



KOMMENTAR ZU WIRTSCHAFT UND POLITIK 31/10/2018

# Währungswettbewerb zur Rettung des Euro

von THOMAS MAYER UND NORBERT F. TOFALL

## Zusammenfassung

Die Erwartung, dass sich die Mitgliedsländer der Europäischen Währungsunion mit der Zeit an die Erfordernisse einer einheitlichen europäischen Währung anpassen würden, hat sich nicht erfüllt. Um einen politisch und ökonomisch kostspieligen Zerfall des Euro abzuwehren, ist es deshalb erforderlich, die europäische Währung neu aufzustellen. In diesem Papier schlagen wir eine Erneuerung des Euro als „Vollgeld“ in einem Regime des Wettbewerbs mit anderen Geldarten vor.

## Abstract

The expectation that the member states of the European Monetary Union would adapt over time to the requirements of a single European currency has not been fulfilled. In order to ward off a politically and economically costly collapse of the euro, it is therefore necessary to restructure the European currency. In this paper, we propose a renewal of the euro as “100% money” in a regime of competition with other types of money.



*„Manches, das am Morgen noch Utopie gewesen ist, ist zu Mittag bereits Science-fiction und am Abend schon Wirklichkeit.“*

*Jerry Lewis*

Der Euro sollte nicht abgeschafft, sondern reformiert und ergänzt werden.

Am Anfang der europäischen Integration stand die Liberalisierung des Handels zwischen den Mitgliedsländern der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft. Der in dieser Tradition geschaffene europäische Binnenmarkt ist in der Rückschau eine Erfolgsgeschichte ohne Gleichen und der stärkste Treiber der europäischen Integration. Durch den Aufbau eines Wettbewerbsraums wurde es den einzelnen Mitgliedsländern mit ihren unterschiedlichen Stärken und Schwächen ermöglicht, durch Wettbewerb zu einem gemeinsamen Europa schrittweise zusammenzuwachsen. Dagegen war die Einführung des Euro als „gemeinsame und einzige“ Währung ein Fehler, der für die heutige Existenzkrise der europäischen Integration und der Europäischen Union maßgeblich, wenn auch nicht alleinig verantwortlich ist. Wie die Griechenlandkrisen 2010 und 2015 und die derzeitige Italienkrise zeigen, muss dieser Fehler behoben werden, wenn die europäische Integration und die EU nicht weiter einer zersetzenden Dynamik ausgesetzt werden sollen. Dazu muss der Euro nicht abgeschafft, sondern reformiert und ergänzt werden.

### **Unerfüllte Ansprüche**

Nach zwei Jahrzehnten Erfahrung innerhalb der EWU lässt sich leider feststellen, dass einige Länder die notwendige Anpassung nicht geschafft haben.

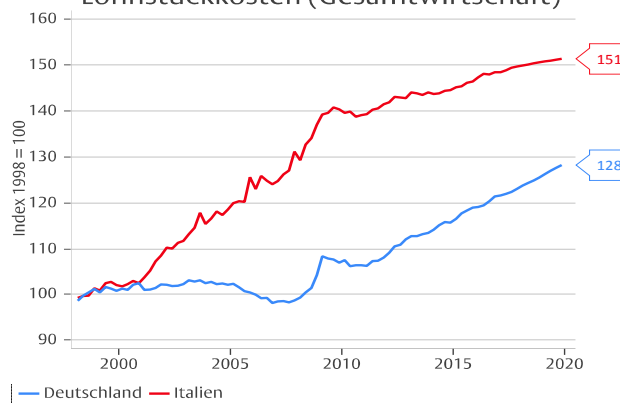
Ein gemeinsamer Währungsraum erfordert, dass die daran teilnehmenden Staaten ihre Souveränität über die Geldschaffung und den Wechselkurs zu anderen Währungen an eine übergeordnete Behörde abgeben. Dadurch entfallen die Möglichkeiten, Budgetdefizite des Staates durch die staatseigene Notenbank finanzieren zu lassen und übermäßige Kostensteigerungen durch Wechselkursabwertungen zu kompensieren, um die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft erhalten zu können. Mit anderen Worten: Eine Währungsunion stellt erhöhte Anforderungen an eine disziplinierte staatliche Haushaltsführung und die private Kostenkontrolle der Wirtschaftsunternehmen. Nach zwei Jahrzehnten Erfahrung innerhalb der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (EWU) lässt sich leider feststellen, dass einige Länder — und darunter insbesondere Italien — diese Disziplin nicht aufbringen können.

Grafik 1 zeigt, dass die Lohnstückkosten in Italien in den zwei Jahrzehnten der Währungsunion deutlich stärker gestiegen sind als in Deutschland. Aus Grafik 2 wird ersichtlich, dass die stärkere Erhöhung der Kosten zu einer entsprechend stärkeren Steigerung der Preise geführt hat. Die sich daraus ergebende Aufwertung des impliziten realen Wechselkurses hat zur Schrumpfung des Sektors geführt, der handelbare Güter herstellt. Heute



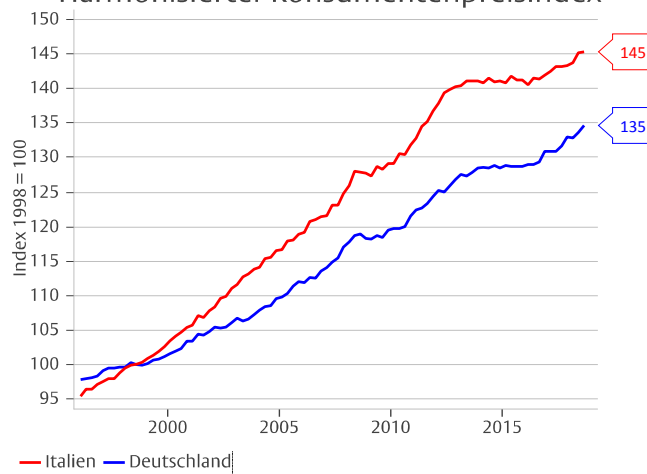
liegt die Industrieproduktion in Italien 13 Prozent unter ihrem Niveau von 1998, dem Jahr vor Beginn der Europäischen Währungsunion (EWU). In Deutschland liegt sie dagegen 34 Prozent darüber (Grafik 3). Die Aushöhlung des Sektors zur Herstellung handelbarer Güter kann zwar durch die Ausweitung der Produktion nicht handelbarer Güter kompensiert werden. Wenn dadurch jedoch die gesamtwirtschaftliche Produktivität sinkt, schrumpft die Wirtschaft. Seit der Finanzkrise von 2007-08 ist das reale Bruttoinlandsprodukt in Italien um rund 3 Prozent zurückgegangen (Grafik 4). Das reale BIP in Deutschland stieg in dieser Zeit um 14 Prozent.

Grafik 1. Deutschland und Italien:  
Lohnstückkosten (Gesamtwirtschaft)



Quelle: Macrobond

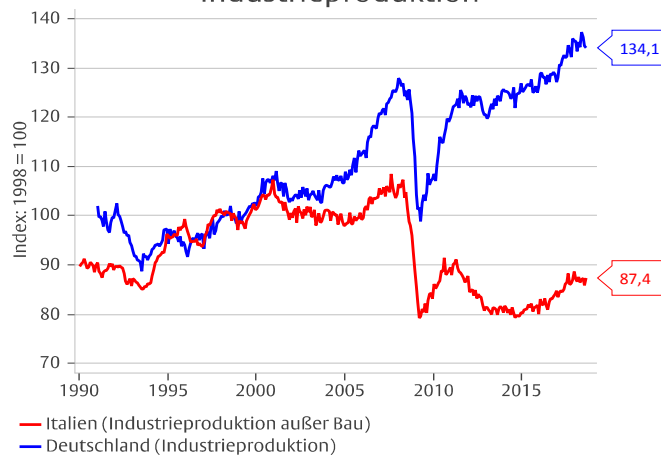
Grafik 2. Deutschland und Italien:  
Harmonisierter Konsumentenpreisindex



Quelle: Macrobond

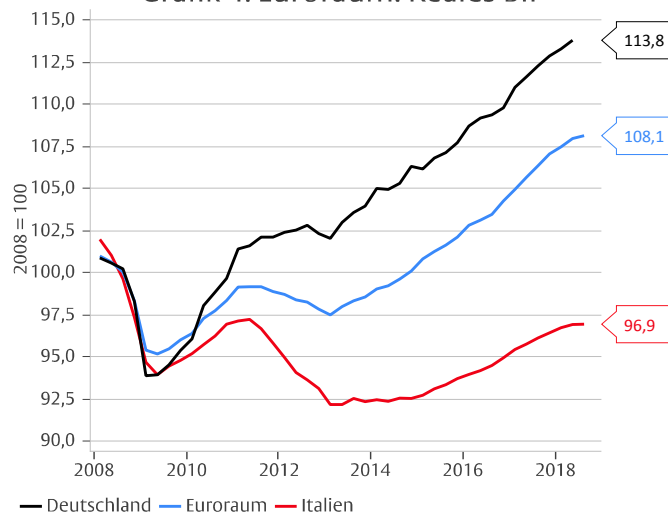


Grafik 3. Deutschland und Italien:  
Industrieproduktion



Quelle: Macrobond

Grafik 4. Euroraum: Reales BIP

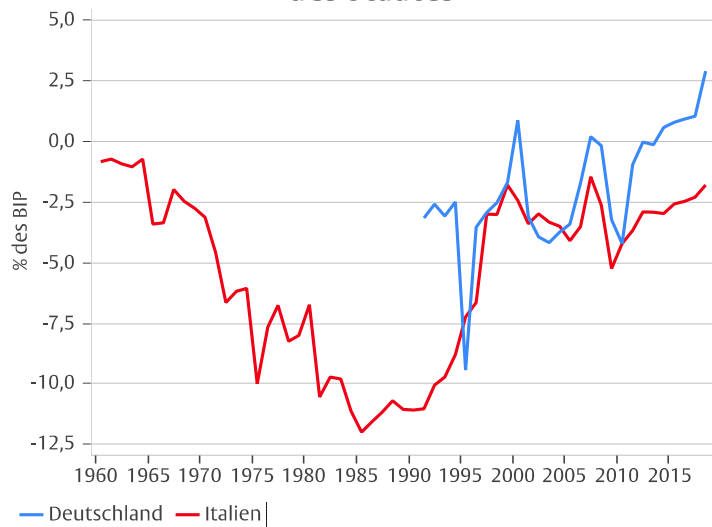


Quelle: Macrobond

Eine über zehn Jahre schrumpfende Wirtschaft stellt Staat und Gesellschaft vor enorme Herausforderungen. Unter solchen Umständen ist es nicht verwunderlich, dass der italienische Staat sein Haushaltsdefizit nicht so weit verringern konnte, dass Staatsschuld abgebaut worden wäre. Während der letzten zwei Jahrzehnte fiel das Haushaltsdefizit des italienischen Staats selten unter 2,5 Prozent des BIP und die Staatsverschuldung stieg von 111 Prozent des BIP im Jahr 1998 auf mehr als 130 Prozent im Jahr 2018 (Grafik 5 und 6). Dagegen gelang es Deutschland, im Aufschwung nach der Finanzkrise von 2007-08 Haushaltsüberschüsse zu erwirtschaften und seine Staatsschuldenquote nach einem vorübergehenden Anstieg wieder auf nur wenig mehr als 60 Prozent des BIP im Jahr 2018 zu senken.

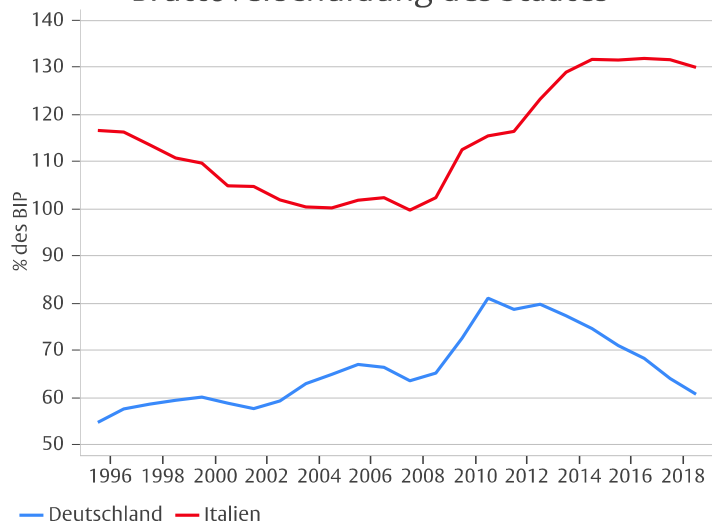


### Grafik 5. Deutschland und Italien: Budgetsaldo des Staates



Quelle: OECD, Economic Outlook, Macrobond

### Grafik 6. Deutschland und Italien: Bruttoverschuldung des Staates



Quelle: OECD, Economic Outlook, Macrobond

Wenn die Wirtschaft nicht wächst, wird es immer schwieriger, Kredite zurückzuzahlen, die im Vertrauen auf wachsende Einnahmen aufgenommen wurden.

Wenn die Wirtschaft nicht wächst, wird es immer schwieriger, Kredite zurückzuzahlen, die im Vertrauen auf wachsende Einnahmen aufgenommen wurden. Sicherlich ist die Qualität der Kredite in Italien auch durch politische Einflussnahme und Klientelwirtschaft beeinträchtigt worden. Doch den größten Beitrag zur Verschlechterung der Qualität wird das über eine Dekade ausbleibende Wachstum der Wirtschaft geleistet haben. Im ersten Quartal 2018 betrug der Anteil der notleidenden Kredite am gesamten Kreditvolumen 18,6 Prozent und damit weit mehr als das Eigenkapital der Banken. In der Eurozone insgesamt und in Deutschland betrug die entsprechenden Anteile 8,4 Prozent beziehungsweise 3,8 Prozent.



### **Soll Italien aus dem Euro austreten?**

Aus ökonomischer Sicht wäre die Konsequenz der italienischen Misere der Austritt aus der Währungsunion.

Wie wir gesehen haben, hat sich die Erwartung, dass sich die italienische Politik und Wirtschaft an die Erfordernisse einer einheitlichen europäischen Währung anpassen werden, nicht erfüllt. Im Aufschwung des Kreditzyklus konnten Anpassungsdefizite mit billigem Kredit verschleiert werden. Im Abschwung war dies nicht länger möglich. Seit der Großen Finanzkrise 2007-08 und der sich daran anschließenden Eurokrise 2010-12 ist Italien wirtschaftlich und politisch schwer angeschlagen. Seit 2008 ist die Industrieproduktion um 13 Prozent, das italienische reale Bruttoinlandsprodukt um 3 Prozent gefallen. Zehn Jahre Minuswachstum ist für jede Gesellschaft schwer erträglich. Kommt steigende Zuwanderung hinzu, läuft das Fass über. In Italien haben die unbefriedigende wirtschaftliche Entwicklung und Sorgen über Zuwanderung zum Aufstieg zweier populistischer Parteien in die Regierung beigetragen. Heute dürfte die Fähigkeit zu strukturellen Reformen, die erneutes Wachstum innerhalb der Eurozone ermöglichen könnten, noch geringer sein als vor zwanzig Jahren, als Italien der Währungsunion beitrug.

Aus ökonomischer Sicht wäre die Konsequenz der italienischen Misere der Austritt aus der Währungsunion. Wenn ein Land an der Droge billigen Geldes und staatlicher Konjunkturprogramme hängt und nicht davon loskommt, kann es in einem Club nicht bestehen, der den Drogenkonsum strikt ablehnt. Doch ist die Vorstellung eines Austritts aus der EWU in Italien nicht gerade populär. Man scheut zwar die für die Mitgliedschaft notwendigen Anpassungen, will den Euro aber dennoch nicht aufgeben. Außerdem ist unklar, ob aus finanzieller Sicht ein Austritt Italiens aus der EWU aufgrund der inzwischen fortgeschrittenen Integration Italiens in den europäischen Finanzmarkt nicht zu einer schwer zu beherrschenden Finanzkrise führen würde. Und aus politischer Sicht könnte nach Ansicht vieler Europapolitiker ein solcher Austritt die Existenz der Europäischen Union aufs Spiel setzen. Daher lehnen sowohl die meisten italienischen als auch die meisten anderen europäischen Politiker einen Austritt Italiens aus dem Euro ab, entwickeln jedoch auch kaum tragfähige alternative Lösungen

### **Könnte Italien durch einen „Bankenrun“ aus dem Euro geschleudert werden?**

Aber könnte Italien am Ende nicht von Marktkräften aus der EWU herausgebrochen werden? Diese Frage bejaht Stefan Homburg von der Universität Hannover in einer jüngst erschienenen Analyse.<sup>1</sup> Er kommt zu dem Schluss, dass Italien durch einen „Run“ auf die Bankeinlagen aus der Währungsunion geschleudert werden könnte. Angenommen, italienische Bankkunden

---

<sup>1</sup> STEFAN HOMBURG: *Speculative Attacks and Departure Strategies*, Hannover Economics Paper No. 640, 25 October 2018.



würden das Vertrauen in die Sicherheit ihrer Giralgeldeinlagen verlieren und diese nach Deutschland verlagern. Statt ihren italienischen Partnern nun Interbankkredite zu gewähren, würden die deutschen Banken wohl von ihnen verlangen, dass sie zur Deckung der neuen Verpflichtungen werthaltige Forderungen in Form von Zentralbankgeld mitliefern. Mit dem Abfluss von Giralgeld verringern sich daher die Zentralbankreserven der italienischen Banken.

Italien könnte durch einen „Run“ auf die Bank-einlagen aus der Währungsunion geschleudert werden.

Was geschieht, wenn die Reserven der italienischen Banken aufgebraucht sind? Damit die Überweisungen nach Deutschland weitergehen können, müssen sich die italienischen Banken neues Reservegeld besorgen. Das können sie, wenn sie von ihnen vergebene Kredite mit einer Vereinbarung zum späteren Rückkauf im Tausch gegen Zentralbankgeld an die italienische Zentralbank abgeben. Solange dies verbrieftete Kredite ordentlicher Qualität sind, können sie dafür die üblichen Finanzierungsfazilitäten der EZB nutzen. Und wenn sie nur noch zweifelhafte Kredite für den Tausch haben, können sie sich von der Banca d'Italia (BdI) im Rahmen der „Emergency Liquidity Assistance“ (ELA) das nötige Zentralbankgeld holen. Theoretisch könnten von den Bilanzen der italienischen Banken alle Kredite und Einlagen verschwinden. Die Kredite lägen nun bei der BdI und die Einlagen in Deutschland. Als Gegenposten hätte die BdI im Interbankzahlungssystem Target2 entsprechende Verpflichtungen und die Bundesbank die dazu gehörigen Forderungen. Rein theoretisch könnte der Euro also auch durch einen „Bankrun“ nicht geknackt werden.

Praktisch werden sich die italienischen Banken aber unter diesen Umständen nicht das nötige Zentralbankgeld holen können, das sie zur Finanzierung des Abflusses ihrer Sichteinlagen brauchen. Der Zentralbankrat der EZB kann nämlich mit einfacher Mehrheit die Vollzuteilung und mit einer Mehrheit von zwei Dritteln seiner Mitglieder die Ausgabe von Zentralbankgeld durch die BdI im Rahmen von ELA beenden. Vielen Ratsmitgliedern wird es mulmig werden, wenn ein Bankrun zu einer immer größeren Flucht von Giralgeld aus Italien in andere Länder führen würde. Könnte die BdI verhindern, dass eine Zweidrittelmehrheit gegen eine von ihr gewollte ELA zu Stande käme? Dazu bräuchte sie mindestens 8 der 21 Stimmen im Rat. Die fünf Stimmen der anderen südeuropäischen Länder, die aufgrund ihrer eigenen Lage für das italienische Dilemma Verständnis haben und mit Italien stimmen dürften, würden allein nicht ausreichen. Dazu müssten der derzeitige italienische Präsident der EZB und der spanische Vizepräsident ebenfalls nach ihrer Herkunft abstimmen, oder andere Ratsmitglieder müssten von der Notwendigkeit weiterer ELA für die BdI überzeugt werden können. Das wäre wohl der Fall, wenn ein Austritt Italiens drohte, der die gesamte Währungsunion sprengen würde. Also sitzt Italien am Ende doch am längeren Hebel?



Nicht unbedingt. Der Rat könnte sich zwar dazu entschließen, die ELA an die italienischen Banken nicht zu verhindern, aber diesen Entschluss wie im Falle Griechenlands mit der Einfuhr von Kapitalverkehrskontrollen verbinden. Dann wäre ein Export von Sichteinlagen aus Italien nur noch sehr begrenzt möglich. Um einen darauf einsetzenden Schmuggel von Bargeld aus dem Land zu erschweren, könnte (ebenfalls wie in Griechenland) die Bargeldausgabe eingeschränkt und Grenzkontrollen eingeführt werden. Theoretisch ist der Euro zwar nicht zu knacken. Praktisch könnte eine Massenflucht von Sichteinlagen aus einem Land aber die Währungsgemeinschaft beenden. Denn wenn Giro- und Bargeld im Euroraum nicht frei fließen können, dann hat der Euro aufgehört, eine einheitliche Währung zu sein.

### **Sind „Mini-Bots“ die Lösung für Italien?**

Wenn aber der Euro von Italien nicht mehr unbeschränkt verwendet werden kann, wird es notwendig, eine alternative Währung einzuführen. Dazu hat der italienische Europaminister Paolo Savona, der von Staatspräsident Mattarella als Finanzminister in der gegenwärtigen Regierung verhindert wurde, einen Vorschlag gemacht.<sup>2</sup> Kern dieses Vorschlags ist die Ausgabe unverzinslicher Schatzwechsel mit unendlicher Laufzeit in kleinen Stückelungen. Als Arbeitstitel tragen diese Papiere den Namen „Mini-Bots“, benannt nach den offiziellen italienischen Schatzwechseln (Buoni Ordinari del Tesoro). Mini-Bots sollen vom Staat als Parallelwährung zum Euro zur Finanzierung seiner Ausgaben in Parität zum Euro ausgegeben werden. Beispielsweise könnte so das neu zu schaffende Grundeinkommen ausbezahlt werden. Gleichzeitig sollen die Mini-Bots ebenfalls in Parität zum Euro für die Begleichung von Steuerschulden verwendet werden können. Damit würde zum Angebot auch die passende Nachfrage geschaffen.

Natürlich würden die Steuerzahler den Weg über Mini-Bots zur Begleichung ihrer Verpflichtungen nur wählen, wenn sie davon profitieren könnten. Wäre der Euro weiterhin unbeschränkt verwendbar, würden sie Mini-Bots nur mit einem Abschlag kaufen. Der Abschlag im Umtauschkurs zum Euro würde sich aus der Menge emittierter Mini-Bots ergeben. Dieser Abschlag wiederum würde das Ausmaß der mit der Annahme von Mini-Bots als Zahlungsmittel für Steuerverpflichtungen verbundenen Steuererleichterung bestimmen. Andererseits würde der Abschlag verschwinden — oder es könnte zu einem Aufschlag kommen —, wenn die Verwendung von Euros durch Kapitalverkehrsbeschränkungen und Begrenzung der Bargeldausgabe eingeschränkt wäre. So oder so, mit den Mini-Bots könnte sich der Staat nicht nur ein nicht rückzahlbares Finanzierungsinstrument für seine Ausga-

„Mini-Bots“ sind unverzinsliche Schatzwechsel mit unendlicher Laufzeit in kleinen Stückelungen, die als Parallelwährung dienen sollen.

---

<sup>2</sup> Siehe dazu [http://bruegel.org/2018/06/mini-bots-in-the-government-programme-of-the-five-star-movement-and-the-league/#\\_ftnref3](http://bruegel.org/2018/06/mini-bots-in-the-government-programme-of-the-five-star-movement-and-the-league/#_ftnref3).





ben, sondern auch ein zum Euro parallel umlaufendes Zahlungsmittel schaffen.

„Greshams Gesetz“ entsprechend würden sich Mini-Bots vermutlich schnell als Zahlungsmittel auf Kosten des Euro verbreiten. Man kann sich das so vorstellen: Gibt der Staat eine Menge  $x$  an Mini-Bots aus, wird diese Menge  $x$  mit einem Abschlag zum Euro als Zahlungsmittel angenommen und (entweder direkt oder durch Verkauf gegen Euro an einer Tauschbörse) an den Staat zur Begleichung von Steuerverpflichtungen zurückgegeben. Der Staat kann nun dieselbe Menge  $x$  erneut ausgeben und so den Abschlag stabil halten. Oder er kann die Menge  $x$  und damit den Abschlag im Tausch gegen Euro vergrößern. Da mit einer Ausweitung der wieder auszugebenden Menge immer gerechnet werden muss, werden die Empfänger von Mini-Bots die Haltedauer dieser Instrumente minimieren. Bei unbeschränkter Verwendung des Euro würden sie diesen als Mittel zur Wertaufbewahrung vermutlich vorziehen.

In dem Umfang, wie sich Mini-Bots als Zahlungsmittel verbreiten, dürften sie auch die Gestaltung von Preisen für Waren und Dienstleistungen beeinflussen. Italiens realer Wechselkurs gegenüber anderen EWU-Ländern würde sich folglich aus dem gewichteten Durchschnitt von Preisen in Mini-Bot und Euro relativ zu den Europreisen dieser Länder ergeben. Die Gewichte von Mini-Bot und Euro würden durch den Anteil dieser Zahlungsmittel an der gesamten Transaktionskasse (Bargeld und Sichteinlagen) bestimmt. Mit der Ausgabe von Mini-Bots als Parallelwährung zum Euro könnte sich die italienische Regierung folglich nicht nur ein Finanzierungsinstrument für zusätzliche Staatsausgaben, sondern auch ein Instrument zur Abwertung des realen Wechselkurses schaffen. Zumindest ein Stück weit könnte sie dadurch die alten Verhältnisse wieder herstellen, in denen Staatsausgaben monetär finanziert und die externe Wettbewerbsfähigkeit des Landes durch Währungsabwertung gewahrt wurden.

Im Prinzip unterliegen die Ausgabe der Währung und die Gestaltung der Fiskalpolitik europäischen Regeln. So soll der Euro in den Ländern der EWU das alleinige gesetzliche Zahlungsmittel sein und die Fiskalpolitik sich den Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspakts unterordnen. Mini-Bots brauchen aber nicht als gesetzliches Zahlungsmittel eingeführt zu werden, um ihre Wirkung zu entfalten. Sie können den Rechtsstatus eines handelbaren staatlichen Wertpapiers behalten, das in privater Übereinkunft zum Ausgleich einer Schuld übertragen werden kann. In den EU-Verträgen werden das Budgetdefizit des Staates und die Staatsschuld begrenzt. Die italienische Regierung könnte jedoch argumentieren, dass Mini-Bots keine Schuldtitel sind, da der Staat bei ihrer Ausgabe keine Rückzahlungsverpflichtung eingeht. Folglich sollten sie nicht zur Staatsschuld gezählt werden. Sie sind aber ein (eigenkapitalähnliches) Finanzierungsinstrument für

Mit der Ausgabe von Mini-Bots als Parallelwährung zum Euro könnte sich die italienische Regierung nicht nur ein Finanzierungsinstrument für zusätzliche Staatsausgaben, sondern auch ein Instrument zur Abwertung des realen Wechselkurses schaffen.



das Budgetdefizit des Staates. Durch die Einführung von Mini-Bots lässt sich folglich die Beschränkung von staatlichen Budgetdefiziten nicht umgehen. Allenfalls könnte die italienische Regierung argumentieren, dass die Defizitfinanzierung durch Mini-Bots weniger bedenklich ist als durch Schuldverschreibungen, da diese nicht die ausstehende Staatsschuld erhöhen.

Durch die Akzeptanz von Mini-Bots zur Begleichung von Steuerschulden werden die in Euro denominierten Steuereinnahmen des Staates zurückgehen. Da der Staat jedoch Zinsen auf rund 2.300 Milliarden in Euro denominierte Staatsschuld bezahlen muss, werden ihm für andere Ausgaben deutlich weniger Euro zur Verfügung stehen. Allerdings betragen die Zinsausgaben gegenwärtig nur rund 7 Prozent der gesamten Staatseinnahmen, so dass auch bei niedrigeren Staatseinnahmen in Euro genügend Mittel für Zinszahlungen zur Verfügung stehen würden. Eine andere Frage ist, ob Anleger auch nach Einführung von Mini-Bots bereit wären, auslaufende Euro-Staatsanleihen durch neue Käufe zu refinanzieren. Sollte dies nicht oder nur zu prohibitiv hohen Zinsen der Fall sein, müsste der italienische Staat Euro-Schulden in Mini-Bots redenominieren oder die Rückzahlung einstellen.<sup>3</sup>

Die italienische Regierung könnte Mini-Bots als Instrument zur Erpressung anderer EWU-Mitglieder zu Finanzhilfen einsetzen

Von den 2.300 Milliarden Euro ausstehender Schuld sind rund 95 Prozent durch Anleihen finanziert. Etwa 60 Prozent davon enthalten „Collective Action Clauses“, die eine Umschuldung oder Redenominierung von der Zustimmung der Anleger abhängig machen. Rund 330 Milliarden Euro werden von heimischen Banken gehalten, die zu einer Refinanzierung angehalten werden könnten. Doch 360 Milliarden Euro der Anleihen werden von der Zentralbank gehalten und 530 Milliarden Euro befinden sich im Besitz heimischer und 690 Milliarden Euro im Besitz ausländischer Anleger, die sich einer Umschuldung oder Redenominierung verweigern dürften. Mit der Einführung von Mini-Bots ginge der italienische Staat daher ein nicht geringes Risiko ein, dass er ausstehende, in Euro denominierte Schuld nicht mehr begleichen könnte. Ein Staatsbankrott hätte aber sehr weitreichende und schmerzhaft Folgen für Staat und Bevölkerung. Vor diesem Hintergrund dürfte die italienische Regierung die Einführung von Mini-Bots nur als letzte Nothilfe betrachten. Dies heißt aber nicht, dass sie diese Maßnahme nicht

---

<sup>3</sup> Siehe NORBERT F. TOFALL: *Italien hat nun doch eine neue Regierung. Die Sollbruchstelle des Euro wird größer*, Kommentar zu Wirtschaft und Politik des FLOSSBACH VON STORCH RESEARCH INSTITUTE vom 8. Juni 2018, S. 5: „Gesetzt den Fall, dass nach der Einführung einer italienischen Parallelwährung an den Finanzmärkten die Risikoaufschläge für die fälligen italienischen Euro-Staatsschulden derart in die Höhe schießen, so dass die Euroeinnahmen des italienischen Staates nicht ausreichen, um weiterhin die Zinsen für die Euroschulden zahlen und die fälligen Euroschulden begleichen oder umschulden zu können, dann könnte eine Parallelwährung nicht zur Erhöhung des fiskalischen Haushaltsspielraums, sondern entsprechend der Fälligkeitsstruktur der Euroschulden schrittweise zur Verringerung der fiskalischen Möglichkeiten führen“.

(<https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/de/studien/italien-hat-nun-doch-eine-neue-regierung/>).



als Instrument zur Erpressung anderer EWU-Mitglieder zu Finanzhilfen einsetzen könnte.

In einem Interview mit der Wochenzeitung Die Zeit im Jahr 1997 sagte der damalige Premierminister Romano Prodi: „Ich habe schon vor Jahren einmal den armen Hund bedauert, der eines Tages Italiens Staatsschuld würde abbauen müssen. Jetzt bin ich der arme Hund. Ohne Schuldenabbau hat Italien keine Chance, eine moderne Gesellschaft zu werden.“<sup>4</sup> Prodi war nicht der Hund und es ist auch kein anderer italienischer Politiker in Sicht, der diese Rolle übernehmen könnte. Andererseits hatte Prodi recht, dass Italien ohne Abbau der Schulden nicht vorankommen kann. Daher wird die italienische Regierung wohl der Europäischen Union die Rolle des Hundes aufdrängen. Die Drohung, andernfalls Mini-Bots einzuführen und damit den Euro zu zerstören, dürfte die beabsichtigte Wirkung nicht verfehlen.

### **Währungswettbewerb zur Verhinderung der Liraisierung des Euro**

Deutschland (oder andere „Nordländer“) wird die „Liraisierung“ des Euro auf politischem Weg nicht verhindern können. Dafür ist der Druck, die Europäische Zentralbank als Kreditgeber der letzten Instanz für Staaten aufzustellen, auch von anderen Ländern — darunter vor allem Frankreich — zu groß. Auch Frankreich braucht mit einer Staatsschuldenquote von an die 100 Prozent des BIP die EZB als Finanzierungsquelle und stemmt sich gegen das Ausscheiden jeglicher EWU-Mitglieder, auch wenn sich diese offensichtlich nicht an die Erfordernisse einer Einheitswährung anpassen können. Allenfalls könnte sich Deutschland mit der Schaffung einer eigenen Parallelwährung zum Euro der völligen Aufweichung der Einheitswährung entgegenstellen. Aus politischen und rechtlichen Gründen dürfte eine deutsche Parallelwährung aber wohl kaum von der Bundesbank emittiert werden können. Aber Deutschland könnte darauf drängen, dass im Euroraum die Rahmenbedingungen für private Parallelwährungen geschaffen werden.

Deutschland könnte darauf drängen, dass im Euroraum die Rahmenbedingungen für private Parallelwährungen geschaffen werden.

Bereits Mitte der 70er Jahre unterbreitete Friedrich August von Hayek den Vorschlag, „dass sich die Länder des Gemeinsamen Marktes (möglichst einschließlich der neutralen Länder Europas, vielleicht später auch der Länder Nordamerikas) gegenseitig durch formalen Vertrag binden, weder dem Handel in ihren gegenseitigen Währungen (inklusive Goldmünzen) noch einer in gleicher Weise freien Ausübung von Bankgeschäften seitens jeder in einem ihrer Territorien gesetzlich niedergelassenen Bank irgendwelche Hindernisse in den Weg zu legen.“<sup>5</sup>

---

<sup>4</sup> Siehe [https://www.zeit.de/1997/10/Jetzt\\_bin\\_ich\\_der\\_arme\\_Hund/komplettansicht](https://www.zeit.de/1997/10/Jetzt_bin_ich_der_arme_Hund/komplettansicht).

<sup>5</sup> FRIEDRICH A. VON HAYEK: *Entnationalisierung des Geldes. Eine Analyse der Theorie und Praxis konkurrierender Umlaufmittel*, Tübingen (Mohr) 1977, S. 1.



Durch Gewährung von vollständiger Produzenten- und Konsumentenfreiheit im Finanzsektor wäre es jedem Bürger möglich, zwischen staatlichem und privatem Geld zu wählen. Dazu müsste lediglich zugelassen werden, dass sich in dezentralen Entdeckungsverfahren parallel zum staatlichen Zahlungsmittel alternative Währungen, also konkurrierende Privatwährungen, entwickeln können.

Ein Staat würde durch die Zulassung von konkurrierenden Privatwährungen und eines allumfassenden Währungswettbewerbs gezwungen, eine nachhaltigere Haushaltspolitik zu verfolgen.

*„Da niemand freiwillig schlechtes Geld hält, wird der sich entwickelnde Währungswettbewerb die privaten, aber auch die staatlichen Geldproduzenten dazu anhalten, besseres Geld zu produzieren. Die Produktion von schlechtem Geld und die Verschlechterung von gutem Geld würde von den Menschen aufgrund ihrer freien Wahlmöglichkeit zwischen unterscheidbaren privaten und staatlichen Währungen, also aufgrund ihrer Konsumentenfreiheit, durch Abwanderung zu konkurrierendem Geld bestraft werden.<sup>6</sup> Der Staat müsste bei gesunkener Kaufkraft seiner Währung zur Deckung seiner Ausgaben entweder die Steuern erhöhen, sparen oder neue Schulden aufnehmen. Sollten diese Anleihen in der eigenen staatlichen Währung aufgenommen werden und aus purer Geldschöpfung bestehen, dürfte erneut die private Nachfrage nach der staatlichen Währung und somit ihr Wert sinken. Dieser Entwicklung könnte nur durch höhere Zinsen für das staatliche Geld entgegengewirkt werden. Höhere Zinsen verteuern jedoch die Rückzahlung der Staatsschulden. Ein Staat würde folglich durch die Zulassung von konkurrierenden Privatwährungen und eines allumfassenden Währungswettbewerbs gezwungen, eine nachhaltigere Haushaltspolitik zu verfolgen.“<sup>7</sup>*

Mit Bitcoin entstand auf dem Höhepunkt der letzten Finanzkrise eine private Alternative zu den in einer öffentlich-privaten Partnerschaft geschaffenen offiziellen Kreditgeldwährungen.<sup>8</sup> Bitcoin leidet jedoch an zwei Mängeln, die seine Verbreitung behindern: Zum einen ist die Überprüfung der in einer Blockchain gefassten Transaktionen so rechenintensiv, dass die Transaktionsgeschwindigkeit unzulänglich ist und die Transaktionskosten bei in-

<sup>6</sup> Dagegen wird oft „Gresham’s Law“ angeführt, das besagt, dass schlechtes Geld gutes Geld verdrängt. Das gilt jedoch nur, wenn schlechtes Geld mit staatlichem Annahmewang versehen ist. Ohne diesen Annahmewang müsste der Empfänger von schlechtem Geld damit rechnen, dass er es nicht mehr gegen ein werthaltiges Objekt loswird. Folglich würde er die Annahme verweigern.

<sup>7</sup> So bereits im Jahr 2010 FRANK SCHÄFFLER und NORBERT F. TOFALL: „Währungswettbewerb als Evolutionsverfahren. Der Übergang vom staatlichen Papiergeldmonopol zu einer marktwirtschaftlichen Geldordnung ist evolutionär mittels Wettbewerb möglich“, in: PETER ALTMIKS (Hg.): *Im Schatten der Finanzkrise. Muss das staatliche Zentralbankwesen abgeschafft werden?* München (Olzog) 2010, S. 135 – 155.

<sup>8</sup> Siehe auch NORBERT F. TOFALL: *Währungsverfassungsfragen sind Freiheitsfragen. Mit Kryptowährungen zu einer marktwirtschaftlichen Geldordnung?*, Kommentar zu Wirtschaft und Politik des FLOSSBACH VON STORCH RESEARCH INSTITUTE vom 15. Januar 2018. (<https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/de/studien/waehrungsverfassungsfragen-sind-freiheitsfragen/>)



tensiverer Nutzung auf prohibitive Höhen steigen. Zum anderen braucht Bitcoin als ungedeckte Währung ein besonders hohes Maß an Vertrauen der Nutzer in seine allgemeine Akzeptanz als Zahlungsmittel. Bislang ist diese Akzeptanz nur spekulativ. Inzwischen entsteht jedoch eine neue Generation von Kryptowährungen ohne diese Nachteile.

Die neue Generation bedient sich anderer kryptografischer Verfahren zur Erfassung von Eigentumsrechten und deren Übertragung (Distributed Ledger Technologien, DLT), mit denen höhere Transaktionsgeschwindigkeiten zu geringeren Transaktionskosten erreicht werden können. Außerdem sind neben den reinen Zahlungsmitteln andere digitale Medien, Token genannt, entstanden, die Ansprüche auf Güter und Dienstleistungen, Zahlungsströme oder Vermögenswerte definieren und mit den bekannten DLT übertragen werden können.

In der Welt der Token können gegenwärtig vier Arten unterschieden werden:

- Zahlungs-Token sind ungedeckte Mittel zum Tausch ohne weitere Funktionalität. Dazu gehört Bitcoin, die ursprüngliche Kryptowährung.
- Nutzungs-Token sind Medien, die dem Nutzer Zugriff auf Güter oder Dienstleistungen bieten. Zum Beispiel kann der in China entstehende „Nounou-Token“ zum Erwerb von Gesundheitsdienstleistungen und anderen Gütern genutzt werden.<sup>9</sup>
- Wertpapier-Token enthalten Ansprüche auf Investitionserträge. Inzwischen gibt es mehrere „Dividend Tokens“, die Anrechte auf Unternehmensgewinne definieren.
- Schließlich spezifizieren Anlage-Token Anrechte auf Vermögenswerte wie Edelmetalle, Rohstoffe, Aktien oder Immobilien. Die Schweizer Real Unit AG beabsichtigt, auf diese Weise Anteile an einem Portfolio Schweizer Aktien und anderer Realwerte übertragbar zu machen.<sup>10</sup>

In der Welt der Token können gegenwärtig vier Arten unterschieden werden.

Vertrauen in reine Zahlungs-Token entsteht durch die strikte und formalisierte Begrenzung des Angebots.<sup>11</sup> Das Angebot der anderen Token kann dagegen auch von der Entwicklung der Anrechte bestimmt werden, mit denen sie verbunden sind. So könnte zum Beispiel die Zahl von Anlage-Token,

---

<sup>9</sup> Siehe <https://www.hinounou.io/public/>.

<sup>10</sup> Siehe <https://realunit.ch/>.

<sup>11</sup> Siehe dazu das Konzept des „Aktivgelds“ in THOMAS MAYER: *Die neue Ordnung des Geldes*, München (Finanzbuchverlag) 2014.



die das Anrecht auf ein Gramm Gold enthalten, mit der Goldförderung wachsen.<sup>12</sup>

Da die neue Generation der Token nun mehr bietet als reine Zahlungsmittel ohne jede andere Funktion, sinkt die Anforderung an ihre Akzeptanz. Wie klassisches Warengeld können sie auch zu anderen Zwecken verwendet werden, von denen ihre Akzeptanz als Zahlungsmittel abgeleitet werden kann.

Das größte Hindernis in der Entwicklung der Welt der Token stellt gegenwärtig der rechtliche Rahmen für diese Medien dar.

Das größte Hindernis in der Entwicklung der Welt der Token stellt gegenwärtig der rechtliche Rahmen für diese Medien dar. Insbesondere fehlen die rechtlichen Voraussetzungen dafür, dass mit DLT verzeichnete Eigentumsübertragungen rechtsgültig sind. Außerdem steht der Entwicklung der Token als Zahlungsmittel das staatliche Monopol in der Geldschaffung entgegen. Und schließlich erschweren bestehende Finanzregulierungen die Entwicklung von Tauschbörsen für Token. Länder, deren Bürger mit dem Euro als Einheitswährung unzufrieden werden, könnten daher durch die Schaffung entsprechender rechtlicher Rahmenbedingungen, Regulierungen und Infrastruktur Token als Alternative zum Euro fördern. Öffentliche Nutzungs-Token könnten zur Inanspruchnahme gebührenpflichtiger öffentlicher Leistungen ausgegeben werden und mit öffentlichen Wertpapier-Token, die Anrechte auf Erträge definieren, könnten Infrastrukturinvestitionen finanziert werden. Die Entwicklung privater und öffentlicher Token könnte nicht nur die Ansprüche der Bürger an stabiles Geld befriedigen, sondern auch der EZB Anreize setzen, den Euro im Sinne der Geldnutzer statt als politisches Instrument für Regierungen herauszugeben (mehr dazu unten).

Die Konkurrenz von Token könnte Druck auf die Europäische Zentralbank ausüben, den Euro nicht länger als Instrument zur Verfolgung europapolitischer Ziele, sondern als Mittel zur Zahlung und Wertaufbewahrung für die Bürger aufzustellen.<sup>13</sup> Dafür müsste die Verbindung der Geldschaffung mit der Finanzierung von Staatsausgaben gekappt werden. Die Erfahrung hat gezeigt, dass dies nicht durch vertragliche Verpflichtungen innerhalb des bestehenden Kreditgeldsystems möglich ist. Notwendig wäre dafür ein Systemwechsel, - und zwar vom Kreditgeld über „Vollgeld“ zum Token. Der Systemwechsel wäre weniger radikal, als er auf den ersten Blick erscheint,

---

<sup>12</sup> Siehe dazu THOMAS MAYER, THORSTEN POLLEIT, ULRICH VAN SUNTUM: „Der ‚Gold-Euro‘ – eine Versicherung gegen den Euro-Crash“, *Handelsblatt* vom 14. September 2016. (<http://www.handelsblatt.com/finanzen/geldpolitik/gastbeitrag-der-gold-euro-eine-versicherung-gegen-den-euro-crash/14532798.html>)

<sup>13</sup> Siehe bereits FRANK SCHÄFFLER und NORBERT F. TOFALL: „Euro-Stabilität durch konkurrierende Privatwährungen“, in: DIRK MEYER (Hg.): *Die Zukunft der Währungsunion. Chancen und Risiken des Euros*, mit Beiträgen von Helmut Schmidt, Václav Klaus, Arnulf Baring, Roland Vaubel, Wolf Schäfer, Hans-Olaf Henkel, Charles B. Blankart und anderen, Berlin (LIT) 2012, S. 275 – 288.



denn die Voraussetzungen dafür wurden von der EZB beim Management der Eurokrise zum Teil schon geschaffen.

### **Die sichere Bankeinlage**

Nur wenigen Politikern und nicht vielen Ökonomen ist bewusst, dass die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion bisher noch nicht zu einer Währungsunion geworden ist. Noch befinden wir uns in einer Bargeldunion, denn nur die von der EZB herausgegebenen Banknoten (und die dazu von den Staaten emittierten Münzen) sind in allen Euro-Mitgliedsländern gleichwertig. Giralgeldeinlagen unterscheiden sich dagegen entsprechend der Qualität der Kredite, mit denen sie geschaffen wurden und — insbesondere — entsprechend der Finanzkapazität der Staaten, diese Giralgeldeinlagen bei Bankpleiten zu erhalten.

Zur Sicherung der einheitlichen Qualität von Giralgeld — und folglich zur Vollendung der Währungsunion — soll eine einheitliche Einlagenversicherung geschaffen werden.

Zur Sicherung der einheitlichen Qualität von Giralgeld — und folglich zur Vollendung der Währungsunion — soll eine einheitliche Einlagenversicherung geschaffen werden. Allerdings wollen Deutschland und einige andere Länder diese nur einführen, wenn die Banken, die diese Einlagen über Kreditvergabe als privates Schuldgeld herstellen, auch im ganzen Euroraum sicher sind. Zur Sicherheit gehören (i) ein ausreichendes Eigenkapitalpolster der Banken, (ii) die Unterlegung von Staatsanleihen auf der Bilanz mit Eigenkapital und (iii) eine Großkreditgrenze für die Anleihen eines Staates auf der Bilanz der Banken (gegenwärtig 25 Prozent des Eigenkapitals). Das Problem ist jedoch, dass diese Sicherheitsstandards nicht geschaffen werden können, ohne die gegenwärtige günstige Kreditfinanzierung der Staaten durch die Banken prohibitiv zu verteuern. Dazu ein Beispiel:

Für den italienischen Staat ist es unverzichtbar, dass Banken von der Pflicht, Staatsanleihen mit Eigenkapital zu unterlegen und ihr Engagement in italienischen Staatsanleihen auf maximal 25 Prozent des Eigenkapitals zu begrenzen, ausgenommen werden.

Nehmen wir mit Anat Admati und Martin Hellwig an, dass eine gesunde Eigenkapitalausstattung der Banken 25 Prozent der Bilanzsumme betragen soll.<sup>14</sup> Nehmen wir weiter an, dass die Eigenkapitalkosten einer Bank 6 Prozent betragen sollen (was einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von rund 17 entspricht) und die Fremdkapitalkosten bei 2 Prozent liegen (was einem erwarteten Realzins von null entspricht). Und nehmen wir schließlich an, dass die Bank eine Marge von 2 Prozent braucht, um ihre sonstigen Kosten und das Kreditrisiko zu decken. Dann müsste sie (bei voller Eigenkapitalunterlage des Kredits) einem Staat mindestens 5 Prozent für die Rendite auf seine Anleihen abverlangen. Das aber wäre für einige Staaten des Euroraums zu viel.

Bei einer Staatsschuldenquote von über 130 Prozent des Bruttoinlandsprodukts würde der italienische Staat bei einem durchschnittlichen Zins von 5 Prozent 6,5 Prozent des BIP an Zinskosten aufwenden. Gegenwärtig gibt der

---

<sup>14</sup> ANAT ADMATI and MARTIN HELLWIG: *The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do About it*. University Press Group 2013.





italienische Staat jedoch nur 4 Prozent des BIP für Zinskosten aus und ist dennoch unfähig, sein Budgetdefizit den Vorgaben der EU-Kommission anzupassen. Für den italienischen Staat ist es folglich unverzichtbar, dass Banken von der Pflicht, Staatsanleihen mit Eigenkapital zu unterlegen und ihr Engagement in italienischen Staatsanleihen auf maximal 25 Prozent des Eigenkapitals zu begrenzen, ausgenommen werden. Nur wenn Banken ohne Einsatz von teurem Eigenkapital und mit sehr billigem Fremdkapital (wofür die EZB zu sorgen hat) Staatsanleihen ohne jede Beschränkung kaufen können, kann der italienische Staat solvent bleiben. Das heißt, dass im Euroraum unter den gegenwärtigen Umständen und im derzeitigen Geldsystem ohne Mithaftung des Steuerzahlers keine sichere Einlage möglich ist.

Eine sichere Einlage ist im Euroraum unter den gegenwärtigen Umständen nur durch einen Systemwechsel vom Kreditgeld zu mit Zentralbankreserven voll gedecktem Giralgeld möglich. Wie schon im „Chicago Plan“ von 1933 ausgeführt, erlaubt die Volldeckung von Sichteinlagen bei Banken mit Zentralbankgeld nicht nur die Absicherung der Einlagen, sondern eröffnet dem Staat auch die Möglichkeit einer einmaligen Entschuldung.<sup>15</sup> Auf dem Weg zum Systemwechsel wäre ein erster, keineswegs revolutionärer Schritt die Schaffung einer sicheren Euro-Bankeinlage als Alternative zur üblichen (durch Kreditvergabe geschaffenen) Bankeinlage. Sicherheit würde dadurch erreicht, dass die Einlage zu 100 Prozent mit Reservegeld der EZB gedeckt würde. Auch wenn die Bank, die die Einlage verwahrt, pleitegehen würde, bliebe die Einlage erhalten. Der Kunde bräuchte nur der Abwicklungsbehörde den Namen einer anderen Bank seiner Wahl nennen, zu der diese Einlage transferiert werden soll.

Die Tür zur Schaffung einer sicheren Bankeinlage hat die EZB durch ihr Anleihekaufprogramm schon aufgestoßen. Die EZB müsste mit diesen Käufen nur fortfahren, bis die Zentralbankreserven der Banken der Geldmenge M1 abzüglich des umlaufenden Bargelds (also den Sichteinlagen der Banken) entsprechen würden. Bis Ende September 2018 sind die Einlagen von Zentralbankgeld der Banken bei der EZB durch die Anleihekäufe auf rund 2,3 Billionen Euro gestiegen und machen somit rund ein Drittel der Sichteinlagen der Banken aus. Dazu kommen weitere 1,7 Billionen Euro an Einlagen der Banken in der Einlagefazilität und der Sichteinlagefazilität zur Deckung der Mindestreserve. Um den gegenwärtigen Bestand der Sichteinlagen der Banken in Höhe von 7 Billionen Euro vollständig mit Reservegeldeinlagen der Banken zu decken, müsste die EZB noch Anleihen im Umfang von rund 3 Billionen Euro kaufen ( $2,3+1,7+3=7$ ).

Eine sichere Einlage ist im Euroraum unter den gegenwärtigen Umständen nur durch einen Systemwechsel vom Kreditgeld zu mit Zentralbankreserven voll gedecktem Giralgeld möglich.

Die Tür zur Schaffung einer sicheren Bankeinlage hat die EZB durch ihr Anleihekaufprogramm schon aufgestoßen.

---

<sup>15</sup> IRVING FISHER: *100% Money and the Public Debt*, Economic Forum April-June 1936, pp. 406-420. Zu den Befürwortern einer 100-Prozent-Reservepflicht für Geschäftsbanken gehörte neben Irving Fisher auch Milton Friedman, siehe MILTON FRIEDMAN: *A Program for Monetary Stability, Band 3: The Millar Lectures*, New York (Fordham University Press) 1961.





Um die Marktpreise für Anleihen nicht weiter zu verzerren, könnte die EZB statt weiterer Käufe im Sekundärmarkt für Anleihen die Rückzahlung auslaufender Staatskredite und Staatsanleihen übernehmen. Dazu würde sie zur Tilgung der Schuld den fälligen Betrag einer Geschäftsbank auf ihr Reservegeldkonto zahlen. Die Geschäftsbank würde dagegen eine Bankeinlage schaffen, die sie an den Inhaber der fälligen Anleihe überträgt. Die EZB würde eine Forderung in dieser Summe an den Staat erhalten. Bei ungefähr 10 Billionen Euro ausstehender Staatsschulden und einer durchschnittlichen Laufzeit von um die acht Jahre, würde es schätzungsweise zweieinhalb Jahre dauern, bis die Reservegeldeinlagen der Banken um 3 Billionen Euro auf 7 Billionen Euro gestiegen sind.

Ein Wechsel des Geldsystems könnte folglich mit einer erheblichen Entschuldung der Staaten verbunden werden.

Heute sind die Eurostaaten so überschuldet, dass sie die EZB als Kreditgeber der letzten Instanz brauchen. So gesehen wäre es durchaus hilfreich, wenn die Umstellung von Kreditgeld auf gedecktes Geld mit einer Verringerung der ausstehenden Staatsschuld verbunden werden könnte. Zu diesem Zweck könnte die EZB Zins und Tilgung auf ihre bei der Tilgung der ausstehenden Staatsschulden erworbenen Forderungen aussetzen. Würden schließlich das gesamte Reservegeld zur Deckung von 7 Billionen Euro Sichteinlagen durch den Erwerb von Staatsanleihen geschaffen und diese auf der Bilanz der EZB stillgelegt, dann würde die übrig bleibende Verschuldung der Eurostaaten am Markt um rund 7 Billionen Euro des Bruttoinlandsprodukts auf ungefähr 3 Billionen oder 25 Prozent des BIP fallen. Ein Wechsel des Geldsystems könnte folglich mit einer erheblichen Entschuldung der Staaten verbunden werden. Damit dies gelingt, müsste der Wechsel aber so angelegt sein, dass eine erneute Rettung überschuldeter Staaten durch die Zentralbank in Zukunft absolut ausgeschlossen werden kann.

Zur Vermeidung einer aktivistischen „Geldpolitik“ sollte die Wachstumsrate von M1 nur mit einer Zweidrittelmehrheit der Mitglieder des Rats der EZB geändert werden können.

Nachdem die gedeckten Bankeinlagen ihre anfängliche Zielgröße erreicht haben, würden sie durch die EZB mit einer konstanten Rate ausgeweitet, die der erwarteten langfristigen Wachstumsrate des realen Bruttoinlandsprodukts (des Potenzialwachstums) entsprechen könnte. Folglich wäre die Wachstumsrate der nun gedeckten Geldmenge M1 der Referenzrate der EZB für das Geldaggregat M3 bis auf einen wesentlichen Unterschied ähnlich: Statt durch die Kreditgewährung der Banken würde die Geldmenge M1 durch neue Zuteilungen von Reservegeld an die Banken ausgeweitet, das diese als „Gelddividende“ in Form der Zahlung eines einheitlichen Betrags von Giralgeld an jeden Bürger weitergeben würden. Zur Vermeidung einer aktivistischen „Geldpolitik“ sollte die Wachstumsrate von M1 nur mit einer Zweidrittelmehrheit der Mitglieder des Rats der EZB geändert werden können.

Gegen die Schaffung gedeckten Geldes wird oft eingewendet, dass die Nachfrage danach in ruhigen Zeiten gering sein und in Krisenzeiten sprunghaft ansteigen würde. Statt Krisen zu entschärfen würden sie verschärft.



Das muss nicht so sein. Anfänglich könnten die Bankkunden ihre über Kreditvergabe geschaffenen Einlagen zu Parität in sichere Einlagen tauschen. Die Banken müssten dazu nur den zur Schaffung der Einlage gewährten Kredit an die EZB gegen Reservegeld verkaufen, um die sichere Einlage zu schaffen. Sobald der Zielwert für die gedeckte M1 erreicht ist, würde die EZB den Ankauf von Kredittiteln einstellen und die M1 wie beschrieben durch Zuteilung von Reservegeld an die Banken ausweiten. Möglicherweise würde dann die Nachfrage nach sicheren Bankeinlagen das Angebot übersteigen. In diesem Fall würden die traditionellen Bankeinlagen nicht mehr zu Parität in sichere Einlagen getauscht, sondern würden gegen diese wie andere Schuldverschreibungen der Banken zu einem variablen Kurs gegen sicheres Geld gehandelt. Eine Überschussnachfrage nach sicherem Geld würde dann durch einen Kursrückgang für traditionelle Bankeinlagen ausgeglichen. Die Banken könnten dem entgegenhalten, indem sie die Zinsen auf traditionelle Bankeinlagen anheben. Vermutlich würde die Aussicht auf variable Kurse zum Marktausgleich einen Anreiz zum frühen Austausch traditioneller gegen sichere Einlagen geben, so dass ein Sturm auf sichere Einlagen in einer Finanzkrise vermieden werden könnte.

Aus der Sicht des Sparers wäre der Unterschied zwischen einem Investmentfonds mit Anleihen und einer Bank der, dass die Bank eine Versicherung für erste Verluste in Höhe ihres Eigenkapitals bieten würde.

Wenn Banken aufhören, Kredite zu vergeben, um Einlagen zu erzeugen, werden sie zu Vermittlern zwischen Sparern und Investoren, wie es immer noch irrtümlich in Lehrbüchern für ihre heutigen Geschäfte beschrieben wird. Aus der Sicht des Sparers wäre der Unterschied zwischen einem Investmentfonds mit Anleihen und einer Bank der, dass die Bank eine Versicherung für erste Verluste in Höhe ihres Eigenkapitals bieten würde. Diese Versicherung hätte einen Preis. Denn die von den Banken angebotenen Sparzinsen würden von der Qualität ihres Kreditportfolios und der Höhe ihres Eigenkapitalpolsters abhängen. Unabhängige Ratingagenturen könnten den Bankkunden die dazu nötigen Informationen liefern. In diesem Umfeld könnte der Markt statt staatlicher Bürokratie das Geschäftsgebaren der Banken bestimmen.

Die Schaffung einer sicheren Giralgeldeinlage wäre aber nur der Beginn der Rückgabe des Geldes an den Bürger. Die Manipulation der Geldschaffung zur Verfolgung politischer Ziele und die Enteignung der Bürger durch gezielte Verschlechterung der Kaufkraft des Geldes wären damit weitaus weniger wahrscheinlich. Aber die besten Produkte entstehen, wenn die Hersteller untereinander konkurrieren. So auch beim Geld. Daher sollte in einem zweiten Schritt die Tür für die Konkurrenz der Geldemittenten geöffnet werden.<sup>16</sup> Wie oben ausgeführt bietet die Entstehung digitalen Geldes eine

---

<sup>16</sup> Sowohl das Ende des Bretton-Wood-Systems 1971 als auch die geldpolitischen Entwicklungen der 1920er und 30er Jahre führten Friedrich August von Hayek dazu, im September 1975 in seinem Vortrag „Choice in Currency“ die Abschaffung des staatlichen Geldmonopols zu fordern, was Hayek dann 1976 in „The Denationalisation of Money“ näher ausgeführt hat, siehe die deutsche AUSGABE FRIEDRICH A. VON HAYEK: *Entnationalisierung*



historisch einmalige Gelegenheit, Wettbewerb im Geldwesen einzuführen.

### **Der Euro als Token**

Statt der zentral organisierten Übertragung von Geld in der sicheren Einlage oder die persönliche Aushändigung von Banknoten aus Papier könnte Geld in der sicheren Einlage auch durch DLT übertragen werden.

Die oben beschriebene Schaffung der sicheren Einlage schafft die Voraussetzung für eine Neuaufstellung des Euro als Anlage-Token. Statt der zentral organisierten Übertragung von Geld in der sicheren Einlage oder die persönliche Aushändigung von Banknoten aus Papier könnte Geld in der sicheren Einlage auch durch DLT übertragen werden. Geld in der sicheren Einlage wäre folglich das virtuelle Pendant von papiernen Banknoten. Gedeckt wäre dieses Geld mit Ansprüchen der EZB an die Eurostaaten in Form der von ihr erworbenen Forderungen an die Staaten. Diese Forderungen könnten mit der Wirtschaft wachsen, so dass die Geldmenge wie oben beschrieben entsprechend vermehrt werden könnte.

Die Neuaufstellung des Euro als Token hätte drei Vorteile. Erstens könnte der Euro vor dem in seiner gegenwärtigen Form langfristig wahrscheinlich unkontrollierten Zerfall bewahrt und die damit verbundenen hohen politischen und finanziellen Kosten vermieden werden. Zweitens könnte ein Euro-Token als optionales Tauschmittel und optionale Rechnungseinheit dem Markt für private Token Orientierungshilfe geben. Drittens könnte in der Konkurrenz von privatem und staatlichem Kryptogeld wie von Friedrich von Hayek vorgeschlagen das beste Geld im Wettbewerb um die Nutzer gefunden werden. Geld würde für die Bürger und nicht für die Zwecke von Politikern und Eliten geschaffen, die den Staat gekapert haben.

Seinerzeit wurde gegen Hayeks Vorschlag eingewendet, dass durch Diversität von Währungen die Transaktionskosten steigen und die Preistransparenz fallen würden. Die Nutzer müssten verschiedene Geldbörsen mit sich führen, die Preise andauernd umrechnen und mehrere Bankkonten unterhalten. Mit heutiger Technik und dem Internet Shopping entfallen diese Hürden. Mit dem Smartphone können leicht verschiedene Geldbörsen („Wallets“) verwaltet und Preistransparenz für in unterschiedlichen Währungen ausgezeichnete Waren geschaffen werden. Websites können Warenpreise in der bevorzugten Währung anzeigen.

### **Die bedingte Handlungsfähigkeit der Politik**

In der „Angstgesellschaft“ unserer Zeit ist die Politik auf den Erhalt des „Sta-

---

*des Geldes. Eine Analyse der Theorie und Praxis konkurrierender Umlaufmittel*, Tübingen (Mohr) 1977 und auf S. 94: „Die bisherige Instabilität der Marktwirtschaft ist eine Folge davon, dass der wichtigste Regulator des Marktmechanismus, das Geld, seinerseits von der Regulierung durch den Marktprozess ausgenommen wurde.“



tus-quo um jeden Preis“ aus.<sup>17</sup> Vorausschauende Veränderungen zur Abwehr kommender Krisen sind daher nicht zu erwarten (ungeachtet der Mahnung von IWF-Chefin Christine Lagarde „to fix the roof while the sun is shining“). Folglich werden ohne den Druck einer Krise wohl weder eine italienische Parallelwährung eingeführt oder der Euro durch Umbau wetterfest gemacht werden. Die Politik wird die Dinge bis zur nächsten Krise schleifen lassen, um dann in umso größerer Panik nach Lösungen zu suchen. Dann wird es sich auszahlen, dass Lösungen in noch etwas ruhigeren Zeiten erdacht und diskutiert wurden. Wenn wir die europäische Integration, die EU und auch den Euro retten wollen, müssen wir uns trauen, diese Lösungen gegen Widerstände und Anfeindungen offensiv in die Öffentlichkeit zu tragen. Nur wenn diese Lösungen in hinreichend vielen klugen und weniger klugen Köpfen präsent sind, besteht die Chance, dass sie in der nächsten Krise herangezogen werden könnten. Denn eines ist gewiss: Die nächste Krise kommt bestimmt.

---

<sup>17</sup> Der Soziologe Heinz Bude spricht von einer Gesellschaft der Angst, der Wirtschaftshistoriker Werner Plumpe von der Status-quo Panik der Eliten dieser Gesellschaft.



## RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

**Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG**

© 2018 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

## IMPRESSUM

*Herausgeber* Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, [research@fvsag.com](mailto:research@fvsag.com); *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, [www.bafin.de](http://www.bafin.de); *Autoren* Prof. Dr. Thomas Mayer und Norbert F. Tofall; *Redaktionsschluss* 31. Oktober 2018