

kehrt die inflation zurück? ein thesenpapier

Die Autoren



Prof. Dr. Rudolf Minsch ist Chefökonom, Leiter Wirtschaftspolitik und Bildung und Mitglied der Geschäftsleitung von economiesuisse. In einem Nebenamt ist er für die Weiterentwicklung des volkswirtschaftlichen Simulationsmodells SwissSim an der Universität St. Gallen verantwortlich und ist dort auch als Referent tätig. Darüber hinaus wirkt Rudolf Minsch als Gastprofessor für Wirtschaftspolitik an der Hochschule für Technik und Wirtschaft (HTW) Chur.



Fabian Schnell, M.A. HSG, ist Wissenschaftlicher Mitarbeiter im Bereich Wirtschaftspolitik bei economiesuisse. Er hat an der Universität St. Gallen Volkswirtschaftslehre studiert, wo er zurzeit ebenfalls das Doktorandenstudium in «Economics & Finance» absolviert.

Inhalt

	Das Wichtigste in Kürze	5
	Einleitung	6
1	Eine kurze Einführung in die Geldwirtschaft	7
2	Das Verhalten der Zentralbanken in der Krise	10
3	Acht Thesen zur Geldpolitik und deren Auswirkungen	19
4	Schlussfolgerungen	35
	Literatur	36

Vorwort

Die jüngste Finanz- und Wirtschaftskrise war nicht nur geprägt durch einen markanten Rückgang der Wirtschaftsleistung, sondern auch durch beispiellose Interventionen der staatlichen Akteure. Begründet wurden diese insbesondere damit, einen Kollaps im nationalen und internationalen Bankensystem zu verhindern. Eine besondere Rolle spielten dabei die verschiedenen Zentralbanken. Im Gegensatz zu früheren Rezessionen und Wirtschaftskrisen haben sie sich nicht darauf beschränkt, Zinsen zu senken und Banken mit Liquidität zu versorgen, um so die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu stützen. Die Notenbanken begannen auch Vermögenswerte (vor allem Hypothekensicherheiten) zu erwerben, die früher nicht zum Katalog notenbankfähiger Anlageobjekte gehörten, oder griffen stark in den Devisenmarkt ein. Entsprechend stark erhöht hat sich die systemische Liquidität.

Die Zentralbanken versuchen dem nun mit der Ausgabe eigener Schuldverschreibungen wieder entgegenzuwirken. In der medialen Kommunikation wird dabei oft versichert, die Situation mit diesem Instrument im Griff zu haben. Der Ausstieg sei technisch gesehen kein Problem, die grosse Herausforderung liege im richtigen Zeitpunkt. Ist das tatsächlich das einzige Problem, mit dem die Notenbanken zu kämpfen haben?

Die aussergewöhnliche Situation haben wir zum Anlass genommen, die möglichen Auswirkungen dieser ultraexpansiven Geldpolitik näher unter die Lupe zu nehmen. Die Autoren beschränken sich dabei auf die Analyse der Geldpolitik des Federal Reserve System (FED), der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Schweizerischen Nationalbank (SNB). Die Politik dieser drei Notenbanken ist für die Schweizer Wirtschaft von zentraler Bedeutung. Nicht nur geht ein Grossteil der Schweizer Exporte in die Eurozone oder in die USA. Letztere verfügen mit dem Dollar nach wie vor über die Leitwährung der Welt und haben durch die Wahl ihrer Politik einen entscheidenden Einfluss auf das Verhalten der anderen Zentralbanken der Welt.

Der Einfluss der Geldpolitik auf die Preise wirkt immer erst mit einer erheblichen Zeitverzögerung. Die heutige Geldpolitik bestimmt somit die Inflationsrate von übermorgen. Die damit einhergehende Unsicherheit

über die konkrete Wirkung zeigt sich auch in der heutigen Diskussion. Eine häufig gestellte Frage lautet: Müssen wir uns eher auf eine Deflation oder eine Inflation einstellen?

Um Klarheit in die Argumente zu bringen und diese voneinander abzugrenzen, haben wir die Form eines Thesenpapiers gewählt. Dieses Vorgehen erlaubt es uns, auch unsichere Entwicklungen anzusprechen und unsere Meinung dazu darzustellen.

Wir möchten uns an dieser Stelle bei allen Personen bedanken, die die Autoren bei der Erstellung des Thesenpapiers unterstützt haben. Zu besonderem Dank verpflichtet sind wir Prof. Dr. Ernst Baltensperger, Prof. Dr. Ulrich Kohli und Dr. Boris Zürcher für ihre wertvollen Kommentare und Verbesserungsvorschläge. Selbstverständlich übernehmen die Autoren die Verantwortung über die Aussagen in diesem Thesenpapier.

Zürich, im November 2010



Pascal Gentina
Vorsitzender der
Geschäftsleitung



Rudolf Minsch
Chefökonom

«Inflation is always
and everywhere
a monetary
phenomenon.»

Milton Friedman (1963): «A Monetary History of the United States 1867–1960».

Das Wichtigste in Kürze

- ▶ Staatliche Institutionen haben mit beispiellosen Interventionen auf die Finanz- und Wirtschaftskrise reagiert. Staatliche Impulsprogramme wurden definiert, um den Einbruch der privaten Nachfrage in der Krise zu kompensieren und einen Wirtschaftseinbruch wie in der Weltwirtschaftskrise zu verhindern. Zinssenkungen auf beinahe null sollten den Banken helfen, ihre Bilanzen wieder in Ordnung zu bringen.
- ▶ Praktisch alle Zentralbanken haben nicht nur die Zinsen gesenkt, sondern auch zu aussergewöhnlichen Mitteln gegriffen. Um das globale Finanzsystem vor dem Kollaps zu retten, haben die Währungshüter entschieden, den Banken direkt unter die Arme zu greifen. Sogenannte «toxische Papiere» oder Staatsanleihen wurden aufgekauft, um die Märkte zu stabilisieren. Dadurch hat sich die systemische Liquidität drastisch erhöht. In der Schweiz hat die SNB massiv am Devisenmarkt interveniert, um eine übermässige Aufwertung des Schweizer Frankens zu verhindern. Die Devisenreserven sind in der Folge auf Rekordniveau geklettert.
- ▶ Vieles spricht dafür, dass die Zentralbanken die getätigten Interventionen nicht einfach umkehren können. Aufgrund des Verlustes auf den aufgekauften Assets könnte nur ein Teil der geschaffenen Liquidität wieder abgezogen werden. Die Instrumente zur vorübergehenden Sterilisierung der Liquidität (z.B. SNB-Bills) lösen das Problem nicht, sondern verschieben es in die Zukunft.
- ▶ Aufgrund der momentanen Situation würden sich die Notenbanken bei einer Zinserhöhung selbst schaden. Dies ist wirtschaftshistorisch eine aussergewöhnliche Situation. Die rekordhohe Verschuldung in den USA und in der EU scheint darüber hinaus wegen des politischen Drucks eine starke Zinserhöhung durch die Zentralbanken faktisch zu verunmöglichen. Als Konsequenz ist die Reputation der Notenbanken in Gefahr.
- ▶ Die Kapitalumschichtungen haben Wechselkurseffekte. Die Währungen von Ländern, die Kapital anziehen, stehen unter Aufwertungsdruck. Jedes Land sieht sich dabei in der Opferrolle, weil die eigene Währung zu stark erscheint. Die Währungsauseinandersetzungen können zu einem Abwertungswettkampf führen und es drohen Kapitalverkehrskontrollen.
- ▶ Man kann davon ausgehen, dass die rekordhohe Liquidität einen Einfluss auf die Preise haben muss. Die überschüssige Liquidität «vagabundiert» und sucht sich weltweit die attraktivsten Anlagemöglichkeiten. Im Vordergrund steht dabei die Entwicklung von Preisblasen in den Rohstoffmärkten, bei Vermögenswerten (insbesondere in Schwellenländern) oder in den Devisenmärkten.
- ▶ Weder das FED noch die EZB sind in der Lage, auf absehbare Zeit ihre Geldpolitik stark zu verschärfen. Davon ist auch die SNB betroffen: Eine «autonome» Zinserhöhung würde den Franken unter starken Aufwertungsdruck bringen, mit entsprechend negativen Folgen für die Wirtschaftsentwicklung.
- ▶ Die lang anhaltende ultra-expansive Geldpolitik kann nicht ohne Folgen bleiben. Zwei Szenarien stehen im Vordergrund: 1. Der globale Geldüberhang verursacht eine gigantische Blase bei den Vermögenswerten. Deren Platzen hätte stark negative Auswirkungen auf die Weltwirtschaft. 2. Die Weltwirtschaft fasst wieder Tritt. In der Folge würden die globalen Inflationsraten ansteigen.
- ▶ Die Geldpolitik steht vor grossen Herausforderungen. Es ist umso wichtiger, die verfassungsmässig verankerte Unabhängigkeit der Nationalbank nicht zu gefährden. Die weitere geldpolitische Zukunft wird auch ohne Einmischung der Politik ein äusserst diffiziler Balanceakt.

Einleitung

Konjunkturprogramme als bekanntes Mittel in der Krise.

Staatliche Institutionen haben mit beispiellosen Interventionen auf die Finanz- und Wirtschaftskrise reagiert. Während die meisten Regierungen fiskalpolitische Massnahmen (Steuersenkungen oder Ausgabenerhöhungen) zur Begrenzung des Wirtschaftsabschwungs einsetzten, reagierten die Nationalbanken mit einer stark expansiven Geldpolitik auf die Krise. Viele der eingesetzten Mittel waren erprobt. Konjunkturprogramme wurden schon in früheren Krisen zur Stützung der Wirtschaftsentwicklung eingesetzt. Die horrend steigende Verschuldung zeigt, wie stark die Staaten von diesem Mittel Gebrauch gemacht haben. Auch die Geldpolitik hat zumindest zu Beginn der Finanz- und Wirtschaftskrise «klassisch» reagiert. Sie hat die geldpolitischen Zügel durch eine starke Senkung des Leitzinses gelockert sowie den ausgetrockneten Interbankenmarkt grosszügig mit Liquidität versorgt. Tiefe Zinsen sollten aber auch Investitionen vergünstigen, den Privatkonsum ankurbeln und damit die Gesamtnachfrage unterstützen.

Um das globale Finanzsystem vor dem Kollaps zu retten, griffen die Zentralbanken den Geschäftsbanken direkt unter die Arme.

In der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise haben jedoch viele Zentralbanken weltweit zu aussergewöhnlichen Mitteln gegriffen. Um das globale Finanzsystem vor dem Kollaps zu retten, haben die Währungshüter entschieden, den Banken direkt unter die Arme zu greifen. Sogenannte «toxische Papiere» wurden den Banken direkt abgekauft und in die Bilanzen der Notenbanken übertragen. In den USA profitierten besonders die halbstaatlichen Hypothekenfinanzierer «Fanny Mae» und «Freddie Mac» von dieser Massnahme. In der Schweiz hat die Unterstützung der UBS gegolten. Die SNB entlastete die Bilanz der Grossbank mittels der Gründung des sogenannten «Stabilisierungsfonds». Eher zurückhaltend agierte die Europäische Zentralbank. Die Stützung der Banken erfolgte in Europa primär durch die einzelnen Staaten und ihre Fiskalbudgets. Schliesslich hat aber auch die EZB über 60 Milliarden Euro in Hypothekenspanien investiert, um den entsprechenden Markt zu stützen.

Umfangreiche Devisenmarktinterventionen durch die SNB.

Doch damit waren die Aktivitäten der Zentralbanken, insbesondere in Europa, noch nicht beendet. Die auf die Finanzkrise folgende Haushaltskrise diverser europäischer Staaten, allen voran Griechenlands, hat die Notenbanken abermals auf den Plan gerufen. Die EZB akzeptiert neu auch Staatsanleihen mit tiefem Rating als Sicherheit (vor allem griechische) und kauft generell Staatsanleihen direkt am Sekundärmarkt auf. Ein solches Vorgehen galt bis vor wenigen Monaten noch als absolut ausgeschlossen. Auch die SNB griff zu aussergewöhnlichen Massnahmen und intervenierte im grossen Stil am Devisenmarkt, um eine übermässige Aufwertung des Schweizer Frankens relativ zum Euro zu verhindern. Ihre Devisenreserven befinden sich als Konsequenz auf einem absoluten Höchststand.

Art der Zentralbankinterventionen ist neu.

Da die Art der Interventionen seitens der Zentralbanken neu ist, sind auch ihre mittel- bis langfristigen Auswirkungen weitgehend unbekannt. Die Notenbanken beteuern zwar, dass die Interventionen keine negativen Konsequenzen hätten, sofern man den richtigen Zeitpunkt zur Umkehr erwische. Es bleiben jedoch viele Fragen und Zweifel, ob dies wirklich das einzige Problem sein wird.

Die nachfolgenden Thesen zeigen auf, welche Probleme sich aus ökonomischer Sicht durch diese ausserordentlichen Interventionen ergeben könnten. Damit soll die Notwendigkeit des Eingriffs durch die Zentralbanken nicht a priori in Abrede gestellt, die potenziellen Konsequenzen sollen aber ohne Scheuklappen diskutiert werden.

1 Eine kurze Einführung in die Geldwirtschaft Vom Goldstandard zum heutigen «Fiat-Geld»-Regime: Preisniveaustabilität versus konjunkturelle Stabilisierungsmöglichkeiten.

Ursprünglich war Geld an Gold oder Silber gebunden.

Geld wird heutzutage per Knopfdruck geschaffen. Das war nicht immer so. Nach der Gründung des Schweizerischen Bundesstaates oblag die Versorgung des Landes mit Geld zahlreichen kantonalen Notenbanken, die sich an die Bundesvorschriften über Edelmetallreserven zu halten hatten. Der Schweizer Franken orientierte sich in dieser Zeit am französischen Franc, war aber wie die meisten Währungen an Gold und Silber gebunden. Dies bedeutete, dass zumindest theoretisch das Papiergeld am Bankschalter gegen eine vordefinierte Menge Edelmetall ausgetauscht werden konnte. Die fixe Anbindung an Edelmetall änderte sich auch mit der Gründung der Schweizerischen Nationalbank im Jahr 1907 nicht. Der Preis für ein Kilogramm Gold wurde auf 3439 Franken fixiert. Während die meisten Länder später infolge des Kriegs und der Wirtschaftskrise ihre Währungen abwerteten, hielt die Schweiz konsequent an der Vorkriegsparität fest. Durch die Goldkonvertibilität musste die Notenbank ihre Währung weiterhin mit hohen Goldbeständen decken und konnte im Vergleich zu anderen Staaten weniger Geld in Umlauf bringen. Diese restriktive Geldpolitik führte zu Beginn der 1930er-Jahre zu Deflation und Rezession. Erst 1936 gab die Politik dem Druck nach und wertete den Franken ab. Doch selbst während des Zweiten Weltkriegs hielt die Schweiz als einziges Land an der Goldkonvertibilität der eigenen Währung fest.

Nach dem Zweiten Weltkrieg wurde der Preis einer Unze Gold in Dollar fixiert und die anderen Währungen in ein fixes Wechselkursverhältnis gesetzt.

Nach dem Zweiten Weltkrieg bestand unter den Industrienationen grundsätzlich Einigkeit darüber, dass ein Nachfolgesystem für den Goldstandard mit fixen Wechselkursen eingeführt werden sollte. Die genauen Konditionen eines solchen Systems wurden 1944 im Abkommen von Bretton Woods festgehalten. Das Prinzip war ähnlich wie beim Goldstandard. Der Preis einer Unze Gold wurde in Dollar fixiert und die anderen Währungen in ein fixes Wechselkursverhältnis gesetzt. Dadurch hatten die USA den Vorteil, ihre Geldpolitik als einziges Land selbstständig zu gestalten. Im Zuge des Vietnamkriegs nahmen die USA keine Rücksicht mehr auf ihre internationalen Verpflichtungen aus dem Bretton-Woods-System und betrieben eine auf interne Prioritäten gerichtete expansive Geldpolitik. In der Folge waren die Inflationsraten in den USA deutlich höher als in Europa. Dies wiederum brachte die europäischen Währungen, insbesondere auch den Schweizer Franken, zunehmend unter Aufwertungsdruck. Um den vorgegebenen Wechselkurs zu halten, musste auch die Schweiz eine expansive Geldpolitik betreiben und hätte dadurch eine höhere Inflation akzeptieren müssen.

Kampf gegen drohende Inflation.

Um das Inflationsproblem aber zu vermeiden, versuchte die SNB, die hohe Frankenliquidität mittels Sterilisierung wieder abzuschöpfen. Diese Strategie funktionierte folgendermassen: Durch Herausgabe von Staatsobligationen und Verkäufen von Nicht-Dollar-Devisen wurde die durch die Dollarkäufe entstandene «Frankenschwemme» wieder dem Markt entzogen (sterilisiert). Mit der Sterilisierungsstrategie konnte zwar das Inflationsproblem gelöst werden, aber auf Kosten eines Aufwertungsdrucks auf den Franken. Implizit wurde durch regulatorische Eingriffe versucht, der hohen Nachfrage nach Schweizer Franken (und damit dem Aufwertungsdruck) entgegenzutreten (z.B. «Gesetze zur Abwehr fremder Gelder»). 1973 war der Druck zu gross und die Verpflichtung zur Stabilisierung des

Wechselkurses wurde ausser Kraft gesetzt. Der Franken wertete sich unmittelbar gegenüber dem Dollar stark auf.

Goldhinterlegung spielt nur noch eine kleine Rolle.

Seit Bretton Woods spielt die Goldhinterlegung in der Geldpolitik eine immer kleinere Rolle. Die Industrienationen haben im Prinzip zu einem System mit «Fiat-Geld» (lateinisch für «es werde Geld») ohne direkte Warenhinterlegung gewechselt. Obwohl auch in der Schweiz schon lange nicht mehr von praktischer Relevanz, wurde die Goldbindung formell erst im Jahr 2000 aufgehoben.

Goldbindung verhindert langfristige Inflation, verunmöglicht faktisch jedoch konjunkturelle Stabilisierungen.

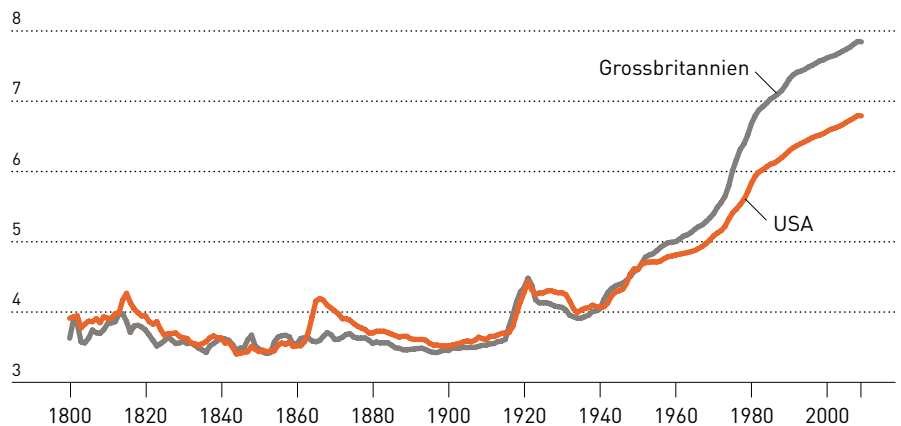
Eine Analyse der Systeme zeigt, dass die Vorteile eines monetären Regimes mit einem Goldstandard im Vergleich zum «Fiat-Geld»-System auf der Hand liegen. Die Konvertibilität setzt der Geldpolitik enge Grenzen. Die Geldpolitik kann nicht dazu benutzt werden, allfällige Staatsdefizite zu finanzieren, und die Notenbank kann nicht beliebig viel Geld herausgeben. Damit wird die Inflationsgefahr gebannt und das Vertrauen der Anleger in die eigene Währung steigt. Abbildung 1 zeigt zur Veranschaulichung der Problematik den Verlauf des Konsumentenpreisindex für die USA und Grossbritannien über die letzten 200 Jahre. Mit der anhaltenden Lockerung der Goldbindung seit dem Ersten Weltkrieg ist es zu einem starken Anstieg der Preise gekommen. Der grundsätzliche Nachteil des Goldstandards ist hingegen, dass durch die Goldfixierung griffige geldpolitische Instrumente zur wirtschaftlichen Stabilisierung begrenzt sind (z.B. Zinssenkungen oder Liquiditätsversorgung des Bankensystems). Mit anderen Worten: Der Preis der monetären Stabilität sind wesentlich stärker ausgeprägte Konjunkturzyklen. Allerdings ist das «Fiat-Geld»-System in seiner heutigen Form noch relativ jung. Prinzipiell fehlt uns die Erfahrung, um dessen Vor- und Nachteile endgültig aufzuzählen zu können.

Abbildung 1

Starker Anstieg der Konsumentenpreise seit den 1930er-Jahren.

Konsumentenpreisindex für die USA und Grossbritannien seit 1800

Logarithmiert, Basis: 1950



Quelle: Officer & Williamson (2009).

Hohe Inflationsraten in den 1970er- und 1980er-Jahren.

Die Konsequenzen aus dem geldpolitischen Regimewechsel liessen nicht lange auf sich warten. Die Versuchung vieler Staaten war einfach zu gross, sich der Notenpresse zu bedienen, um ihre Ausgaben zu finanzieren. Als Folge resultierten Hyperinflationen in verschiedenen Ländern (Brasilien, Argentinien, Israel usw.). Auch in den USA waren die 1970er- und frühen 1980er-Jahre von hohen und volatilen Inflationsraten geprägt. Erst mit dem Aufstieg von Paul Volcker an die Spitze des FED wurde eine nachhaltige und glaubwürdige Strategie zur Inflationsbekämpfung umgesetzt. Die amerikanische Zentralbank hatte damit ihre

Glaubwürdigkeit und Reputation zurückgewonnen. Allerdings war die dafür nötige restriktive Geldpolitik mit einer starken Rezession verbunden. Die Schweiz sah sich am Anfang der 1980er-Jahre mit einer ähnlichen Entwicklung konfrontiert. Besonders präsent sind zudem die negativen Auswirkungen der Immobilienkrise Anfang der 1990er-Jahre. Die SNB trat auf die geldpolitische Bremse, liess so die Immobilienblase platzen und erreichte eine Stabilisierung der Preise, wenn auch auf Kosten eines starken Rückgangs der Wirtschaftsleistung.

Unabhängige sowie der Preisstabilität verpflichtete Zentralbanken sollen das Vertrauen der Bevölkerung in die eigene Währung bewahren.

Aufgrund dieser Erfahrungen steht heute bei den meisten Zentralbanken (EZB, SNB, BoE) die Erhaltung der Preisstabilität im Vordergrund. Vom Fiskalstaat unabhängige sowie der Preisstabilität (oder alternativ einem fixen Wechselkurs) verpflichtete Zentralbanken sollen das Vertrauen der Bevölkerung in die eigene Währung bewahren. Die Reputation einer Notenbank wird zu einem wichtigen Gut. Die relativ tiefen Inflationsraten in der Schweiz und in Europa in den letzten rund 15 Jahren deuten darauf hin, dass sie ihre Aufgabe gut wahrgenommen haben.

Preisblasen bei Vermögenswerten.

Trotz moderater Inflationsraten traten erhebliche Preisblasen von Vermögenswerten auf, etwa die Dotcom-Blase zu Beginn des Jahrhunderts und, als bekanntestes Beispiel, die Immobilienpreisblase 2007/2008. Die Gefahr solcher Blasen war den Notenbanken durchaus bewusst. In den USA galt die sogenannte «Green-span-Doktrin». Diese besagte, dass die Entwicklung von Preisblasen durch die Zentralbanken nicht verhindert werden sollte, da dies einerseits mit hohen volkswirtschaftlichen Kosten verbunden sei und man andererseits eine Preisblase ohnehin nicht einwandfrei erkennen könne. Im Falle des Platzens einer Preisblase würde die Notenbank dann die Wirtschaft mit der nötigen Liquidität versorgen, um die negativen Effekte abzufangen.

Zu grosszügige Versorgung mit Geld fördert die Blasenbildung.

Allerdings besteht unter Ökonomen heute weitgehend Einigkeit darüber, dass die Zentralbanken die Bildung von Preisblasen keineswegs verhindert hatten, sondern – zusammen mit einer aggressiven staatlichen Wohnbauförderungspolitik – erheblich zu ihrer Entstehung beitrugen. Eine permanent zu grosszügige Versorgung des Wirtschaftssystems mit Geld fördert die Blasenbildung. Auch das «Aufräumen» nach dem Platzen der jüngsten Immobilienpreisblase lief nicht so wie gewünscht. Mit den klassischen Instrumenten der Geldpolitik wurden die Zentralbanken der Krise nicht mehr Herr.

2 Das Verhalten der Zentralbanken in der Krise

Die Marktinterventionen der Notenbanken in der Krise waren heftig und historisch einmalig. Erfahrungen über mögliche Konsequenzen fehlen.

Angst vor Kollaps des Finanzsystems.

Die Finanzkrise 2008/2009 wird oft als eine der schlimmsten Krisen der letzten Jahrzehnte bezeichnet. Die Angst vor einem Kollaps des gesamten Finanzsystems war gross. Umso resoluter intervenierten die staatlichen Akteure, insbesondere die Notenbanken.

2.1 Stützung des Interbankenmarktes

Platzen der Immobilienblase in den USA.

Ab der zweiten Hälfte 2007 mehrten sich die schlechten Nachrichten aus den USA. Die Immobilienblase schien im Begriff zu platzen. Durch die stetigen Zinserhöhungen des FED waren viele Hausbesitzer plötzlich nicht mehr in der Lage, ihre Zinszahlungen leisten zu können. Sie haben sich mit ihrem Eigenheim jenseits der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit verschuldet. In der Folge stieg die Zahl freier Immobilien stark an. Durch die fallenden Immobilienpreise, nicht nur in den USA, erlitten die Banken und Immobiliendienstleister erhebliche Verluste (vgl. Abbildung 2, Seite 11). Das Vertrauen unter den Banken litt, und der Interbankenmarkt funktionierte nicht mehr wie gewohnt. Anfänglich konnten die Banken ihre Verluste noch mit eigenen Reserven auffangen. Mit der Zeit jedoch zeigte sich, dass sich die Probleme weder auf die USA noch auf den Immobilienmarkt beschränkten und sich eine Krise historischen Ausmasses anbahnte. Mit dem Zusammenbruch der Investmentbank «Lehman Brothers» eskalierte die Situation. Die Banken waren nun nicht mehr bereit, sich gegenseitig Liquidität auszuleihen; zu gross war die Angst vor einem Zahlungsausfall der Gegenpartei. Um den daraus folgenden Dominoeffekt abzuwenden, versorgten die Zentralbanken weltweit die Geschäftsbanken grosszügig mit Liquidität zu günstigen Konditionen und senkten die Leitzinsen in rascher Folge.

Die Zentralbank wird zum «lender of the last resort».

Die Stützungen der Notenbanken erfolgten in der ersten Phase der Krise bis Oktober 2008 auf dem bekannten Kanal der Zinspolitik. Um den Zins und damit das operative Ziel der Geldpolitik zu steuern, leihen Zentralbanken auch in «normalen» Zeiten Liquidität gegen eine Zinszahlung an Geschäftsbanken aus (genaue Funktionsweise vgl. Box 1, Seite 12). Es ist denn auch weitgehend unbestritten, dass die Notenbanken im Falle einer Funktionsstörung grosszügig Liquidität zur Verfügung stellen sollten, um einen breitflächigen Banken kollaps aufgrund von Illiquidität zu verhindern. Die Zentralbank wird zum «lender of the last resort» (Freixas et al., 1999).

Zusammenbruch des Interbankenmarktes.

Ein wesentlicher Unterschied zur traditionellen Geldpolitik der vergangenen Jahre lag allerdings darin, dass die Menge der ausgeliehenen Liquidität ab Oktober 2008 nicht mehr begrenzt war. Mit anderen Worten konnten die Banken bei den Zentralbanken ihre gesamten Liquiditätsbedürfnisse decken und waren nicht mehr auf den Interbankenmarkt angewiesen. Als Folge «parkierten» die Banken ihre überschüssige Liquidität bei der Notenbank, statt den anderen Banken das Geld auszuleihen.

Rekordhohe Basisgeldmenge.

Ein Blick auf die Basisgeldmenge (vgl. Abbildung 3) verdeutlicht auf eindrückliche Art und Weise, dass die Funktionsfähigkeit des Interbankenmarktes noch nicht wiederhergestellt ist. In den USA, im Euroraum und in der Schweiz liegt das Niveau und damit die von der Zentralbank zur Verfügung gestellte Liquidität weit über demjenigen vor Ausbruch der Krise. Obwohl seit der «Lehman-Pleite» viel Zeit vergangen ist, stützen die Notenbanken den Interbankenmarkt also weiterhin. Ausmass und Dauer der umfassenden Liquiditätsversorgung durch die Zentralbanken sind historisch einmalig. Die Erfahrungen über den Umgang und die Konsequenzen fehlen entsprechend.

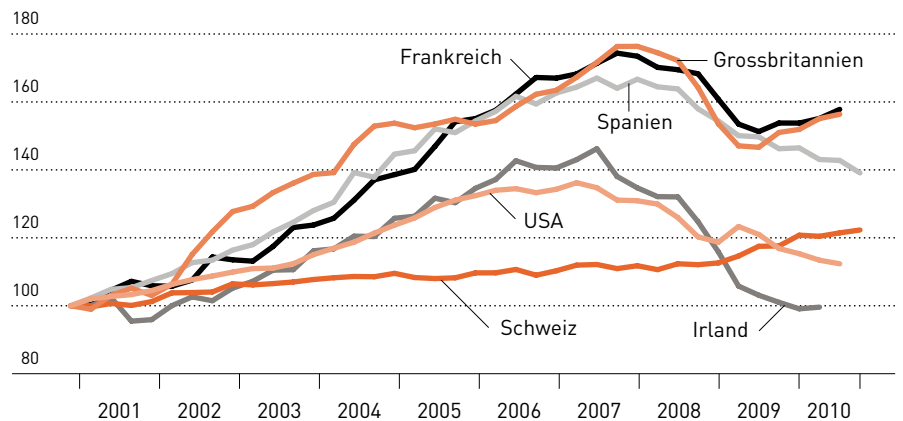
Die Zentralbanken machen keinen Hehl daraus, dass die Rückkehr zur Normalität schwierig sein wird.

Die Zentralbanken machen keinen Hehl daraus, dass die Rückkehr zur Normalität schwierig sein wird. Das Vertrauen unter den Geschäftsbanken ist im Ausland immer noch angeschlagen. Solange die Banken die Liquidität bei der Notenbank lagern, ist dies kein Problem. Zieht die Konjunktur jedoch an und gelangt das Geld in den Wirtschaftskreislauf, wird die Preisstabilität ernsthaft gefährdet.

Abbildung 2

Das Platzen der Immobilienpreisblase führte zur Krise.

Entwicklung der realen Immobilienpreise in verschiedenen Ländern

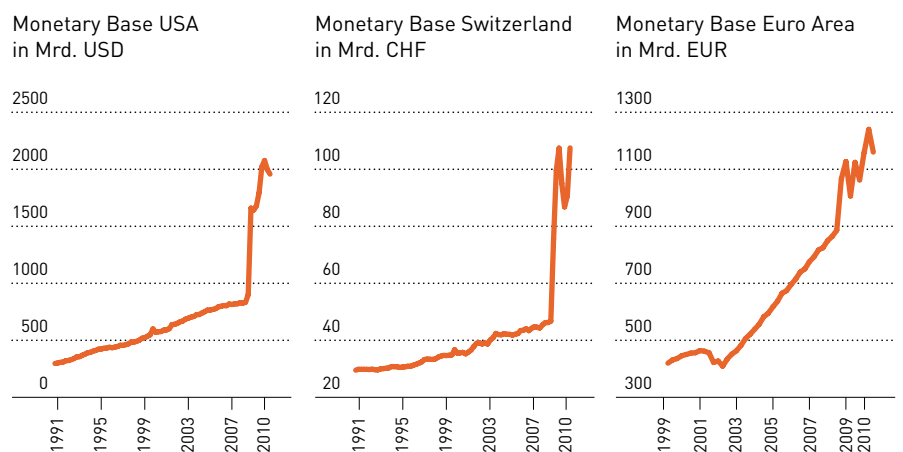


Quelle: Thomson Datastream.

Abbildung 3

Krise erhöhte Zentralbankgeldmenge stark.

Entwicklung der Zentralbankgeldmenge USA, Eurozone und Schweiz



Quelle: Thomson Datastream.

Box 1

Das Repo-Geschäft der Schweizerischen Nationalbank

Die operative Zielgrösse der Schweizerischen Nationalbank ist der sogenannte 3-Monats-Libor (London Interbank offer rate), d.h. der Zinssatz, den Geschäftsbanken untereinander für eine kurzfristige Refinanzierung verlangen. Durch die indirekte Steuerung dieses Zinssatzes beeinflusst die Nationalbank die gesamte Zinskurve und damit die Versorgung der Volkswirtschaft mit Geld. Das Preisniveau reagiert demnach erst mit einer erheblichen Wirkungsverzögerung von zwei bis drei Jahren auf eine Änderung der Geldpolitik. Damit die Nationalbank die Preisstabilität in der Zukunft gewährleisten kann, erstellt sie Inflationsprognosen und zieht daraus Rückschlüsse auf den anzustrebenden kurzfristigen Libor-Zinssatz.

Die Nationalbank kann den Libor jedoch nicht direkt steuern. Sie kontrolliert diesen aber indirekt über das sogenannte Repo-Geschäft (Repurchase Agreement). Dazu stellt sie den Geschäftsbanken zu einem gewissen Zinssatz und für eine gewisse Laufzeit (meist «Overnight») gegen Hinterlegung einer Sicherheit eine bestimmte Menge Liquidität zur Verfügung. Am Morgen jedes Arbeitstages gibt sie den Geschäftsbanken die Höhe des Repo-Satzes bekannt und führt eine Auktion durch. Je günstiger die Liquidität bei der Nationalbank erhältlich ist, desto weniger verlangen die Banken für kurzfristige Kredite untereinander. Mit der Höhe des Repo-Satzes beeinflusst die SNB somit den Libor und damit ihre operative Zielgrösse. Der Repo-Satz liegt entsprechend unter dem Libor. Die schematische Darstellung in der unten stehenden Abbildung verdeutlicht zwei entscheidende Eigenschaften des Instruments: 1. Das Risiko einer Wertverschiebung der hinterlegten Assets bleibt beim klassischen Repo-Geschäft bei den Geschäftsbanken. 2. Nach Beendigung des Repo-Geschäfts zwischen SNB und Geschäftsbank fliesst die durch die Notenbank zur Verfügung gestellte Liquidität wieder zur Zentralbank zurück.

Schematische Darstellung des Repo-Geschäfts



Gemäss dem geldpolitischen Konzept der Nationalbank ist das Repo-Geschäft als das einzige direkte Steuerungsinstrument vorgesehen. Früher oft gebrauchte Instrumente wie Devisen-Swaps sind in der modernen Geldpolitik praktisch verschwunden. In der jüngsten Finanzmarktkrise allerdings sah sich die SNB gezwungen, durch Interventionen am Devisenmarkt eine übermässige Aufwertung des Frankens zu verhindern. Grundsätzlich waren solche direkten Marktinterventionen im geldpolitischen Konzept jedoch nicht vorgesehen.

2.2 Intervention am Markt für Hypothekenspanpapiere

Klassische Geldpolitik reichte nicht aus.

Die klassische Geldpolitik über Zinssenkungen mit einer unbeschränkt zur Verfügung gestellten Liquidität reichte nach dem Lehman-Kollaps nicht aus, um das Finanzsystem zu stabilisieren. Die Liquiditätskrise weitete sich immer mehr zu einer Solvenzkrise aus. Die Banken hatten viel zu stark in Papiere investiert, die im Zuge der Krise dramatisch an Wert verloren. Mit dem Platzen der Immobilienblase in den USA brach der Markt für hypothekenbasierte Wertpapiere zusammen und viele Banken mussten enorme Abschreibungen auf ihren Bilanzpositionen vornehmen. Besonders betroffen waren Papiere minderer Qualität. Diese waren von den Ratingagenturen aufgrund viel zu optimistischer Annahmen noch kurz vor der Krise als sehr sicher bewertet worden. Diese sogenannten «Subprime-Papiere» konnten nach Ausbruch der Krise nicht mehr bewertet werden und wurden illiquid.

Das Schreckgespenst der Grossen Depression in den 1930er-Jahren war in diesem Moment nur allzu präsent.

Das umfangreiche Engagement vieler Banken in diesen Wertpapieren war systembedrohend. Es wurde befürchtet, dass die Insolvenz grosser Bankhäuser zu einem Flächenbrand mit unkontrolliertem Ausgang führen würde, dessen fatale Folgen für die Weltwirtschaft nicht abschätzbar waren. Das Schreckgespenst der Grossen Depression in den 1930er-Jahren war in diesem Moment nur allzu präsent. Um die Systemstabilität zu wahren, haben sich viele Notenbanken, insbesondere aber das FED, entschlossen, die faulen Papiere auf ihre Bilanz zu übertragen und damit die Bilanzen der Geschäftsbanken zu entlasten. Die Idee dahinter war, dass für die Zentralbanken im Gegensatz zu den Geschäftsbanken die Illiquidität des Marktes für Hypothekenspanpapiere keine so grosse Rolle spielte. In der Schweiz profitierte insbesondere die UBS von dieser Massnahme, in den USA die staatlichen Eigenheimfinanzierer «Fanny Mae», «Freddy Mac» und «Ginnie Mae». Die drei Letztgenannten profitierten ausserdem von einem direkten Ankauf von Obligationen durch das FED.

Bilanzsumme des FED hat sich massiv erhöht.

Für das FED war der Effekt dieser Intervention enorm. Ein Blick auf die Bilanz der amerikanischen Notenbank (vgl. Abbildung 4, Seite 14) zeigt, dass sich die Bilanzsumme im Vergleich zum Jahr 2006 beinahe verdreifacht (!) hat. Die Hypothekenspanpapiere (Mortgage-backed securities) fallen mit gut 1,05 Billionen US-Dollar zu Buche, dazu kommt die erwähnte, relativ hohe Stützung der Geschäftsbanken mit Liquidität. Der Wert der Obligationen von «Fanny Mae» & Co. hatte bis zu 300 Milliarden US-Dollar betragen. Entsprechend sieht das Bild auf der Passivseite der FED-Bilanz aus. Unter dem Stichwort «Deposits» sind die Guthaben der Immobilienfinanzierer und anderer Geldinstitute aufgeführt.

Das FED hat Anfang November 2010 kommuniziert, im Rahmen eines zweiten Programms weitere Wertpapiere in der Höhe von 600 Milliarden US-Dollar auf dem Markt aufzukaufen. Die quantitative Lockerung soll damit nochmals massiv ausgeweitet werden, obwohl sich die Wirtschaft der Vereinigten Staaten nicht mehr in der Rezession befindet. Ungeachtet der möglichen langfristigen Probleme, scheint das FED die Geldpolitik nun zur Bekämpfung struktureller Schwächen der US-Wirtschaft einsetzen zu wollen.

Vorgehen des FED vergleichbar mit Anwerfen der Notenpresse.

Das Vorgehen des FED ist vergleichbar mit dem Anwerfen der Notenpresse. Per Knopfdruck hat sie Dollars geschaffen, um damit Immobilienpapiere zu kaufen. Die daraus geschaffene Liquidität stellt eine Verpflichtung des FED an das Publikum dar und ist dementsprechend auf der Passivseite der Notenbankbilanz zu finden. Die Zufuhr an Liquidität erhöht zwar die Notenbankgeldmenge, nicht aber notwendigerweise die im Publikum gehaltene Geldmenge (M1–M3). Damit auch die Sichtguthaben auf den Bankkonten oder die Termineinlagen ansteigen, ist eine Erhöhung des Kreditvolumens notwendig. Gerade in den USA schränken die Banken ihre Kreditvergabe aber nach wie vor ein, um ihre Bilanzen zu bereinigen.

Sie machen daher noch nicht von der Möglichkeit Gebrauch, durch die Vergabe von zusätzlichen Krediten Geld zu «schöpfen». Reduziert das FED die «Deposits» aber nicht, können diese zu Kreditzwecken verwendet werden, was sich in einer höheren Geldmenge (M1, M2 oder M3) niederschlägt und möglicherweise auch die Inflation ansteigen lässt. Eine zusätzliche Kreditschöpfung würde dabei lediglich durch die Verpflichtung der Banken limitiert, für diese Kredite Mindestreserven beim FED zu halten.

Abbildung 4

Bilanz des FED massiv vergrößert.

Bilanz FED 2. November 2006 versus 28. Oktober 2010¹

In Milliarden US-Dollar (zusammengefasst und gerundet)

Assets	2006		Liabilities
Gold	11	Currency in Circulation	760
Securities	795	Repo	31
Treasury Bills	277	Deposits	27
Notes & bonds	489	Other Liabilities	11
Others	29		
Other assets	53	Equity	30
Total	859	Total	859

Assets	2010		Liabilities
Gold	11	Currency in Circulation	922
Securities	2086	Repo	57
Treasury Bills	18	Deposits	1246
Notes & bonds	819	Other Liabilities	16
<i>Mortgage-backed securities</i>	1051		
<i>Fed. agency debt securities</i> <i>(staatliche Kredite an Private)</i>	150		
Others	48		
Holdings of Maiden Lane (bad bank)	67		
Other assets	134	Equity	57
Total	2298	Total	2298

Quelle: FED. Notes: Deposits held by depositors institutions.

Die SNB hat vor allem Papiere der Grossbank UBS übernommen.

Weit weniger stark in Hypothekenpapieren engagiert haben sich die Schweizerische Nationalbank und die Europäische Zentralbank. Die EZB hat entsprechende Papiere am Sekundärmarkt in der Höhe von 60 Milliarden Euro erworben (Kaiser, 2010). Die SNB ihrerseits hat Papiere der Grossbank UBS übernommen. Der Wert dieses sogenannten «Stabilisierungsfonds» belief sich im Jahr 2009 auf gut 26 Milliarden Franken und beträgt im Oktober 2010 noch gut 14 Milliarden Franken. In relativ kleinem Umfang hatte sich die SNB letztes Jahr auch in Anleihen privater Schuldner engagiert.

¹ Das FED betreibt Geldpolitik traditionellerweise durch den Kauf und Verkauf von Treasury Bills. Der Vergleich der beiden Bilanzen zeigt aber, dass dieses Instrument zur monetären Steuerung momentan weitgehend ausgeschöpft ist.

Box 2

Der «Safe-haven»-Effekt

Der Schweizer Franken hat international eine hohe Reputation und ist eine der meistgehandelten Währungen. Die politische Stabilität, der hohe Stellenwert des Privateigentums, eine tiefe Staatsverschuldung und eine unabhängige, konservative Zentralbank haben dem Franken diesen Status verschafft. Allgemein spricht man in diesem Zusammenhang davon, dass es sich beim Franken um einen sicheren Hafen, d.h. eine «Safe-haven»-Währung handelt. Dies widerspiegelt sich darin, dass sich der Franken in Krisenfällen immer relativ stark aufwertet (vgl. zum Beispiel 9/11, Griechenland-Krise, erhöhte Finanzmarktvolatilitäten usw.).

Mit dem «Safe-haven»-Effekt wird die Umschichtung von Anlegern in Assets einer spezifischen Währung im Krisenfall bezeichnet. Diese Kapitalbewegungen führen dann zu einer erhöhten Nachfrage nach der betroffenen Währung und in der Folge zu einer entsprechenden Aufwertung. Dies kann relativ rasch passieren, weshalb sich der «Safe-haven»-Effekt durchaus eignet, um Teilerklärungen für kurz- und mittelfristige Wechselkursschwankungen zu liefern. Der Mechanismus funktioniert im Übrigen auch in die entgegengesetzte Richtung. In Hochkonjunkturphasen werten sich «Safe-haven»-Währungen tendenziell eher ab.

Der Schweizer Franken war nie die einzige «Safe-haven»-Währung. Die Empirie zeigt, dass in der Vergangenheit auch der Euro oder der japanische Yen entsprechende Eigenschaften zeigten (Rinaldo & Söderlind, 2007). Der Franken hatte von den wichtigen Währungen jedoch immer die ausgeprägtesten «Safe-haven»-Eigenschaften. Die hohe Staatsverschuldung vieler Euroländer und insbesondere die Krise in Griechenland dürften in jüngster Vergangenheit ausserdem noch dazu beigetragen haben, dass sich der Status des Frankens als «Safe-haven»-Währung, insbesondere im Vergleich zum Euro, nochmals verstärkt hat.

Wenn der «Safe-haven»-Effekt zu einer schockartigen Aufwertung führt, werden die Exportindustrie und der Tourismus in der Schweiz belastet. Ein starker Franken aber ist ein Vorteil für die Importeure und die Konsumentinnen und Konsumenten, weil sie im In- und Ausland eine höhere Kaufkraft erhalten. Auch der Finanzplatz profitiert von der Reputation der Schweizer Währung. Schliesslich sind die im europäischen Vergleich tieferen Realzinsen zum Teil auf diesen Status zurückzuführen. Der «Safe-haven»-Effekt hat also auch seine positiven Seiten.

Massive Aufwertung des Schweizer Frankens.

Die Bilanzsumme der SNB hat sich beinahe verdreifacht.

2.3 Die Griechenland-Krise und ihre Folgen

Gegen Ende des Jahres 2009 kamen die Finanzmärkte zur Überzeugung, dass das Euro-Mitgliedsland Griechenland aufgrund der hohen Verschuldung allenfalls in Zahlungsschwierigkeiten geraten könnte. Schon bald gerieten nicht nur Griechenland, sondern auch Portugal, Spanien, Italien und Irland zunehmend unter Druck. Die Märkte begannen zu zweifeln, ob die sogenannten PIGS-Staaten (oder PIIGS, wenn Irland dazugerechnet wird) in der Lage sein würden, ihre Schulden zurückzuzahlen. Entsprechend stiegen die Zinskosten für die Staatsanleihen dieser Staaten stark an. Dieses unsichere Umfeld führte zu einer zunehmenden Flucht der Anleger aus dem Euro in andere Währungen, insbesondere den Schweizer Franken. Dieses Phänomen ist aus Krisenzeiten bekannt und wird als «Safe-haven»-Effekt bezeichnet. Eine ausführliche Beschreibung des «Safe-haven»-Effekts und welche Implikationen sich daraus ergeben findet sich in Box 2.

Konfrontiert mit dieser Situation, begann die Schweizerische Nationalbank in grossem Stil Euro aufzukaufen. Begründet wurden diese Interventionen am Devisenmarkt mit der Angst vor einer allfälligen Deflationsspirale, die durch das aufwertungsbedingte Sinken der Importpreise ausgelöst werden könnte. Schon kurz

nach Ausbruch der Finanzkrise hat sich die SNB mit derselben Argumentation des gleichen Instruments bedient, wenn auch in wesentlich kleinerem Ausmass. Als Konsequenz der massiven Interventionen im Jahr 2010 stiegen die Währungsreserven der SNB auf ein Rekordniveau und betragen im September 2010 217 Milliarden Franken. Durch den Devisenkauf hat sich die Bilanzsumme der SNB im Vergleich zum Jahr 2006 beinahe verdreifacht.

Abbildung 5

Bilanz der SNB massiv vergrössert.

Bilanz SNB 2006 versus September 2010

In Milliarden Franken (zusammengefasst und gerundet)

Aktiven	2006	Passiven	
Gold	32	Notenumlauf	43
Devisen	45	Giro-Geschäftsbanken	6
Forderungen aus Repo-Geschäft	27	Konto Bund	1
Wertschriften	5	Other Liabilities	1
Other assets	2		
		Equity	60
Total	111	Total	111

Aktiven	2010	Passiven	
Gold	43	Notenumlauf	47
Devisen	217	Repo	19
Darlehen Stab-Fonds	14	Giro-Geschäftsbanken	35
Internationale Zahlungsmittel	5	Konto Bund	7
Wertschriften	3	Zentralbankankleihen	105
Other assets	2	Other Liabilities	18
		Equity	53
Total	284	Total	284

Quelle: Schweizerische Nationalbank, Statistisches Monatsheft.

War das Deflationsrisiko tatsächlich so gross?

Wie gross die Gefahr eines Abgleitens der Schweiz in die Deflation im Frühling 2010 tatsächlich war, kann nicht abschliessend beantwortet werden. Es gibt jedoch einige Argumente, die dieses (von Ökonomen allgemein als «worst case» beurteilte) Szenario relativieren. So macht eine negative Inflationsrate a priori noch keine Deflation aus. Entscheidend ist dabei nämlich, wie sich die Erwartungen der Wirtschaftsakteure verändern. Erst wenn allgemein mit einem nachhaltig, ständig sinkenden Preisniveau gerechnet wird, sodass es sich lohnt, geplante wirtschaftliche Aktivitäten (Konsum, Investitionen usw.) in die Zukunft zu verschieben, besteht die Gefahr einer sogenannten «Deflationsspirale». In diesem Szenario führen sinkende Preise zu tieferer wirtschaftlicher Aktivität. Im Sinne einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung fallen die Preise noch weiter. Die Schweiz aber importiert viele langlebige Konsumgüter wie Autos, Möbel oder Unterhaltungselektronik. Wenn die Bevölkerung den Konsum aufgrund sinkender Preise verschieben würde, wären zu einem wesentlichen Teil die Importe davon betroffen. Aufgrund einer Aufwertung stellt sich daher eine Deflationsspirale in der Schweiz nicht so schnell ein. Dafür müsste zusätzlich die Binnenwirtschaft einbrechen.

Aufwertung des Frankens konnte nicht gestoppt werden.

Die Effekte der umfangreichen Devisenmarktinterventionen der SNB waren beschränkt. Die Interventionen haben wahrscheinlich geholfen, ein temporäres Überschieszen des Wechselkurses zu verhindern, aber der Aufwertungstrend konnte nicht gestoppt werden. Von den Euro-Käufen hatte man sich auch eine stärkere stabilisierende Wirkung erhofft.

EZB kaufte Staatsanleihen.

Das Engagement der EZB hielt sich in der ersten Phase der Krise im Vergleich zu anderen wichtigen Zentralbanken im Rahmen. Durch die Griechenland-Krise kam es aber zu einer Trendwende. Die EZB erklärte sich nach einem argumentativen Zickzackkurs schliesslich bereit, Staatsanleihen am Sekundärmarkt aufzukaufen. Die langfristigen Auswirkungen auf die Bilanz der EZB lassen sich nur schwer abschätzen. Der aktuelle Wert dieser Anleihen hat am 6. Oktober 2010 61 Milliarden Euro betragen und wächst stetig (Europäische Zentralbank, 2010).

Es muss versucht werden, die Konsequenzen der beispiellosen Marktinterventionen abzuschätzen.

Ob die Interventionen der Zentralbanken aus ordnungspolitischer und ökonomischer Sicht richtig waren, sei dahingestellt. Für die Zukunft entscheidender ist der Versuch, die Frage nach den Konsequenzen der beispiellosen Marktinterventionen zu beantworten. Wie können die Notenbanken reagieren, falls sich ein Aufschwung abzeichnet? Müssen wir mit einer Rückkehr der Inflation rechnen? Ein bekanntes ökonomisches Sprichwort lautet, dass es grundsätzlich nichts gratis gibt: «There is no such thing as a free lunch». Es ist also zu erwarten, dass die Stützungsmaßnahmen der Notenbanken auch mit Kosten verbunden sind. Aber mit welchen?

Auf der Basis der bisher diskutierten Fakten formulieren wir im Folgenden acht Thesen, die eine klare Aussage zu den von uns erwarteten Auswirkungen wagen.

«There is no such
thing as a free lunch.»»

Amerikanische Volksweisheit

3 Acht Thesen zur Geldpolitik und deren Auswirkungen

Die ökonomischen Grundgesetze gelten weiterhin, was bedeutet, dass die Interventionen der Zentralbanken nicht ohne massive Kostenfolgen bleiben können.

These 1

Die durch quantitative Lockerung geschaffene Liquidität wird nicht durch quantitative Straffung wieder «abgezogen»

Politik der quantitativen Lockerung.

Das Vorgehen der Notenbanken in der Krise war aussergewöhnlich. Das Volumen der Liquiditätsspritzen, die Dauer der Nullzinspolitik und der massive Einsatz von Instrumenten ausserhalb der klassischen Zinspolitik sind historisch beispiellos. Unsere erste These diskutiert nun, dass die Zentralbanken die Liquidität, die sie durch eine sogenannte «quantitative Lockerung»² geschaffen haben, nicht wieder durch eine Politikumkehr abziehen.

Systemische Liquidität massiv erhöht.

So unterschiedlich die vorgestellten Kriseninterventionen der Zentralbanken auf den ersten Blick auch sein mögen, im Endeffekt ist ihre Wirkung ähnlich: Die Massnahmen haben die Liquidität im System massiv erhöht. Ob Hypothekenscheine, Währungsreserven oder Staatsanleihen – alles wurde mit sogenanntem Zentralbankgeld gekauft. Was passiert, wenn sich an diesem Zustand nichts ändert, darüber herrscht im Prinzip Einigkeit. Viele Zentralbanken haben ihren Fokus momentan zwar noch auf die Gefahren einer möglichen Deflation gerichtet, der Zusammenhang zwischen Geldmengenwachstum und Teuerung³ ist jedoch empirisch belegt und macht auch intuitiv Sinn: Hat man mehr Geld zur Verfügung, um die gleiche Menge an Gütern zu kaufen, müssen sich deren Preise erhöhen. Das hohe inflationäre Potenzial der gesamthaft geschaffenen Liquidität wird indes auch von praktisch keinem Ökonomen bestritten. Folglich muss die Liquidität früher oder später wieder aus dem System entfernt werden.

Eine hohe Liquidität birgt auch ein hohes inflationäres Potenzial.

Die Liquidität liegt gegenwärtig grösstenteils noch bei den Banken und wird in Form von Zentralbankguthaben gehalten. Dies tun sie insbesondere auch, um allfällige Liquiditätsengpässe günstig und ohne Probleme zu überbrücken. Solange das der Fall ist, besteht keine unmittelbare Inflationsgefahr. Sobald sich die Wirtschaft aber wieder erholt hat, kann die Liquidität ins System durchdringen und dort zu den angesprochenen Preissteigerungen führen. Daher rührt auch die medial oft gemachte Aussage, dass das primäre Problem der obersten Währungshüter sei, den richtigen Zeitpunkt für die Straffung der geldpolitischen Zügel zu finden. Die entsprechende Politikänderung dürfe nicht die langsam anziehende Konjunktur abwürgen, müsse gleichzeitig aber rechtzeitig die drohende Inflation bekämpfen. Dies wäre und ist in jedem Fall schon für sich alleine genommen eine schwierige Gratwanderung.

² Unter dem Begriff der «quantitativen Lockerung» verstehen wir ausserordentliche Marktinterventionen durch die Zentralbanken. Beispiele sind der Kauf von Hypothekenscheinen oder von Fremdwährungen. Diese Eingriffe unterscheiden sich von der klassischen Geldpolitik mittels Zinssteuerung.

³ These 6 erläutert, wie diese Teuerung aussehen könnte.

Aufgekaufte Assets haben massiv an Wert verloren.

Ist dies aber die einzige Problematik, mit denen die Zentralbanken zu kämpfen haben? Um die geschaffene Liquidität wieder abziehen zu können, müssten die Zentralbanken in der Lage sein, die aufgekauften Assets zum gleichen Preis wieder zu verkaufen und ins Marktsystem zurückzuführen zu können. Nun haben aber insbesondere die sogenannten «Subprime»-Papiere massiv an Wert verloren und auch die Preisentwicklung des Euro und der europäischen Staatsanleihen ist rückläufig. Kurz: Würden die Zentralbanken ihre Interventionen heute rückgängig machen, könnten sie auf diese Weise nur einen Teil der geschaffenen Liquidität wieder abziehen. Um auch den restlichen Teil zurückzuführen, müssten die Notenbanken einen Verlust akzeptieren und andere Vermögenswerte verkaufen.

Einfache Politikumkehr auf absehbare Zeit nicht möglich.

Nun kann natürlich argumentiert werden, dass dies alles gar kein Problem sei, solange die Zentralbanken einfach warten, bis die erworbenen Aktiva wieder den gleichen Wert wie zum Zeitpunkt des Kaufes haben. Die Frage ist allerdings, ob und falls ja bis wann dies der Fall sein wird. Zum heutigen Zeitpunkt deutet vieles darauf hin, dass die Papiere, die sich die Notenbanken auf ihre Bilanzen geladen haben, für sehr lange Zeit nicht mehr zum gleichen Gegenwert weiterverkauft werden können.

Hypothekenspanien waren überbewertet.

In den USA ist der hohe Wert der Hypothekenspanien überhaupt erst durch eine Blase, d.h. durch eine klare Überbewertung dieser Papiere zustande gekommen. Das FED sah sich unter den gegebenen Umständen also im Prinzip gezwungen, diese Wertschriften zu einem Preis zu kaufen, der nicht den realen Gegebenheiten im Immobilienmarkt entsprach. Eine Rückkehr zu diesem Preisniveau wäre daher eigentlich nur durch die erneute Entstehung einer Immobilienblase möglich. Würde das FED trotzdem heute die Wertpapiere verkaufen, würden die Papiere weiter nachgeben und das FED müsste einen erheblichen Verlust realisieren.

In der Schweiz sieht sich die SNB mit dem Problem konfrontiert, dass die fundamentalen makroökonomischen Faktoren für einen starken Franken sprechen.

In der Schweiz sieht sich die SNB mit dem Problem konfrontiert, dass die fundamentalen makroökonomischen Faktoren für einen starken Franken sprechen.⁴ Möchte sie nun ihre Devisenreserven verkaufen, um die Frankenliquidität abzuschöpfen, würde sich die SNB zwei Nachteile einhandeln. Erstens würde ein rascher Abbau der Devisenreserven den Franken weiter stärken und zu entsprechend konjunkturellen Problemen führen (der Abbau der Reserven müsste also relativ langsam vor sich gehen, um starke Friktionen zu vermeiden). Zweitens würde die SNB erhebliche Verluste auf den Devisenkäufen realisieren. Dies würde den politischen Druck stark erhöhen, denn Bund und Kantone müssten sich mit einer tieferen Gewinnbeteiligung begnügen.⁵

Potenzieller Verlust nicht bezifferbar.

Obwohl die von FED und SNB eingesetzten Instrumente sich stark unterscheiden, sind ihre Auswirkungen vergleichbar: Bis auf Weiteres könnten die Notenbanken die – durch die quantitative Lockerung zusätzlich geschaffene – Liquidität auf demselben Weg nur mit Verlusten rückgängig machen. Beide Notenbanken haben die Assets zu einem Preis gekauft, der deutlich über der aktuellen Bewertung liegt. Da die ursprünglichen Kaufpreise nicht bekannt sind, kann der mögliche Verlust aber nicht beziffert werden. Die Grössenordnung der Bilanzausweitung zeigt allerdings, dass die möglichen Verluste sogar das Eigenkapital der Notenbanken übersteigen könnten. Die Notenbanken werden die Liquidität somit aus Eigeninteresse nicht auf demselben Weg reduzieren, wie sie ins System gekommen ist.

⁴ Vgl. Minsch & Schnell (2010).

⁵ Die Gewinnausschüttung an Bund und Kantone ist, wie im Nationalbankgesetz festgeschrieben, an die Entwicklung des Gewinns gebunden.

Abbildung 6

Quantitative Straffung ist mit Problemen verbunden.

Auswirkungen einer quantitativen Straffung

	FED	SNB	EZB
Instrument zur Rückführung der Liquidität	Verkauf der Hypothekenspapieren	Verkauf von Euros gegen Franken	Verkauf der Staatsanleihen
Folge auf Zielgrösse	Hypothekenspapieren verlieren an Wert	Schweizer Franken gewinnt an Wert	Staatsanleihen verlieren an Wert
Folge für Zentralbank	Realisierter Verlust	Realisierter Verlust	Realisierter Verlust, allerdings klein
Rückführung der Liquidität	Nicht vollständig (da Verkaufspreis kleiner wie Kaufpreis)	Nicht vollständig (da Verkaufspreis kleiner wie Kaufpreis)	Nicht vollständig. Geldpolitisch aufgrund des kleinen Volumens aber weniger relevant.

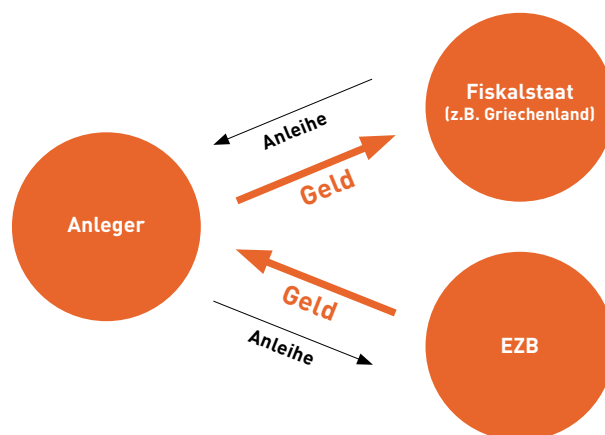
EZB nach Kauf von Staatsanleihen in schwieriger Lage.

Wie sieht die Lage schliesslich für die EZB aus? Auch sie hat sich durch den Ankauf der Staatspapiere am Sekundärmarkt in eine schwierige Lage gebracht.⁶ Sie stellt damit den hoch verschuldeten Ländern indirekt einen Kredit zur Verfügung und belohnt dadurch die grosszügige Ausgabenpolitik der Staaten in der Vergangenheit. Das Risiko eines weiteren Reputationsverlustes der Staatsobligationen bzw. einer allfälligen Umschuldung in einzelnen Ländern (für Griechenland weiterhin ein wahrscheinliches Szenario) liegt neu zu einem grossen Teil bei ihr. Das Vorgehen der EZB widerspricht klar den grundsätzlichen ökonomischen Empfehlungen an eine Zentralbank. Auch wenn sie die Anleihen «nur» am Sekundärmarkt aufkauft, stellt sie den Fiskalstaaten indirekt Geld zur Verfügung (vgl. Abbildung 7). Das Wissen der Anleger, dass sie die Anleihen jederzeit bei der EZB platzieren können, reicht dabei vollkommen. Wie gravierend diese Form der Finanzierung der Staatstätigkeit sein kann, zeigt der Fall Argentinien, wo es schliesslich zu Hyperinflation (1989/1990), Staatsbankrott und tiefer wirtschaftlicher Depression gekommen ist.

Abbildung 7

Problem der EZB-Intervention am Sekundärmarkt.

Die Europäische Zentralbank unterstützt den Fiskalstaat



Quelle: eigene Darstellung.

⁶ Zwei Punkte sind in diesem Zusammenhang zu beachten: 1. Der Aufkauf von Staatsanleihen am Primärmarkt ist der EZB per Gesetz verboten, deshalb ist dieser Umweg nötig. 2. Der Handel mit Staatsanleihen ist für Zentralbanken a priori nichts Ungewöhnliches (für das FED sind diese Offenmarktoperationen sogar zentraler Bestandteil der Geldpolitik). Entscheidend ist jedoch die Absicht, die damit verfolgt wird. Werden Staatsanleihen nicht aus geldpolitischer Motivation, sondern mit der Absicht gekauft, die betroffenen Fiskalstaaten zu unterstützen, ist das höchst problematisch.

These 2

Die neuen Instrumente stellen keinen «free lunch» dar

Teuerungspotenzial der geschaffenen Liquidität ausgewiesen.

Das Teuerungspotenzial der geschaffenen Liquidität ist den Zentralbanken offensichtlich bekannt. Diese ziehen eine einfache Umkehr der quantitativen Lockerung auch nicht in Betracht. Zu gross wären nicht nur die konjunkturellen Auswirkungen, sondern auch die Verluste der Notenbanken.

Notenbanken neu mit eigenen Schuldverschreibungen.

Um die Gefahr für die Preisstabilität abzuwenden, mussten die Notenbanken daher neue Instrumente anwenden: Sie emittieren eigene Schuldverschreibungen. Mit dem Verkauf dieser Zentralbankanleihen soll die sich im Markt befindende Liquidität vorübergehend sterilisiert werden. Diese Anleihen sind vom Charakter her, besonders was die Risikoklassifizierung angeht, mit normalen Staatsanleihen vergleichbar. Sie verfügen jedoch über kürzere Laufzeiten von drei bis sechs Monaten (Eisenring, 2010). Ein vergleichbares Instrument zu den SNB-Bills sind die sogenannten «Reversed Repos» (umgekehrte Repos), die die SNB neuerdings in grösserem Umfang einsetzt.⁷

Die eigenen Anleihen und die umgekehrten Repo-Geschäfte werden allgemein kaum hinterfragt. Stellen diese neuen Instrumente aber wirklich einen «free lunch» für die Notenbanken dar?

Sterilisierungspolitik kann nur vorübergehend sein.

Die neuen Instrumente haben zwei Schwachstellen. Erstens kann damit das Problem der überhöhten Liquidität nicht dauerhaft gelöst werden, weil die Sterilisierung die Liquidität nur vorübergehend aus dem System entfernt. Mit Fälligkeit der Anleihe strömt die Liquidität wieder zu den Banken zurück. Mehr noch: Bei Rückzahlung der Anleihe erhöht die Zentralbank die Geldmenge exakt um die Höhe der Zinszahlung, die auf der Anleihe fällig wird. Hier zeigt sich der Unterschied zum Fiskalstaat, der den Schuldendienst nicht über die Geldmenge, sondern über Steuergelder begleichen muss. Würde eine Notenbank die Sterilisierung unendlich fortführen, würde die Notenbankgeldmenge irgendwann explodieren. Deshalb muss die Sterilisierungspolitik zwangsläufig eine vorübergehende Massnahme sein. Im Grunde genommen verschiebt das neue Instrument der Zentralbankanleihe das Problem der Überschussliquidität somit nur in die Zukunft. Man gewinnt also Zeit. In Zukunft müssen die Notenbanken die Liquidität daher trotzdem über eine quantitative Straffung aus dem Markt nehmen. Es gehört aber eine gehörige Portion Hoffnung dazu, dass die «Notenbank-fremden» Aktiva in dieser Zukunft zu einem genug hohen Preis veräussert werden können. Ob das aber wirklich möglich sein wird, ist aus den im vorherigen Abschnitt erläuterten Gründen zweifelhaft.

Die Notenbanken verlieren teilweise die Kontrolle über die Geldmenge.

Mit den neuen Instrumenten handeln sich die Notenbanken ein zweites Problem ein: Sie verlieren teilweise die Kontrolle über die Geldmenge. Der Grund dafür liegt darin, dass bei Ablauf der Fälligkeit der neuen Instrumente die Gelder wieder in den Bankensektor zurückfliessen. Soll es zu keinem Anstieg der Geldmenge kommen, muss die Notenbank die Schuldverschreibungen erneuern. Die Notenbanken sind daher darauf angewiesen, dass die Banken die Zentralbankanleihen überhaupt kaufen wollen. Entsprechend müssen die Zinsen für die Marktteilnehmer attraktiv sein. Denn sehen die Geschäftsbanken lukrativere Anlagemöglichkeiten,

⁷ Bei diesen Geschäften geben Geschäftsbanken, gegen Zinszahlung, für eine kurze Laufzeit Liquidität an die SNB ab (gedeckt durch eine Sicherheit der SNB). Der Unterschied zu den SNB-Bills liegt vor allem in den kürzeren Laufzeiten und in der Deckung durch eine Sicherheit. Der ökonomische Effekt ist jedoch bei den SNB-Bills und bei den «Reversed-Repo»-Geschäften derselbe.

bieten sie ihre Liquidität nicht der Zentralbank an. Dies verändert das Selbstverständnis der Banken und wohl auch der Notenbank. Kaufen die Geschäftsbanken die Schuldverschreibungen der Notenbank nicht, weil sie bessere Anlagemöglichkeiten sehen, erhöht sich die Notenbankgeldmenge. Und damit steigen über den Geldschöpfungsmultiplikator auch die für die Preisstabilität wichtigen Geldmengen M1 bis M3 an. Der Preis für die neuen Instrumente besteht somit darin, dass die Notenbank teilweise die Kontrolle über die Geldmenge verliert.

Box 3

Funktionsweise von Zentralbankanleihen

Beim klassischen Repo-Geschäft (vgl. Box 1, Seite 12) muss die Geschäftsbank Wertpapiere (Assets) als Sicherheit hinterlegen. Das Risiko eines Wertverlustes der hinterlegten Assets bleibt dabei bei den Geschäftsbanken. Bei den Interventionen im Zuge der Finanzkrise passierte jedoch Folgendes (am Beispiel des FED):



Die Notenbank trägt nun das vollständige Risiko von Wertverlusten der Wertpapiere.

Wenn die Zentralbank mit eigenen Anleihen die dadurch geschaffene Liquidität sterilisiert, passiert Folgendes:



Man beachte, dass die Notenbank nach Abschluss der vereinbarten Laufzeit der Geschäftsbank nicht nur den Geldbetrag der Anleihe, sondern darüber hinaus auch einen Zins zahlt. Die Liquidität nimmt daher um diese Zinszahlung zu. Ein weiterer feiner Unterschied zum klassischen Repo-Geschäft besteht darin, dass die Notenbank darauf angewiesen ist, dass die Geschäftsbanken die Anleihen auch kaufen. Etwas überspitzt kann man sagen: Während die Zentralbank vor der Krise die Geldmenge mittels Repo-Geschäften steuerte, wird sie nach der quantitativen Lockerung von der Geldmenge gesteuert.

These 3

Zentralbanken erleiden bei Zinserhöhungen Verluste

Bilanzen der Zentralbanken bleiben gross.

Unsere erste These sagte aus, dass die Zentralbanken der USA und der Schweiz ihre durch die quantitative Lockerung geschaffenen Mittel bis auf Weiteres nicht mit einer quantitativen Straffung aus dem System entfernen. Die Überlegungen zu These 2 zeigten, dass die neuen Instrumente das Überschussliquiditätsproblem zwar vorübergehend lösen, die Zentralbanken sich damit aber neue Probleme einhandeln. Werden diese zwei Thesen Realität, bedeutet dies nichts anderes, als dass die Bilanzen der Notenbanken auf lange Zeit gross bleiben und die neuen Instrumente dementsprechend lange eingesetzt werden müssen. Für die These 3 gehen wir somit davon aus, dass die Notenbanken weiterhin umfangreiche eigene Anleihen emittieren werden.

Mit dem Begriff «klassische Geldpolitik» ist die Steuerung der Zinskurve mittels Beeinflussung der kurzfristigen Zinsen gemeint.

Medial und auch in der Kommunikation der Zentralbanken wird allgemein davon ausgegangen, dass man einer allfällig gefährdeten Preisstabilität in jedem Fall noch mit dem Instrumentarium der klassischen Geldpolitik begegnen könnte. Mit dem Begriff «klassische Geldpolitik» ist die Steuerung der Zinskurve mittels Beeinflussung der kurzfristigen Zinsen gemeint. Damit beeinflusst die Zentralbank die Vergabe von Krediten, die allgemeine Investitionsneigung und damit indirekt die gesamtwirtschaftliche Nachfrage, die Geldmenge und letztlich die Entwicklung des Preisniveaus. Können FED und SNB in der jetzigen Situation mit umfangreichen Beständen an Zentralbankanleihen einfach zur klassischen Zinspolitik schreiten, wenn dies aufgrund der Inflationsaussichten angezeigt wäre?

Ertrag durch Bewirtschaftung der Aktiven.

Betrachten wir zuerst die Auswirkungen von Zinserhöhungen in «normalen» Zeiten, also ohne eine quantitative Lockerung. Der Gewinn einer Zentralbank entsteht in erster Linie daraus, dass die durch die Notenbank herausgegebene Notenbankgeldmenge (z.B. Banknoten) nicht verzinst ist, die dahinter liegenden Aktiven hingegen schon. Diese Art von Gewinn nennt sich Seigniorage. Erhöht nun die Zentralbank in normalen Zeiten die Zinsen, passiert Folgendes: Auf der Aktivseite erhöht sich das Ertragspotenzial auf neu erworbenen Zentralbankaktiva, was sich positiv auf den Gewinn auswirkt. Der Zinsanstieg aber lässt auch den Wert der Aktiven sinken und reduziert den Gewinn. Insgesamt ist somit eine Zinserhöhung für die Zentralbank nicht problematisch. Längerfristig führen höhere Zinsen sogar zu höheren Notenbankgewinnen aus Seigniorage. Dazu kommen Gewinne/Verluste aus der Bewirtschaftung von Aktiven sowie aus der Bewertungsänderung von Gold- und Devisenreserven und den Kosten aus dem Betrieb der Bank selbst (Baltensperger & Jordan, 1998).

Zinsen auf Zentralbankanleihen müssen sich am Markt orientieren.

Mit der quantitativen Lockerung und den grossen Notenbankbilanzen verändern sich aber die Auswirkungen von Zinserhöhungen. Für die eigenen Schuldverschreibungen hat die Notenbank bei einem Zinsanstieg auch höhere Zinsen zu zahlen. Damit die Notenbank keinen Verlust macht, muss die Rendite auf den Aktiven, die mit der quantitativen Lockerung erworben worden sind, mindestens so gross sein wie die Zinszahlungen auf ihren Schuldverschreibungen. Für das FED, das vor allem Hypothekenscheine in der Bilanz aufführt, erscheint diese Bedingung nicht realistisch zu sein. Und für die SNB?

Zinserhöhung birgt grosses Verlustpotenzial für die SNB.

Versuchen wir an dieser Stelle doch am besten ein kleines Rechenbeispiel. Im September 2010 führte die SNB eigene Schuldverschreibungen in der Höhe von 105 Milliarden Franken in ihrer Bilanz auf.⁸ Der momentane Satz liegt je nach

⁸ Vgl. Statistisches Monatsheft der SNB vom Oktober 2010.

Laufzeit in etwa zwischen 0,1 und 0,2 Prozent und ist für sehr kurzfristige Anleihen gar noch tiefer. Ignorieren wir Schwankungen in der Höhe der Anleihen und der Laufzeiten, dann hat die SNB den Banken jährliche Zinsen in der Höhe von etwa 210 Millionen Franken zu zahlen. Man kann sich leicht ausrechnen, was bei Zinserhöhungen auf die Notenbank zukommt. Nur schon ein Zinssatz von zwei Prozent, was grob geschätzt dem Durchschnittssatz der letzten zehn Jahre entsprechen dürfte, würde die Zinszahlungen verzehnfachen, d.h. auf 2,1 Milliarden Franken steigen lassen. Will die Notenbank nun – im Gegensatz zum Gedankenexperiment in These 2 – die Zinszahlungen nicht mit dem Anwerfen der Druckerpresse finanzieren, müssten die Renditen auf den kürzlich erworbenen Devisenbeständen mindestens diese 2,1 Milliarden Franken betragen. Der Betrag fällt also durchaus ins Gewicht. Zum Vergleich beträgt die jährliche Gewinnausschüttung der SNB an Bund und Kantone rund 2,5 Milliarden Franken.

Zinsentscheidungen verändern die Erwartungen über Konjunktur, langfristiges Wachstum, Inflation und damit den Wechselkurs.

Einen weiteren Effekt haben wir bisher vernachlässigt: Der Einfluss von Zinserhöhungen auf den Wechselkurs. Entscheidend für den Wechselkurs ist dabei nicht die Zinshöhe, sondern die Zinsdifferenz zwischen den zwei betrachteten Währungsräumen. Würden EZB und SNB ihre Zinsen zum Beispiel parallel erhöhen oder senken, hätte das theoretisch keinen Einfluss auf den Wechselkurs Franken/Euro. Würde die SNB ihre Zinsen aber autonom erhöhen, ohne dass die EZB nachzieht, verkleinert sich die Differenz zum europäischen Zinsniveau und Schweizer Anleihen werden nicht nur für die Schweizer, sondern auch für Ausländer attraktiver. Ceteris paribus wertet sich der Franken auf. Zinsentscheidungen verändern aber auch die Erwartungen über Konjunktur, langfristiges Wachstum, Inflation usw. Diese Faktoren beeinflussen den Wechselkurs ebenfalls. Eine empirische Studie für die Schweiz zeigt denn auch, dass sich der Franken nach einer autonomen Zinserhöhung erheblich aufwertet (Lenz & Savioz, 2009). Autonome Zinserhöhungen vergrössern somit die Buchverluste der Nationalbank. Solange die SNB auf ihren grossen Devisenbeständen sitzt, wird sie auf grössere Zinserhöhungen eher verzichten. Bis auf Weiteres sind Zinsen von vier bis fünf Prozent daher nicht zu erwarten, selbst wenn sich eine starke Inflation abzeichnen würde. Auch der Euro würde gegenüber dem Dollar gestärkt werden, wenn sich die EZB zu einer autonomen Zinserhöhung entschliessen würde. Die Buchverluste würden allerdings aufgrund der tieferen Fremdwährungsbestände im Vergleich zur SNB weniger relevant sein. Hingegen würde auch hier die Konjunktur unter der Aufwertung leiden.

Zentralbank schadet sich mit Zinserhöhung selbst.

Werden sich die Zentralbanken also gegen Zinserhöhungen entscheiden, um weitere Verluste zu vermeiden? Selbstverständlich sind die meisten Zentralbanken und insbesondere die SNB in erster Linie der Preisstabilität verpflichtet. Trotzdem stellen die Zinszahlungen, die die neuen Anleihen generieren, und die hohen Devisenbestände eine zusätzliche Belastung für die unabhängige Geldpolitik dar. Dies ist eine in dieser Form historisch einmalige Situation. Zum ersten Mal in der Geschichte schaden sich die Zentralbanken selber, wenn sie die Zinsen erhöhen. Es wird sich zeigen, wie die Notenbanken mit diesem Problem umgehen werden.

Abbildung 8

Zinserhöhung bringt den Zentralbanken Verluste.

Auswirkungen von Zinserhöhungen ohne quantitative Straffung

	FED	SNB	EZB
Effekt einer Zinserhöhung auf die Bilanz	Verlust, da der Wert der Immobilienpapiere weiter sinken würde.	Verlust, weil sich der Franken weiter aufwerten würde.	Verlust, da der Wert der Staatsanleihen abnehmen würde (allerdings relativ klein).

Für alle gilt: Zinserhöhung erhöht Schuldendienst auf Zentralbankanleihen (Effekt für EZB allerdings relativ klein).

These 4

Rekordhohe Verschuldung verunmöglicht starke Zinserhöhungen

Zinserhöhungen belasten die Konjunktur...

Die Zentralbanken haben nicht nur kein Eigeninteresse an einer Zinserhöhung, sondern müssen sich auch auf einen starken politischen Druck einstellen. Schon in normalen Zeiten belasten Zinserhöhungen den Konsum und die Investitionen und damit die Konjunktur.

... und erhöhen den Schuldendienst der Fiskalstaaten.

Angesichts der enormen Staatsverschuldung in vielen Ländern werden die Zentralbanken politisch auf grosse Schwierigkeiten stossen, wenn sie Zinserhöhungen durchsetzen wollen. Das Problem der Staatsverschuldung betrifft nicht nur Europa, sondern die meisten westlichen Staaten; glücklicherweise aber nicht die Schweiz. Für die USA wird gemäss IMF eine Gesamtverschuldung von über 100 Prozent des Bruttoinlandsprodukts für 2014 prognostiziert. Der politische Druck gegen eine Zinserhöhung ist in diesem Umfeld äusserst hoch, daran ändert auch die formale Unabhängigkeit der Währungshüter nichts. Ein Zinsanstieg verteuert den Schuldendienst der betroffenen Staaten massiv und lässt die öffentliche Verschuldung ansteigen. Rasch würden Zweifel an der Solvenz solcher Staaten aufkommen, was die vom Markt geforderten Zinsen erhöht, die Zinszahlungen des Staates weiter ansteigen lässt und der Verschuldungsspirale einen Anstoss gibt. Eine Entwicklung, die ganz und gar nicht im Interesse der Zentralbanken wäre.

Ein Zinsanstieg um einen Prozentpunkt kostet die EU-Länder bis zu 70 Milliarden Euro pro Jahr.

Anhand einer kleinen Modellrechnung am Beispiel der Europäischen Union lässt sich die Überlegung am besten verdeutlichen: Die Gesamtschulden der Länder der Eurozone betragen aktuell rund sieben Billionen Euro. Ein Zinsanstieg um einen Prozentpunkt führt langfristig ceteris paribus zu einer Erhöhung des Schuldendienstes von jährlich 70 Milliarden Euro. Kurz- bis mittelfristig steigen diese Verpflichtungen weniger stark, da viele staatliche Schuldtitel lange Laufzeiten bis zu 30 Jahren aufweisen. Entsprechend müssen bis zum Auslaufen dieser Schuldverschreibungen keine erhöhten Zahlungen geleistet werden. Die meisten Staatsobligationen haben jedoch Laufzeiten von einem Jahr, zwei, fünf oder zehn Jahren. Laut des Chefökonom der Europäischen Zentralbank müssten kurz- bis mittelfristig etwa die Hälfte aller Schuldtitel neu gezeichnet, d.h. refundiert werden: «Jeder Prozentpunkt mehr dürfte die Zinslast im Euroraum um 25 bis 30 Milliarden Euro erhöhen.»⁹

Private Verschuldung ebenfalls problematisch.

Doch nicht nur die Fiskalstaaten haben über ihre Verhältnisse gelebt, auch die private Verschuldung hat in vielen Staaten Rekordniveau erreicht. Je höher die private totale Verschuldung in einem Land ist, desto höher ist die Gefahr, dass bei einer Zinserhöhung viele Individuen und Unternehmen ihrem Schuldendienst nicht mehr nachkommen können und Konkurs anmelden müssen. Gelangen viele Privatpersonen oder Unternehmen in eine solche Lage, können unvorhersehbare Kettenreaktionen mit entsprechend starken, negativen Folgen für die Gesamtwirtschaft auftreten.

Stabilität des Bankensystems noch nicht wiederhergestellt.

Und schliesslich ist auch die Stabilität des Bankensystems noch nicht wiederhergestellt. In Europa und auch in den USA kämen etliche Banken bei Zinserhöhungen in ernsthafte Schwierigkeiten und könnten das Bankensystem wieder bis an den Rand und darüber hinaus belasten. Die Zentralbanken werden daher auch aus Rücksicht auf Problembanken mit Zinserhöhungen zuwarten.

⁹ Vgl. «EZB-Chefvolkswirt warnt vor Stagflation in Europa», Capital 05/10 vom 22. April 2010.

Enormer politischer Druck auf den Zentralbanken.

Die Zentralbanken werden also politisch unter Druck geraten, wollen sie geldpolitisch wieder «zur Tagesordnung» übergehen. Die Straffung der geldpolitischen Zügel ist nicht nur wie in normalen Zeiten mit erheblichen konjunkturellen Risiken verbunden. Die hohe Verschuldung der Staaten, aber auch des privaten Sektors wird den Spielraum der Währungshüter in Zukunft erheblich einschränken. Starke Zinserhöhungen, insbesondere in den USA oder der EU, scheinen daher für einige Jahre unwahrscheinlich.

These 5

Die Reputation der Notenbanken leidet

Glaube an Preisstabilität ist ein junges Phänomen.

Der allgemeine, im Bewusstsein der Wirtschaftsteilnehmer verankerte Glaube an Preisstabilität ist ein relativ junges Phänomen. Die Notenbanken haben sich die Reputation, die Preisstabilität verteidigen zu können und zu wollen, erst in den letzten zwanzig bis dreissig Jahren erarbeitet. Bis in die 1980er-Jahre waren in vielen Industrieländern Inflationsraten zwischen fünf und zehn Prozent eher die Regel als die Ausnahme. In den USA richtete der FED-Chef Paul Volcker in den 1980er-Jahren die Geldpolitik konsequent auf die Inflationsbekämpfung aus und verursachte dadurch eine Rezession. Ähnlich erging es der Schweiz Anfang der 1980er- und Anfang der 1990er-Jahre, als die SNB die Inflation nur mit starken Zinserhöhungen unter Kontrolle brachte, ebenfalls mit massiven wirtschaftlichen Folgekosten.

Mit den jüngsten Interventionen haben die Zentralbanken ihre Reputation aufs Spiel gesetzt.

Mit den jüngsten Interventionen haben die Zentralbanken ihre Reputation aber beträchtlich aufs Spiel gesetzt:

- Das FED hat mit seinen enormen Interventionen den Takt vorgegeben. Nun soll sogar noch weitere Liquidität in die Märkte gepumpt werden. Das Thema Inflation spielt in der Kommunikation nur noch eine untergeordnete Rolle. Das FED versucht dabei, die Geldpolitik für die Behebung struktureller Probleme der US-Wirtschaft einzusetzen.
- Die Europäische Zentralbank scheint immer stärker am Gängelband der Politik zu gehen. Besonders durch die Intervention am Markt für Staatsanleihen ist ihre Unabhängigkeit und Glaubwürdigkeit ernsthaft infrage gestellt. Dazu kommen sich widersprechende Aussagen in der Kommunikation, was Gift für das Vertrauen in die Institution ist.
- Die Schweizerische Nationalbank steht wegen ihrer Stützungskäufe zugunsten des Euro im Kreuzfeuer der Kritik. Sie ist ihrer eigenen Doktrin der flexiblen Wechselkurse untreu geworden und hat mit den rekordhohen Devisenreserven ein Klumpenrisiko angehäuft. Trotz grosser Kosten haben die Devisenmarktinterventionen nicht den erwünschten Effekt erzielt und daher der Reputation der SNB geschadet.

Risiken für Notenbanken massiv erhöht.

Die Notenbanken haben sich mit ihrer Politik weit aus dem Fenster gelehnt. Geht etwas schief, ist ihre Reputation in ernster Gefahr. Sichtbares Zeichen für das Risiko ist die enorme Bilanzverlängerung besonders des FED und auch der SNB. Beide haben den Leverage-Ratio, also das Verhältnis zwischen Eigenkapital und Aktiven, seit dem Ausbruch der Krise massiv erhöht. Böse Zungen behaupten, dass sich die Notenbanken wie ein Hedgefonds verhalten: Sie borgen sich zu extrem tiefen Zinsen Geld und legen es in attraktivere Anlagen an. Im Falle der SNB ist die Parallele zu den Carry trades frappant. Diese liehen sich vor der Krise zu

tiefen Zinsen Schweizer Franken aus und investierten vor allem in Osteuropa in höher verzinsten Anlagen. Hier endet allerdings die Analogie. Anders als Hedgefonds können die Zentralbanken ihre Positionen nicht in kurzer Zeit glattstellen. Erstens sind die Vermögenswerte zu gross und zweitens (vgl. These 3, Seite 24 und 25) würde ein rasches Glattstellen zu grossen Verlusten führen. Die Notenbanken haben sich somit in eine ungemütliche Situation mit einem hohen Verlustpotenzial hineinmanövriert.

Zentralbank ist kein kostenloses Finanzierungsvehikel.

Die Zentralbanken haben also kein kostenloses und prinzipiell mit unendlichen Ressourcen ausgestattetes Finanzierungsinstrument in Krisenzeiten erfunden. Dies würde auch den Erkenntnissen der Zentralbankökonomik widersprechen. Versuche, die Notenbank zur Finanzierung möglicher Staatsaufgaben einzusetzen, haben immer schon zu hohen Inflationsraten oder sogar zu Währungs- bzw. Wirtschaftskrisen geführt.

Enormer politischer und wirtschaftlicher Druck.

Auch wenn der Ausstieg aus der ultra-expansiven Geldpolitik technisch gesehen kein Problem wäre, lassen unsere vorhergehenden Thesen berechnete Zweifel aufkommen, ob der politische und wirtschaftliche Druck auf die Zentralbanken nicht zu gross ist.

Zwischenfazit der ersten fünf Thesen: Trotz unterschiedlicher Politik sind SNB, FED und EZB mit erheblichen Problemen konfrontiert.

Betroffenheit der Notenbanken ist unterschiedlich.

Ein Fazit der ersten fünf Thesen zeigt, dass nicht alle Zentralbanken von den verschiedenen Problemen gleich stark betroffen sind. So ist zum Beispiel die Schweiz vom Verschuldungsproblem des Fiskalstaates weniger betroffen. Folgende Übersicht soll zeigen, wie stark die drei Notenbanken mit den jeweiligen Problemen zu kämpfen haben.

Abbildung 9

Zentralbanken kämpfen nicht alle mit den gleichen Problemen.

Betroffenheit der Zentralbanken im Vergleich

	FED	SNB	EZB
These 1: Umkehr der quantitativen Lockerung nicht möglich	+++	++	+
These 2: Neue Instrumente lösen grundsätzliches Problem nicht	++	++	+
These 3: Zentralbanken erleiden bei Zinserhöhung Verluste	++	++	+
These 4: Rekordhohe Verschuldung verunmöglicht starke Zinserhöhung	+++		+++
These 5: Reputation der Notenbank leidet	++	+	++

Auch wenn die Ausgangslage für die einzelnen Notenbanken unterschiedlich ist, bleibt eine Konsequenz die gleiche: Die ultra-expansive Geldpolitik wird so bald nicht zurückgefahren (werden können).

These 6

Vagabundierende Liquidität führt zu Preisblasen

Zu billiges Geld führt zu ökonomischen Verzerrungen.

Geld ist derzeit fast gratis zu haben. Aufgrund der gemachten Erfahrungen in den vergangenen Jahrzehnten liegt die Vermutung nahe, dass zu billiges Geld grundsätzlich zu ökonomisch unerwünschten Verzerrungen und damit mittel- bis langfristigen Wohlstandseinbussen führt. Ist diese Erwartung aufgrund der grossen Unterauslastung der Wirtschaften für die aktuelle Situation nicht zutreffend?

Die Liquidität vagabundiert.

Es gleicht dem Blick in die Kristallkugel, die weltweiten Folgen der ultra-expansiven Geldpolitik vorherzusehen. Der Grund für diese Unsicherheit besteht in der Eigenschaft von Geld: Es kann innert Sekundenbruchteilen rund um den Globus verschoben werden. Mit anderen Worten wäre es völlig unzureichend, die möglichen Konsequenzen der FED-Politik ausschliesslich in den USA zu suchen oder die Analyse der EZB-Politik auf die Eurozone zu beschränken. Wie ein Falter, der vom Licht angezogen wird, sucht sich die Liquidität die besten Investitionsmöglichkeiten. Weltweit. Die Liquidität vagabundiert. Die Probleme werden über die Hintertür ins Haus kommen. Nur wo? Die vagabundierende Liquidität kann folgende Auswirkungen zeitigen:

Globale Faktoren beeinflussen die Höhe der Inflation in der Schweiz immer stärker.

Rohstoffpreisblase

Es sind die globalen Faktoren, die für die Höhe der Inflation eine immer wichtigere Rolle spielen (Melick & Galati, 2006). Gerade für die Schweiz ist dieser Effekt besonders ausgeprägt (Byrne, Kaneez & Kontonikas, 2010). Aufgrund empirischer Untersuchungen wissen wir, dass sich der durch die globale Überschussliquidität ausgelöste Teuerungsdruck über die einzelnen Teile der Wertschöpfungskette hinwegzieht und vor allem bei den Rohstoffen zuerst zum Tragen kommen kann. Die ultra-expansive Geldpolitik begünstigt die Entstehung einer regelrechten Rohstoffpreisblase. Gold etwa hat bereits eine fulminante Preisentwicklung hinter sich. Auch Metalle, Erdöl, Lebensmittelrohstoffe sind im Fokus der Anleger und werden wohl noch mehr gesucht, wenn sich die Weltwirtschaft weiter erholt. Mit den teureren Rohstoffen erhöhen sich schliesslich auch die Preise der Konsumgüter (Belke, Bordon & Hendricks, 2010).

Steigende Importpreise in den USA.

Steigende Importpreise

Ein Blick auf die Entwicklung der Importpreise im Vergleich zur Entwicklung des gesamten Konsumentenpreisindex für die USA, Deutschland und die Schweiz zeigt, dass die Inflation in den Importpreisen bis zum Jahr 2007 in allen drei Ländern im Schnitt tiefer war als die Gesamtinflation. Für die Schweiz macht die Differenz z.B. durchschnittlich 0,2 Prozentpunkte pro Quartal aus. Dies dämpfte die Preisentwicklung mit entsprechenden Vorteilen für die Geldpolitik. Nun zeichnet sich eine Umkehr ab. Vieles hängt zwar von der Entwicklung der Wechselkurse und der Weitergabe der Preise durch die Zwischenhändler an die Konsumenten ab, aber in Zukunft werden die Importe nicht mehr die Rolle des allgemeinen Preisdämpfers spielen. Vielmehr werden Importpreissteigerungen in Zukunft gerade für die USA grösser sein als die Gesamtinflation, die durch die Unterauslastung in vielen Sektoren nach wie vor tief bleiben kann.

Enormes Blasenbildungspotenzial.

Blasen bei Vermögenswerten

Schliesslich zeigen Theorie und Empirie aber auch, dass die Geldpolitik starken Einfluss auf Vermögenspreise (Asset-Preise) haben kann. So war die relativ lockere Politik des FED nach der Jahrtausendwende mitverantwortlich für die Ent-

stehung der Immobilienblase in den USA. Ähnlich erging es der Schweiz in den 1980er-Jahren. Neben den Immobilienblasen können auch Wertpapiere (Aktien, Anleihen usw.) Blasenbildungen aufweisen. Problematisch an Vermögensblasen ist, dass es nach einem Platzen zu einer schnellen Anpassung der Preise mit negativen Folgen für die Gesamtwirtschaft kommt.

Gefahr von Währungsturbulenzen.

Währungsblase

Die Liquidität kann nur zwischen den Ländern vagabundieren, wenn sie von einer Währung in die andere Währung getauscht wird. Eine grössere Nachfrage nach einer Währung beeinflusst die Wechselkurse. Carry-trades können zu einer Währungsblase beitragen: Die Kreditaufnahme in einer Währung mit Abwertungstendenz und die Anlage in einer Währung mit Aufwertungstendenz sind bei tiefen Zinsen lukrativer und können Währungsturbulenzen verstärken.

Besonders die rasch wachsenden Schwellenländer sind von der Gefahr einer Währungsblase betroffen.

Schwellenländerblase

Vieles deutet darauf hin, dass besonders die rasch wachsenden Schwellenländer von dieser Gefahr betroffen sind (z.B. die BRIC-Staaten, d.h. Brasilien, Russland, Indien, China). Diese Länder scheinen die Krise relativ gut gemeistert zu haben und sind für Investoren besonders attraktiv, d.h. sie ziehen entsprechend Liquidität an. In China wird seit ein paar Monaten explizit vor einer Immobilienpreisblase gewarnt und Brasilien erlebt eine nie dagewesene Investitionstätigkeit. Es bleibt abzuwarten, wie Investoren und vor allem die lokalen Notenbanken mit dieser Entwicklung umgehen werden. Da Investitionen in die BRIC-Staaten im Vergleich zu den Industrieländern dermassen attraktiv sind, kommt es zu riesigen weltweiten Kapitalumschichtungen.

Wo und wann aber die nächsten Blasen entstehen, wird die Zukunft weisen. Aufgrund der Grösse des laufenden geldpolitischen Stimulus stehen die Chancen gut, dass riesige Blasen im Entstehen begriffen sind, deren Platzen ein enormes Schadenspotenzial mit sich bringen würde.

These 7 Inflationsraten bleiben vorerst tief

Inflation und Preisblasen sind in den Medien nur am Rande ein Thema, vielfach wird die Angst vor einer möglichen Deflation geschürt. Ist nun mit einer Inflation oder einer Deflation zu rechnen?

Kapazitäten sind noch nicht ausgelastet.

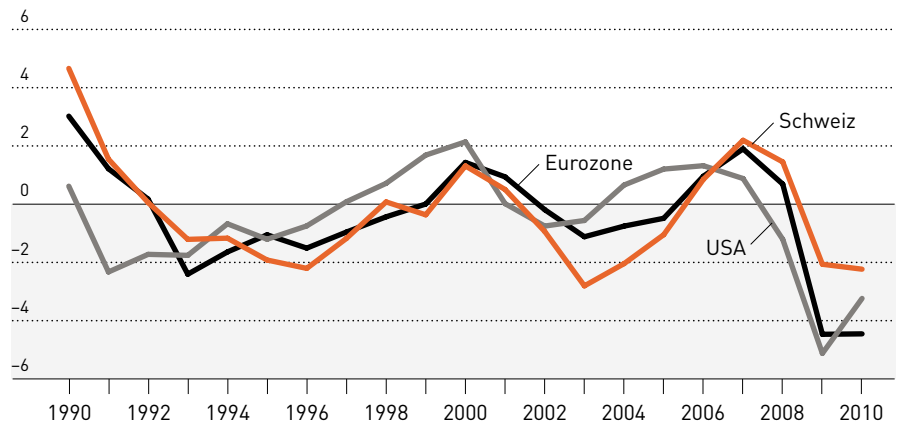
Da gemäss Milton Friedman Inflation immer und überall ein monetäres Phänomen ist, müsste die ultra-expansive Geldpolitik früher oder später zu einer hohen Inflationsrate führen. Tatsächlich lassen die aktuellen Daten aber kaum auf eine mögliche Inflation schliessen. Die statistische Lücke zwischen dem potenziellen Output und der tatsächlichen Wirtschaftsleistung ist besonders in den USA und der EU immer noch sehr gross (vgl. Abbildung 10, Seite 31). Aktuell sind die Kapazitäten bei Weitem nicht ausgelastet. Die Wirtschaft kann dementsprechend mehr Güter und Dienstleistungen produzieren, ohne an eine Kapazitätsgrenze zu gelangen. Typischerweise steigen die Preise dann, wenn die Wirtschaft bereits gut ausgelastet ist und die Nachfrage weiter steigt. Bis dieser Punkt aber erreicht ist, wird vor allem in den USA, aber auch in der EU noch einige Zeit verstreichen. Ein inflationärer Druck aufgrund einer Nachfrageausdehnung ist damit – trotz ultra-expansiver Geldpolitik – derzeit kein Thema.

Abbildung 10

Die Schweiz steht am besten da.

Der Output-Gap im Vergleich

Relative Abweichung in Prozent vom Potenzialoutput



Quelle: Thomson datastream.

Ultra-expansive Geldpolitik wird nicht ohne Folgen bleiben.

Die ultra-expansive Geldpolitik vieler Industrieländer stellt auch die Schwellenländer vor riesige Herausforderungen.

Gefahr eines Währungskriegs.

Vorerst tiefe Inflationsraten erschweren den Ausstieg.

Die anhaltende ultra-expansive Geldpolitik der Notenbanken wird trotzdem nicht ohne Folgen bleiben. Die Liquidität vagabundiert. Sind die Anlagemöglichkeiten in den Industrieländern zu wenig attraktiv, sucht sich die Liquidität entsprechend Alternativen: Metalle, Erdöl oder Agrarrohstoffe. Wenn die Nachfrage in den Industrieländern wieder zulegt oder die Inflationserwartungen steigen, ergeben sich starke Preiserhöhungen für diese Rohstoffe.

Die ultra-expansive Geldpolitik vieler Industrieländer stellt auch die Schwellenländer vor riesige Herausforderungen: Aufgrund ihrer Attraktivität ziehen sie enormes Kapital an. Dies bringt ihre Währungen unter Aufwertungsdruck. Die Zukunft wird zeigen, wie die zuständigen Zentralbanken darauf reagieren. Damit sich ihre Währung nicht zu stark aufwertet, werden wohl auch andere Länder dem Vorbild Chinas folgen und ausländische Währung (Dollar) kaufen. Und damit die Inflationsrate nicht zu stark ansteigt, müssen sie analog zu den Notenbanken der Schweiz oder der USA Anleihen herausgeben und die Liquidität sterilisieren. Ebenfalls möglich ist es, dass sogar Kapitalverkehrskontrollen eingesetzt werden, um bei einer Akzentuierung des Aufwertungsproblems einen wirtschaftlichen Einbruch zu vermeiden.

Vor diesem Hintergrund lauert die latente Gefahr eines internationalen Währungskriegs. Jedes Land sieht sich in der Opferrolle, weil die eigene Währung zu stark erscheint. Mittels Geldpolitik soll daher die eigene Währung künstlich abgewertet werden. Ein solcher Abwertungswettlauf verschärft das Problem des Geldüberhangs zusätzlich.

Ein wahrscheinliches Szenario ist das Folgende. Die Länder, die eine Immobilienblase erlebt haben, werden für längere Zeit trotz tiefer Zinsen keine nennenswerte Inflationsrate aufweisen. Die hohe Unterauslastung ihrer Wirtschaft, die notwendigen Strukturanpassungen und die hohe Arbeitslosigkeit bremsen die wirtschaftliche Entwicklung. Es kommt also zu keiner nachfrageinduzierten Inflation. Die überschüssige Liquidität fließt in Länder, die keine Immobilienblase erlebt haben und wirtschaftliche Perspektiven aufweisen. Dies trifft vor allem auf die Schwellenländer zu. Aber auch Länder wie Südkorea, die Schweiz oder Deutschland sind für Investitionen relativ attraktiv. Die Kapitalumschichtungen haben zwei Effekte. Erstens führen sie zu Überhitzungstendenzen mit inflationärem Potenzial in den Kapital anziehenden Ländern. Zweitens werten sie diese Währungen auf. Beide Effekte erhöhen die Importpreise für die Länder mit einer

hohen Unterauslastung. Einzige Ausnahme bilden die Länder in der Eurozone, da diese nicht über eine eigene Währung verfügen. Während also für Länder wie die Schweiz die Importpreise sinken und so die generelle Inflationsrate drücken, werden höhere Importpreise in Ländern wie den USA die Deflationstendenzen teilweise kompensieren, wobei der Effekt der Importpreise auf die Gesamtteuerung in der Schweiz ungleich höher ist. Einzig eine stürmische Rohstoffpreisentwicklung würde bereits kurzfristig eine nennenswerte Inflation parallel in den Ländern mit einer ultra-expansiven Geldpolitik auslösen. Ansonsten wird die Inflationsrate die Geldpolitik der letzten zwei Jahre vorerst nicht widerspiegeln. Tiefe Inflationsraten und tiefe Inflationsprognosen erschweren aber den Ausstieg aus der ultra-expansiven Geldpolitik zusätzlich.

These 8

Die ultra-expansive Geldpolitik führt zu einer globalen Inflation

Inflation doch kein monetäres Phänomen?

Lag Milton Friedman mit seiner These demnach falsch? Führt eine ultra-expansive Geldpolitik nicht zwangsläufig zu einer hohen Inflationsrate? Und existiert der klassische Übertragungsmechanismus – expansive Geldpolitik, steigende Auslastung der Wirtschaft, steigende Löhne, steigende Preise – aufgrund der stark liberalisierten Finanzmärkte und der Globalisierung der Güterströme nicht mehr?

SNB kann sich den Problemen von FED und EZB nicht entziehen.

Fassen wir zusammen:

1. Die USA werden in absehbarer Zeit auf eine verschärfte Geldpolitik verzichten. Die Staatsverschuldung würde durch eine Erhöhung des Schuldendienstes zu stark ansteigen und das FED würde zu grosse Verluste auf den Immobilienpapieren einfahren. Da die Inflationsprognosen tief bleiben, erscheint ein Ausstieg aus der ultra-expansiven Geldpolitik verfehlt. Die Dollarliquidität wird daher gross bleiben.
2. Die EZB wird auf eine Zinserhöhung verzichten. Der Schuldendienst der ohnehin schon angeschlagenen Fiskalstaaten lässt eine namhafte Zinserhöhung nicht zu, da sonst die Zahlungsunfähigkeit der betroffenen Staaten droht. Eine zweite Griechenland-Krise können sich die EU und die EZB bzw. der Euro als Währung so schnell nicht nochmals leisten. Die Euroliquidität wird daher gross bleiben.
3. Eine «autonome» Zinserhöhung seitens der SNB (bzw. eine entsprechende Änderung der Zinsdifferenz zu den USA und zur EU) würde den Franken unter starken Aufwertungsdruck bringen mit den entsprechenden Implikationen für die wirtschaftliche Entwicklung in der Schweiz. So würde eine weitere Aufwertung die Exportindustrie zusätzlich unter Druck bringen. Die SNB würde zudem Währungsverluste auf ihren Devisenbeständen erleiden. Die Schweiz befindet sich in der Zwickmühle. Auch die Frankenliquidität wird daher gross bleiben.

Ultra-expansive Geldpolitik wird zu lange fortgeführt.

Die Zentralbanken der wichtigsten Exportdestinationen der Schweiz, d.h. USA und EU, werden für längere Zeit von einer Verschärfung der Geldpolitik absehen, da diese mit zu hohen Risiken verbunden wäre. Für die SNB wird damit eine autonome Erhöhung der Leitzinsen schwierig, würde sie doch den ohnehin unter Aufwertungsdruck stehenden Schweizer Franken zusätzlich stärken. Dies hätte negative Folgen für die Exportindustrie und die Konjunktur. Die Notenbanken werden daher ihre expansive Geldpolitik selbst dann fortsetzen, wenn aufgrund

der Inflationsprognosen Zinserhöhungen anstehen würden. Es ist also damit zu rechnen, dass die Notenbanken den richtigen Zeitpunkt für den Ausstieg aus der ultra-expansiven Geldpolitik verpassen.

Deflation oder Inflation?

«In der langen Frist sind wir alle tot», hat sich Keynes prägnant darüber geäußert, ob der langfristige Zusammenhang zwischen Geldmenge und Inflation ein guter Ratgeber für die aktuellen Probleme ist. Nun, die lange Frist wird trotzdem eintreffen. Dann werden zwar nicht alle tot, aber mit entsprechenden Aufräumarbeiten der heutigen weltweiten Geldpolitik beschäftigt sein. In der langen Frist werden sich die nationalen Unterschiede in den Inflationstendenzen reduzieren. Statt De-Inflation (importierte Deflation und inflationäre Tendenzen bei den restlichen Gütern) oder In-Deflation (importierte Inflation und deflationäre Tendenzen bei den restlichen Gütern) zeichnen sich zwei Entwicklungen ab, die sich gegenseitig ausschliessen: entweder Deflation oder Inflation.

Platzen einer grossen «Asset-Preis»-Blase hätte negative Konsequenzen.

Zum Deflationsszenario: Wie bereits erwähnt, ist das Blasenbildungspotenzial gigantisch. Gerade die stürmische Entwicklung der Schwellenländer kann zu unkontrollierten Entwicklungen führen. Bei einem Platzen einer solchen Superblase würde die Weltwirtschaft massiv in Mitleidenschaft gezogen werden und dies könnte eine globale Deflation auslösen.

Erholung der Weltwirtschaft würde rasch zu Inflation führen.

Zum Inflationsszenario: Die Alternative ist nicht weniger düster. Die letzten zwanzig Jahre haben sich durch eine äusserst moderate Inflation in den Industrieländern ausgezeichnet. Es ist daher gut möglich, dass sich viele Wirtschaftsteilnehmer in falscher Sicherheit wiegen und die Teuerung nicht mehr als Gefahr wahrnehmen. Das alte ökonomische Grundgesetz, wonach eine Erhöhung der Geldmenge einen Einfluss auf die Preise haben muss, ist aber nicht ausser Kraft gesetzt. Dabei ist nicht zwingend, dass die Strukturanpassungen in den USA erfolgt sind und die Weltwirtschaft Tritt fasst. Der globale Geldüberhang kann auch bei einer Unterauslastung zu einer hohen Weltinflationsrate führen, wenn die Wirtschaftsteilnehmer nicht mehr davon überzeugt sind, dass die Notenbanken die Inflationsrate in Zukunft unter Kontrolle haben werden.

Die Wirtschaftsakteure passen ihre Inflationserwartungen heute wesentlich schneller an als in den 1970er- und 1980er-Jahren.

Die Wirtschaftsakteure passen ihre Inflationserwartungen bei neuen Informationen heute wesentlich schneller an als in den 1970er- und 1980er-Jahren. Der Anstieg der Inflationsrate kann somit rasch erfolgen. In der Folge wollen Anleger für den Inflationsverlust auch durch höhere Zinsen entschädigt werden. Die Reputation der Notenbanken, für Preisstabilität sorgen zu wollen und zu können, leidet und erhöht die Inflationserwartungen weiter. Dies hat zur Folge, dass die Wirtschaftssubjekte von permanent hohen Inflationsraten ausgehen. Steigende Rohstoffpreise heizen die Preisentwicklung weiter an. Die Lohn-Preis-Spirale, für die es bis dato keine Anzeichen gibt, sorgt daher nicht nur für höhere, sondern auch für persistente Inflationsraten.

Globaler Geldüberhang ist nicht ohne Kosten abzubauen.

Es spricht leider vieles für dieses globale Inflationsszenario. Entsprechend würde eine restriktive Geldpolitik der Notenbanken, die eine Rückkehr zur Preisstabilität bezweckt, zu einer Weltrezession führen. Der gigantische globale Geldüberhang wird nicht ohne grosse Kosten abzubauen sein. Je länger zugewartet wird, desto grösser werden die gesamtwirtschaftlichen Folgen sein.

«Now, in the long run this is probably true... But this long run is a misleading guide to current affairs. In the long run we are all dead.»

John Maynard Keynes (1923): «Tract on Monetary Reform».

4 Schlussfolgerungen

Globale Inflation als wahrscheinlichstes Szenario.

In diesem Papier haben wir acht Thesen zur Geldpolitik und ihren Auswirkungen formuliert. Stimmen unsere Thesen, werden die Notenbanken die ultra-expansive Geldpolitik zu lange fortführen und den richtigen Zeitpunkt für den Ausstieg verpassen. Der daraus resultierende globale Geldüberhang wird früher oder später zu einer globalen Inflation führen.

Als Notenbank einer kleinen, offenen Volkswirtschaft hängen die Entscheidungen der SNB stark von den anderen Zentralbanken ab.

Die Ausführungen in diesem Thesenpapier haben gezeigt, dass es vor allem die aussenwirtschaftlichen Abhängigkeiten der Schweiz sind, die der Geldpolitik in unserem Land enge Grenzen setzen. Als Notenbank einer kleinen, offenen Volkswirtschaft hängen die Entscheidungen der SNB stark von den Entscheidungen der anderen Zentralbanken ab. Verfolgen die USA und die EZB weiterhin eine expansive Geldpolitik, ist die SNB in der Zwickmühle. Auf der einen Seite möchte sie die Preisstabilität sicherstellen, auf der anderen Seite würde eine restriktivere Gangart den Franken noch weiter stärken und die Exportindustrie belasten. Die SNB und die Schweiz sind damit in einer schwierigen Lage.

Erhöhtes Inflations- und Blasenbildungspotenzial in der Schweiz.

Die Schweiz hat die Krise im Vergleich zu anderen Ländern sehr gut gemeistert. Stimmen unsere Thesen, wird der Einsatz der neuen Instrumente, vor allem der Zentralbankanleihen, die negativen Konsequenzen der ultra-expansiven Geldpolitik zwar bremsen, letztlich aber nicht verhindern. Aufgrund der Aufwertungsrisiken, die durch eine autonome Verschärfung der Geldpolitik ausgelöst werden, ergibt sich auch für die Schweiz ein erhöhtes Inflations- oder Blasenbildungspotenzial. Gerade auf dem Immobilienmarkt sind bereits regional entsprechende Hinweise wahrnehmbar.

Kreditvergabepolitik darf nicht erodieren.

Das tiefe Zinsniveau darf die Marktakteure nicht dazu verleiten, bei der Kreditvergabe unvorsichtig zu agieren. Die Kreditgeber sind daher aufgefordert, die Bonität der Kreditnehmer weiterhin sorgfältig zu prüfen.

Ausschüttungen der SNB werden sinken.

Schliesslich ist eine Zunahme des politischen Drucks auf die Zentralbanken zu erwarten. In der Schweiz muss davon ausgegangen werden, dass die Gewinnausschüttungen an Bund und Kantone in Zukunft nicht mehr so grosszügig ausfallen wie in den letzten Jahren. Diese Mittel werden in der Staatskasse fehlen. Dazu kommt der Aufwertungsdruck auf den Schweizer Franken, der gewisse politische Kräfte dazu veranlassen wird, eine stärkere Kontrolle des Wechselkurses zu fordern.

Erhaltung der Unabhängigkeit der SNB zentral.

Gerade in einer Zeit, in der die Geldpolitik vor grossen Herausforderungen steht, ist es umso wichtiger, die verfassungsmässig verankerte Unabhängigkeit der Nationalbank nicht zu gefährden. Die geldpolitische Zukunft wird auch ohne Einmischung der Politik ein äusserst diffiziler Balanceakt.

Rückfragen

rudolf.minsch@economiesuisse.ch

fabian.schnell@economiesuisse.ch

Literatur

- Baltensperger, E. & Jordan, Th. (1998). Seigniorage und Notenbankgewinn. *Quartalsheft der Schweizerischen Nationalbank*, 4/1998. S. 42–50.
- Belke, A., Bordon, I. & Hendricks, T. (2010). Monetary Policy, Global Liquidity and Commodity Price Dynamics. *Ruhr Economic Papers* No. 167.
- Byrne, J. Kaneez, F. & Kontonikas, A. (2010). Inflation and Globalisation: A Dynamic Factor Model with Stochastic Volatility. University of Glasgow, Department of Economics.
- Eisenring, Ch. (2010). Langer Weg zurück zur Normalität. In: *Neue Zürcher Zeitung* vom 18.2.2010. S. 40.
- Europäische Zentralbank. (2010). *Weekly financial statements*, 6th October 2010. Frankfurt a.M.: Autor.
- Freixas X., Giannini C., Hoggarth G. & Soussa F. (1999). Lender of last Resort; a review of literature. *Financial Stability Review*: November 1999. S. 151–167.
- Kaiser, A. (2010). Geldhüter schleichen zum Ausweg. In: *Manager Magazin* vom 8.4.2010.
- Lenz, C. & Savioz, M. (2009). Monetary determinants of the Swiss franc. *Swiss National Bank Working Papers* No. 2009-16.
- Melick, W. & Galati, G. (2006). The evolving inflation process: an overview. *BIS Working Papers* No. 196.
- Minsch, R. & Schnell, F. (2010). Der Frankenwechsellkurs: eine Bedrohung für die Schweiz?, *dossierpolitik*, 8, Zürich: *economiesuisse*.
- Officer, L.H. & Williamson, S. H. (2009), *Annual Inflation Rates in the United States, 1775–2008, and United Kingdom, 1265–2008*, Chicago: *MeasuringWorth*.
- Ranaldo, A. & Söderlind, P. (2007). Safe haven currencies. *Swiss National Bank Working Papers* No. 2007-17.

Impressum

Diese Publikation erscheint in Deutsch und Französisch

Redaktion: Jonathan Sejnoha, economiesuisse

Gestaltung und Produktion: Daniel Stähli, dast Visuelle Kommunikation, Zürich

Korrektur: Alain Vannod, St. Gallen

Druck: Offset Holend AG, Zürich

Herausgabe: November 2010

© economiesuisse 2010

economiesuisse
Verband der Schweizer Unternehmen
Hegibachstrasse 47
Postfach
CH-8032 Zürich

economiesuisse
Fédération des entreprises suisses
Carrefour de Rive 1
Case postale 3684
CH-1211 Genève 3

economiesuisse
Verband der Schweizer Unternehmen
Spitalgasse 4
Postfach
CH-3001 Bern

economiesuisse
Federazione delle imprese svizzere
Corso Elvezia 16
Casella postale 5563
CH-6901 Lugano

economiesuisse
Swiss Business Federation
Avenue de Cortenbergh 168
B-1000 Bruxelles

www.economiesuisse.ch