

## Stefan Eichler\* und Marcel Thum\*\* Libra – Totengräberin für gescheiterte Währungen, Herausforderung für gute Regulierung



Stefan Eichler



Marcel Thum

Als Facebook am 18. Juni 2019 die Kryptowährung Libra ankündigte, löste der Social-Media-Gigant eine riesige Medienresonanz rund um den Globus aus. Die Reaktionen reichten – wie schon bei früheren Debatten um Bitcoin und andere Blockchain-Währungen – von nahezu hysterischer Hype bis quasi reflexhafter Ablehnung. Bislang ist das Design der Kryptowährung Libra nur in Grundzügen bekannt. Viele Details sind trotz der Veröffentlichung eines White Paper der Libra Association (Libra 2019) wie auch der umfangreichen Begleitpapiere (vgl. z.B. Baudet et al. 2019; Catalini et al. 2019) bisher weitgehend unklar, vermutlich nicht einmal innerhalb der Libra Association geklärt. Daher kann dieser Beitrag auch nur eine sehr vorläufige und in Teilen spekulative Einschätzung des Potenzials und der Risiken der Kryptowährung Libra liefern.

### WAS IST NEU AN LIBRA?

Kryptowährungen sind nicht neu. Bitcoin gibt es seit mehr als zehn Jahren und ist zumindest seit zwei bis drei Jahren einer breiteren Öffentlichkeit bekannt. Tausende weitere Kryptowährungen wurden bisher an den Markt gebracht; bis dato leiden diese digitalen Währungen jedoch unter extremen Wertschwankungen und unter fehlender Akzeptanz im Zahlungsverkehr. Warum hat gerade Libra so viel mehr Aufmerksamkeit auf sich gezogen als alle anderen Produkte in diesem Bereich? Zentrale Gründe hierfür sind zum einen, dass mit Facebook einer der großen Social-Media-Akteure die Initiative übernommen hat. Facebook hat weltweit über 2,3 Mrd. aktive Nutzer; rund 1,5 Mrd. Menschen nutzen Facebook mindestens einmal täglich. Zum anderen hat Facebook – bzw. die für das Projekt gegründete Tochterfirma Calibra – 27 weitere, einflussreiche Firmen wie Mastercard, Visa, Uber, Spotify, Ebay und PayPal als gleichberechtigte Partner an Bord geholt. Zusammen bilden sie die »Libra Association«, die langfristig auf 100 Mitglieder anwachsen soll. Die erste Neuerung von Libra im Vergleich zu früheren Kryptowährungsprojekten ist schlicht die große Konsumentenbasis, mit der die Libra Association schon in Kontakt ist.

Libra weicht aber auch in zahlreichen anderen Dimensionen von Bitcoin & Co. ab. Der wichtigste Unterschied ist, dass jede Libra-Einheit mit Bankeinlagen und kurzfristigen Staatsanleihen in gängi-

gen Währungen als Reserve hinterlegt ist. Anders als bei Currency Boards wird Libra nicht an eine einzige liquide Währung gekoppelt, sondern an einen Währungskorb, in dem sich – bis auf mögliche diskretionäre Anpassungen – in fest definierten Anteilen gängige Währungen wie Dollar, Euro oder Britisches Pfund befinden sollen. Das Konzept ähnelt daher eher den Sonderziehungsrechten des IWF (vgl. Bofinger 2019). Damit ist der Wert der Libra durch den Wert der Währungen gegeben, während bei Bitcoin der Wert nur von den Erwartungen der Anleger abhängt. Interessant sind auch die Unterschiede bei der Geldmenge: Während die Menge an Bitcoins exogen vorgegeben ist, soll die Menge an Libra von der Nachfrage abhängen. Wenn ein zusätzlicher Nutzer eine nationale Währung in Libra umtauschen will, wird der Betrag der nationalen Währung in Bankeinlagen und kurzfristigen Staatsanleihen des Währungskorbs angelegt und im entsprechenden Umfang neues Libra-Geld geschaffen. Im Gegensatz zu etablierten Währungen wie Euro oder US-Dollar würde die Menge an Libra also nur von der Geldnachfrage abhängen. Eine Steuerung des Geldangebots, wie sie von EZB oder Federal Reserve mit dem Ziel der Stabilisierung von Inflation und Wirtschaftswachstum betrieben wird, ist nicht vorgesehen. Durch die Notierung der Libra an Devisenmärkten soll die Umtauschmöglichkeit der digitalen Währung gegen traditionelle Währungen sichergestellt werden. Die dort gebildeten Wechselkurse sollten im Regelfall die Reservegewichte widerspiegeln.

Schließlich unterscheiden sich auch die Mechanismen, mit denen sichergestellt wird, dass bei einer Überweisung der entsprechende Betrag tatsächlich dem Empfänger gutgeschrieben wird. Bitcoin basiert auf dem »Proof-of-work«-Prinzip. Dabei wird – vereinfacht gesagt – jede Überweisung in der Blockchain, einer Kette von Textdateien, festgeschrieben. Damit diese Textdateien nicht manipuliert werden, wird ein Prüfwert (*Hash*) erzeugt. Diesen Prüfwert zu ermitteln, ist rechentechnisch aufwendig. Tausende, inzwischen meist hochspezialisierte Computerfarmen weltweit konkurrieren darum, als erste den nächsten gültigen Prüfwert zu erzeugen. Das Bitcoin-System ist dabei so angelegt, dass der Schwierigkeitsgrad für die Ermittlung des Prüfwertes steigt, je mehr Rechenkapazität weltweit auf die Ermittlung des Prüfwertes verwandt wird. Dieses dezentrale Kontrollsystem ist zwar sicher, aber auch sehr teuer (vgl. Thum 2018). Inzwischen hat die Ermittlung der Prüfwerte mehr als 10 Mrd. US-Dollar verschlungen. Das Libra-System soll hingegen auf dem »Proof-of-stake«-Prinzip basieren. Jede Ergänzung der Blockchain durch eine Überweisung erfordert die Zustimmung einer Supermehrheit von zwei Drittel der Prüfer (*validators*). Prüfer sind anfänglich die 28 Gründungsmitglieder der Libra Association, die aufgrund ihrer Geschäftsinteressen und aufgrund ihrer Investitionen in Libra einen Anreiz haben, ein vertrauenswürdiges System aufzubauen.

\* Prof. Dr. Stefan Eichler ist Professor für Internationale Monetäre Ökonomik an der TU Dresden.

\*\* Prof. Dr. Marcel Thum leitet die Dresdner Niederlassung des ifo Instituts für Wirtschaftsforschung und ist Professor für Finanzwissenschaft an der TU Dresden.

## WER PROFITIERT VON LIBRA?

Da noch unklar ist, wofür Libra primär genutzt wird, ist auch schwer vorherzusagen, woraus die Nutzer von Libra die größten Vorteile ziehen. Im Gegensatz zu Bitcoin dürfte das *Spekulationsmotiv*, d.h. die Hoffnung auf rasche Wertsteigerungen, keine Rolle spielen, schließlich ist der Wert der Libra durch den Wert des zugrunde liegenden Währungskorbes definiert. Dafür könnte das *Transaktionsmotiv* eine nennenswerte Rolle spielen. Der einfache Zugang über die vorhandenen Plattformen der Libra-Mitglieder, die hohe Transaktionsgeschwindigkeit und -sicherheit sowie die geringen Kosten könnten die Kunden dazu veranlassen, Überweisungen über Libra abzuwickeln. Libra wäre dann lediglich ein Intermediär, der die Transaktionen erleichtert, wie dies – auf andere Art – auch Paypal und einige FinTechs versuchen. Für ein globales Zahlungssystem, das weltweit auch für kleine Transaktionen genutzt wird, könnten die Kapazitäten, die Libra bereithält, auf Dauer knapp bemessen sein. Libra ist auf maximal 1 000 Transaktionen pro Sekunde ausgelegt (vgl. Arnsden et al. 2019). Visa, das nur einen Teil der Welt bedient und in vielen Ländern (noch) nicht für Mikrozahlungen genutzt wird, erledigt im Durchschnitt 1 700 Transaktionen pro Sekunde; die maximale Kapazität von Visa ist aber noch deutlich höher. Schließlich könnte Libra aber auch *Portfoliozwecken* dienen. In Ländern mit instabiler Währung und dem Risiko staatlicher Eingriffe könnte Libra dazu genutzt werden, einen Teil des liquiden Vermögens in einer relativ sicheren, stabilen Korbwährung zu halten.

Insbesondere für *Schwellen- und Entwicklungsländer* mit schwachen finanziellen Infrastrukturen und weichen Währungen drängen sich die Vorteile der Libra auf. Die Libra Association nennt 1,7 Billionen Menschen ohne klassisches Bankkonto als Zielgruppe (vgl. Libra 2019). Diesen Menschen Zugang zum Finanzsystem und zu (internationalen) Überweisungen ohne nennenswerte Transaktionskosten zu ermöglichen, wäre ein weitreichender Schritt in der wirtschaftlichen Entwicklung dieser Länder. So könnte die Libra in diesen Ländern auch der Startpunkt für die Entwicklung eines alternativen, digitalen Finanzsystems sein. Auf Basis der Libra könnten neue digitale Finanzplattformen entstehen, die Einlage- und Kreditgeschäfte in Libra anbieten und damit neue Finanzierungsmöglichkeiten für die im Durchschnitt relativ armen Bürger und kleinen Unternehmen erschließen, die sich bis dato nicht oder nur zu horrenden Zinsen Finanzmittel besorgen können. Der Markteintritt solcher Libra-basierter Finanzplattformen würde dadurch erleichtert, dass sie auf eine große Nutzerbasis existierender Plattformen der Libra Association zugreifen, regulatorische Lücken ausnützen und Kostenvorteile gegenüber traditionellen Finanzintermediären generieren könnten.

Auch wenn die Libra Association die Vorteile für die Menschheit in den Vordergrund rückt, ist das Engagement der beteiligten Unternehmen natürlich nicht nur altruistisch. Bei erfolgreicher Platzierung des Systems fallen *Geldschöpfungsgewinne* an, indem die Libra Association als Gegenwert für die Ausgabe unverzinslicher Libra verzinsliche Staatspapiere oder Bankeinlagen akquiriert. In einer Beispielsrechnung mit 1 Mrd. Libra-Nutzer, die im Durchschnitt für 1 000 US-Dollar Libra halten, kommt Mayer (2019) trotz der aktuell niedrigen Verzinsungen kurzfristiger Staatsanleihen, mit denen die Kryptowährung unterlegt werden soll, auf einen Geldschöpfungsgewinn von 7,5 Mrd. US-Dollar pro Jahr. Profitabel könnte das Projekt aber auch wegen der damit zu gewinnenden Nutzerdaten sein. Denn schließlich werden alle Transaktionen in der Blockchain gespeichert. Zahlungs- und Güterströme lassen sich damit ebenso analysieren wie die Zahlungsmoral von Kunden. Libra könnte zudem den Aufbau eines digitalen Marktplatzes à la Amazon befördern, da sich letztendlich alle Transaktionen eines Libra-Nutzers nachvollziehen lassen (vgl. Dölle 2019).

## WO LIEGEN DIE GEFAHREN FÜR DIE KUNDEN?

Geld basiert seit jeher auf Vertrauen. Um Vertrauen in die neue Währung sicherzustellen, soll jede Libra fest durch einen Korb etablierter Währungen gedeckt sein, den die Libra Association in der Schweiz verwaltet. Während im Normalfall der Umtausch von Euro in Libra am Devisenmarkt stets gewährleistet sein sollte, könnte ein Rücktausch in finanziellen Stresssituationen problematisch sein. Bis dato ist kein Einlöseanspruch der Kunden gegen das Libra-Konsortium vorgesehen (vgl. Catalini et al. 2019). Stattdessen sollen Angebot und Nachfrage am Devisenmarkt und die »autorisierten Händler« des Netzwerks einen Rücktausch sicherstellen.

Das Libra-Konsortium verweist darauf, dass der Wert der Libra durch die quotierte Unterlegung mit etablierten Währungen stets sichergestellt sei, ein Argument, das auch bei Goldstandard oder Currency Boards wie dem Hongkong-Dollar angeführt wird. Trotz dieser mechanischen Wertunterlegung könnten die Geldhalter das Vertrauen in die Werthaltigkeit der Reserven verlieren, etwa wenn (wichtige) Mitglieder des Systems ausfallen oder ein Datenskandal gewahrt wird. In Finanzkrisensituationen hat die Hongkonger Zentralbank bereits häufig intervenieren müssen, um den festen Wechselkurs zum US-Dollar am Markt aufrechtzuerhalten, obwohl der Hongkong-Dollar fest mit US-Dollar unterlegt ist. In ähnlichen Notfällen könnte das Libra-Konsortium – entgegen den eigenen Ankündigungen (vgl. Catalini et al. 2019) – doch Teile seiner Reserven verkaufen, um den Wert der Libra gegenüber dem definierten Währungskorb zu stützen. Wenn die Investoren nicht fest darauf vertrauen können, dass es nie zu solchen Stützungskäufen kommt,

unterläge Libra ähnlichen Risiken wie existierende Festkursregime. Ein massiver Verkauf der Reserven führt zu fallenden Kursen und damit einer Verringerung des Wertes der restlichen Reserven. Um sich vor so einer Abwärtsspirale abzusichern, würden alle Anleger versuchen, sich aus dem Libra zurückzuziehen; das Libra-Regime wäre damit am Ende.

Aber auch wenn es der Libra Association gelingt, solche Stützungskäufe glaubwürdig auszuschließen, bleibt das Problem der Preisschwankungen, denen die Reservegegenstände, insbesondere Staatsanleihen, im Krisenfall unterliegen. Selbst wenn die autorisierten Händler bei einem Run auf die Libra die Reserven der Association in Anspruch nehmen könnten und damit qua Konstruktion ausreichend eintauschbares Vermögen verfügbar wäre, bleibt dem Anleger ein Risiko: Da die Association das Vermögen nicht nur in Geld, sondern auch in geldähnlichen Anlagen wie kurzfristigen Staatspapieren halten will, bestünde – bei großer Verbreitung der Libra – ein Stock-Flow-Problem. Zwar kann jeder einzelne Nutzer zum herrschenden Marktpreis Libra (und damit die dahinterliegenden kurzfristigen Staatspapiere) in heimische Währung umtauschen. Würde die Libra Association bei einem Run jedoch große Mengen der Staatspapiere auf einen Schlag auf den Markt bringen, würde sie damit deren Preis nach unten drücken.

Am Devisenmarkt könnte Libra für internationale Investoren wegen der diversifizierten Währungsreserven zu einer attraktiven Währung mit relativ geringen Wechselkursschwankungen aufsteigen. Natürlich geht der einheimische Libra-Investor ein *Währungsrisiko* ein, denn Libra ist nicht nur an den Euro, sondern an einen breiten Währungskorb gekoppelt, in dem eben auch US-Dollar, Yen etc. enthalten sind.

*Strukturelle Veränderungen am Devisenmarkt* könnten durch eine starke Verbreitung der Libra die Folge sein. Die meisten Transaktionen werden heute wegen der niedrigen Transaktionskosten im US-Dollar abgewickelt. Kleinere Wechselkurspaare, wie albanischer Lek zu argentinischer Peso, werden selten für Transaktionen genutzt. Viel häufiger findet ein Tausch Lek zu US-Dollar, US-Dollar zu Peso statt. Sollte sich die Libra als neue, zusätzliche Vehicle Currency etablieren, könnte die Liquidität in den US-Dollar-Wechselkursen sinken und in kleineren Wechselkurspaaren noch weniger Handel abgewickelt werden. Insgesamt könnte so Transparenz und Liquidität in jedem Teilmarkt sogar sinken.

## EINE HERAUSFORDERUNG FÜR DIE STAATLICHE GELDORDNUNG

Weltweit hat sich eine staatliche Geldordnung etabliert, in der eine (mehr oder weniger) staatliche und doch unabhängige Zentralbank Geld schöpft und das Finanzsystem staatlich reguliert ist. Dieses System hat sich umso mehr bewährt, je besser und demo-

kratischer die politischen Institutionen verfasst sind und je unabhängiger die Zentralbank ist. Die Libra kann diese staatliche Geldordnung bedrohen, weshalb von Regierungen, Zentralbanken und Regulierern überwiegend negative Verlautbarungen zur Libra kommuniziert werden. Am aggressivsten wird die Kritik gegen Libra in den USA vorgetragen, wo im Kongress mit dem »Keep Big Tech out of Finance Act« eine Gesetzesinitiative lanciert wurde, die zum Ziel hat, großen Internetkonzernen einen Markteintritt in die Finanzindustrie zu verwehren.

Während in der öffentlichen Diskussion Risiken wie Geldwäsche und Terrorfinanzierung mit der Libra angeführt werden, liegen die großen ökonomischen Herausforderungen in den Bereichen Geldpolitik und Staatsfinanzierung. Die Vision der Protagonisten der Libra ist die Schaffung einer globalen, dezentralisierten, privaten Währung, die von der Libra Association mit Sitz in der Schweiz in Umlauf gebracht wird. Auf den Wert einer nationalen Geldpolitik, die auf die spezifischen Konjunkturzyklen eines Landes reagieren kann, wird gar nicht eingegangen. Bei einer starken Verbreitung der Libra würde die offizielle einheimische Währung immer seltener verwendet. Die Wirkung der einheimischen Geldpolitik würde abnehmen, die Inflation ließe sich immer weniger steuern und würde tendenziell volatil. Im Extremfall könnten manche Länder die einheimische Währung gar zugunsten der Libra aufgeben. So hat bspw. Ecuador im Jahr 2000 den Sucre aufgegeben und stattdessen den US-Dollar als nationales Zahlungsmittel eingeführt. Mit dem Verlust oder einer geringeren Effektivität der nationalen Geldpolitik würde der Staat ein wichtiges Instrument der Konjunkturpolitik verlieren. Stärkere Booms und Rezessionen könnten die Folge sein.

Die *Finanzierung der Staatsschulden* würde ebenfalls schwieriger.<sup>1</sup> Die einheimische Zentralbank ist in den meisten Staaten der größte Käufer von Staatsanleihen. Findet die Libra in einem Land große Verbreitung, kann die einheimische Zentralbank weniger eigene Währung in Umlauf bringen, mit der Konsequenz, dass sie weniger Staatsanleihen als Deckung der nationalen Währung nachfragt. Die Regierung muss dann andere Nachfrager für ihre Staatsanleihen finden.

Auch für die *nationale Finanzstabilität* kann die Libra zum Problem werden. Traditionelle Banken könnten durch die Konkurrenz eines alternativen Libra-Finanzmarkts in Schieflage geraten. Unter Effizienzgesichtspunkten muss eine solche Verdrängung traditioneller Banken nicht negativ sein, wenn damit eine neue, billigere Technologie eine alte, teure ablöst. Viele Branchen mussten in der Vergangenheit mit radikalen Innovationen zurechtkommen – letztendlich zum Nutzen der Verbraucher. Problematisch ist der Wandel jedoch, wenn damit effiziente

<sup>1</sup> Das ist zunächst für die Regierungen ein Problem; für die Bürger können sich langfristig auch Vorteile ergeben, wenn exzessive Verschuldung dadurch verhindert wird.

Regulierungen wie Eigenkapital- und Liquiditätsstandards unterlaufen werden. Ein noch schärferer Wettbewerb würde im gegenwärtigen Niedrigzinsumfeld die Margen traditioneller Banken weiter erodieren lassen und damit das Risiko von Bankausfällen erhöhen. Zudem könnte die Libra Überweisungen ins Ausland gegebenenfalls unter dem Radar der nationalen Regulierer ermöglichen, was sie zum Schlupfloch für Kapitalverkehrskontrollen machen könnte. Die Verhinderung von Kapitalflucht im Umfeld einer Finanzkrise würde mit der Libra somit schwerer. Eine erfolgreiche Libra könnte zudem einen neuen grauen Kapitalmarkt ohne staatliche Kontrolle entstehen lassen, der mit riskanten, intransparenten Geschäften und hohen Verschuldungsgraden zum Risiko für Finanzstabilität werden könnte.

Bei allen Risiken kann die Entpolitisierung und Entnationalisierung des Geldes durch die Libra auch segensreich sein. In vielen Entwicklungs- und Schwellenländern wird die Zentralbank als verlängerter Arm der Regierung missbraucht, was zu Inflation, Währungsabwertung und realer Entwertung von Sparvermögen führt. Mit der Libra könnten sich die Bürger dieser Art der finanziellen Repression entziehen. Gerade die Ärmsten haben in den meisten Schwellen- und Entwicklungsländern keinen Zugang zum Finanzsystem, müssen für Kredite horrenden Zinsen zahlen oder hohe Gebühren für Auslandsüberweisungen berappen. Die Befreiung von den Fesseln eines unterentwickelten staatlich beeinflussten Finanzsystems würde in diesen Fällen zum philanthropisch gezeichneten Selbstbild der Libra Association passen: »Libra's mission is to enable a simple global currency and financial infrastructure that empowers billions of people.« (Libra 2019).

## LITERATUR

---

- Arnsden, Z. et al. (2019), *The Libra Blockchain*, Calibra, mimeo.
- Baudet, M., A. Ching, A. Chursin, G. Danezis, F. Garillot, Z. Li, D. Malkhi, O. Naor, D. Perelman und A. Sonnino (2019), *State Machine Replication in the Libra Blockchain*, Calibra.
- Bofinger, P. (2019), »Finger weg von Facebooks Währung!«, *Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung*, 30. Juni.
- Catalini, C., O. Grady, J. M. Hou, S. Parasuraman und N. Wernerfelt (2019), *The Libra Reserve*, Calibra, mimeo.
- Dölle, M. (2019), »Ungleiche Brüder – Wie viel Bitcoin in Facebooks Libra steckt«, *ct* (16), 40–41.
- Libra (2019), *An introduction to Libra*, White Paper, Libra Association.
- Mayer, T. (2019), *A digital Euro to compete with Libra*, *Macroeconomics* 02/07/2019, Flossbach von Storch Research Institute.
- Thum, M. (2018), »Die ökonomischen Kosten des Bitcoin-Mining«, *ifo Schnelldienst* 71(2), 18–20.