

Was, wenn das Geld zerrinnt?

Papierwährungen neigen dazu, über die Zeit kräftig an Wert zu verlieren. Kryptowährungen oder Gold bieten bis jetzt nur beschränkt brauchbare Alternativen. Sie sind aber wichtig, um Notenbanken und Politik zu disziplinieren. Von Peter A. Fischer

Es ist der Albtraum eines jeden Sparers: Plötzlich ist das Geld nichts mehr wert. Wie gewonnen, so zerronnen. Die Notenbanken versprechen dagegen Geldwertstabilität. Ihre Zinsen sollen eine Inflation von unter zwei Prozent pro Jahr kompensieren. Doch mit Papiergeld beziehungsweise sogenannten Fiat-Währungen, deren Menge an nichts gebunden ist, drohen negative Überraschungen. Zu gross ist immer wieder die Versuchung, aus verschiedenen Gründen zu viel Geld herauszugeben.

Wenn dann Inflationsraten 100 Prozent und mehr betragen, wie es gerade wieder in Argentinien der Fall ist, taugt das nationale Geld nicht einmal mehr zur kurzfristigen Wertaufbewahrung. Doch auch mit einstelligen Raten ist Inflation ein Gift, das über die Zeit kräftig am realen Wert des Geldes nagt.

Zwar sind preistreibende Angebotsschocks wie in der Pandemie oder mit dem russischen Überfall auf die Ukraine nicht die Schuld der Notenbanken. Doch diese sollten darauf mit einer restriktiveren Politik reagieren, damit der Preisaufrtrieb nicht dauerhaft grösser wird. Denn mittelfristig ist Inflation immer und überall ein monetäres Phänomen, wie der amerikanische Geldtheoretiker und Nobelpreisträger Milton Friedman schon 1963 postulierte.

13 bis fast 100 Prozent Verlust in zwanzig Jahren

Betrachtet man die Entwicklung seit der Jahrtausendwende, so zeigt sich der je nach Zentralbank mehr oder weniger ausgeprägte Wertzerfall des Geldes eindrücklich. Die Schweiz ist dabei das Land mit dem stabilsten Geldwert. Doch selbst hier sind 100 Franken von 2000 an der Kaufkraft gemessen inzwischen nur noch 87 Franken wert. In Schweden wie auch im Euro-Raum hat das Geld derweil rund einen Drittel seiner Kaufkraft verloren. Noch viel schlimmer ist der Wertzerfall in Russland und der Türkei. Dort hat das nationale Geld rund 90 beziehungsweise gar 98 Prozent seiner Kaufkraft von Anfang des Jahrhunderts verloren.

Die unterschiedliche Preisentwicklung spiegelt sich in der Entwicklung des Wechselkurses wider. Währungen mit relativ hoher Inflation werden entsprechend schwächer. So sind der Euro und der Dollar gegenüber dem Franken seit der Jahrtausendwende nominal um rund zwei Drittel schwächer geworden. Der argentinische Peso hat über 99 Prozent seines ursprünglichen Werts verloren.

Das Stabilitätsversprechen der Notenbanken ist somit über den etwas längeren Zeitraum hinaus praktisch überall ein unechtes. Ihre Definitionen von Preisstabilität führen dazu, dass Geld im Trend an Wert verliert – bei manchen schneller als bei anderen. Mit Inflationsraten von zeitweise um die 10 Prozent war dies im vergangenen Jahr auch im Euro-Raum und in den USA gefährlich schnell der Fall.

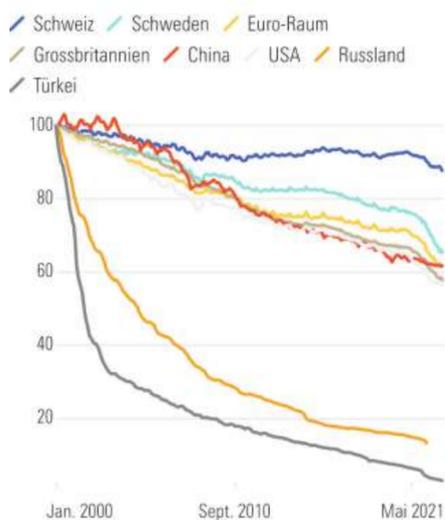
Zu viel zu billiges Geld und zu hohe Schulden

Als Reaktion auf die grosse Finanzkrise haben die Zentralbanken ihr Geldangebot so lange zu stark ausgeweitet, wie die Verfüf- bis Verzehnfachung der Bilanz der europäischen, schweizerischen und amerikanischen Notenbanken zeigt. Die Teuerung der Konsumumentenpreise blieb viele Jahre trotzdem moderat, weil das billige Geld nicht direkt in Umlauf geriet. Seit der Pandemie hat sich das teilweise geändert. Nun müssen die Zinsen steigen, während die Staaten verschuldet sind wie nie zuvor. Das aber erhöht die Wahrscheinlichkeit von Währungskrisen noch.

Was aber lässt sich tun gegen die Angst vor staatlicher Disziplinlosigkeit und einem Währungszerrinnfall, der vom Zinsniveau nur ungenügend kompensiert wird? Der österreichische Ökonom und Nobelpreisträger Friedrich August von Hayek hat sich zeit seines Wirkens auch mit geldpolitischen Fragen befasst. Ursprünglich sah auch er die Aufgabe der Notenbanken darin, den Wert des Geldes und die Konjunktur zu stabilisieren. Doch als die Inflation in den 1970er Jahren erneut emporschnellte, kam er zum Schluss, dass man die Aufgabe der Preisstabi-

Die Inflation frisst die Kaufkraft der Papiergeldwährungen auf

Wie viel 100 Einheiten einer nationalen Währung von Anfang 2000 zum jeweiligen Zeitpunkt inflationsbereinigt noch wert waren



QUELLEN: IMF FINANCIAL STATISTICS, OECD (EURO-RAUM) NZZ / pfi.

Währungszerrinnfall: Nominaler Wertverlust gegenüber dem Schweizerfranken

Nominale Abwertung einer nationalen Währung gegenüber dem Schweizerfranken, in Prozent



QUELLEN: IMF FINANCIAL STATISTICS, OECD (EURO-RAUM) NZZ / pfi.

Solange es zu keinen Währungskrisen kommt, bleibt eine Verdrängung eingeführter Weltwährungen wie des Dollars oder des Euro unwahrscheinlich, selbst wenn diese nicht die stabilsten sind.

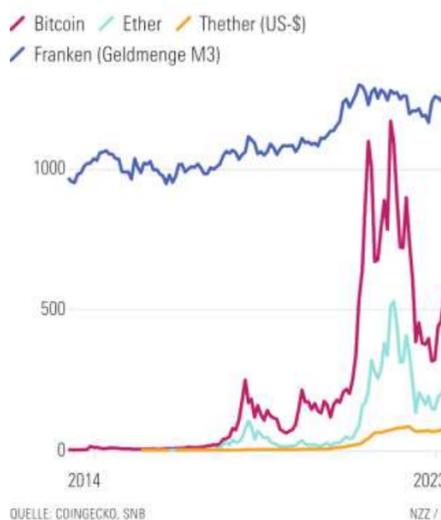
tät nicht länger nur den Zentralbanken und damit dem Staat anvertrauen sollte. 1976 veröffentlichte er ein Buch mit dem pragmatischen Titel «Denationalisation of Money». Hayek schlug darin vor, dass privater Währungswettbewerb für Geldwertstabilität und Disziplin sorgen sollte.

Ganz in dem Sinne lautete kürzlich das Motto der 17. Gottfried-von-Haberler-Konferenz «Taking Money out of Politics». Die akademisch geprägte Tagung wird jeweils in Vaduz vom European Center for Austrian Economics Foundation (ECAEF) und von Professor Kurt Leube, einem ehemaligen Assistenten Hayeks, organisiert und vom liechtensteinischen Fürstenhaus unterstützt.

Deutlich zeigte sich dabei, dass es zur Disziplinierung des staatlichen Geldwesens im Prinzip zwei Ansätze gibt. Erstens können möglichst klare und strikte Regeln dafür sorgen, dass Notenbanker institutionell gezwungen sind, in ihrem Wirken der Geldwertstabilität Vorrang zu gewähren. Echte Unabhängigkeit und ein eindeutiges Mandat sind die Voraussetzungen dafür. Allerdings konzedierte in Vaduz selbst Otmar Issing, der erste Chefökonom der Europäischen Zentralbank, dass bisher noch keine Regeln gefunden wurden, die vor politischer

Wachsende, aber sehr volatile Verbreitung der führenden Kryptowährungen im Vergleich zum Franken

Marktkapitalisierung in Milliarden US-Dollar



QUELLE: COINGECKO, SNB NZZ / pfi.

Einflussnahme und einer Politisierung der Mandatsträger dauerhaft bindend schützen. Das Schicksal der türkischen Notenbank ist dafür nur gerade ein besonders sprechendes Beispiel.

Zweitens kann ein möglichst freier Wettbewerb zwischen Währungen die Notenbanken disziplinieren. Anhänger der österreichischen Denkschule in der Ökonomie sehen dabei private, von staatlichem Einfluss möglichst freie Währungen als zentrales Instrument. Mit dem Aufkommen von Kryptowährungen sind ihre Vorstellungen einfacher verwirklicht worden – wobei in letzter Zeit die traditionellen Notenbanken mit Projekten für die Ausgabe von digitalem Zentralbankgeld und mit regulatorischen Einschränkungen dem entgegenzuhalten versuchen.

Zum von seiner Verbreitung her grössten Konkurrenten der herkömmlichen Fiat-Währungen hat sich während der vergangenen sechs Jahre Bitcoin entwickelt. Mit derzeit rund 500 (im Jahr 2021 waren es auch schon einmal 1000) Milliarden Dollar gerät dessen internationale Marktkapitalisierung in die Nähe der in Dollar gemessenen Geldmenge M3 des Schweizerfrankens.

Doch gutes Geld sollte zur Wertaufbewahrung stabil und als Zahlungsmittel verbreitet akzeptiert

sein. Das strikt limitierte, geringe Angebot des Bitcoins macht diesen zu einem in seinem Wert äusserst volatilen Spekulationsobjekt und verhindert – abgesehen vom unsinnig hohen Energieverbrauch, der mit seinem Einsatz verbunden ist – eine breitere Nutzung.

Generell gilt für private Kryptowährungen, dass sie entweder (wie Tether) als Stablecoins direkt an herkömmliche Fiat-Währungen gebunden sind oder von oft intransparenten Algorithmen und Prozessen gesteuert werden. Nicht wenige sind auch anfällig für Missbrauch. Um als Zahlungsmittel auf breite Akzeptanz zu stossen, müssten sie wohl reguliert werden.

Der in Harvard und an der University of California LA ausgebildete, an der George Mason University lehrende Ökonom Lawrence H. White befasst sich seit langem mit der Geschichte und Entwicklung von Geldsystemen. Laut ihm war auch in entwickelten Staaten seit dem 19. Jahrhundert die durchschnittliche Inflation unter mit Gold oder Silber gedeckten Währungen signifikant geringer als unter Fiat-Währungen ohne Deckung.

Dass der Goldstandard versagt habe, weil das Angebot von Gold zu unelastisch sei, lässt White nicht gelten. Seine historischen Untersuchungen zeigten, dass sich das Angebot von Gold ziemlich parallel zum Wirtschaftsgang entwickelt habe. Höhere Preise führten zu mehr Exploration. Das Angebot an monetärem Gold sei wesentlich grösser und elastischer als das von Bitcoin. Dass auch bei Goldwährungen Deckungsversprechen nicht eingehalten und verändert wurden, hält White für ein politisch bedingtes Problem.

White sieht in Krypto-Zertifikaten auf Gold eine Möglichkeit, Wert zu erhalten und gleichzeitig gut handelbar zu halten. Darüber hinaus können auch mit Investitionen in Grund und Boden oder Immobilien hinterlegte Ansprüche Alternativen sein, wenn man der eigenen Währung nicht mehr traut.

Doch auch White glaubt, dass es Gold und Kryptowährungen schwer haben werden, sofern es den grossen Zentralbanken gelingt, die Inflation wieder einigermaßen unter Kontrolle zu halten. Zu attraktiv ist der Netzwerkeffekt, der grosse Währungen überall akzeptiert hält. Das zeigt sich auch daran, dass sich etwa in lateinamerikanischen Ländern, deren nationale Währung unter chronisch hohem Wertzerfall leidet, bisher meistens der Dollar als Alternative durchgesetzt hat und Kryptowährungen keine breite Verwendung finden.

Der in Argentinien geborene, an der Universität von Texas in El Paso lehrende Nicolas Cachanosky rät denn auch seiner Heimat, den argentinischen Real (wie es Ecuador seit dem Jahr 2000 macht) als offizielles Zahlungsmittel durch den Dollar zu ersetzen. Das zeigt, dass es auch mit staatlichen Währungen einen Wettbewerb gibt – immerhin. Damit die Inflation und das Land dauerhaft stabilisiert würden, müsste die argentinische Zentralbank allerdings gleich mit abgeschafft werden, meint Cachanosky.

Zumindest solange es zu keinen erheblichen Währungskrisen wie in Argentinien kommt, bleibt eine Verdrängung eingeführter Weltwährungen wie des Dollars oder des Euro jedenfalls unwahrscheinlich, selbst wenn diese nicht die stabilsten sind und es geopolitische Gründe gibt, andere Währungen zu bevorzugen. Zu praktisch sind die mit ihnen verbundenen Vorteile.

Möglichst freier Wettbewerb bleibt bester Garant

Die Möglichkeit, in Kryptowährungen, Gold oder auch den chinesischen Yuan oder die indische Rupie zu flüchten, ist aber wichtig als disziplinierendes Instrument. Es braucht eine gewisse Transparenz und vielleicht auch etwas Konsumentenschutz. Doch entgegen allen Sorgen der Zentralbanken, ihre bequeme lokale Monopolstellung zu verlieren, sollten dem freien Währungswettbewerb möglichst wenig Hindernisse in den Weg gelegt werden. Denn Hayek hatte recht: Es braucht den Wettbewerb mit anderen staatlichen und auch privaten Währungen.

Die Möglichkeit dazu ist zwar noch keine Garantie gegen Missbrauch und gegen Währungs- und Finanzkrisen, aber immerhin eine gute Voraussetzung für mehr Stabilität und Innovation.



Diese Analyse ist auf NZZ PRO Global erschienen, unserem digitalen Blick voraus auf Weltwirtschaft und Geopolitik. Für unsere Printabonnenten drucken wir jeweils Anfang Woche hier einen Wochenkommentar des NZZ-Chefökonomens Peter A. Fischer oder eine Analyse des Aussenpolitik-Experten Ulrich Speck ab. Mehr Analysen und Hintergründe finden Sie auf nzz.ch/pro-global.