftsrisiko ein. Banken schaffen somit kein «Geld aus dem Nichts». Ihre Geldschöpfung ist vielmehr das Produkt der Vermittlung zwischen Sparern und Kreditnehmern sowie der Möglichkeit, Sichtguthaben von Kunden nicht zu 100% mit Zentralbankgeld decken zu müssen.¹

Vollgeld würde unser heutiges System radikal verändern. In einem Vollgeldsystem darf eine Bank die Sichtguthaben ihrer Kunden nicht mehr für die Finanzierung von Krediten verwenden. Stattdessen muss sie ausschliesslich auf Investoren zurückgreifen, die der Bank Geld für Kredite längerfristig zur Verfügung stellen. Das können Kunden mit Spareinlagen sein, Investoren am Kapitalmarkt, andere Geschäftsbanken oder auch die SNB, die der Bank ein Darlehen vergibt. Die Kreditvergabe würde komplizierter und schwerfälliger, weil Vollgeld die nützliche Vermittlerfunktion beeinträchtigt, die Banken im heutigen Geldsystem erfüllen – und das zulasten der Kunden – ob Sparer oder Kreditnehmer.

¹ Zur Fristentransformation als klassische Bankaufgabe und zu ihrer volkswirtschaftlichen Bedeutung siehe Jordan, Thomas J. (2018), *Wie Geld durch die Zentralbank und das Bankensystem geschaffen wird*, Referat vor der Zürcher Volkswirtschaftlichen Gesellschaft, Zürich, 16. Januar.

Unhaltbare Versprechen der Vollgeldinitiative

Finanzstabilität

Was aber versprechen sich die Initianten vom Vollgeld? Sie möchten die Geldschöpfung von der Kreditvergabe trennen, weil sie sich davon mehr Finanzstabilität erhoffen. Um das zu erreichen, sollen die Sichtguthaben der Bankkunden auf sogenannten Vollgeldkonten ausserhalb der Bankbilanzen gehalten werden, so wie heute Wertschriftendepots. Dies bietet insofern Sicherheit, weil dieses Geld nicht gefährdet ist, sollte eine Bank Konkurs gehen. Dafür die Geldschöpfung durch das Bankensystem zu verbieten, ist jedoch der falsche Ansatz.

In Finanzkrisen verlieren Anleger und Sparer aus zwei Gründen Vermögen: primär, weil ihre Vorsorgegelder und ihre direkten Anlagen wie Aktien, Obligationen und Immobilien an Wert einbüßen. Sekundär aber auch dadurch, dass Steuergelder zur Rettung von Banken herangezogen werden müssen. Finanzkrisen entstehen, wenn Risiken unterschätzt werden und die Erwartungen an die Preisentwicklung von Anlagen übertrieben sind. Dadurch können sich Kredit- und Vermögenspreisblasen bilden, die früher oder später platzen. Wenn Banken zu wenig Eigenkapital halten, um die dann eintretenden Verluste zu tragen, gehen sie in Konkurs.

Vollgeld, meine Damen und Herren, würde daran nichts ändern. Auch in einem Vollgeldsystem können Risiken unter- und künftige Erträge überschätzt werden. Auch ohne Rückgriff auf Sichteinlagen können Banken zu riskante Kredite vergeben, zu wenig Rücklagen für Krisenzeiten halten und beim Platzen einer Blase insolvent werden. Ein zentrales Problem in der Finanzkrise war zudem, dass sich Banken im grossen Stil kurzfristig über den Geldmarkt finanziert hatten. Diese Interbankenkredite haben sich als eine weniger stabile Finanzierungsquelle als Sichtguthaben von Privatkunden erwiesen: Sie versiegte gleich zu Beginn der Finanzkrise 2008. Auch diese Gefahr der Instabilität könnte Vollgeld nicht bannen.

Um Kredit- und Vermögenspreisblasen in Schach zu halten, sind andere Ansätze weit wirkungsvoller als Vollgeld. Die seit der Krise deutlich erhöhten Eigenmittel- und Liquiditätsanforderungen für Banken stellen einen solchen Ansatz dar. Makroprudenzielle Instrumente wie der antizyklische Kapitalpuffer sind ein zusätzliches Mittel, um unser Finanzsystem robuster zu machen. Eine liberale Wirtschaftsordnung ganz ohne Krisen ist aber eine Illusion. Krisen komplett zu vermeiden, bedeutete letztlich, die Wirtschaft derart einzuengen, dass unser Wohlstand längerfristig stark geschmälert würde. Mit den geeigneten regulatorischen Massnahmen ist es aber möglich, die gesamtwirtschaftlichen Risiken auf ein tragbares Mass zu limitieren. Daran haben wir seit der Finanzkrise intensiv gearbeitet, und daran arbeiten wir zusammen mit anderen Akteuren auf nationaler und internationaler Ebene auch weiter.

«Schuldfreie» Auszahlungen an Bund, Kantone oder Bürger

Das zweite Versprechen der Initiative, die Entlastung der Bürger durch «schuldfreie» Auszahlungen der Nationalbank an Bund, Kantone oder an die Bevölkerung, kann ebenfalls nicht gehalten werden. Zwar scheinen «schuldfreie» Auszahlungen auf den ersten Blick attraktiv, aber sie werden langfristig für die Bevölkerung keine finanziellen Vorteile bringen, auch wenn die

Initianten uns das vorrechnen wollen. Die SNB wird durch Vollgeld nicht zum Goldesel. Der Wohlstand der Schweiz wird durch die Leistung bestimmt, die in unserem Land erwirtschaftet wird, und nicht durch die Art der Geldschöpfung.

Was ist mit der «schuldfreien» Auszahlung gemeint? Im heutigen System schafft die Nationalbank Geld, indem sie Devisen kauft und diese anlegt oder den Banken Kredite gewährt. Jedem Franken Zentralbankgeld, der auf diese Weise in den Wirtschaftskreislauf gelangt, steht deshalb ein Gegenwert gegenüber, der über die Zeit Erträge abwirft. Die SNB zieht jeweils am Jahresende Bilanz und schüttet einen Teil dieser Erträge an Bund und Kantone aus. Wenn die SNB Geld «schuldfrei» auszahlen müsste, wie es die Initiative verlangt, würde sie hingegen Geld verschenken, ohne dafür einen Gegenwert zu erhalten. Auf dem verschenkten Geld würden für die SNB aber keine Erträge mehr anfallen. In einem System mit «schuldfreien» Auszahlungen könnten wir deshalb keine jährliche Ausschüttung an Bund und Kantone mehr vornehmen.

Dabei ist es wichtig zu erkennen, dass die beiden Ansätze ökonomisch im Endeffekt aufs Gleiche hinauskommen. Wir können jährlich die Erträge auf unser Anlagevermögen ausschütten; oder wir können das neu geschaffene Geld verschenken, dann aber keine Erträge mehr auszahlen. Anders gesagt: In der heutigen bewährten Praxis verteilen wir die Zinsen auf dem Kapital, unter Vollgeld würden wir das Tafelsilber verscherbeln. Durch «schuldfreie» Auszahlungen würde unser Land nicht reicher.

Die Initianten suggerieren zudem, dass die SNB nach der Einführung von Vollgeld die bisherigen Geldschöpfungserträge der Banken an die Steuerzahler transferieren könnte. Hinter dieser Idee steckt unter anderem die Vorstellung, dass sich die Banken an der Geldschöpfung bereichern. In Tat und Wahrheit profitieren aber alle Bankkunden – Privatpersonen genauso wie Unternehmen, Sparer wie Kreditnehmer – von der Geldschöpfung der Banken. Die Kredite sind günstiger, und die Konditionen für Sichtguthaben sind besser, als sie das unter Vollgeld wären. Weil die Banken untereinander im Wettbewerb stehen, bleibt ihnen nur der Gewinn aus der Geldschöpfung, der nötig ist, um überhaupt im Geschäft zu bleiben.

Im Vollgeldsystem würde die Geldschöpfung bei der Nationalbank zentralisiert und der entsprechende Gewinn von dort verteilt. Er wäre aber insgesamt nicht grösser als im heutigen System. Das Ganze wäre für den Bürger also im besten Fall ein Nullsummenspiel.

Schädliche Auswirkungen von Vollgeld

Dass die Vollgeldinitiative zu viel verspricht, ist der eine Aspekt. Gravierender ist jedoch, dass eine Annahme schwerwiegende Auswirkungen auf die Schweiz hätte, und dies auf drei Ebenen: realwirtschaftlich, geldpolitisch und ordnungspolitisch.

Realwirtschaft

Die Initiative beeinträchtigt die Realwirtschaft über die Kreditvergabe, weil die Banken nicht mehr auf Sichtguthaben zurückgreifen dürften. Die Banken müssten stattdessen Liquidität aus

anderen Quellen anziehen. Eine wichtige solche Quelle wären Spargelder. Da jedoch Spargelder – oder ganz grundsätzlich Gelder, auf die Investoren während einer längeren Zeit verzichten – mehr kosten als Sichteinlagen, die jederzeit abgehoben werden können, verteuern sich Kredite in einem Vollgeldsystem.

Die Vollgeldinitiative trifft uns alle ganz direkt, als Kreditnehmer und Sparer. 94% der Kredite, die hierzulande vergeben werden, gehen an Privathaushalte und an kleine und mittlere Unternehmen; 86% der Kredite sind Hypotheken. Auch die Sparer wären von der Initiative negativ betroffen: Da ihre Sichtguthaben auf den sogenannten Vollgeldkonten nicht verzinst würden und die Dienstleistungen teurer würden, hätten sie ebenfalls das Nachsehen.

Vollgeld wäre wie Sand im Getriebe unseres Kreditwesens. Die Banken könnten weniger flexibel auf die Kreditnachfrage reagieren, was den Konsum, die Investitionen und letztlich den Wohlstand in unserem Land mindern würde.

Geldpolitik

Das Vollgeldsystem würde auch die Umsetzung unserer Geldpolitik erschweren. Die «schuldfreie» Geldausgabe basiert auf einer veralteten Vorstellung der Steuerung der Geldversorgung und verkennt die Vorzüge der modernen Umsetzung der Geldpolitik. Die Ausgabe von «schuldfreiem» Geld entspräche, technisch gesehen, einer reinen Geldmengensteuerung und stellte somit einen Rückschritt ins letzte Jahrhundert dar. Dass heutzutage alle wichtigen Zentralbanken mittels Zinssteuerung operieren, ist nämlich kein Zufall, sondern das Ergebnis einschlägiger Erfahrungen der letzten Jahrzehnte. Die Zinssteuerung ist der Geldmengensteuerung überlegen und garantiert gerade in Krisenzeiten eine flexible Versorgung der Wirtschaft mit Liquidität.²

Ausserdem ist es ganz grundsätzlich unklar, wie die SNB in einem Vollgeldregime Liquidität abschöpfen kann, wenn zuvor die Geldmenge stark ausgeweitet werden musste. Wie fordert man Geld zurück, das man zuvor verschenkt hat?

Wie schwierig das wäre und wie sehr Vollgeld unsere Arbeit erschweren würde, möchte ich Ihnen anhand unserer Geldpolitik während der jüngsten Finanzkrise illustrieren. Damals hatten wir in sehr kurzer Zeit sehr viel Geld geschaffen, zuerst um die Liquidität im Bankensystem zu sichern und danach um dem massiven Aufwertungsdruck auf den Franken entgegenzuwirken. Dadurch hat sich unsere Bilanz markant verlängert. Wie wären wir in einem Vollgeldregime vorgegangen? Wir hätten wohl nicht so entschieden reagiert, denn einmal geschaffene Liquidität kann im Vollgeldsystem kaum mehr reduziert werden und deshalb später zu erhöhter Inflation führen. Die schwächere geldpolitische Reaktion hätte bedeutet, dass die negativen Folgen der Krise für die Realwirtschaft deutlich grösser gewesen wären.

Ganz davon abgesehen ist es fraglich, ob wir in einem Vollgeldsystem überhaupt so hätten reagieren dürfen, wie wir es getan haben. Denn die Initiative schränkt unser Instrumentarium

² Zur Umstellung der SNB von der Geldmengen- auf die Zinssteuerung siehe Meyer, Hans (2000), *Zur Geldpolitik im neuen Jahr*, Referat an der Universität St. Gallen, St. Gallen, 20. Januar.

ein. Devisenmarktinterventionen, die in der Bekämpfung der Überbewertung des Frankens eine zentrale Rolle gespielt haben, wären unter Vollgeld nämlich nicht erlaubt. Wenn wir intervenieren, tauschen wir neue Franken gegen Devisen, anstatt sie zu verschenken – die Geldschöpfung im Rahmen von Devisenmarktinterventionen erfolgt also nicht «schuldfrei».

Ordnungspolitik

Ein weiteres Problem besteht darin, dass die Vollgeldinitiative etatistisch geprägt ist und der SNB eine unnötige Verantwortung auferlegt bzw. den Privatsektor bevormundet. Das passt nicht zum schweizerischen Staatsverständnis und läuft bewährten ordnungspolitischen Grundsätzen zuwider. Um ihre Ziele zu erreichen, scheut die Initiative auch nicht davor zurück, generelle Einschränkungen der Wirtschaftsfreiheit vorzusehen. Das ist schon im zweiten Satz des vorgeschlagenen Verfassungsartikels nachzulesen.

Der Nationalbank würden mit der Annahme der Initiative zusätzliche Aufgaben übertragen. Meine Damen und Herren, heute hat die SNB mit der Gewährleistung der Preisstabilität ein klares und vernünftiges Mandat. Bei seiner Erfüllung verfügt sie über eine grosse Flexibilität. Im Vollgeldsystem müsste die SNB Aufgaben übernehmen, die weit über dieses Mandat hinausgingen. Die Initiative sieht für die Nationalbank zwei zusätzliche Aufgaben vor. Zum einen sind dies die «schuldfreien» Auszahlungen, zum anderen soll die SNB die Versorgung der Schweizer Wirtschaft mit Krediten sicherstellen. Das Letztere ist problematisch, weil es zu Zielkonflikten zwischen der Preisstabilität und der Kreditversorgung kommen könnte. Vor allem aber bedeutet es, dass künftig die SNB darüber befinden müsste, wohin genau Kredite fliessen sollen.

Die Nationalbank hat jedoch keinen Informationsvorsprung gegenüber den Banken, die diese Entscheidung heute in einem Wettbewerbsumfeld fällen und dabei die lokalen Verhältnisse und Bedürfnisse verschiedener Branchen berücksichtigen. Die neue Rollenverteilung wäre also ineffizient und machte aus der Nationalbank eine zentrale industriepolitische Steuerungsbehörde. Stellen Sie sich vor, dass Unternehmen einer bestimmten Branche Mühe hätten, Kredite zu erhalten, seien es nun Autozulieferer, die Textilindustrie oder die Hotellerie. Wie wäre der Auftrag der Gewährleistung der Kreditversorgung auszulegen? Müsste die SNB einspringen, wo im heutigen System keine Kredite gewährt würden? Eine zentralisierte staatliche Steuerung der Kreditversorgung passt nicht zu unserem föderalistischen, wirtschaftsfreundlichen Land und würde das Erfolgsmodell Schweiz gefährden.

Die «schuldfreien» Auszahlungen an Bund und Kantone oder die Bevölkerung sind ordnungspolitisch ebenfalls tückisch, weil die SNB direkt in die Diskussion um Verteilungsfragen hineingezogen würde. Wer soll wie viel Geld erhalten? Ein solcher Entscheid ist Sache der Fiskal-, nicht der Geldpolitik. «Schuldfreie» Auszahlungen würden die Nationalbank verpolitizieren, und wir könnten unseren eigentlichen Auftrag der Preisstabilität weniger gut erfüllen.

Fazit

Meine Damen und Herren, das Finanzsystem hat sich seit der Gründung des Schweizerischen Instituts für Banken und Finanzen der Universität St. Gallen stetig weiterentwickelt. Die Vollgeldinitianten wollen die Stimmbürger davon überzeugen, dass ein Übergang zu Vollgeld bloss eine weitere, kleine Veränderung des Systems wäre. Das ist irreführend. Die Annahme der Initiative wäre eine tektonische Verschiebung unserer über lange Zeit gewachsenen Geld- und Wirtschaftsordnung. Zudem wäre die Unsicherheit während der Umstellungsphase enorm.

Die Initiative strebt an, die Finanzstabilität zu sichern. Dies ist ein hehres Ziel, das die SNB teilt. Doch gibt es dafür weit bessere Instrumente als Vollgeld. Die von der Initiative angestrebte vollständige Verstaatlichung der Geldschöpfung ist falsch und schadet der gesamten Schweizer Wirtschaft. Die Idee der «schuldfreien» Auszahlungen ist gefährlich: Die SNB würde durch die Initiative in eine Rolle mit mehr Aufgaben gedrängt, was sie zwangsläufig grösserer politischer Einflussnahme aussetzt. Das Risiko ist gross, dass dies zu überhöhter Inflation führt. Der rechtliche und institutionelle Rahmen, in dem sich die SNB heute bewegt, hat sich bewährt. Er gewährleistet ein vernünftiges Gleichgewicht von Unabhängigkeit und demokratischer Kontrolle. Heute ist die Nationalbank vor politischer Einflussnahme geschützt, und das ermöglicht ihr, eine wirksame Geldpolitik im Gesamtinteresse des Landes zu führen.

Aus all diesen Überlegungen ist Vollgeld ein unnötiges und gefährliches Experiment, das unserem Land grossen Schaden zufügen würde. Ich danke Ihnen für Ihre Aufmerksamkeit.