

# Märkte

Alle Börsen, Devisen, Obligationen, Rohstoffe im Monitor ab Seite 34

- 20 Kleinanleger stocken Goldreserven auf
- 21 Der Aufschwung geht in die Breite
- 22 Asiens demografischer Kollaps
- 23 Deutsche Industrie läuft schon heiss

## Ein Angriff auf die Notenbanken

Die wachsende Verbreitung von Digitalwährungen stellt die traditionellen Währungshüter und deren Geldpolitik vor grosse Herausforderungen.

ANDREAS NEINHAUS

Kryptowährungen etablieren sich immer mehr als Geld der Zukunft. Noch vor vier Jahren hätten ihn seine Zuhörer ausgelacht, wenn er von der Aussicht gesprochen habe, dass Zentralbanken bald schon Digitalwährungen emittieren würden, erinnert sich Henri Arslanian, ein Experte für Kryptowährungen, der an der Universität von Hongkong lehrt. Die Utopie ist inzwischen Realität geworden. An den Olympischen Winterspielen in Peking Anfang 2022 will Chinas Zentralbank einen digitalen Renminbi als Zahlungsmittel einsetzen und der Welt spätestens dann vorführen, dass die neue Ära des Geldes angebrochen ist.

Hinzu kommen private Kryptowährungen. Worauf müssen sich Notenbanken also vorbereiten? Wird sich die Geldpolitik, wie wir sie kennen, ändern?

### Neue Ära für Notenbanken

Fast alle Notenbanken setzen sich mit digitalem Zentralbankgeld auseinander. Die Europäische Zentralbank (EZB) will Mitte des Jahres entscheiden, ob sie ein Projekt für einen digitalen Euro startet. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat im Dezember zusammen mit der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich das Projekt Helvetia lanciert. In den USA läuft das Projekt digitaler Dollar. Das klingt alles konkret. Tatsächlich weiss aber niemand, was die Zukunft bringen wird. «Es gibt noch viele Unbekannten», sagt Claude Maurer, designierter Chefökonom Schweiz von Credit Suisse. Zentralbanken sondieren die Möglichkeiten. «Die meisten von ihnen beabsichtigen nicht, bald eine digitale Währung einzuführen. Sondern sie wollen den Finger am Puls des Geschehens haben, um nicht Gefahr zu laufen, der Realität hinterherzuhinken.»

Fest steht nur: Das Geldangebot wird vielfältiger werden (vgl. Grafik 1). Zusätzlich zu den bisherigen Formen, dem Bargeld (Noten und Münzen) und dem traditionellen Buchgeld – bestehend aus den Sichtguthaben der Geschäftsbanken bei der Notenbank sowie den privaten Bankeinlagen –, wird es neue Formen von Buchgeld geben: digitales Tokengeld. Bitcoin ist die bekannteste Variante. Der von einem Konsortium rund um Facebook geplante Diem, der bis vor kurzem noch Libra heissen sollte, könnte sich aber als das vielversprechendste Kryptogeld erweisen.

Auch das von Banken über Kredite geschaffene Buchgeld ist digital. Der Unterschied zu den Kryptowährungen besteht nur darin, dass Letztere über einen besonderen technologischen Unterbau verfügen. Dank ihm werden sie für Zahlungen unschlagbar: direkt vom Käufer zum Verkäufer über das Handy oder das Internet, ohne Intermediäre, dafür lokal bis global, und das Ganze ohne Verzögerung.

### Bitcoin ist kein Geld

Etabliert sich privates Geld an den Notenbanken vorbei, dann verlieren diese die Kontrolle über die Geldpolitik. Sie können zwar die offizielle staatliche Geldmenge und die Leitzinsen verändern, aber nicht die Produktion von Kryptogeld steuern. Das gilt für Krypto-Token wie Bitcoin. Ihr Angebot bestimmt ein Algorithmus. Nur zweifeln die meisten Experten daran, dass Bitcoin und andere Krypto-Token das Zeug dazu haben, als Geld verwendet zu werden. Die starken Kursschwankungen machen sie ungeeignet, um Rechnungen zu bezahlen oder Kredite aufzunehmen. Dazu ist ein stabiler Wert unabdingbar.

Deshalb wurden Stable Coins ins Leben gerufen, wie Tether. Ihre Emittenten versprechen, sie an den Dollar und sichere



Hinter der geplanten privaten Digitalwährung Diem steht Facebook. Sie könnte zu einer ernstzunehmenden Konkurrenz für Notenbanken werden.

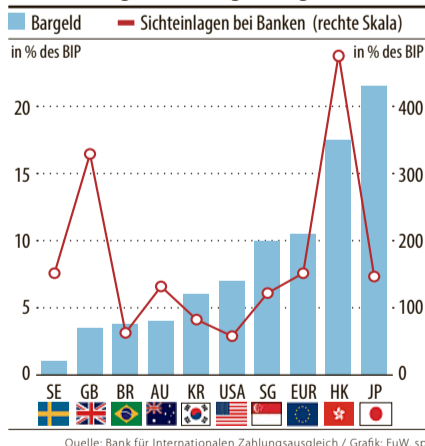
BILD: PAOLO GONCHASOPRA, IMAGES VIA GETTY IMAGES

### 1 Verschiedene Formen von Geld am Beispiel der Schweiz

Währung	Emission	Form		
		Bargeld	Buchgeld	digitales Tokengeld
staatlich	staatlich	Banknoten und Münzen	Sichtguthaben bei der SNB für Finanzmarktakteure Sichtguthaben bei der SNB für alle Haushalte und Unternehmen	Franken-Token für Finanzmarktakteure Franken-Token für alle Haushalte und Unternehmen
	privat		Bankeinlagen	Stable Coins (Wertstabilität gegenüber Franken)
privat	privat			Stable Coins (geringe Wertschwankungen gegenüber offiziellen Währungen, z.B. Diem) Krypto-Token (z.B. Bitcoin)

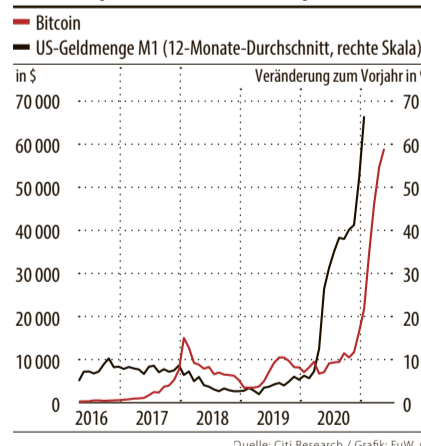
Quelle: SNB / Grafik: FuW, mta

### 2 Bankeinlagen übersteigen Bargeld deutlich



Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich / Grafik: FuW, sp

### 3 Bitcoin profitiert von Dollar-Liquiditätsflut



Quelle: Citi Research / Grafik: FuW, sp

Aktiven zu koppeln. Das um Facebook herum entstandene Konsortium Libra mit Sitz in Genf will den Diem emittieren, der eins zu eins an den Dollar gebunden sein wird. Sobald die Finanzaufsicht Finma ihr Okay gibt, soll es losgehen.

«Die Idee ist attraktiv für Entwicklungsländer mit fehlendem Zahlungssystem und für Länder, in denen es keine unabhängige Notenbank gibt und hohe Inflationsrisiken bestehen», sagt Volker Wieland, Professor für Monetäre Ökonomie an der Uni Frankfurt und Mitglied des Deutschen Sachverständigenrats. In den Industriestaaten dürfte er im Online-Deilhandel verwendet werden. Entscheidend ist sein Preis. «Im aktuellen Negativzinsumfeld könnte ein Stable Coin, der zu

geldlos bezahlen, dann verschwindet das gesetzliche Zahlungsmittel. Das Geldsystem wird quasi privatisiert, und die Notenbanken werden aus dem Geschäft gedrängt», sagt Thomas Mayer, Chefökonom des Vermögensverwalters Flossbach von Storch. Deshalb überlegen sie sich, eigene digitale Mittel anzubieten.

Auch Geschäftsbanken dürften Marktanteile verlieren: im Zahlungsverkehr und bei den Einlagen. Sobald es einfacher ist, mit einem Stable Coin zu bezahlen, halten

die Menschen auf dem Smartphone oder in ihrer Wallet auch einen kleinen Betrag in dieser Token-Währung. Tun das viele Millionen Bankkunden, werden viel weniger Mittel auf dem Girokonto geparkt. Dieser Geschäftsverlust der Banken könne das Geldsystem stärker durcheinanderwirbeln

als die Gefahr, die aus dem verringerten Umlauf von Notenbankgeld herrührt. Denn die Bankeinlagen übersteigen das Bargeld deutlich (vgl. Grafik 2).

Notenbanken sind wiederum auf die Banken angewiesen. Über sie setzen sie die Geldpolitik um. Ohne sie wird es schwieriger, Zinssignale zu senden und die Liquidität zu steuern. Diese Schlussfolgerung ist allerdings umstritten. SNB-Präsident Thomas Jordan stellte 2019 fest: «Verbreiten sich Franken-Stable-Coins in der Schweiz, hat dies keinen unmittelbaren Einfluss auf die Wirksamkeit unserer Geldpolitik. Der Franken bleibt die relevante Währung. Die an ihn gebundenen Stable Coins wären neben Bankeinlagen und Bargeld einfach eine weitere in Franken denominierte Geldform.»

### Unbekannte für Geldpolitik

Offen bleibt, ob die neue Geldform anders nachgefragt wird. Für Notenbanken nehmen die Unbekannten zu, wenn sie künftig die monetären Rahmenbedingungen kalibrieren. Es wäre nicht das erste Mal. Als 1987 in der Schweiz das elektronische Zahlungssystem SIC eingeführt wurde,

schätzte die SNB den Geldbedarf falsch ein. Sie erhöhte die Geldmenge vorab zu stark. Die hartnäckige Inflation Anfang der Neunziger führen Experten grösstenteils auf diese Fehleinschätzung zurück.

Ein von der SNB emittierter digitaler Franken hätte mit einem weiteren Problem zu kämpfen. Vermutlich wäre er noch aufwertungsverdächtig, da er international stärker nachgefragt würde. «Die Nationalbank müsste dann noch extremere Negativzinsen setzen, sodass es nicht mehr attraktiv wäre, diesen digitalen Franken zu halten», sagt Maurer. «Technisch wäre das dank der Digitalisierung einfacher zu realisieren als heute, aber die ökonomischen Folgen für Sparer und Pensionskassen sowie der politische Druck gewisser Interessengruppen gegen diese Politik der SNB wären enorm.»

### Eine Frage des Vertrauens

Letztlich geht es um die Finanzstabilität. Stable Coins wie der Diem sind nur stabil, solange sie ihr Versprechen einhalten, die Geldmenge stets ausreichend mit Dollar zu unterlegen, um jederzeit den Umtausch zum garantierten Kurs zu ermöglichen. Thomas Mayer definiert Stable Coins als Geldmarktfonds: «Sie nehmen kurzlaufende Wertpapiere auf und geben dagegen Anteilsscheine aus, die dann beispielsweise über die Blockchain gehandelt werden.» Er erinnert an die USA, wo Geldmarktfonds vor der Finanzkrise schon einmal solche Versprechen abgaben. «Als der Kurs dann unter die Parität fiel, war der Aufschrei gross.» Damals eilte das Fed zur Hilfe und stützte das Finanzsystem mit Milliarden von – analogen – Dollars. «Am Ende entscheidet nicht die Technologie, sondern das Vertrauen in den Lender of Last Resort», betont Maurer.

Aber auch Zentralbanken können ihre Glaubwürdigkeit verspielen. Dass der Bit-

coinkurs in einer Zeit in die Höhe schiesst, in der Notenbanken wie die EZB den Staatshaushalt ihrer Mitgliedsländer durch Geldschöpfung finanzieren, kann ein Zufall sein, muss aber nicht (vgl. Grafik 3). Thomas Mayer verweist in diesem Zusammenhang auf China. Peking nutze mit

der digitalen Zentralbankwährung die Gunst der Stunde. Dank ihr soll der Renminbi eine internationale Reservewährung werden. China habe seine Geldmenge nicht so extrem vermehrt wie die USA und Euroland. «Knappes Geld ist immer gutes Geld», sagt Mayer. In einigen Jahren könne der digitale Renminbi eine interessante Alternative zu westlichen Valuten sein.

Anzeige

#### Zu verkaufen direkt vom langjährigen Besitzer

Ca. 50'000 m<sup>2</sup> potenzielles Bauland  
Allerbeste Lage mit grandioser Seesicht auf den Lac de Neuchâtel und die Alpen. Allseitig umgeben von urbanen Bauten.

Der Preis von Fr. 500.–/m<sup>2</sup> entspricht ca. 50 % der letzten Verkäufe in der Umgebung.

Weitere Auskünfte erhalten Sie unter Chiffre AFE1906VID, Goldbach Publishing AG, Postfach, 8021 Zürich