

# Corona-Finanzierung in einer Vollgeldordnung

Dr. rer. nat. Timm Gudehus, Hamburg

Zur Finanzierung der Hilfs- und Anlaufprogramme während und nach der Corona-Pandemie benötigen die Staaten in kurzer Zeit Geld in einer Menge, die weit über das reguläre Haushaltsvolumen hinausgeht. Zur Beschaffung dieser extremen Geldmengen bestehen in der *heutigen Geldordnung* unterschiedliche Möglichkeiten, die mit vielen offenen Problemen verbunden sind. In diesem Beitrag wird analysiert, wie sich derart extreme Staatsausgaben in einer zukünftigen *Vollgeldordnung* finanzieren und die offenen Probleme lösen lassen.

## Corona-Finanzierung in der heutigen Geldordnung

In der heutigen Geldordnung besteht die *Verkehrsgeldmenge* (M1), die von den Nichtbanken für ihren Zahlungsverkehr verwendet wird, nur zu einem kleinen Teil aus *Bargeld*, das von der Zentralbank emittiert wird, und zu mehr als 88 % aus *Giralgeld* (2013 im Eurosystem). Giralgeld sind die Guthaben auf den Girokonten bei privaten und öffentlichen Geschäftsbanken, zwischen denen die Zahlungen stattfinden. Sie sind jederzeit fällige Forderungen der Kontoinhaber an die kontoführende Bank. Giralgeld wird erzeugt, wenn eine Bank einem Kontoinhaber einen Geldbetrag gutschreibt für einen gewährten Kredit, für eingezahltes Bargeld oder als Erlös für an die Bank verkaufte Wertpapiere, Güter oder Leistungen. Es wird vernichtet bei einer Kreditrückzahlung, der Auszahlung von Bargeld oder der Bezahlung für gekaufte Wertpapiere, Güter oder Leistungen. Bei Konkurs einer Bank verschwindet das Giralgeld ihrer Kunden. Darin besteht das zentrale Risiko der heutigen Geldordnung.

Neben Bargeld und Giralgeld gibt es das *Zentralbankbuchgeld*. Das sind die Guthaben der Geschäftsbanken, staatlicher Institutionen und anderer Kontoinhaber bei der Zentralbank. Analog zum Giralgeld ist das Zentralbankbuchgeld eine jederzeit fällige Forderung des Kontoinhabers an die Zentralbank. Es entsteht und verschwindet durch Gewährung bzw. Rückzahlung eines Kredits der Zentralbank sowie durch den Kauf bzw. Verkauf von Wertpapieren, Devisen, Gütern oder Leistungen von der bzw. an die Zentralbank. Das Zentralbankbuchgeld kann nur von den Banken und anderen Zentralbankkontoinhabern zum Ausgleich wechselseitiger Zahlungsverpflichtungen verwendet werden. Es kann nicht in den Zahlungsverkehr unter Nichtbanken gelangen, die kein Konto bei der Zentralbank haben. Da eine Zentralbank nicht Konkurs gehen kann, ist das Zentralbankbuchgeld gegen jeden Bankausfall gesichert.

Für ein Corona-Ausgabenprogramm des Staates wird in großer Menge Giralgeld benötigt, das im Zahlungsverkehr der Privathaushalte, Unternehmen und anderer Nichtbanken verwendbar ist. Das benötigte Giralgeld muss sich der Staat über die Geschäftsbanken verschaffen, entweder durch Kredite oder durch den Verkauf neu emittierter Anleihen. Die Staatsanleihen können von den Banken an Nichtbanken weiterverkauft, im Eigenbestand gehalten oder soweit zulässig an die Zentralbank verkauft werden.

Wenn die Banken dem Staat Kredit geben oder Staatsanleihen kaufen, buchen sie den Kreditbetrag bzw. den Kaufpreis auf das Girokonto der zuständigen staatlichen Institution. Auf diese Weise entsteht in großer Menge zusätzliches Giralgeld, das anschließend von den staatlichen Girokonten auf die Girokonten der Empfänger der Corona-Programme fließt. Wird das neue Geld zum Kauf von Gütern und Leistungen ausgegeben, die in ausreichender Menge verfügbar sind, erfüllt es seinen Zweck. Wird es in größerer Menge für knappe Güter und Leistungen ausgegeben, kann es steigende Preise bewirken und Inflation auslösen.

Um ihre Geschäftskosten zu decken und Gewinne zu machen, müssen die Banken für Kredite an den Staat Zinsen in ausreichender Höhe verlangen. Daher sind deren Kredite an den Staat in der Regel kurzfristige Kassenkredite in begrenzter Höhe. Auch das Halten gering verzinsten Staatsanleihen für längere Zeit im Eigenbestand ist für die Geschäftsbanken nicht gewinnbringend und daher unattraktiv.

Der massenhafte Weiterverkauf der Corona-bedingten Staats- und EU-Anleihen an Nichtbanken würde die für andere Kredite verfügbare Giralgeldmenge im Besitz der Nichtbanken deutlich reduzieren und damit die angestrebte Wiederbelebung der Wirtschaft behindern. Andererseits kaufen Privatpersonen und institutionelle Anleger Staatsanleihen nur, wenn deren Verzinsung deutlich höher ist als das Ausfallrisiko und die Kosten für deren Beschaffung, Verwahrung und Verwaltung. Eine dafür ausreichende Verzinsung ihrer Anleihen aber können sich die Staaten wegen der ansteigenden Verschuldung immer weniger leisten.

Einem Verkauf der Staatsanleihen an eine europäische Zentralbank (EZB oder NZB) steht entgegen, dass dieser eine Staatsfinanzierung durch direkten Ankauf von Staatsanleihen ebenso wie durch Kredite grundsätzlich verboten ist. Im Rahmen der Geldpolitik ist jedoch der indirekte Ankauf von Staatsanleihen aus dem Besitz von Nichtbanken und Banken über den sogenannten *Sekundärmarkt* zulässig. Wegen widersprüchlicher, unklarer und fehlender Regelungen ist allerdings umstritten, für welche geldpolitischen Ziele das gilt und ab welcher Höhe und Haltezeit der Kauf von Staatsanleihen durch die Zentralbank eine verbotene Staatsfinanzierung ist.

Schon vor der Corona-Pandemie wurden die Grenzen der Geldpolitik im Zuge der *Quantitativen Lockerung (QE Quantitative Easing)* zur Anregung des Wirtschaftswachstums immer großzügiger ausgelegt und bis in den Bereich von mehr als 1 Billionen Euro nach oben verschoben. Das setzt sich fort bei den jetzt beschlossenen Maßnahmen der Zentralbanken zur Finanzierung der Corona-Programme, gegen die kaum noch der Einwand erhoben wird, das sei unzulässige Staatsfinanzierung. Wenn aber die Zentralbanken den Geschäftsbanken Staats- und EU-Anleihen abkaufen, die diese zuvor vom Staat bzw. von einem EU-Fond gekauft haben, wird deren Konten bei der Zentralbank neu geschaffenes Zentralbankbuchgeld gutgeschrieben. Da dieses nicht an Privathaushalte, Unternehmen und andere Nichtbanken ausgeliehen oder überwiesen werden kann, steigt die Gesamtmenge des Zentralbankgeldes auf den Konten der Banken solange an, wie das Corona-Finanzierungsprogramm läuft.

Wenn schon die Staatsfinanzierung durch den Anleiheankauf der Zentralbank geduldet wird, stellt sich die Frage, warum der Ankauf über die Geschäftsbanken stattfinden muss, die dafür Gebühren nehmen und möglicherweise ein Disagio erhalten. Der Direktankauf der Staatsanleihen durch die Zentralbank wäre einfacher und kostengünstiger. Eine weitere Frage ist, warum nicht auch Direktkredite der Zentralbank an den Staat zulässig sein sollen. Das wäre noch einfacher und auch ohne Zinsen möglich. In beiden Fällen, beim Direktankauf von Staatsanleihen ebenso wie bei einer Kreditvergabe durch die Zentralbank, können die staatlichen Institutionen Zentralbankbuchgeld von ihren Zentralbankkonten auf ihre Girokonten bei den Geschäftsbanken oder auf die Konten anderer Empfänger überweisen. Die Banken sind dann gezwungen, in entsprechender Menge neues Giralgeld zu schaffen und erhalten dafür immer mehr Zentralbankbuchgeld.

Ungeklärt ist, was mit der riesigen Menge Zentralbankbuchgeld in Zukunft geschehen soll, die sich bei den Geschäftsbanken ansammelt. Die dafür anfallenden Strafzinsen werden zu einer immer größeren Belastung der Banken. Die Banken könnten daher versuchen, ihr überschüssiges Zentralbankbuchgeld einander wie einen schwarzen Peter zuzuschieben, indem sie über andere Banken in großem Umfang Aktien, Unternehmensanteile, Immobilien und andere Vermögensgüter aufkaufen. Das würde einen anhaltenden Anstieg der Preise für Vermögensgüter bewirken und weitere unabsehbare Folgen haben.

Völlig ungelöst aber ist das Problem der *Rückzahlung* der Staats- und EU-Anleihen. Da die meisten Staatshaushalte in absehbarer Zeit damit überfordert sind und Steuererhöhungen wegen ihrer negativen Wirkungen auf Konjunktur und Wählergunst vermieden werden, wird stillschweigend angenommen, dass auslaufende Anleihen revolving durch neue abgelöst werden und sich die Schuldenlast in Relation zum Bruttosozialprodukt über die Jahre durch reales Wachstum und/oder durch nominales Wachstum, d.h. durch Inflation, verringert.

Die Probleme der Corona-Finanzierung in der heutigen Geldordnung sind also ein extremer Anstieg der Zentralbankbuchgeldmenge, die ungewisse Rückzahlung der Staatsanleihen und die Gefahr einer zunehmenden Inflation mit unabsehbaren Folgen. Eine weitere Gefahr besteht darin, dass sich Politik und Gesellschaft an die scheinbare Problemlosigkeit einer grenzenlosen Geldschöpfung durch die Zentralbank gewöhnen und davon nicht mehr ablassen.

Trotz der ungelösten Probleme und Gefahren aber ist der Ankauf von Staatsanleihen durch die Zentralbank in der heutigen Geldordnung wohl die beste Möglichkeit zur Finanzierung der staatlichen Corona-Programme. Zur Vereinfachung und Kostenersparnis sollte jedoch der Direktankauf der Corona-bedingten Staatsanleihen durch die Zentralbank erlaubt werden.

### **Corona-Finanzierung in einer Vollgeldordnung**

*Vollgeld* ist das physische *Bargeld* in Form von Münzen und Banknoten und das digitale *Zentralbankbuchgeld* (*CBDC Central Bank Digital Currency*), das auf *Vollgeldkonten* in Form stationärer und mobiler Datenträger gespeichert ist. Das Vollgeld ist in einer reinen Vollgeldordnung für Banken wie für Nichtbanken im gesamten Währungsraum das einzige gesetzlich zugelassene *Zahlungsmittel* und kann nur von der Zentralbank erzeugt werden. Die Vollgeldkonten werden von den dafür zugelassenen Geldbanken und Finanzdienstleistern wie ein Wertpapierdepot außerhalb ihrer Bilanz geführt und sind damit gegen Ausfall durch Konkurs gesichert. Die Einführung, Regeln und Institutionen einer *Vollgeldordnung* sind in einem *Währungsgesetz* festgelegt. Hierzu wurden in den letzten Jahren detaillierte Vorschläge gemacht und Entwürfe zur Diskussion gestellt (Gudehus 2013/2016; Huber 2013/2020; Monetative 2015/2020).

Zur Umwandlung der heutigen Geldordnung in eine Vollgeldordnung gehört eine Umstellung der Bilanzierung des Geldes bei der Zentralbank von forderungsbehaftetem *Passivgeld* (*Kreditgeld*) in forderungsfreies *Aktivgeld* (*echtes Vollgeld*) (Gudehus 2014; Mayer 2014). Die Umwandlung aller Girokonten in Vollgeldkonten und die anschließende Neubilanzierung des gesamten Zentralbankbuchgeldes als Aktivum (wie seit jeher schon das Münzgeld) führt zu einem *Umstellungsgewinn* in Höhe der Summe aller Girokontoguthaben, Bargeldbestände und Zentralbankkontoguthaben. Mit diesem enormen Umstellungsgewinn würden sich die gesamten Finanzierungslasten der Corona-Pandemie ablösen und darüber hinaus ein Großteil der bereits zuvor aufgelaufenen Staatsschulden tilgen lassen (Gudehus 2013).

Nach der Umstellung auf die Vollgeldordnung entstehen mit der Erzeugung von weiterem Vollgeld zur Anpassung an die Wirtschaftsentwicklung bei der Zentralbank jährliche Geldschöpfungsgewinne, die an die Mitgliedstaaten ausgeschüttet und zur Staatsfinanzierung oder Tilgung neu aufgelaufener Schulden verwendet werden können.

Außerplanmäßige Notstandsprogramme, wie im Fall einer Pandemie oder infolge anderer Ereignisse, könnten in einer reinen Vollgeldordnung wie in der heutigen Geldordnung durch Ausgabe von Staatsanleihen oder Aufnahme von Krediten finanziert werden. In einer Vollgeldordnung ohne Giralgeld ist jedoch der massenhafte Verkauf von Staatsanleihen an und die Kreditaufnahme bei Banken und Nichtbanken noch schädlicher als in der heutigen Geldordnung, da das den Kredit-, Anleihe- und Geldmärkten die Liquidität entziehen und die Entwicklung der Wirtschaft drosseln würde. Daher ist es notwendig, im Währungsgesetz der

Vollgeldordnung für Ausnahmesituationen eine befristete Kreditvergabe der Zentralbank an den Staat und den begrenzten Direktankauf von Staatsanleihen durch die Zentralbank vorzusehen und zu regeln. Darüber hinaus besteht in einer Vollgeldordnung die Möglichkeit, dass die Zentralbank einmalig in dem benötigten Umfang neues Geld schöpft und den daraus resultierenden Geldschöpfungsgewinn zweckgebunden an die Mitgliedstaaten ausschüttet.

Über eine außerplanmäßige Geldschöpfung und Gewinnausschüttung ebenso wie über die Aufnahme von *Notstandskrediten* und den Ankauf von *Notstandsanleihen* durch die Zentralbank und deren Höhe, Laufzeit und Zinsen müssen die zuständigen Parlamente mit verfassungsändernder Mehrheit entscheiden. Die Zentralbank hat dabei eine beratende und vorbereitende Funktion. Sie ist diesbezüglich eine weisungsabhängige, ausführende Institution. Weitere Einzelheiten und Durchführungsbestimmungen für die Notstandsfinanzierung sind noch zu erarbeiten.

Die Finanzierung der Corona-Programme und anderer *Notstandsprogramme* in einer Vollgeldordnung hat gegenüber den Möglichkeiten in der heutigen Geldordnung folgende Vorteile: Einfachheit, größere Transparenz, Rechtssicherheit, geringere Kosten, keine Begünstigung der Banken, Steuerbarkeit der Geldmenge und keine Ansammlung von Zentralbankbuchgeld bei den Banken. Hinzu kommen eine bessere Abschätzbarkeit der angestrebten Wirkungen und die Korrigierbarkeit unerwünschter Nebenwirkungen, wie ein sektoraler Anstieg des Preisniveaus. Dazu ist die Entwicklung in den verschiedenen Sektoren der Real- und Finanzwirtschaft zu beobachten und soweit möglich bei der weiteren Vergabe von Hilfszahlungen und Notstandskrediten auszugleichen. Das aber ist Aufgabe der Finanzpolitik und der Parlamente, aber nicht der Zentralbank.

In einer Vollgeldordnung besteht ebenfalls die Versuchung, auch außerhalb extremer Notsituationen durch anhaltende Geldschöpfung der Zentralbank dauerhaft Staatsdefizite zu finanzieren, um schmerzhafte finanz- und steuerpolitische Maßnahmen zu vermeiden: Das würde eine anhaltende hohe Inflation zur Folge haben. Dagegen helfen vorausschauende Regelungen und gesetzliche Beschränkungen nur solange, wie sich Regierungen, Parlamente und Gesellschaft daran halten.

### **Übergang von der heutigen Geldordnung zur Vollgeldordnung**

Für die Einführung einer Vollgeldordnung gibt es zwei verschiedene Möglichkeiten: 1. Stichtageinführung durch Umwandlung aller Girokonten in Vollgeldkonten und Inkraftsetzung der neuen Regelungen an einem vorbestimmten Tag 2. Gleitende Einführung durch Zulassung von Vollgeldkonten auch für Nichtbanken und begleitende Regelung bis zur Abschaffung des Giralgeldes und Beginn einer reinen Vollgeldordnung (Gudehus 2016; Huber 2013).

Seit dem Scheitern der Schweizer Vollgeldinitiative hat infolge der Studien der Schwedischen Nationalbank, der Bank of England und anderer Nationalbanken zur Einführung von digitalem Zentralbankgeld (CBDC) die Wahrscheinlichkeit einer gleitenden Einführung der Vollgeldordnung zugenommen (Huber 2020). Die geplanten CBDC-Konten für alle Wirtschaftsteilnehmer sind nichts anderes als Zentralbankbuchgeldkonten, d.h. Vollgeldkonten. Wenn diese erst einmal zugelassen und wegen ihrer größeren Sicherheit und geringeren Kosten in zunehmendem Ausmaß zur Zahlungsabwicklung und Geldaufbewahrung genutzt werden, kommt es zu einer gleitenden Einführung von Vollgeld, das zunächst parallel zum Giralgeld existiert. Für eine solche Umstellung wird in großem Umfang Zentralbankbuchgeld benötigt, das sich nach den QE-Programmen und infolge der Corona-Finanzierung in zunehmender Menge im Besitz der Banken befindet.

Es fehlt noch die Ausarbeitung geeigneter Regelungen und eines Währungsgesetzes zur abschließenden Einführung einer Vollgeldordnung durch Umstellung aller Girokonten in Voll-

geldkonten und Neubilanzierung des Geldes in der Zentralbankbilanz, um damit die Umstellungsgewinne und die Finanzierung der Corona-Programme und anderer Notstandsprogramme zu ermöglichen. Dazu möchte dieser Beitrag anregen.

## **Literatur**

Gudehus, T (2013), Geldordnung, Geldschöpfung und Staatsfinanzierung, ZfW Zeitschrift für Wirtschaftspolitik 62/2 194-222

Gudehus T. (2016), Neue Geldordnung, Notwendigkeit, Konsequenzen und Einführung, essentials, SpringerGabler, Wiesbaden

Huber J. (2013); Monetäre Modernisierung, Die Zukunft der Geldordnung, Vollgeld und Monetative, 3. Auflage, Metropolis-Verlag, Leipzig

Huber J. (2020); Digitales Vollgeld (CBDM) und andere Beiträge zum Vollgeldkonzept, [www.vollgeld.de](http://www.vollgeld.de)

Mayer Th. (2014), Die Neuordnung des Geldes. Warum wir eine Geldreform brauchen, Finanzbuchverlag, München

Monetative (2015/2020); Initiativerklärung des Monetative e.V., Berlin, [www.monetative.de](http://www.monetative.de)

Vollgeldinitiative Schweiz (2015); Verein Monetäre Modernisierung (MoMo), Wagrigen, [www.vollgeldinitiative.ch](http://www.vollgeldinitiative.ch)

Hamburg, den 19. November 2020

Timm Gudehus

[www.TimmGudehus.de](http://www.TimmGudehus.de)