

Flatterhaftes Papiergeld: Kommt bald wieder eine monetäre Reform?

1973 endete das System der festen Wechselkurse von Bretton Woods. Papiergeld ohne hinterlegten Goldwert und flexibel schwankende Währungen sind seit 50 Jahren der Status quo. Skeptiker und Inflations-Warner sehen nun auch dieses System auf der Kippe. Ihr Abgang scheint jedoch zu früh.



Von **Thomas U. Fischer, CFA**
Chief Investment Officer
Berner Kantonalbank BEKB

Papierdollars jederzeit bei der US-Zentralbank in Gold umtauschen können: Bis 1971 galt dieses Versprechen – doch dann überrumpelte der US-Präsident Richard Nixon die Welt mit dem Ende des «Goldstandards». Dieser sogenannte «Nixon-Schock» läutete 1973 auch das Ende des Systems von Bretton Woods ein, in dem alle Währungen mit einem festen Kurs an den Dollar gebunden waren. Seither sind flatterhaften Wechselkursen und unbegrenzter Papiergeldvermehrung im Prinzip keine Riegel mehr geschoben. Doch Geld lässt sich nicht unbegrenzt «drucken» und in Umlauf bringen, ohne dabei an Wert zu verlieren. In den letzten 15 Jahre haben sich zudem Fragen in Bezug auf die Sicherheit von Buchgeld (sprich: Bankguthaben) gehäuft. Die Angst vor negativen Entwicklungen ist es auch, die Kryptowährungen wie den Bitcoin in schwindelerregende Höhen katalysiert hat.

Seit nunmehr 50 Jahren leben wir jetzt in einem reinen Papiergeldsystem. Und bereits im Zuge der Finanzkrise

wuchsen Zweifel über die langfristige Tragbarkeit dieser monetären Ordnung. Die massiven Fiskalinjektionen während der Pandemie – und der markante Anstieg der Teuerung in manchen Ländern – schürten neue Ängste um einen Kaufkraftverlust der Ersparnisse. Der 2021 einsetzende Inflationsschub setzte dem Ganzen die Dornenkrone auf: Er liess an die 1970er Jahre mit ihren teils zweistelligen Inflationsraten denken.

Aus den folgenden Gründen dürfte eine monetäre Reform aber noch länger auf sich warten lassen, als dass Kritiker des Papiergeldes, «Gold Bugs» und Untergangs-Propheten uns glauben machen wollen.

1. Ausweitung der Geldmenge allein lässt die Preise noch nicht klettern

Seit der Finanzkrise sind die Bilanzen mancher Zentralbanken massiv gewachsen. Bereits vor rund 10 Jahren wurden Stimmen laut, dass die durch Notenbanken finanzierte Aufblähung der Staatsschulden zu einer markanten Geldentwertung führen würde. Dann hielt die Corona-Pandemie Einzug – und mit ihr «Helikoptergeld» vom Staat, etwa in Form von zinslosen Darlehen und sistierten Steuerforderungen – und die Furcht vor galoppierender Inflation wurde noch grösser. Historisch gesehen ist sie berechtigt: Anhaltend hohe Staatsausgaben, insbesondere aufgrund von Kriegen, haben in der Vergangenheit oft zu Währungsabwertungen geführt – mit herben Verlusten für Gläubiger wie Sparer.

Geldmengenausweitungen führen jedoch nur dann zu preistreibenden Effekten, wenn das neu geschaffene Geld auch in Umlauf gebracht wird. Dies war nach der Finanzkrise nicht der Fall; vielmehr ging es darum, das Bankensystem zu stärken. Die monetäre Ausweitung schlug sich primär in einer markanten Erhöhung der Bankreserven nieder – Geld, das nicht direkt seinen Weg in die Wirtschaft fand. Anders verhielt es sich während der Co-

rona-Pandemie. Haushalte und Unternehmen erhielten Direktzahlungen vom Staat, in gewisser Weise eine Form von «Helikoptergeld», mindestens in den USA. Nach Lehrbuch müsste eine Ausweitung der Geldmenge von ca. 30% – bei konstantem Produktionsniveau – zu einer Preiserhöhung in ähnlichem Umfang führen. Ziehen wir gebildete Ersparnisse ab, deckt sich die Teuerung in der Eurozone und den USA auch in etwa mit diesen Werten. Doch der aktuelle, rigidere Kurs in der Fiskal- und Geldpolitik lässt vermuten, dass in Bezug auf monetär getriebene Preiserhöhungen das Schlimmste bereits hinter uns liegt.

Ein Wermutstropfen bleibt dennoch: Sollten die kriegerischen Auseinandersetzungen zunehmen und die Staaten ihre Ausgabenfreude markant steigern, dürfte sich die Wahrscheinlichkeit für eine spätere Abwertung erhöhen. Politische Konflikte, insbesondere, wenn sie militärische Gewalt beinhalten, waren in der Vergangenheit meist von starken Erhöhungen der Staatsausgaben begleitet. Zahlreiche Fallbeispiele dafür lassen sich in der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts finden. Vorerst bleibt diese Kriegsstaatsausgaben-Spirale jedoch ein Szenario mit sehr geringer Wahrscheinlichkeit.

2. Bargeld wird oft totgesagt, doch Totgesagte leben länger

Gerade unter älteren Menschen ist die Befürchtung gewachsen, dass es zunehmend schwierig wird, mit Bargeld zu bezahlen. Zugbilletts sollen nur noch elektronisch gekauft werden können, Bank-schalter verschwinden, und der Erhalt von Papierrechnungen ist immer öfter mit einem Kostenaufschlag verbunden. Der Hauptgrund für diese Entwicklung liegt in der Rationalisierung. Obwohl Bargeld in Papierform ein effizientes Zahlungsmittel ist, sind die Betriebskosten und -risiken für Zahlungsempfänger gestiegen. Elektronische Zahlungslösungen erfreuen sich zudem dank ihrer Ge-

schwindigkeit, ihrer Sicherheit und ihrem Komfort zunehmender Beliebtheit.

Doch sogar in Schweden, wo 2022 nur noch 8% der Einkäufe in physischen Läden bar bezahlt wurden, wirft sich die «Riksbank» noch entschieden für den Erhalt des Bargeldes in die Bresche. So müsse es zumindest möglich sein, Bargeld zum Erwerb lebenswichtiger Güter und Dienstleistungen zu verwenden – und dies werde am besten durch die Stärkung seines Status als gesetzliches Zahlungsmittel gewährleistet.

Bargeld wird bestehen bleiben, seine Rolle kann sich jedoch ändern.

3. Chinesischer Renminbi wird die Dollar-Hegemonie nicht so rasch brechen

Der Angriff Russlands gegen die Ukraine hat die Welt in mehrere Lager gespalten. Die amerikanisch-europäische Allianz sieht sich konfrontiert mit zunehmend autokratisch organisierten Grossmächten im asiatischen Raum. Die Sanktionswellen haben Russland derweil effektiv vom Zahlungsverkehr mit dem Westen abgeschnitten. Angesichts der gewichtigen Rolle des US-Dollars als Reservewährung könnte eine Kehrtwende stattfinden, denn Reserven im «Greenback» werden von aufstrebenden Ländern zunehmend als Risikoposition betrachtet.

Oft wird der chinesische Renminbi als möglicher Leitwährungs-Nachfolger für den Dollar gehandelt. Angesichts der immer noch strikt geltenden Kapitalverkehrskontrollen in und aus dem Reich der Mitte – und dem zunehmenden Drang der Regierung zur Kontrolle von Informationen und Geldflüssen – ist aber weiterhin fraglich, ob denn Reserven in Form der chinesischen Währung wirklich sicherer sind als der Dollar. China spielt zudem im internationalen Zahlungsverkehr nach wie vor eine unbedeutende Rolle. Es dürfte noch eine gute Weile dauern, bis die chinesische Währung ein Weltwährungs-Format annimmt.

4. Keine Geldmengenbeschränkungen (oder neuer Goldstandard) am Horizont

Stress im Währungssystem braucht ein Ventil. Selbst unter dem Regime fixer Wechselkurse kam es jeweils zu Inflations- und Deflationswellen – sowie zu

schockartigen Wechselkursverschiebungen. Währungssysteme, die das Geld- und Kreditwachstum technisch limitieren, bringen oft eine deflationäre – d.h. preissenkende – Wirkung mit sich. Während sich Sparer über diesen Effekt freuen, kann er wirtschaftliche Anpassungsprozesse deutlich erschweren (ein Beispiel: sektorielle Unterschiede in der Lohnentwicklung). In Systemen mit Edelmetall-Bindung oder festen Wechselkursen kann sich zudem ein Ungleichgewicht aufbauen, welches sich dann mit Verzögerung schockartig entlädt. Historisch jedenfalls haben solche Systeme grössere Schwankungen im konjunkturellen Verlauf gezeigt – und können dabei Inflationschocks aufgrund einer Angebotsverknappung ebensowenig verhindern.

Erst ein totaler Vertrauensverlust in behördlich akzeptierte Zahlungsmittel oder eine Hyperinflation könnten so gewichtige Anpassungen wie eine Geldmengenbeschränkung nötig machen. Doch das Vertrauen in die Fiat-Währungen ist intakt und Ungleichgewichte mit externen Verbindlichkeiten, die zu einer Hyperinflation führen könnten, sind nicht feststellbar. Es gibt ergo aus heutiger Sicht kaum Anzeichen, dass Geldmengen-Bremsen oder ein neuer Goldstandard in den nächsten 10 Jahren Sinn machen würden.

5. Die Idee einer Weltwährung bleibt eine Utopie

Hin und wieder kommt die Frage auf, ob eine gemeinsame Weltwährung eingeführt werden könnte. Der Krypto-Boom hat der Idee einer global akzeptierten und gehandelten Währung neuen Auftrieb gegeben. Ein solches Tauschmittel würde Wettbewerben um Währungsabwertungen einen Riegel verschieben – und den internationalen Zahlungsverkehr vereinfachen. Politischer Unwille und Uneinigkeit dürfte die Einführung einer Weltwährung jedoch verunmöglichen. Ökonomisch gesehen bestehen zudem grosse Zweifel. Denn die Geldnachfrage besitzt auch gewisse zyklische Eigenschaften. Die Aushilfe von nationalen Zentralbanken bei einem Liquiditätsengpass – wie in der Finanzkrise – wäre nicht mehr ohne Weiteres möglich. Überdies sollte ein Währungsraum eine gewisse Homogenität aufweisen. Schon nur die europäische

Einheitswährung Euro wird hinsichtlich dieser Eigenschaft hinterfragt, zumal die Wirtschaftsleistungen der diversen Länder mit Zahlungsmittel Euro extrem unterschiedlich ausfallen. Insofern bleibt eine einheitliche Weltwährung eine noch viel idealistischere, kaum realisierbare Utopie.

Ausblick: Aktuelles Währungssystem bleibt ein «Winning Team»

Primär die hohe öffentliche Schuldenlast könnte den Anreiz für Währungsreformen (sprich: Abwertungen) erhöhen. Von solchen Schritten sind wir jedoch noch weit entfernt. Überdies kann eine hohe Verschuldung auch ein Ausfluss hoher Ersparnisse sein. Denn wo ein Schuldner Kapital aufnimmt, muss ein Gläubiger Kapital zur Verfügung stellen. Seit den 1970er Jahren sind dank Einführung von Rentensystemen und steigenden Einkommen die weltweiten Ersparnisse markant gewachsen. Die direkte Staatsfinanzierung durch Zentralbanken war überdies, mit Ausnahme von Japan, viel zu gering, um einen breiten Abwertungseffekt mit sich zu bringen.

Die nächsten grösseren monetären Reformen dürften die Einführung von digitalem Zentralbankgeld zur Folge haben. Dies ist jedoch primär der Effizienzsteigerung internationaler Systeme zum Zahlungsverkehr geschuldet. Aber auch hier: Eine breite Einführung wird noch eine Weile dauern.

Trotz der inflationären Wellen in den 1970er und den frühen 2020er Jahren – sowie mehrerer Schuldenkrisen – hat das aktuell geltende Währungssystem funktioniert. Der globale Wohlstand, gemessen an der Produktionsleistung, hat gar historische Höchststände erreicht. Fluktuationen in den Wechselkursen widerspiegeln schliesslich in der langen Frist die nominalen und realen Rahmenbedingungen – und erlauben Ländern notwendige Anpassungen. Wechselkursschwankungen werden weiterhin zum Alltag gehören. Herr und Frau Schweizer müssen sich indes nicht fürchten. Der Schweizer Franken ist und bleibt eine robuste Währung.

thomas.fischer@bekb.ch
www.bekb.ch