# Geld, Geldpolitik und Vertrauen

*Thomas J. Jordan*

Vertrauen in die allgemeine Akzeptanz von Geld und Vertrauen in dessen Wertstabilität sind notwendige Bedingungen für ein funktionierendes Geldwesen. Ein funktionierendes Geldwesen wiederum ist die Voraussetzung für die Entwicklung einer modernen arbeitsteiligen Gesellschaft, für die Schaffung von Wachstum und Wohlstand und somit für die Entwicklung von Freiheit und Demokratie.[1] Das Vertrauen in Geld hängt heutzutage massgeblich von den Zentralbanken ab. Sie versorgen die Wirtschaft mit Bargeld und sind mit ihrer Geldpolitik für die Wertstabilität des Geldes verantwortlich. Zwischen Geld und Geldpolitik auf der einen Seite und Vertrauen auf der andern Seite gibt es mehrere Berührungspunkte. Im Folgenden wird auf drei Aspekte näher eingegangen: Vertrauen in Geld als Zahlungsmittel, Vertrauen in die Wertstabilität des Geldes und schliesslich Vertrauen als Voraussetzung für eine wirksame Geldpolitik.

## *1. Vertrauen in Geld als Zahlungsmittel*

Geld ist ein allgemein akzeptiertes Zahlungsmittel. Voraussetzung dafür, dass ein bestimmtes Zahlungsmittel zu Geld wird, ist seine allgemeine Akzeptanz beim Publikum. Ein Zahlungsmittel wird nur dann akzeptiert, wenn man damit rechnen kann, dass man es selbst wieder vorbehaltlos zum Kauf von Gütern verwenden kann. Das Vertrauen in die allgemeine Akzeptanz von Zahlungsmitteln ist für das Funktionieren einer Geldwirtschaft zentral. Beim Zustand des allgemeinen Vertrauens in ein Zahlungsmittel handelt es sich um ein Gleichgewicht, das in der Spieltheorie auch Nash-Gleichgewicht genannt wird.[2] Ein Nash-Gleichgewicht beschreibt einen Zustand, von dem ausgehend niemand für sich einen Vorteil erzielen kann, wenn er seine Strategie ändert. Beim Vertrauen in die allgemeine Akzeptanz eines Zahlungsmittels heisst dies, dass es für

jeden einzelnen Akteur vorteilhaft ist, einem Zahlungsmittel zu vertrauen, unter der Bedingung, dass alle andern Akteure dem Zahlungsmittel ebenfalls vertrauen. Dieses positive Gleichgewicht kann unter Umständen in ein negatives Gleichgewicht umschlagen, das ebenfalls ein Nash-Gleichgewicht ist: Sobald eine kritische Schwelle des Nicht-Vertrauens erreicht ist, wird das fragliche Zahlungsmittel plötzlich von niemandem mehr akzeptiert.

Das Gleichgewicht des Vertrauens in Geld kann durch zwei Faktoren gefährdet werden. Zum einen können zu viele unterschiedliche und teilweise nicht konvertible Geldarten im Umlauf sein, zum andern können Fälschungen die Wirtschaftsteilnehmer verunsichern. Beides führt dazu, dass die Wirtschaftsteilnehmer die Qualität bestimmter Zahlungsmittel nicht mehr erkennen können und diese möglicherweise nicht mehr akzeptieren.

Um das Vertrauen in Geld als Zahlungsmittel zu festigen, führten die meisten Länder ein Münz- und Notenmonopol ein. Dieses setzte der oftmals herrschenden Währungs- und Münzenvielfalt ein Ende und vereinheitlichte das Geldwesen. Das erhöhte die Akzeptanz der Zahlungsmittel in der Bevölkerung stark. So vereinheitlichte beispielsweise die Schweiz 1848 ihr Geldwesen mit der Einführung des Frankens. Der Bund erhielt 1891 das ausschliessliche Recht zur Ausgabe von Banknoten. Dieses übertrug er der Schweizerischen Nationalbank (SNB), die 1907 ihre ersten Banknoten emittierte. Ferner wird das Vertrauen üblicherweise auch dadurch gefördert, dass Zentralbankgeld zum gesetzlichen Zahlungsmittel erklärt wird. Somit wird jedermann von Gesetzes wegen dazu verpflichtet, das Geld der Zentralbank zur Begleichung einer Schuld anzunehmen. In der Schweiz müssen z. B. Banknoten der SNB unbeschränkt an Zahlung genommen werden. Private Geldanbieter wie Geschäftsbanken müssen für ihre Zahlungsmittel jederzeitige Konvertibilität in staatliches Geld garantieren und dessen Recheneinheit übernehmen, um die Akzeptanz ihres Geldes sicherzustellen.

Fälschungen können die Akzeptanz des Geldes ebenfalls gefährden. Im schlimmsten Fall kann das Auftauchen von Fälschungen dazu führen, dass gewisse oder sogar alle Notentypen nicht mehr allgemein akzeptiert werden und somit die Zahlungsmittelfunktion des Bargeldes gefährdet ist. Die Zentralbanken sind daher stark daran interessiert, Fälschern das Handwerk zu legen. Die Banknoten der SNB gehören zu den weltweit fälschungssichersten. Trotzdem hielt die SNB in der Vergangenheit Reserveserien von Banknoten bereit, die beim Auftauchen von Fälschungen die vom Vertrauensverlust betroffene Banknotenserie hätten ersetzen können. Die erste Reserveserie stammte aus dem Jahr 1948, die zweite Reserveserie wurde in den 1980er-Jahren gedruckt. Beide Reserveserien mussten glücklicherweise nie in Umlauf gebracht werden. Auch die zweite Serie wäre mittlerweile bezüglich ihrer Sicherheitsmerkmale veraltet und wurde daher vernichtet. Anstelle des teuren Drucks von Reserveserien ist die SNB dazu übergegangen, aktuelle Notenserien bei Bedarf mit neuen Sicherheitsmerkmalen nachzurüsten. So wird z. B. seit dem Jahr 2000 die Mikroperforation, die zuvor den grossen Noten vorbehalten war, auf sämtlichen Banknoten angebracht, um auch die kleinen Noten besser vor Fälschungen zu schützen.



### *2. Vertrauen in die Wertstabilität des Geldes*

Geld dient nicht nur als Zahlungsmittel, sondern auch als Wertaufbewahrungsmittel. Wenn von Vertrauen in die Wertstabilität des Geldes im Zeitablauf die Rede ist, geht es nicht nur um das eigentliche Zahlungsmittel, sondern generell um alle nominellen Forderungen, die in der gleichen Recheneinheit, d. h. in der gleichen Währung wie das eigentliche Zahlungsmittel, denominiert sind.

Nominelle Forderungen verlieren aufgrund der Inflation real im Zeitablauf an Wert. Je höher die Inflationsrate ist, desto höher sind zudem in der Regel die Schwankungen der Inflation, und einem umso höheren Risiko sind somit langfristige nominelle Forderungen ausgesetzt. Je tiefer die Inflationsrate ist, umso höher ist das Vertrauen in die Wertstabilität des Geldes und umso beliebter ist die entsprechende Währung für die Wertaufbewahrung und als Denominator langfristiger nomineller Verträge.

Es ist nicht ungewöhnlich, dass eine Währung als Zahlungsmittel, jedoch nicht als Wertaufbewahrungsmittel dient. In solchen Fällen ist zwar Vertrauen in die allgemeine Akzeptanz des eigenen Geldes vorhanden, sodass Zahlungen in der Landeswährung abgewickelt werden. Aufgrund hoher Inflationsraten fehlt jedoch das Vertrauen in die Wertstabilität des Geldes. Regierungen und Investoren können sich in solchen Fällen nicht in der Landeswährung verschulden, sondern müssen üblicherweise den Dollar oder den Euro verwenden.

### *2.1 Gold als Anker*

Das Vertrauen in die Wertstabilität des Geldes hängt entscheidend davon ab, wie die Ausweitung der Geldmenge begrenzt werden kann. Bei einem Goldstandard ist die Ausweitung der Geldmenge durch den Bestand an physischem Gold limitiert. Der Wert von Geld, das an Gold gebunden ist, kann langfristig nicht durch staatliche Institutionen inflationiert werden. Die Verwendung von Gold als Anker für das monetäre System schafft somit automatisch Vertrauen in Geld als Wertaufbewahrungsmittel. Bei ungedeckten Papierwährungen ist hingegen langfristig ausschliesslich die Geldpolitik bzw. die Zentralbank für die Ausweitung der Geldmenge bzw. die Höhe der Inflation verantwortlich.

Nicht inflationierbares Geld wird oft als ein Garant für Freiheit und Selbstverantwortung bezeichnet, weil es dem Staat enge finanzielle Grenzen setzt und ihm nicht erlaubt, über eine Ausdehnung der Geldmenge seine Aktivitäten zu finanzieren. Ungedecktes Papiergeld ist daher vielen liberalen Denkern suspekt, so z. B. auch dem Gründer der Progress Foundation, Edward. C. Harwood. Zeitlebens soll sich Harwood gegen die Schaffung von ungedecktem Papiergeld und die Aufblähung der Geldmenge zur Staatsfinanzierung geäussert haben. Nur in der Golddeckung sah er eine Garantie für Geldwertstabilität und eine Sicherung gegen die Gelüste des Staates. Mit seiner kritischen Haltung gegenüber ungedeckten Papierwährungen war Harwood nicht allein. Interessanterweise war auch der spätere Fed-Vorsitzende Alan Greenspan in seinen jungen Jahren ein Verfechter des Goldstandards:

> «In the absence of the gold standard, there is no way to protect savings from confiscation through inflation. There is no safe store of value.»
> Alan Greenspan (1966)

In den Wirtschaftswissenschaften wurde in den vergangenen Jahrzehnten intensiv danach geforscht, unter welchen Bedingungen die Inflation in einem System mit Papiergeld niedrig gehalten werden kann. Dabei hat sich gezeigt, dass die Glaubwürdigkeit der Zentralbank eine entscheidende Rolle spielt. Glaubwürdigkeit bedeutet in diesem Fall, dass das Publikum der Zentralbank vertraut, sich an die angekündigte Politik zu halten, eine tiefe Inflationsrate anzustreben. Je höher das Vertrauen in die Fähigkeit der Zentralbank ist, die Inflation tief zu halten, desto geringer



fällt die gleichgewichtige Inflationsrate schliesslich auch tatsächlich aus. Vertrauen in die Zentralbank verringert somit die Inflation und die mit der Inflation verbundenen Kosten.[3]

### *2.2 Die zentrale Rolle der Unabhängigkeit*

Wissenschaftler und Geldpolitiker haben sich deshalb intensiv mit der Frage beschäftigt, welche Faktoren die Glaubwürdigkeit der Zentralbank bestimmen. Dabei zeigte sich, dass die Unabhängigkeit der Zentralbank von der Regierung, ein verfassungsmässiger oder gesetzlicher Auftrag zur primären Wahrung der Preisstabilität und die Einsetzung eines inflationsaversen Zentralbankers, also eines «konservativen» Zentralbankers, wichtige Determinanten sind. Die Glaubwürdigkeit kann auch durch Anreizmechanismen gefördert werden, die z. B. die Entlöhnung oder die Verlängerung des Arbeitsverhältnisses der Zentralbankspitze direkt vom Erfolg in der Inflationsbekämpfung abhängig machen. Schliesslich muss die Glaubwürdigkeit aber auch durch eine über längere Zeit erfolgreiche Geldpolitik bestätigt werden. Dabei spielen eine geeignete geldpolitische Strategie, meist in Form einer bestimmten Regelbindung, und eine transparente Kommunikation eine wichtige Rolle.[4]

Mittlerweile wurden diese Erkenntnisse in vielen Ländern weitgehend implementiert. So funktionieren heutzutage beinahe alle wichtigen Zentralbanken der Welt als unabhängige Institutionen, streben primär das Ziel der Preisstabilität an, bemühen sich um Transparenz und Aufrichtigkeit in der Kommunikation, verfolgen eine implizit oder explizit regelgebundene geldpolitische Strategie und sind konservativ im Sinne von inflationsavers. Nur die Verwendung von Anreizmechanismen für die Entlöhnung der Zentralbankspitze hat sich als unpraktikabel erwiesen, da zu viele andere Faktoren die Inflationsrate kurz- und mittelfristig beeinflussen, als dass man diese als Massstab des Erfolgs eines bestimmten Zentralbankers verwenden könnte.

Die Geldpolitik gehört zu den wenigen Gebieten, in denen die Erkenntnisse der Wirtschaftstheorie erfolgreich in die Praxis umgesetzt wurden. Nach den weltweit hohen Inflationsraten in den 1970er- und frühen 1980er-Jahren sind die Inflationsraten stark zurückgegangen. Die Zentralbanken haben einen «virtuellen Goldstandard» geschaffen und scheinen heutzutage sehr gut in der Lage zu sein, die Inflationsraten tief und das Vertrauen in die Geldwertstabilität hoch zu halten. Dies beweisen die

weltweit tiefen einstelligen Inflationsraten und die sehr mässigen Inflationserwartungen. Die weltweiten Erfolge in der Inflationsbekämpfung führten schliesslich dazu, dass Alan Greenspan 36 Jahre nach seiner Kritik des ungedeckten Papiergeldes seine Meinung revidierte:

> «The record of the past twenty years appears to underscore the observation that, although pressures for excess issuance of fiat money are chronic, a prudent monetary policy maintained over a protracted period can contain the forces of inflation.» Alan Greenspan (2002)

In der Schweiz wurde die Unabhängigkeit der SNB im Jahr 2000 im Geld- und Währungsartikel in der Bundesverfassung verankert. Im Nationalbankgesetz wurde zudem der Auftrag der SNB zur Wahrung der Preisstabilität explizit festgehalten. Die Unabhängigkeit, der gesetzliche Auftrag, das geldpolitische Konzept und der Leistungsausweis haben der SNB zu einer sehr hohen Glaubwürdigkeit beim Publikum und in den Märkten verholfen. Der Franken hat als Wertaufbewahrungsmittel weltweit eine bedeutende Stellung. Dies zeigt sich unter anderem darin, dass der Schweizer Franken zu den wichtigsten internationalen Emissions- und Anlagewährungen gehört.

Die weltweiten Erfahrungen mit einer Geldpolitik ohne festen Anker beschränken sich auf einige wenige Jahrzehnte, und es könnte verfrüht sein, einen definitiven Schluss zu ziehen. Es scheint jedoch den Zentralbanken bisher gut gelungen zu sein, das Vertrauen in die Wertstabilität ungedeckter Papierwährungen zu garantieren. Langfristig nicht nachhaltige Staatsdefizite in vielen westlichen Industrienationen, kombiniert mit einer fortschreitenden Alterung der Bevölkerung und somit absehbaren finanziellen Belastungen, könnten in Zukunft jedoch für verstärkten politischen Druck auf die Zentralbanken zugunsten höherer Inflation sorgen.

### *3. Vertrauen als Voraussetzung für eine wirksame Geldpolitik*

Vertrauen in eine Zentralbank (bzw. die Glaubwürdigkeit einer Zentralbank) wird heutzutage als ein zentraler Faktor für die Durchführung einer erfolgreichen Geldpolitik anerkannt. Dabei geht es nicht nur um den oben erwähnten Effekt auf das langfristige Niveau der Inflation. Vielmehr erhöht Glaubwürdigkeit auch die Wirksamkeit der Geldpolitik. D. h., eine glaubwürdige Zentralbank kann Inflation und Produktion in



der kurzen Frist präziser steuern. Geldpolitik wirkt hauptsächlich über die Erwartungen über den zukünftigen Verlauf des geldpolitischen Leitzinssatzes. Es ist somit nicht nur die aktuelle Höhe des geldpolitischen Leitzinssatzes, sondern es sind vielmehr die Erwartungen über dessen weitere Entwicklung, die die Finanzmärkte und das Wirtschaftsgeschehen beeinflussen.[5] Glaubwürdigkeit hilft der Zentralbank dabei, den Märkten ihre Vorstellungen über den weiteren Verlauf der Geldpolitik zu kommunizieren. Damit erhöht sich die Präzision, mit der die Zentralbank die Markterwartungen beeinflussen kann, was wiederum die Führung der Geldpolitik erleichtert.

Eine glaubwürdige Zentralbank kann daher nach einem inflationären Schock die Inflation rascher und mit kleineren Kosten für die Volkswirtschaft wieder auf ein tiefes Niveau zurückführen. Die Wirtschaftsteilnehmer passen ihre Erwartungen den Fähigkeiten und den Absichten der Zentralbank an, wenn diese über die nötige Glaubwürdigkeit verfügt. Bei einer hohen Glaubwürdigkeit vergrössert sich auch der Handlungsspielraum einer Zentralbank für eine gewisse Steuerung der Konjunktur: Wenn die Inflationserwartungen aufgrund der hohen Glaubwürdigkeit der Zentralbank stark verankert sind, hat die Zentralbank mehr Freiraum, durch eine entsprechende Geldpolitik die Konjunktur zu glätten, ohne die langfristigen Inflationserwartungen zu bewegen. Dies erlaubt es z. B., bei einer Konjunkturschwäche die Wirtschaft durch eine expansive Geldpolitik zu stützen, ohne sogleich Inflationsängste an den Märkten zu wecken.

Die SNB ist sich der Bedeutung des Vertrauens für die Wirksamkeit ihrer Geldpolitik bewusst. Bei der Gestaltung ihres neuen geldpolitischen Konzepts, das zu Beginn des Jahres 2000 eingeführt wurde, bemühte sich die SNB intensiv darum, die bereits damals hohe Glaubwürdigkeit durch eine Erhöhung der Transparenz weiter zu festigen. Ein wichtiger Bestandteil des neuen geldpolitischen Konzepts ist daher eine offene und umfassende Kommunikationspolitik.[6]

Eine glaubwürdige Geldpolitik verändert das Verhalten der Finanzmärkte. Um langfristig erfolgreich zu sein, müssen sich die Zentralbanken zweier Aspekte bewusst sein. Erstens verlieren die auf den Finanzmärkten gebildeten Preise (d. h. Aktienkurse, Zinsen, Wechselkurse usw.) bei hoher Zentralbankglaubwürdigkeit möglicherweise an Informationsgehalt über zukünftige wirtschaftliche Entwicklungen. Je höher die Glaubwürdigkeit einer Zentralbank ist, desto stärker beeinflussen die

Erwartungen der Zentralbank die Erwartungen der Marktteilnehmer und folglich die Preise auf den Finanzmärkten. Es ist im Extremfall vorstellbar, dass die Finanzmarktteilnehmer einer Zentralbank vollständig vertrauen und dass die Preise an den Finanzmärkten daher genau die Erwartungen der Zentralbank spiegeln.

Zweitens kann ein hohes Vertrauen in die Geldpolitik mit einer Unterschätzung von Risiken und spekulativen Exzessen einhergehen. Dieses Argument geht auf die Österreichische Schule der Volkswirtschaftslehre zurück, die vor allem in der Zwischenkriegszeit sehr prominent war und von Ökonomen wie Ludwig von Mises und Friedrich August von Hayek vertreten wurde. Bei einer hohen Glaubwürdigkeit der Zentralbank kann es geschehen, dass sich Investoren in falscher Sicherheit wiegen. Die Risikoprämien auf riskante Anlagen können auf ungerechtfertigt tiefe Werte sinken. Dies kann die Finanzmarktteilnehmer dazu verleiten, sich zu stark zu verschulden und allzu hohe Risiken einzugehen, was zu spekulativen Übertreibungen in gewissen Wirtschaftssektoren führen kann. Solche Übertreibungen erweisen sich letztlich meist als sehr kostspielig, da grosse Mengen an Kapital falsch investiert werden und das unvermeidliche Ende der Spekulation das Bankensystem und die Gesamtwirtschaft in Mitleidenschaft ziehen kann.

In diesem Zusammenhang stellt sich auch die zurzeit heftig umstrittene Frage, ob und wie eine Zentralbank auf derartige Übertreibungen an den Finanzmärkten reagieren soll.[7] Wichtig ist auf alle Fälle, dass sich Zentralbanken bewusst sein müssen, dass eine expansive Geldpolitik die Tendenz zu spekulativen Exzessen auf den Finanzmärkten mit sich bringt, auch wenn die Konsumentenpreisinflation bzw. die Inflationserwartungen tief bleiben.

### *4. Rasch verspielt*

Vertrauen ist eine wichtige Voraussetzung für ein gut funktionierendes Geldwesen und eine effiziente Geldpolitik. In den vergangenen Jahren haben die meisten Länder grosse Anstrengungen unternommen, das Vertrauen in ihr Geld und in ihre Zentralbanken zu stärken. Zu den wichtigsten Massnahmen gehörten die Gewährung der Unabhängigkeit und die Erteilung eines expliziten Mandats zur prioritären Sicherung der Preisstabilität. Die Zentralbanken selber haben durch einen überzeugenden Leistungsausweis das Vertrauen in ihre Politik zusätzlich gestärkt.



Glaubwürdige Zentralbanken bringen der Volkswirtschaft viele Vorteile. Die Gefahr besteht jedoch, dass das heute vorhandene Vertrauen plötzlich als selbstverständlich hingenommen wird und wichtige Voraussetzungen, die den Aufbau dieses Vertrauens erst ermöglichten, wieder infrage gestellt werden. Dabei muss man sich bewusst sein, dass der Aufbau von Vertrauen in Geld und Geldpolitik langwierig und kostspielig ist, währenddem ein Vertrauensverlust rasch eintreten kann. Zentralbanken und Regierungen müssen daher alles daran setzen, dass die heute guten Voraussetzungen für eine hohe Glaubwürdigkeit der Geldpolitik auch in Zukunft nicht gefährdet werden.

### *Anmerkungen*

1 Für den Zusammenhang zwischen Wirtschaftswachstum und der Entwicklung von demokratischen Strukturen vergl. Friedman (2005).

2 Für seine Arbeiten im Gebiete der Spieltheorie erhielt der amerikanische Mathematiker John Nash 1994 den Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften. Dem breiteren Publikum dürfte Nash aus dem Film «A Beautiful Mind» aus dem Jahr 1998 bekannt sein.

3 Zur Bedeutung der Glaubwürdigkeit für die Höhe der Inflation siehe z. B. Kydland und Prescott (1977), Barro und Gordon (1983) sowie Jordan (2001). Für eine Übersicht über die Kosten der Inflation vergl. z. B. Issing (2000).

4 Für eine Übersicht über die Determinanten der Glaubwürdigkeit von Zentralbanken siehe z. B. Blinder (1999).

5 Zur Funktionsweise der Geldpolitik siehe z. B. Hildebrand (2006).

6 Für eine Beschreibung des geldpolitischen Konzepts der SNB seit 2000 siehe z. B. Jordan und Peytrignet (2000).

7 Siehe z. B. White (2006) oder Borio, English und Filardo (2003) für weitergehende Überlegungen zu diesem Thema.

### *Literatur*

Barro, R. J.; Gordon, D. B.: A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model, Journal of Political Economy 91, 1983, S. 589–610.

Blinder, A.: Central Bank Credibility: Why do we Care? How do we Build it?, NBER Working Paper, No. 7161, 1999.

Borio, C.; English, W.; Filardo, A.: A Tale of Two Perspectives: Old or New Challenges for Monetary Policy, BIS Working Paper, No. 127, 2003.

Friedman, B.: The Moral Consequences of Economic Growth, Alfred A. Knopf, New York 2005.

Greenspan, A.: Gold and Economic Freedom, reprinted in: Ayn Rand: Capitalism, the Unknown Ideal, 1966.

Greenspan, A.: Remarks before the Economic Club of New York, New York, 19. Dezember 2002.

Hildebrand, Ph. M.: Monetary Policy and Financial Markets, Financial Markets and Portfolio Management, 20, 2006, S. 7–18.

Issing, O.: Why Price Stability? Vortrag an der EZB-Konferenz 2000 zum Thema «Why Price Stability?», 2000.

Jordan, Th. J.: Inflation Bias, Output Stabilization and Central Bank Independence, Haupt, Bern 2001.

Jordan, Th. J.; Peytrignet, M.: Die Inflationsprognose der Schweizerischen Nationalbank, Quartalsheft der Schweizerischen Nationalbank, 2, 2001, S. 54–61.

Kydland, F. E.; Prescott, E. C.: Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans, Journal of Political Economy 87, 1977, S. 473–492.

White, W. R.: Is Price Stability Enough?, BIS Working Paper, No. 205, 2006.