



Flossbach von Storch  
RESEARCH INSTITUTE

MAKRO 24/10/2019

# Ein digitaler Euro zur Rettung der EWU

von THOMAS MAYER

## Zusammenfassung

In diesem Papier fasse ich meinen in verschiedenen Publikationen erschienenen Vorschlag zu einer Neuaufstellung des Euro als digitales Zentralbankgeld zusammen. Die Neuaufstellung bietet vier wichtige Vorteile: (1) eine sichere europäische Gemeinschaftswährung ohne die Notwendigkeit, eine politische Union zu schaffen, (2) eine Währungsordnung, die weniger anfällig für Investitionsboom -und bust Zyklen ist, (3) ein Ende des „Sovereign-Bank Doom Loop“ und (4) die Stärkung des Euro als wesentliche internationale Transaktions- und Reservewährung.

## Abstract

In this paper I summarize my proposal, which has appeared in various publications, to relaunch the euro as digital central bank money. The relaunch offers four important advantages: (1) a secure European common currency without the need to create a political union, (2) a monetary order less vulnerable to investment boom and bust cycles, (3) an end to the sovereign bank doom loop, and (4) the strengthening of the euro as a major international transaction and reserve currency.



Seit der Großen Finanzkrise 2007/08 hat die Rolle unserer Währungsordnung für das Entstehen von Kredit- und Investitionszyklen wieder größere Beachtung gewonnen. Basierend auf den Arbeiten von Knut Wicksell, Ludwig von Mises und Friedrich von Hayek haben immer mehr Finanzanalysten und Ökonomen die Geldschöpfung durch Kreditvergabe von Geschäftsbanken unter Führung von Zentralbanken als Quelle wirtschaftlicher Instabilität identifiziert<sup>1</sup>. Wenn eine Zentralbank die Zinssätze an den Kreditmärkten unterhalb des "natürlichen Zinssatzes" (bei dem Geldersparnisse und Investitionen im Gleichgewicht sind) drückt, wird durch die Kreditvergabe für Neuinvestitionen mehr Geld geschaffen, während Geldersparnisse weniger attraktiv werden. Es kommt zu einem Kredit- und Investitionsboom, in dem die Investitionsausgaben vorübergehend die Ersparnisbildung übersteigen. Wenn Kapazitätsengpässe den Investitionsanstieg bremsen, steigen die Preise und veranlassen die Zentralbank, einen Anstieg der Kreditmarktzinsen herbeizuführen. Höhere Zinssätze verhindern neue Investitionen und machen einige laufende Investitionsprojekte, die zu niedrigeren Zinssätzen begonnen wurden, wirtschaftlich unrentabel. Da Bankkredite abgeschrieben werden müssen und Neuinvestitionen zurückgehen, wird der Boom zum Bust. Kredit- und Investitionsboom und -bust Zyklen könnten natürlich vermieden werden, wenn die Zentralbank den Kreditmarktzins auf dem Niveau des natürlichen Zinssatzes stabilisieren könnte. Da dieser Zinssatz jedoch nicht beobachtbar ist, sucht die Zentralbank das richtige Niveau für den Kreditmarktzins durch Versuch und Irrtum, was die Boom-Bust Zyklen erzeugt.<sup>2</sup> Infolgedessen hat eine Reihe von Ökonomen und Analysten vorgeschlagen, die Geldschöpfung über die Vergabe von Bankkrediten durch direkte Geldausgabe von der Zentralbank oder einem privaten Emittenten zu ersetzen, oder das Geld an einen bestehenden Vermögenswert zu binden.<sup>3</sup>

Seit Beginn der Eurokrise im Jahr 2010 ist außerdem deutlich geworden, dass die ursprüngliche Architektur der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion instabil war. Zahlreiche Reformen wurden durchgeführt, aber politische Uneinigkeit hat die Vollendung der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (EWU) verhindert. Entgegen der allgemeinen Auffassung ist die EWU nach wie vor nur eine Bargeldunion, da nur die von der EZB ausgegebenen Banknoten (und die von den Mitgliedstaaten dazu parallel ausgegebenen Münzen) in allen Mitgliedstaaten der Eurozone gleichwertig sind. Bankeinlagen hingegen unterscheiden sich nach der Qualität der Kredite, mit denen sie erzeugt wurden, und - insbesondere - nach der finanziellen

---

<sup>1</sup> Für eine umfassende Darstellung der Theorie siehe Jesus Huerta de Soto (2012).

<sup>2</sup> Die Suche nach dem "richtigen" Zinssatz ist in der Taylor-Regel beschrieben, die die tatsächliche Politik der Zentralbank relativ gut erklärt.

<sup>3</sup> Ein früher Vorschlag für eine direkte Geldausgabe durch die Zentralbank war der Chicago-Plan von 1933, der in Fisher (1935) erläutert wurde. Ein neueres Projekt zur direkten Geldausgabe durch einen privaten Emittenten ist Bitcoin, beschrieben in Nakamoto (2008). Für einen Vorschlag, Geld vollständig mit Gold zu sichern, siehe zum Beispiel Huerta de Soto (2012).



Leistungsfähigkeit der Staaten, diese Einlagen im Falle eines Konkurses von Banken zu schützen. Um die einheitliche Qualität des Bankgeldes zu gewährleisten, soll ein einheitliches Einlagensicherungssystem (EDIS) geschaffen werden. Doch der politische Widerstand gegen die Vergemeinschaftung von Bankrisiken verhindert dies. Aus dem gleichen Grund ist die von den Finanzmarktteilnehmern dringend geforderte Schaffung eines "sicheren Vermögenswertes" in Form einer Staatsanleihe ohne Ausfallrisiko weiterhin schwer zu verwirklichen. Die Geschichte hat immer wieder gezeigt, dass eine Währungsunion im Kreditgeldsystem eine politische Union als Garant braucht. Aber die politische Union scheint heute weiter entfernt zu sein als zum Zeitpunkt des Beginns der EWU vor mehr als zwei Jahrzehnten. Selbst wenn es gelungen wäre, die EWU durch die Schaffung einer politischen Union gegen alle Widerstände zu vollenden, wäre der Euro als Kreditgeld dennoch mit allen oben genannten Problemen behaftet.

Vor diesem Hintergrund schlage ich vor, den Euro als digitales Zentralbankgeld neu aufzustellen. Der Vorschlag stützt sich auf alle drei der oben genannten Konzepte für eine Reform des Geldsystems: das 100 %-Geld-Konzept des Chicago-Plans, das von Nakamoto entwickelte Kryptogeld und die von Ökonomen der österreichischen Schule vorgeschlagene Deckung des Geldes durch Vermögenswerte. Der Vorschlag hätte vier wichtige Vorteile: (1) eine sichere europäische Gemeinschaftswährung ohne die Notwendigkeit, eine politische Union zu schaffen, (2) eine Währungsordnung, die weniger anfällig für Investitionsboom- und -bust Zyklen ist, (3) ein Ende des „Sovereign-Bank Doom Loop“ und (4) die Stärkung des Euro als wesentliche internationale Transaktions- und Reservewährung.

### **Einführung einer sicheren Bankeinlage**

Der erste Schritt in Richtung des Euro als digitales Zentralbankgeld wäre die Schaffung einer Euro-Bankeinlage, die vollständig mit Zentralbankgeld unterlegt ist. Die Europäische Zentralbank könnte das für die Deckung der Einlage erforderliche Zentralbankgeld durch den Kauf von Staatsanleihen schaffen (wie im Chicago-Plan vorgeschlagen). Somit würde eine Einlage, die so sicher wie Banknoten ist, ohne jegliche staatliche Unterstützung geschaffen.<sup>4</sup>

In einem zweiten Schritt könnte die sichere Euro-Einlage auf der Bilanz der EZB konsolidiert und als digitales Zentralbankgeld aufgestellt werden, das mittels der Distributed Ledger (Blockchain)-Technologie Peer-to-Peer übertragen werden kann. So würde der Euro zu einem "Asset-Token" werden, das ausschließlich durch Staatsanleihen gedeckt ist. In das Token könnte ein Smart Contract als digitales Wasserzeichen eingebettet werden, der die Art

---

<sup>4</sup> Dies mag zwar ähnlich aussehen, unterscheidet sich aber von der Idee des "narrow banking". Dort sollen die Banken bestehende Einlagen in sichere und liquide Anlagen investieren. Es wird nichts darüber gesagt, wie diese Einlagen entstehen (siehe z.B. Acharya (2003)). Hier geht es uns darum, wie sichere Einlagen überhaupt geschaffen werden können.



seiner Deckung und Regeln für die Schaffung neuer Token festlegt. Nur die Europäische Zentralbank (und nicht die Geschäftsbanken wie im Kreditgeldsystem) wären für die Ausgabe verantwortlich, und nur ein mit diesem elektronischen Wasserzeichen versehener Euro wäre ein echter Euro. Für Benutzer, die an Papiergeld gewöhnt sind, könnte die EZB natürlich digitale Euro zu Parität in Banknoten umtauschen.

### **Eine regelbasierte Erhöhung der Geldmenge**

Der zukünftige Anstieg der Geldmenge würde in Form von zusätzlichen Käufen von Staatsanleihen durch die EZB erfolgen. Die Käufe müssten vom EZB-Rat unabhängig von politischem Einfluss und langfristig entschieden werden. So könnte sich beispielsweise im Sinne der "k-Prozent-Regel" von Milton Friedman das Wachstum der digitalen Euro-Geldmenge an der erwarteten langfristigen Wachstumsrate des realen Bruttoinlandsprodukts (dem Wachstumspotenzial der Wirtschaft des Euroraums) orientieren<sup>5</sup>. Im Gegensatz zur „konventionellen Weisheit“ und im Einklang mit den Erfahrungen in Japan sehe ich Inflationserwartungen von Null nicht als Problem. Aber eine kleine Rate der Geldentwertung könnte der Geldwachstumsregel hinzugefügt werden, wenn sich meine Einschätzung als falsch erweisen würde. Statt durch die Vergabe von Bankkrediten würde die Geldmenge durch eine Erhöhung der EZB-Bestände an Staatsanleihen ausgeweitet. Um Geldschöpfung für fiskalpolitische Zwecke zu vermeiden (wie in der „Modern Monetary Theory“ vorgeschlagen), wären die Regierungen verpflichtet, das Geld, das sie aus den Anleiheverkäufen erhalten, als "Gelddividende" direkt an ihre Bürger zu verteilen. Jede Regierung, die gegen diese Verpflichtung verstößt (festgelegt in dem in den Euro eingebetteten Smart Contract), wäre der Geldfälschung schuldig. Sie würde automatisch nicht mehr für Anleiheverkäufe an die EZB in Frage kommen und somit kein neues Geld zur Verteilung an ihre Bürger erhalten.

### **Banken als Vermittler**

Die Geschäftsbanken müssten nun die Spareinlagen ihrer Kunden in Form von digitalen Euro an die Anleger vermitteln, und die Zinsen würden durch die Nachfrage nach Investitionsmitteln und das Angebot an Geldersparnissen auf dem Kreditmarkt bestimmt. Banken würden einem Investmentfonds ähneln, dessen Vermögen durch einen Eigenkapitalpuffer vor einem ersten Verlust geschützt ist. Sparer konnten die Bank, die zu ihnen passt, nach ihren Präferenzen für Rendite und First-Loss-Schutz auswählen. Die Zentralbank würde die Zinssätze nicht mehr manipulieren, um die Kreditgelderzeugung der Banken zu kontrollieren. Geschäftsbanken könnten natürlich weiterhin privates Schuldgeld durch Kreditvergabe schaffen, aber es gäbe keine

---

<sup>5</sup> Dies würde sich vom Konzept von Nakamoto (2008) unterscheiden, wo die Bitcoin-Geldmenge eine Obergrenze hat.



staatliche Garantie für den Umtausch in digitale Euro zu Parität. Geld wäre kein Instrument mehr für eine diskretionäre Wirtschaftspolitik. Aber vor dem Hintergrund der heute sogar von den Zentralbankern zugegebenen Wirkungslosigkeit der Geldpolitik wäre das zu verschmerzen.

### **Ein Ende des „Sovereign-Bank Doom Loop“**

Da die Staatsverschuldung zur Deckung des Geldes mit einem Vermögenswert verwendet werden soll, bietet die Digitalisierung des Euro die Möglichkeit, die Verschuldung der Eurostaaten zu reduzieren und den „Sovereign-Bank Doom Loop“ zu beenden. Ende 2018 belief sich der öffentliche Schuldenstand im Euroraum auf 9,9 Billionen Euro oder 85 % des BIP. Die Sichteinlagen beliefen sich auf 7,1 Billionen Euro. Um Sichteinlagen mit Reservegeldern zu unterlegen, könnte die EZB somit insgesamt 7,1 Billionen Euro Staatsanleihen gegen Reservegeld (d.h. rund 5 Billionen Euro zusätzlich zu ihren bestehenden Beständen) erwerben und diese Anleihen auf ihrer Bilanz halten. Da der Bestand an Anleihen zur Deckung der Geldmenge ständig nötig ist, würde die Rückzahlung ausgesetzt. Da die Zinserträge aus den Anleihen ohnehin an die Regierungen zurückgegeben würden, könnten die Kupons auf null gesetzt werden. Mit einem Nullkupon und unendlicher Laufzeit würden die Anleihen nicht mehr als Staatsschulden gelten. Daher würde die ausstehende Marktschuld der Regierungen des Euroraums auf 2,8 Billionen Euro oder 24 % des BIP sinken.

Die Digitalisierung könnte mit einem "New Deal" für den Euro kombiniert werden: Die fiskalisch konservativen nördlichen Länder mit niedrigerem Verschuldungsgrad wären mit der einmaligen Monetarisierung von Altschulden auf der Bilanz der EZB zur Schaffung der sicheren Einlage einverstanden. Im Gegenzug würden die höher verschuldeten südlichen Länder akzeptieren, dass nach der einmaligen Monetarisierung ihrer Altschulden eine erneute Monetarisierung der Staatsschulden unmöglich wäre. So würde die EZB Staatsanleihen in einer Größenordnung kaufen, die die Schuldenquote jedes EWU-Landes auf etwa das gleiche Niveau reduziert. Die höher verschuldeten südlichen Länder würden einen größeren Schuldenschnitt erhalten als die fiskalisch konservativen nördlichen Länder mit niedrigerem Schuldenstand. Aber da alle gewinnen, könnten es sich die nördlichen Länder leisten, großzügig zu sein.

Mit den in den Smart Contract des Asset-Tokens eingebetteten Regeln für die Einführung des digitalen Euro und die Erweiterung der Geldmenge wäre es für die Staaten unmöglich, die EZB zu zwingen, zukünftige Schulden zu monetarisieren. Staaten in Zahlungsschwierigkeiten könnten natürlich ihr eigenes Fiskalgeld ausgeben (wie von den Regierungen Griechenlands und Italiens zu verschiedenen Zeitpunkten überlegt). Aber Geld, das unter Verletzung



des Smart Contract ausgegeben und als Euro bezeichnet würde, wäre einfach Falschgeld (wie die Ausgabe gefälschter Zentralbanknoten).

### **Der Euro als internationale Währung**

Europäer nutzen amerikanische Plattformunternehmen, um im Internet zu kommunizieren und einzukaufen. Sie verwenden den US-Dollar für einen großen Teil ihrer internationalen Zahlungen. Möglicherweise müssen sie in Zukunft eine Kryptowährung verwenden, die hauptsächlich von amerikanischen Plattformunternehmen mit globaler Reichweite verwaltet wird, wenn sie mit digitalem Geld bezahlen wollen. Denn es gibt kaum ein europäisches Unternehmen, das geeignet ist, der von Facebook gegründeten Vereinigung zur Ausgabe und Verwaltung von „Libra“ beizutreten, einer neuen Kryptowährung, die eine globale Nutzergemeinschaft gewinnen könnte. Europäer beklagen sich oft über ihre Abhängigkeit von amerikanischen Plattformunternehmen und dem US-Dollar (mit dem die US-Regierung ihre legislative Reichweite auf andere Länder ausgedehnt hat). Ein digitaler Euro würde die Abhängigkeit Europas vom US-Dollar als Mittel für den internationalen Zahlungsverkehr erheblich verringern und einen starken Konkurrenten für mögliche private digitale US-Währungen schaffen<sup>6</sup>. Die Nutzer würden profitieren, wenn Währungsemittenten um ihre Gunst konkurrieren.

### **Fazit**

Ich bin mir voll und ganz bewusst, dass mein Vorschlag von den meisten Ökonomen und Zentralbankern als provokant angesehen wird. Viele werden beklagen, dass es dort keinen Spielraum mehr für diskretionäre Geldpolitik geben würde. Aber haben wir diesen Raum nicht schon erschöpft? Andere werden argumentieren, dass die Digitalisierung des Geldes neue finanzielle Risiken mit sich bringt. Aber ist die Existenz des derzeitigen Finanzsystems nicht bereits gefährdet? Eine dritte (vermutlich hauptsächlich akademische) Gruppe von Ökonomen wird argumentieren, dass ich altmodische Theorien wiederbeleben will, die nicht dem gegenwärtigen Stand der makroökonomischen Theorie entsprechen. Aber hat uns diese Theorie nicht in der großen Finanzkrise im Stich gelassen? Und eine vierte Gruppe (vermutlich hauptsächlich bei Regierungen und Zentralbanken beschäftigt) wird argumentieren, dass mein Vorschlag politisch undenkbar ist. Aber ist das vorher Undenkbare während der Großen Finanzkrise und der Eurokrise nicht mit Lichtgeschwindigkeit Wirklichkeit geworden? Wenn das letzte Jahrzehnt Ökonomen etwas gelehrt hat, dann ist es, dass wir für neuen Ideen offenbleiben und etablierte Weisheiten nicht als gegeben betrachten sollten. In diesem Sinne würde ich eine kritische Diskussion dieses Vorschlags begrüßen.

---

<sup>6</sup> Mark Carney, Gouverneur der Bank of England, hat kürzlich digitale Zentralbankwährungen als Wettbewerber zum US-Dollar vorgeschlagen (Carney (2019)).



### **Literatur**

Acharya, Sankarshan, "Safe Banking", The Journal of American Academic of Business, August 2003

Carney, Mark, "The Growing Challenges for Monetary Policy in the current International Monetary and Financial System", Rede auf dem Jackson Hole Symposium 2019, 23. August 2019.

Fischer, Irving, "100% Geld", New Haven 1935.

Huerta de Soto, Jesus, "Geld, Bankkredite und Wirtschaftskreisläufe". Ludwig von Mises Institut, Auburn (Alabama) 2012.

Nakamoto, Satoshi, "Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System", 2008.



## 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**

© 2019 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); *Autor* Prof. Dr. Thomas Mayer; *Redaktionsschluss* 24. Oktober 2019