

Below is the press release (in German) from the initiative committee regarding my paper and my responses (in English). This press release is pure defamation (Verleumdung), with false or absurd accusations and personal attacks. Notice that the press release is mainly related to the slides in German I used for a presentation and not the paper itself, which is more complete and precise than the slides.

### **Harte Kritik an bezahlter Banken-Studie über Vollgeld**

**Zürich - Die von der Bankiervereinigung vorgestellte Studie über die Folgen der Vollgeld-Initiative enthält trotz des wissenschaftlichen Anstrichs zahlreiche Fehler und Missverständnisse. Vollgeld-Kampagnenleiter Thomas Mayer findet klare Worte: "Diese Gefälligkeitsstudie ist reine Abstimmungspropaganda, aber kein ernstzunehmender Beitrag zur öffentlichen Diskussion über die Vollgeld-Initiative.**

Mr. Mayer insults my academic paper arguing it is pure propaganda. Why should I write a propaganda paper as I have no stake in the banking sector? Do I really want to destroy my academic reputation?

**Wenigstens sind die dahinter stehenden Interessen transparent." Die Vollgeld-Initiative will, dass alles Geld von der Nationalbank geschöpft wird. Dagegen wehrt sich die Bankiervereinigung und will, dass die Banken ihr wettbewerbsverzerrendes Privileg der Geldherstellung behalten.**

### **Bankier-Professor ignoriert aktuelle wissenschaftliche Literatur**

This is a clear personal attack: they call me a "professor-banker" and claim that I ignore the current academic literature. Actually, one of my main points is that the initiative ignores the academic literature. So it is grotesque that they accuse me of their own big weakness. As for the term "professor-banker", this is simply a way of insulting me as I have never worked for a bank.

Der Autor der Studie, Prof. Philippe Bacchetta, wirft der Vollgeld-Initiative vor, diese habe "keine wissenschaftliche Grundlage" (Präsentation S. 17). Es gäbe kaum wissenschaftliche Literatur dazu (Studie S. 2) und "die meisten Analysen wurden von inzwischen verstorbenen Ökonomen aus einer anderen Epoche erstellt." (Präsentation S. 23). Diese Zitate zeigen, dass Prof. Bacchetta die vielfältige aktuelle wissenschaftliche Literatur gar nicht kennt. Zum Beispiel untersuchte das Wirtschaftsprüfungsinstitut KPMG Island in einer Metastudie 14 akademische Studien über die Vollgeldreform, die zwischen 2010 und 2016 erschienen sind. Die Studien zeigen, dass Vollgeld mehr Arbeitsplätze, sichere Konten und Wirtschaftswachstum generiert. In dem Bacchetta-Papier finden diese Studien keine Erwähnung.

My claim is that there is no academic support for the Swiss initiative. There is no study that shows its benefits for Switzerland and there is no body of peer-reviewed academic work that supports the idea of sovereign money. The initiative committee makes the absurd claim that I do not know the literature because I do not mention a report written by KPMG, a consulting firm (notice that the report was issued in 2016 and therefore could not be a justification for an initiative proposed in 2014). The KPMG report indeed describes 14 papers, including the Benes-Kumhof paper that I discuss in details. But none of these papers deals with Switzerland! None of these papers is published in a known peer-reviewed journal! And most of these papers do not deal with

sovereign money, but with full reserve requirements! Finally many of these studies show that full reserve requirements or sovereign money can have serious negative effects. For example, citing the KPMG report, it can imply: "Possible general loss of economic efficiency; threat of lack of savings to be lent by banks into the economy; debt-free money has some serious flaws, most notably the risk of high and fluctuating rate of interest, possible lack of private investment and high and/or fluctuating level of employment; would do little to enhance financial stability and could well lead to growth of the shadow banking system; etc.". In any case, I will cite the KMPG report in the next version of my paper.

Prof. Bacchetta schafft es nicht einmal das Standardwerk "Monetäre Modernisierung" von Prof. Joseph Huber, einem Vordenker für die Vollgeldreform, zu zitieren, sondern zieht stattdessen ein alte und kurze Publikation von Prof. Huber heran, um dann zu kritisieren, dass darin nicht alle Fragen beantwortet seien.

Prof. Huber, a German sociologist, is indeed the major ideologue behind Vollgeld and I cite some of his work. But the goal of my paper was to look for academic work related to these ideas, and not to describe this ideology since this is already done by the initiative committee.

### **Studie von IWF-Ökonomen wird falsch dargestellt**

Zwei IWF-Ökonomen haben 2012 in einer Modellrechnung die Vorteile von Vollgeld nachgewiesen. Prof. Bacchetta behauptet nun, dass dieses IWF-Papier nicht für die Vollgeld-Initiative herangezogen werden könne, da in dem von den IWF-Mitarbeitern zugrunde gelegten Modell die schuldfreie Auszahlung von neuem Geld an den Staat und die Bürgerinnen und Bürger sowie die Steuerung der Geldmenge durch die Zentralbank nicht enthalten sei (Präsentation S. 8, 11). Das ist aber falsch, diese beiden Aspekte der Vollgeldreform gehören zu den Kernelementen der IWF-Studie, was jeder leicht nachlesen kann. Thomas Mayer: "Die Bankiervereinigung betreibt eine bewusste Irreführung der Öffentlichkeit."

Here again Mr. Mayer makes a grotesque accusation since it is the initiative committee that is misleading the public when talking about the IMF paper (IWF-Papier). For example, they claim that the "IWF bestätigt positive Wirkungen der Vollgeldreform", but in on the cover page of that paper it is explicitly written that "This Working Paper should not be reported as representing the views of the IMF. The views expressed in this Working Paper are those of the author(s) and do not necessarily represent those of the IMF or IMF policy."

The initiative committee wrongly characterizes my claims on that paper as they clearly misunderstood my slides. They should have read the paper instead of simply looking at the slides. In my paper I explain in details why the Benes-Kumhof is not relevant for the Swiss initiative, since the model used does not fit the Swiss economy and the experiment conducted in that paper is different from the proposed text to vote on. The committee should also have read the Benes-Kumhof paper in details. In that paper, the fiscal policy is basically not affected by the reform and the central bank assets are used to buy back existing debt. The Swiss initiative does not foresee explicitly a debt buyback and there is a risk of affecting fiscal policy, as I describe in the paper.

### **Keine höheren Kosten für Kunden**

Prof. Bacchetta behauptet weiter, dass die Kunden für Vollgeld-Konten mehr bezahlen müssten. Auch diese Aussage kann entkräftet werden: Nach der Vollgeld-Umstellung sind höhere Kontogebühren unwahrscheinlich, da erstens der Markt - genau wie heute - spielt und die Banken gegeneinander konkurrieren müssen. Das günstigste Vollgeld-Konto würde also das beliebteste. Zweitens entstehen den Banken in Zeiten des Null-Zinses

durch Vollgeld keine höheren Kosten. Denn ob eine Bank kostenlos selbst Geld schöpft oder zu Null Prozent Zins von der Nationalbank leiht, macht für sie keinen Unterschied. Deshalb verlieren sie mit der Vollgeldreform auch nichts und müssen auch keine zusätzlichen Kosten an die Kunden weiterverrechnen.

If interest rates increase compared to today, depositors would never see any interest rate on their deposits. Therefore they would suffer under the Vollgeld system. This reasoning seems pretty simple, but it is rejected by the initiative committee. Obviously, if interest rates never increase again, this would make little difference for depositors.

### **Traue keiner Statistik, die du nicht selbst...**

Die zentrale Aussage von Prof. Bacchetta bezieht sich auf die volkswirtschaftlichen Kosten der Vollgeld-Initiative. Er behauptet, dass sich die Kosten auf etwa 0,8 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP) belaufen würden (Präsentation S. 8). Diese Zahl ist unsinnig, schon allein aus folgenden vier Gründen:

Again this comment is based on my slides (but not on p. 8) and not on the paper.

1. Die Berechnung bezieht sich auf den Zeitraum 1984 bis 2006, einen Zeitraum mit wesentlich höheren Zinsen (im Durchschnitt 4 Prozent auf Staatsanleihen). Dieser Zeitraum hat aber sehr wenig mit der gegenwärtigen Situation nach der Finanzkrise 2008 mit Null- und Negativzinsen zu tun. Warum nur bezieht sich Prof. Bacchetta nicht auf die Jahre 2007 bis 2017? Die Antwort gibt die Bankiervereinigung in ihrer Präsentation selbst: "In der aktuellen Situation sind die Auswirkungen vernachlässigbar: Zinsen bewegen sich um Null herum und die Höhe der Reserven bei der SNB entspricht ungefähr der Höhe der Sichteinlagen." (S. 12) In Klartext übersetzt: Vollgeld kostet den Banken und Bankkunden nichts, die Zahl 0,8% des BIP ist reine Angstmacherei.

This is an empty comment. The main point of the quantitative analysis is to show that there is a negative impact on net for the Swiss economy and that depositors are likely to suffer more than banks. The precise numbers clearly depend on the interest rate level. In the paper I look at 2 scenarios. The case 1984-2006 with higher interest rate and the current case with about zero interest rate: see Table 1 in the paper. Indeed in the zero interest rate scenario the impact is negligible and this is clearly written in the paper and in the slides.

2. Prof. Bacchetta berücksichtigt nicht, dass mit der Vollgeldreform niemand auf Zinseinkünfte verzichten muss. Zwar gibt es bei Vollgeld auf Privatkonten keinen Zins mehr, da Buchgeld wie Bargeld wird, aber jederzeit können die Kunden über ein Sparkonto den Banken Geld gegen Zinsen verleihen und damit Zinseinnahmen erzielen. Die von Prof. Bacchetta behaupteten Zinsverluste der Bankkunden gibt es deshalb gar nicht.

This comment basically says that depositors can put all their money on their savings account so they would still get an interest. But this means that sight deposits would then disappear and there is no sovereign money. This is an amazing argument! Notice that in the analysis, the substitution between sight and saving deposits is taken into account through the interest elasticity of money demand. Does the above comment imply that this elasticity would increase under sovereign money? This is a serious possibility that I discuss in the paper.

3. Es ist richtig, dass insbesondere die Grossbanken - wenn irgendwann die Zinsen wieder steigen - auf Gewinne aus der Geldschöpfung verzichten müssen, stattdessen profitiert daran die Allgemeinheit. Die

Volkswirtschaft als Ganzes wird durch diese gerechtere Verteilung aber nicht belastet.

The initiative committee is clearly trying to argue for a scenario where banks lose, but not depositors. My paper shows that this scenario does not exist, so the above three comments are inconsistent with each other. In this third comment we are now in a scenario with higher interest rates, contrarily to comment 1. This is the case where depositors lose. Unless they put all their funds in the savings account as comment 2.! Then there would be no sight deposits and no impact on banks and no gains for the state! If banks lose money it is because depositors still keep sight deposits and therefore also lose. In my paper I show that depositors lose more than banks.

As a side comment, the committee claims that big banks will be more affected by the reform. But this is (again) a false claim: big banks rely less on sight deposits (smaller proportion of their liabilities) than other groups of banks. And it would be easier for them to get alternative funding.

4. Prof. Bacchetta macht einen wesentlicher Irrtum, indem er für die öffentlichen Geldschöpfungsgewinne nur mit den Zinseinnahmen der SNB rechnet und die originären Seigniorage-Einnahmen aus der Geldschöpfung vernachlässigt. Zum Veranschaulichen: Eine 1000er-Note hat Druckkosten von 30 Rappen, hat aber einen Wert von 1000 Franken. Das heisst, es sind 999,70 Franken Erlös aus der Geldherstellung möglich. Die Herstellung von elektronischem Geld ist noch billiger und somit die Seigniorage-Differenz zum Nennwert noch grösser. Ausser bei der Münzherstellung wurden diese Erlösmöglichkeiten bisher nicht genutzt. Aus systemischen Gründen profitieren auch die Geschäftsbanken nicht von dieser Seigniorage. Erst mit der Vollgeldreform wird dieses bisher nicht nutzbare Potenzial realisierbar. Die Banken und Bankkunden verlieren nichts, aber die Allgemeinheit hat pro Jahr - je nach Wirtschaftswachstum - zwischen 3 und 10 Milliarden zu gewinnen. Anstatt volkswirtschaftlicher Kosten entsteht durch die Vollgeldreform ein volkswirtschaftlicher Gewinn.

The committee claims that I make a fundamental mistake about seigniorage! I published several (peer-reviewed) papers and I taught on the topic for many years. Did I, my co-authors, and the economic textbooks get it all wrong during these years? Or maybe is it the initiative committee that does not want to understand monetary economics? It is obvious that the cost of producing money is low. But this does not mean that the central bank can just distribute it all! They did this in Zimbabwe and many other hyperinflation countries, but this cannot be done if the central needs to control inflation. This is well known and it is ridiculous to pretend otherwise.

### **Studie voller Fehler**

The committee accuses the paper of being full of mistakes, but these are false accusations.

Prof. Bacchetta macht in seiner Studie viele weitere Fehler, die zeigen, dass er die Erläuterungen der Vollgeld-Initiative nicht gründlich gelesen hat.

This is a typical comment in responding to critics of the Vollgeld reform: they don't understand the reform. It is ironic that they accuse me of not reading their texts, when they don't have read my paper.

Eine freie Erfindung von Prof. Bacchetta ist zum Beispiel, dass die Nationalbank Aktiva verkaufen müsse. Das

steht nirgends und wurde bislang auch noch von niemandem behauptet.

Again a false accusation as I did not write that the SNB assets **must** sell its assets. However, the initiative committee claims that the SNB could “pay out about CHF 300 billion within 15 years”. If the committee were willing and able to do the computations right, they would realize that the SNB cannot do this without reducing its assets. In general, since money would be “schuldfrei”, the central bank liabilities would exceed its assets. This is clearly a risk.

Falsch ist auch die Aussage, die SNB könne die Geldmenge mit Vollgeld nicht reduzieren - sie kann das jederzeit durch ein Auslaufenlassen von Darlehen an Banken.

This is a false accusation as I didn't write this. The committee is accusing me of writing that the SNB could not reduce money supply. My point is that it is not clear how money supply will be reduced. The above response means that there can be a reduction in outstanding loans to banks. But this means that the amount of outstanding loans to banks must be large, while the sovereign money reform proposes to eliminate (most of) these loans during the transition period.

Auch die Vollgeld-Initiative wird von Prof. Bacchetta falsch dargestellt. Er schreibt, dass die Banken elektronisches Vollgeld “ausserhalb der Bilanz führen und vollständig durch Notenbank decken” müssen (Präsentation S. 7). Eine Deckung durch Notenbankgeld ist aber überhaupt nicht nötig, denn Vollgeld - egal ob in Form von Münzen, Banknoten oder Buchgeld - ist selbst schon Notenbankgeld.

This is a minor wording issue, which I will correct. The committee is very good at spotting these issues, so they can divert attention from more fundamental points.

### **Fragwürdige Studien-Absender**

Die Studie von Prof. Bacchetta trägt den Absender der Universität Lausanne, aber auch vom Swiss Financing Institut. **They cannot even state the institutions right. It is Swiss Finance Institute.**

und einer Organisation namens CEPR Centre for Economic Policy Research. Während die Glaubwürdigkeit der Universität Lausanne ausser Zweifel steht, ist die Unabhängigkeit der beiden letztgenannten in Frage zu stellen. Sie werden überwiegend von Banken finanziert. Die Finanzierung des CEPR besteht unter anderem aus Beiträgen von 23 privaten Banken. Ausserdem wurde die Studie von der Schweizerischen Bankiervereinigung finanziert. Die Glaubwürdigkeit der Studie ist grundsätzlich in Frage zu stellen.

**These comments show the ignorance of economics and the aversion to economists by the initiative committee. CEPR is one of the most respected research institutions in Europe. Its members are the most prominent European economists dealing with policy issues, including Nobel Prize winners. The financing mainly comes from research grants, but also from the IMF, the World Bank, the OECD, etc. We should also notice that Michael Kumhof, the author of the IMF paper, is also a CEPR fellow. So the credibility of his paper is also questionable!**

Philippe Bacchetta, August 2017