

# Die Währungsverfassung als Teil einer freiheitlichen Ordnung

Währungsstabilität als Ausdruck politischer Verantwortung



**LIBERALES INSTITUT 18. APRIL 2011**

**ERNST BALTENSBERGER  
UNIVERSITÄT BERN UND STUDIENZENTRUM  
GERZENSEE**

*„Der Schrecken namentlich in der Geschäftswelt war ... ein sehr grosser. Das Vertrauen schwand ... sofort überall... Jeder sucht nun so viel Baarschaft an sich zu ziehen, als es ihm seine Verhältnisse erlaubten. Die Diskontobanken wurden mit Diskontobegehren überstürmt, welche trotz dem fast täglich gesteigerten Diskontosatz nicht aufhörten ... Unsere grössten Schweizerdiskontobanken schlugen, um ihre eigene Lage nicht zu gefährden, schon in den ersten Tagen der Krisis jedes Diskontobegehren rundweg ab ... Die grossen Portefeuillebestände von Schweizerpapier ... wurden durch diese Massregel absolut brach gelegt und werthlos gemacht ... **Dieselben Diskontobanken, welche in normalen Zeiten auch in liberaler Weise solide Werthpapiere beliehen, wiesen plötzlich jedes Darlehen ab, selbst gegen die allerbeste und reichlichste Hypothek. ... Hundert Transaktionen, die sonst auf dem Kreditweg abgewickelt wurden, erfordern jetzt zu ihrer Begleichung Baarschaft ... Die besten Wechsel auf fremde Plätze und die solidesten Werthpapiere waren während mehrerer Tage unverkäuflich.**“*

*„Deutschland erlebte 1931 die grösste Bankenkrise seiner Wirtschaftsgeschichte. Wir alle haben den Vorgang und seine Folgen – Stockung des Zahlungsverkehrs, Verschärfung der Wirtschaftskrise, Vergrösserung der Arbeitslosigkeit, soziale Erschütterungen – noch so deutlich in Erinnerung, dass auf eine Schilderung verzichtet werden kann. Etwas später raste der gleiche Sturm über die Vereinigten Staaten hin, flaute ab, erhob sich im Frühjahr 1933 wieder, vernichtete Tausende von Existenzen, zerstörte das Vermögen unzähliger Bürger und warf in seiner Weiterentwicklung Millionen von Menschen auf die Strasse. Es war ein Anschauungsunterricht von schauerlicher Eindringlichkeit.*

*Dieser Anschauungsunterricht hat uns sehend und blind zugleich gemacht. Sehend, weil er uns besser als jede literarische Darstellung erkennen lehrte, welche Bedeutung ein geordnetes und sicher funktionierendes Geldsystem für die Volkswirtschaft hat ....*

## Zitat Lutz 1936 (Forts.)

4

....

*Die Beurteilung der Bankenkrise, der Probleme, die sie aufgeworfen, und der Mängel, die sie enthüllt hat ist deshalb nur dann zufriedenstellend möglich, wenn man ihre systematische Analyse verbindet mit dem **Versuch, das Ereignis historisch einzuordnen, den Punkt zu bestimmen, an dem es in der Entwicklung der Geldverfassung steht.***

*Das Problem, von dem wir hier zu handeln haben, stammt nicht von heute. Die Bankenkrise hat es nur wieder offenbar gemacht, in Wirklichkeit ist es so alt wie das moderne Kreditsystem. Schon vor 100 Jahren hat man sich damit abgemüht und es zu lösen versucht.“*

# Stabiles Geld als Erfolgsfaktor

5

**Stabiles Geld und funktionsfähige, effiziente Finanzmärkte zählen zu den wichtigsten Errungenschaften unseres Wirtschafts- und Gesellschaftssystems.** Eine stabile Währung insbesondere ist eines unserer wertvollsten öffentlichen Güter, vergleichbar mit einem gut funktionierenden System des Rechts, der öffentlichen Sicherheit oder des Finanz- und Steuerwesens. **Ohne sie kann sich eine freiheitliche Wirtschafts- und Gesellschaftsordnung nicht wirksam entfalten.** Zweifelhafte oder gar zerrüttete Währungen beeinträchtigen die Effizienz des Wirtschaftssystems in schwerwiegender Weise und können im Extremfall zum ökonomischen und politischen Zerfall führen.

# Krisen als Auslöser institutioneller Reform

6

Die von Keller beschriebenen Geschehnisse bildeten entscheidenden Anstoss zu dem Prozess, der in der Schweiz schliesslich zur Errichtung einer zentralen Notenbank im Jahr 1907 führen sollte.

Die dramatischen Ereignisse der 1930er Jahre haben die Bankengesetzgebung in den USA und anderswo massgeblich beeinflusst und die Geld- und Finanzmarktverfassung für Jahrzehnte geprägt.

Die Parallele zu heute ist nicht zu übersehen. Die Frage nach der „richtigen“ Geld- und Finanzmarktordnung ist nach den Erschütterungen der jüngsten Finanzkrise erneut von brennender Aktualität.

# Drei grosse monetäre Ökonomen

7

- **Friedrich Lutz (1901 Saarburg –1975 Zürich)**
- **Karl Brunner (1916 Zürich – 1989 Rochester)**
- **Jürg Niehans (1919 Bern – 2007 Palo Alto)**

# Grundfragen der Geldverfassung

8

Bei der Festlegung einer Geld- und Währungsverfassung stehen historisch **zwei Aspekte** im Mittelpunkt:

- einerseits die Frage, ob das Geld an ein Metall wie Gold oder Silber gebunden sein soll oder nicht
- andererseits die Frage, ob der Geldbereich durch ein staatliches Währungs-, Noten- und Regulierungsmonopol gekennzeichnet sein soll oder ob vielmehr ein freier Wettbewerb zwischen Währungen und Geldemittenten wünschbar ist.



# Metallwährungen ...

Währungsordnungen waren weltweit über Jahrhunderte hinweg durch eine – allerdings sporadisch immer wieder aufgebrochene – Bindung an ein spezielles Gut, nämlich ein Metall, charakterisiert. Metallwährungen, insbesondere die Goldwährung, aber auch die Silberwährung, haben in der einen oder anderen Form das Feld beherrscht, so auch in der Schweiz. Erst 1973 ist diese Bindung mit dem Zusammenbruch des weltweiten Währungssystems von Bretton Woods ganz weggefallen; die Metallwährungen sind seither einem System reiner Papierwährungen („Fiat Money“) gewichen.

Nach heute vorherrschender Sicht dürfte dieser Bruch definitiv sein, gemäss Keynes' berühmtem Verdikt, welches das Gold als „barbarisches Relikt“ aus früheren Stufen der menschlichen Gesellschaft bezeichnet (Keynes 1923).

## ... und Papierwährungen

10

Aufgrund der Erfahrungen der vergangenen vier Jahrzehnte lässt sich allerdings nicht vorbehaltlos behaupten, dass der Papiergeldstandard den Test der Zeit mit Bravour bestanden habe.

Niehans meinte 1978 zur Aussage von Keynes: *„Nichtsdestoweniger ist es (d.h. das Waren- oder Metallgeld) unter einem praktischen Gesichtspunkt die einzige Geldart, von der man im heutigen Zeitpunkt sagen kann, sie habe in Marktwirtschaften ihre historische Probe bestanden ... Einige weitere Jahrzehnte werden verstreichen müssen, bevor gesagt werden kann, ob die westliche Welt nun wirklich, wie so häufig verkündet worden ist, in ein neues Zeitalter des stoffwertlosen Geldes eingetreten ist oder ob sich die gegenwärtige Periode lediglich als ein weiteres Zwischenspiel erweist.“*

## Monopol und Wettbewerb ...

Historisch kann man sich die **Entstehung lokaler Gebietsmonopole für Währungen** aus der mit der Geldschöpfung verbundenen Möglichkeit der Erzielung von Einnahmen („Seignorage“) erklären.

Doch der Gebrauch von Währungen ist nicht so einfach reglementierbar. Deshalb konnte sich, besonders bei starker Zersplitterung der politischen Herrschaftsbereiche, leicht ein **Wettbewerb zwischen verschiedenen Währungen und Münzsorten** entwickeln. Es stellte sich dann die Frage nach den Vor- und Nachteilen solchen Wettbewerbs und der mit ihm verbundenen Vielfalt von Währungen und Geldformen. **Mit der Bildung von Nationalstaaten** in Europa wurde dann allerdings das **Prägerecht praktisch überall an den Zentralstaat übertragen**.

## ... bei der Geldschaffung

12

Die Frage nach Wettbewerb und Monopol stellt sich im Geld- und Währungsbereich auf verschiedenen Ebenen:

- zunächst auf jener der **Definition der Währungseinheit und der Ausgabe von Münzen,**
- dann aber auch auf jener der **Emission von Papiergeld in der Form von Banknoten,**
- und schliesslich auf jener der **Geldschaffung in der Form von Bankdepositen.**

Wie hat Lutz seine Frage nach der angemessenen Form der Geldverfassung beantwortet?

**Lutz' Sorge betraf die (mangelnde) Stabilität des Finanzsektors.** Er war überzeugt, dass das private Bankensystem in seiner Kapazität zur Schaffung von Geld –in der Form von Sichteinlagen – zu grosse Freiheiten besass, und dass ihm deswegen eine **Tendenz zur übermässigen Geldschöpfung und monetärer Instabilität** eigen war. Er argumentierte dabei ganz im Sinne der **Tradition der klassischen Currency School** und einer aus ihr abgeleiteten Strömung, die in den 1930er Jahren in den USA, ausgehend von einer Reihe von Ökonomen der Universität von Chicago, verbreitet war („**Chicago-Plan**“: L. Currie, A.G. Hart, J.W. Angell, Irving Fisher).

## ... und der Peel'schen Bank Act:

14

Lutz glaubte, dass die freie Konkurrenz als Ordnungsprinzip bei der Geldschaffung nicht sinnvoll sei, sondern dass diese zur Domäne des Staates gehöre, der auch für die Sicherheit des Geldes zu sorgen habe. Für das Kreditgeschäft hingegen sei das Organisationsprinzip der Konkurrenz richtig und angemessen. Da im Bankgeschäft Geldschaffung und Kreditgeschäft miteinander verknüpft sind, ergibt sich ein Dilemma, in welchem er das zentrale Problem der Geldverfassung begründet sah. *„Wie kann ein und dasselbe Pferd von zwei verschiedenen Reitern gleichzeitig nach zwei verschiedenen Prinzipien geritten werden?“*

Die aus dieser Sicht folgende Antwort war eine **Lösung in der Tradition der klassischen Currency School und der auf ihr beruhenden Peel'schen Bank Act von 1844.**

# Der Chicago - Plan

15

**Lutz und die amerikanischen Vertreter des Chicago-Plans übertrugen den Gedanken der Peel'schen Bank Act auf die Schaffung von Geld in der Form von Bankdepositen.** Sie forderten analog, dass die Banken ihre **Sichteinlagen zu 100 % in Zentralbankgeld decken** müssten. Dies hätte zur Folge, dass die Bankdepositen die gleiche Sicherheit wie Zentralbankgeld aufwiesen und dass die Zentralbank zugleich eine vollkommene Kontrolle über die Geldschöpfung in der Hand hätte. Die Depositenbanken würden nur noch das von der Zentralbank geschaffene Geld „verwalten“ und den Zahlungsverkehr organisieren.

Eine Tendenz des Publikums, die Noten den Depositen vorzuziehen, hätte keinerlei Effekt auf die Summe der beiden; das System wäre gegen solche Finanzmarktstörungen automatisch geschützt. Ob der Plan bei anderen (realwirtschaftlichen, finanziellen) Störungen ebenso günstig zu beurteilen ist, ist allerdings offen; Baltensperger 1982.)

## Narrow Banking, Trennbankensystem ...

16

Der Vorschlag läuft also hinaus auf ein **System getrennter Institutionen mit Depositenbanken einerseits**, die sich nur dem Depositengeschäft widmen (und für ihre damit verbundenen Dienstleistungen von den Kunden über Gebühren entschädigt werden müssten) **und reinen Kreditbanken andererseits**, die mit der Schaffung von Zahlungsmitteln nichts mehr zu tun hätten. Dies ist natürlich eine sehr starke Einschränkung der Geschäftsmöglichkeiten der Banken, man spricht deshalb in diesem Zusammenhang von „**Narrow Banking**“. Wie dies die Kosten und Effizienz des Zahlungssystems und der Kreditgewährung beeinflussen würde, wurde allerdings nicht gross analysiert, ebenso wenig wie die Frage nach der „optimalen Elastizität“ des Geldangebots im Hinblick auf unterschiedliche Arten von Störungen.



## ...Lending of Last Resort und Eigenmittelanforderungen

17

**Lutz betrachtete aber auch Alternativen zum 100 % Plan:** einen geringeren, aber festen Reservesatz, verbunden mit der jederzeitigen Bereitschaft der Zentralbank, bei Liquiditätskrisen voll und ganz einzuspringen, im Extremfall durch Übernahme nicht zentralbankfähigen Materials. Diese Bereitschaft, die eine Art Garantie darstellt, ersetzt dann die tatsächliche 100 % Deckung des Chicagoplans. Dazu ist aber nötig, dass die Bonität der Banken gewährleistet ist: durch ein starkes Auffangpolster für Verluste – d.h. hohe Eigenmittel im Verhältnis zu den Verbindlichkeiten – und/oder die Herausnahme der besonders risikoreichen Geschäfte und deren Übertragung auf eigene Institute, die kein Giralgeld auf der Passivseite haben und nur mit langfristigem Fremd- und Eigenkapital arbeiten. Also ein **Trennbankensystem, oder als Substitut sehr starke Eigenmittelpolster.**

## Perspektivenwechsel:

18

Das Lutz'sche Problem beschäftigte in den **1960er Jahren** (als ich Student war und meine akademische Laufbahn begann) nicht mehr Viele. **Die Sorge um die Stabilität des privaten Finanzsektors war der Überzeugung gewichen, dass moderne Zentralbanken über hinreichende Instrumente verfügen, die Geldschaffung privater Institutionen (der Banken) unter Kontrolle zu halten, wenn sie dies nur wollten.** Weder ist die Geldschöpfungskapazität letzterer unbegrenzt, noch muss diese zu übermässiger monetärer Instabilität führen.

Erst die jüngste Finanzkrise hat die Sorge um die Instabilitäten des Bankensektors und des Prozesses der Geldversorgung durch die Banken wieder neu belebt und Vorschläge wie Narrow Banking, Trennbankensystem und Verschärfung der Eigenkapitalregulierung der Banken erneut in Erinnerung gerufen.

# Kontrolle des Notenbankmonopols als zentrales Problem

19

In den 1960er Jahren und den anschliessenden Jahrzehnten galt die Sorge der meisten monetären Ökonomen, darunter auch Brunner und Niehans, vielmehr der **Kontrolle der Notenbankgeldmenge**, und damit indirekt der Gesamtgeldmenge, **durch die Zentralbank**. Nach welchen Prinzipien sollte die Zentralbank dabei vorgehen? **Wie lässt sich sicherstellen, dass sie ihre Verantwortung in angemessener Weise wahrnimmt und dass sie der Versuchung zum Missbrauch widersteht?**

Die **radikalste Antwort** auf diese Frage gab **Hayek** in den 1970er Jahren mit seiner grundlegenden Kritik am Notenbankmonopol. Hayeks Kritik hat ihren Ursprung in der offensichtlichen Gefahr, dass ein Monopol, auch im Währungsbereich, zu Ineffizienz und Missbrauch verleiten kann, und häufig auch verleitet hat, gerade auch im Kontext der reinen Papiergeldsysteme, welche sich im Laufe des 20. Jahrhunderts weltweit durchgesetzt haben.

# Hayeks Kritik

20

Hayek argumentierte, dass die Abschaffung des staatlichen Währungsmonopols und die Zulassung privater, konkurrierender Währungen diesen Missbräuchen ein Ende bereiten würde. Er dachte dabei an autonome („originäre“) Währungen vom Papiergeldtypus. Konvertibilität sei als Sicherheitsmassnahme notwendig bei einem Monopolisten, aber nicht bei konkurrierenden Anbietern, die sich nur im Geschäft halten könnten, wenn sie den Benutzern zumindest ebenso vorteilhaftes Geld anböten wie ihre Konkurrenten. Jeder Anbieter lege die Qualität seines Produktes indirekt über die Regulierung der Geldversorgung fest. Der Wettbewerb würde die Funktion der Einlösepflicht übernehmen.

# Argumente für und wider Hayeks Vorschlag

21

Argumente für und wider den Währungswettbewerb sind in Appendix 2 meiner ausführlichen Referatsversion wiedergegeben. **Persönlich bin ich überzeugt, dass Hayeks Vorschlag nicht zum Ziel führen kann – nicht weil der Wettbewerb an sich nicht funktioniert, sondern weil das resultierende System ökonomisch ineffizient ist und deshalb Druck zu Änderungen erzeugt, welche die Grundlage zerstören, unter denen der Wettbewerb seine disziplinierende Funktion wirksam ausüben kann.** Zur Illustration dieser These sind in Appendix 3 die Erfahrungen der Schweiz mit dem Währungs- und Notenemissionswettbewerb im 19. Jahrhundert zusammengefasst.

## Disziplinierung auf anderem Wege:

22

Die meisten Ökonomen, auch jene liberaler Prägung, blieben demgegenüber klar der Idee des staatlichen Währungs- und Notenmonopols verhaftet und suchten die Disziplinierung der Geldschaffung über andere Wege.

So hat **Milton Friedman**, ein zweifelsfrei liberaler und marktwirtschaftlicher Ökonom, das Notenbankmonopol des Staates stets ausdrücklich anerkannt. *„There is probably no other area of economic activity with respect to which government intervention has been so uniformly accepted”*, meinte er in einem wegweisenden frühen Beitrag ( *A Program for Monetary Stability*, 1960). Ähnlich dachte, wie bereits erwähnt, Lutz und die Mehrzahl seiner klassischen Vorgänger. Karl Brunner und Jürg Niehans reihten sich klar in diese Tradition ein.

# Lösung durch einen klaren Gesetzes- oder Verfassungsauftrag

Das staatliche Notenmonopol macht aber aus den von Hayek dargelegten Gründen eine **disziplinierende Kontrolle anderer Art unabdingbar**. Aus heutiger Sicht geschieht dies am besten durch **klare verfassungsmässige und gesetzliche Normen und Vorgaben, welche die Notenbank in ihrer Politik auf ein präzises Mandat verpflichten – vorrangig auf Preisstabilität – und mit einer Rechenschaftspflicht verbunden sind**. Aus genau diesem Grund hat Friedman schon früh betont, dass das Notenbankmonopol ein reguliertes Monopol sein muss und einen Vorschlag zur Konkretisierung solcher Regulierung in Form einer Verfassungsnorm vorgelegt, seine berühmten Geldmengenregel.

Während der letzten Jahrzehnte hat die Idee stark an Unterstützung gewonnen, dass Zentralbankmandate auf gesetzlicher Ebene oder gar auf Verfassungsstufe verankert sein sollten.

# Regelbindung der Geldpolitik

24

Auf diesem Hintergrund gewann die **Idee einer festen Regelbindung der Geldpolitik** stark an Überzeugungskraft.

Dabei wurde aber rasch klar, dass eine **allzu starre und unflexible Regel weder ökonomisch optimal noch politökonomisch realisierbar** ist. Eine praktikable geldpolitische Regel muss die nötige Balance zwischen kurzfristiger Flexibilität und „Elastizität“ einerseits und langfristiger Restriktion und Stabilität andererseits finden; nicht zuletzt dazu wurden Zentralbanken im 19. und frühen 20. Jahrhundert geschaffen.

Brunner und Niehans trugen mit wichtigen Beiträgen zur Auseinandersetzung um diese Fragestellungen bei.



## Niehans (1978): „Dreiwellenmodell“

25

### Drei Ziele der Geldpolitik von unterschiedlicher Fristigkeit:

- Gewährleistung eines **stabilen Preistrends** auf die lange Frist
- Milderung von Schwankungen der Produktion und der Beschäftigung in der „mittleren“ Frist (d.h. über Quartale und wenige Jahre)
- Verhinderung krisenhafter Schwankungen in der Bankenliquidität in der ganz kurzen Frist.

### Drei getrennte „Abteilungen“ der Zentralbank mit getrennten Konten und Budgetrestriktionen.

Konzeption kommt dem, was erfolgreiche moderne Zentralbanken anstreben recht nahe. Die zentrale Herausforderung dabei liegt natürlich bei der Frage, wie die Einhaltung dieser Budgetrestriktionen sichergestellt werden kann.

# Brunner (1985): Regelbindung und Ordnungsdenken

- *„The nature of the monetary order, and not specific actions within a discretionary regime, emerged in recent years as the central issue of a more fundamental policy problem.”*
- *“Our experience suggests ... that uncertainty emerges as a crucial property of ... (a discretionary) policy regime”.*
- *“Policy in the constitutionalist context means essentially a choice of rules expressing an institutional order.”*
- *“We need to select among major alternative classes of monetary order. We may consider a system of constant monetary growth, a gold standard, a commodity reserve standard and lastly a free banking system with private production of money without a central bank.”*

## Brunner: Regel und Meta-Regel

27

Zur letzten Wahl äusserte Brunner eine **klare Präferenz zugunsten einer Geldmengenregel** gegenüber den anderen erwähnten Möglichkeiten.

Er **erkannte aber, dass eine solche Regel Anpassungsmechanismen einschliessen muss** (er sprach von einer **ergänzenden „Meta-Regel“**), die Reaktionen auf Änderungen des trendmässigen Realwachstums und der Umlaufgeschwindigkeit (also auf Produktivitäts- und Geldnachfrageschockes) sowie auf Wechselkursstörungen erlaubt.

# Zeitinkonsistenz und Selbstbindung (Kydland and Prescott)

28

Die Wirtschaftspolitik unterliegt stets der Versuchung, zugunsten kurzfristiger Vorteile von einer langfristig besseren Strategie abzuweichen. **Selbstbindungen und die Verpflichtung auf klare Ziele** erscheinen als wichtige Instrumente zur Vermeidung dieser Gefahr; **unmissverständliche, klare Mandate und das Prinzip der Verantwortlichkeit (Rechtfertigungspflicht)** sind Mittel zur Stärkung ihrer Glaubwürdigkeit. Optimale wirtschaftspolitische Ordnungen und Rahmenbedingungen mit langfristiger Bindungskraft erhalten so zusätzlich Gewicht, und sie sind für die Geldpolitik – mit Recht – zentral geworden.

## Ein warnendes Wort

29

**Selbstbindungen, institutionalisierte Regeln und Verpflichtungen sind zweifellos wertvoll und nützlich. Sie bauen Hürden auf, deren Überwindung vor der Ausnutzung bloss kurzfristiger Vorteile schützt.**

**Doch die Geschichte der Menschheit ist beklittert mit Versprechen und heiligen Beteuerungen, die im entscheidenden Moment über Bord geworfen worden sind.**

# Monetäre Stabilität als Ausdruck politischer Verantwortung

30

**Selbstbindungen sind letztlich immer nur soviel wert wie der dahinter stehende Wille, sie wirklich zu befolgen. Monetäre Stabilität muss am Ende immer Ausdruck politischer Verantwortung bleiben.** Es ist die Verantwortung der geldpolitischen Behörde und der hinter ihr stehenden politischen Auftraggeber, die Stabilität des Geld- und Währungssystems zu gewährleisten.

**Daran führt kein Weg vorbei.** Daran ändert auch kein institutionalisierter Mechanismus etwas, sei es eine fixe Bindung an ein Metall, ein 100 % Reservesystem, oder ein strikter Zentralbankauftrag. Denn genau so gut wie er eingeführt worden ist, kann ein solcher Mechanismus auch wieder aufgehoben werden.