Zeitschrift: Schweizer Monat : die Autorenzeitschrift für Politik, Wirtschaft und Kultur

Band: 98 (2018)

Heft: 1055

Artikel: Der Fluch des billigen Geldes

Autor: White, William

DOI: https://doi.org/10.5169/seals-816074

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften auf E-Periodica. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen sowie auf Social Media-Kanälen oder Webseiten ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Mehr erfahren

Conditions d'utilisation

L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. La reproduction d'images dans des publications imprimées ou en ligne ainsi que sur des canaux de médias sociaux ou des sites web n'est autorisée qu'avec l'accord préalable des détenteurs des droits. En savoir plus

Terms of use

The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. Publishing images in print and online publications, as well as on social media channels or websites, is only permitted with the prior consent of the rights holders. Find out more

Download PDF: 24.12.2025

ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, https://www.e-periodica.ch

1 Der Fluch des billigen Geldes

Die bisherige Politik der Nationalbanken basiert auf der Deutung der Wirtschaft als kenntliches und beherrschbares System. Sie könnte uns teuer zu stehen kommen.

von William White

Es heisst, dass alles mit dem Rückgang der US-Immobilienpreise Ende 2005 begonnen habe. Die dadurch ausgelöste Finanzkrise in den USA, so die populäre Lesart, habe in der Folge viele weitere Teile der Weltwirtschaft angesteckt und eine globale Wirtschaftskrise ausgelöst. Aber: das kann so nicht stimmen. Die Dauer und das Ausmass der Krise und ihrer Folgen können nicht allein durch den Prozess des «Ansteckens» erklärt werden. Vielmehr hatten sich im System der Weltwirtschaft schon zuvor kreditgetriebene Ungleichgewichte gebildet. Der Zusammenbruch für Subprime-Hypotheken in den USA erscheint in diesem Licht als blosser Trigger, der die vorherrschende systemische Fragilität auch dem Letzten offenbarte.

Es begann also früher, und die verfallenden Immobilienpreise waren bloss wichtige Nebendarsteller. Hauptakteur ist die von einer fehlerhaften Theorie geleitete Geldpolitik. Ihr erster Fehler liegt in der Annahme, ein als zu gering betrachtetes Arbeitsplatzwachstum sei alleine auf unzureichende Nachfrage zurückzuführen und dieses Problem könne immer mit einer expansiven Geldpolitik, also niedrigen Zinsen, behoben werden. Der zweite Fehler ist die damit verbundene Annahme, tiefe Zinsen hätten keine signifikanten unerwünschten Nebenwirkungen und entsprächen daher dem sprichwörtlichen «Free Lunch». Der dritte und wichtigste Fehler aber ist die unter Ökonomen weitverbreitete und grundsätzliche Fehldeutung der Wirtschaft als kenntliches und beherrschbares System.

Schauen wir uns diese Fehlerkette also einmal näher an, um dann herauszufinden, wie ein weltweites Niedrigzinsumfeld zustande kam – und was das für eine kommende Zinswende bedeuten könnte.

Chronik der Expansion

Die wilden Siebziger

Schon in den 1960er Jahren, als man noch glaubte, es gebe einen langfristigen Kompromiss zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation, testete man in der Praxis, ob das Ankurbeln der Nachfrage über billiges Geld gelingen könnte, und stellte fest: Der damalige geldpolitische Stimulus führte nicht zum erwarteten «leichten» Anstieg der Inflation, sondern verwandelte sich in den 1970er Jahren in einen massiven Inflationsdruck, wie er in der Theorie von Friedman und Phelps bereits vorhergesagt wurde. Das Fed unter Chairman Paul Volcker nahm sich dieses Problems in den frühen 1980er Jahren in Form einer strafferen Geldpolitik erfolgreich an, doch die Neigung der Notenbanken, sich dem Allheilmittel des «billigen Geldes» zuzuwenden, war damit nicht ad acta gelegt: Auf den «Greenspan Put» nach dem Börsencrash von 1987 folgten 1991, 1998 und 2001 weitere ähnliche Episoden extremer Lockerung der Geldpolitik. Die dazwischenliegenden Boomphasen derweil waren nie von symmetrischer Zurückhaltung begleitet. Infolgedessen sanken die Nominalzinsen im Laufe der Jahre – parallel dazu stiegen die öffentlichen und privaten Schuldenstände.

Der grosse analytische Fehler der innenpolitischen Entscheidungsträger in den Industrieländern war, dass sie die Bedeutung der Rückkehr Chinas, der Länder Mittel- und Osteuropas und vieler anderer zur Marktwirtschaft unterschätzten. Dieser Globalisierungsprozess war gleichbedeutend mit einem positiven Schock auf der Angebotsseite, der zu einem anhaltenden Abwärtsdruck auf die Inflation führte. Statt dies zu erkennen, interpretierte man die niedrige Inflation in den 1990er Jahren als Ergebnis unzureichender Nachfrage, die eine Lockerung der Geldpolitik evident erscheinen liess. Verstärkende Faktoren waren übertriebene Ängste vor den negativen Auswirkungen der Deflation und das Unterschätzen der Kosten, die mit leichtem Geld verbunden sind – namentlich der Aufbau von verschuldungsinduzierten Ungleichgewichten in der heimischen Wirtschaft. Diese waren die Voraussetzung für den nächsten Abschwung.

Das neue Jahrtausend

Die Lockerung der Geldpolitik der Industriestaaten im Jahr 2001 – als Reaktion auf das nachlassende Wachstum und den Börsencrash – war dann schon von beispielloser Geschwindigkeit und Grösse. Auch nach dem Senken der Zinssätze wurden selbige sehr lange niedrig gehalten, in den angelsächsischen Ländern sanken die Sparquoten der privaten Haushalte deshalb auf ein noch nie dagewesenes Niveau, und die Verschuldung der privaten Haushalte stieg weiter an. Mit dem Anstieg der Häuserpreise nahmen auch die Investitionen in den Wohnungsbestand zu.

«Die Annahme, die Struktur der Wirtschaft sei sowohl durchschau- als auch beherrschbar, ist populär, aber falsch.»

William White

William White, zvg.

«Die globale Verschuldung ist gegenüber 2007 deutlich gestiegen, die aufgeblähten Vermögenswerte, finanzielle wie reale, können jederzeit platzen.»

William White

Ähnliche Entwicklungen gab es im peripheren Europa, als die Zinsspreads jener Länder gegenüber deutschen Staatsanleihen kollabierten. Die Finanzinstitute steigerten den Verschuldungsgrad drastisch, da sie die Kredite erhöhten, und auch die Preise für Finanzanlagen erreichten Höchststände. Über den Mechanismus der halbfesten Wechselkurse trugen die Schwellenländer zudem aktiv zu einer Explosion der globalen Liquidität und zu Ungleichgewichten in ihren eigenen Volkswirtschaften bei.

Dabei wurden die relevanten politischen Entscheidungsträger durch eine Reihe von Überzeugungen, die sich später als falsch herausstellten, zur Untätigkeit verführt: Zentralbanker glaubten, alles sei in Ordnung, solange die Inflation unter Kontrolle sei. Die Regulierungsbehörden glaubten, das System als Ganzes bleibe gesund, wenn alle Einzelinstitutionen gesund wären. Bankiers und andere Kreditgeber glaubten, ihre hohen Gewinne seien auf Talent (Alpha) statt auf Risikobereitschaft (Beta) zurückzuführen, und wurden deshalb immer kühner. Geldnehmer glaubten, Wohnungspreise und die Preise anderer finanzieller Vermögenswerte könnten sich nur in eine Richtung entwickeln. Und Regierungen glaubten, die sprudelnden Steuereinnahmen seien struktureller statt zyklischer Natur – und gaben sie darum schnell aus.

Nach 2007

Als die jüngste Krise zuschlug, zogen die politischen Entscheidungsträger der Industrieländer alle Register: Sie stabilisierten das Finanzsystem mit verschiedenen, weitreichenden Massnahmen und waren damit auf den ersten Blick erfolgreich. Doch den positiven kurzfristigen Effekten dieser Massnahmen standen und stehen negative längerfristige Effekte gegenüber. Am offensichtlichsten waren die immensen Haushaltsdefizite der Industriestaaten im Jahr 2009, die zu einem raschen Anstieg der Verschuldungsquoten führten. Der grundlegenden Probleme eines künstlich aufgeblähten Finanzsektors und der Notwendigkeit von Schuldenabschreibungen hat man sich nicht angenommen, denn als die Konjunkturschwäche abklang, liess auch der Appetit auf Strukturreformen in der Realwirtschaft nach. Der Jahresbericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) von 2017 stellt fest, dass die Gesamtverschuldung (Unternehmen, Haushalte und Regierungen) der Industrieländer Ende 2016 bei 270 Prozent des BIP und damit deutlich höher als 2007 liegt.

Des Weiteren ist anzunehmen, dass die lockere Geldpolitik zu einem Anstieg der Finanzmarktpreise weit über ihre Fundamentalwerte geführt hat: Während auf risikolose Anleihen teilweise noch immer negative Zinsen bezahlt werden, haben die Wertschriftenpreise, zumal in den USA, aber auch in vielen Ländern Europas, ungeahnte Höhen erklommen. Sie scheinen mindestens so übertrieben wie 2007 vor dem Ausbruch der Finanzkrise. Auch die verteilungspolitischen Implikationen sind nicht zu unterschätzen. In vielen Ländern bereitet eine zunehmend ungleiche Einkommensverteilung (getrieben durch Technologiewandel und Globalisierung) ohnehin schon Sorgen, und die ultraexpansive Geldpolitik macht die Sache nicht besser: Die Reichen besitzen den Grossteil der risikoreichen Finanzanlagen, deren Wert stark gestiegen ist, während die meist risikolos angelegten Vermögen des Mittelstands rekordtief verzinst werden.

Am besorgniserregendsten ist aber wohl der Umstand, dass die Regierungen durch die Zentralbanken ermutigt wurden zu glauben, diese hätten die wirtschaftliche Lage unter Kontrolle. Klar: sie glauben das sehr gerne, denn es entbindet sie davon, andere, politisch umstrittene Massnahmen umzusetzen, die langfristig zu einem stärkeren und nachhaltigeren Wachstum führen könnten.

Falsche analytische Ordnung

Mitverursacht hat diesen Teufelskreis aus immer billigerem Geld und höherer Krisenanfälligkeit ironischerweise das Vermächtnis eines Pioniers der Geldtheorie: Der schwedische Ökonom Knut Wicksell zeigte schon 1898, dass die Festsetzung von finanziellen Zinssätzen unter dem «natürlichen» Zinssatz (langfristige Nettorendite auf Investitionen) Inflation verursacht. Viele Ökonomen gehen heute davon aus, dass der natürliche Zinssatz stark gesunken ist – und sehen deshalb eine Berechtigung, ja

eine Notwendigkeit für niedrige Leitzinsen. Das Problem dabei ist: der tiefere «natürliche» Zinssatz ist höchstwahrscheinlich seinerseits das Resultat langfristiger expansiver Geldpolitik. Die allzu leichte Kreditvergabe ermöglichte schlecht wirtschaftenden Unternehmen das Überleben. Und die Interaktion dieser «Zombieunternehmen» mit gesunden Unternehmen senkte die Produktivität letzterer. Der österreichische Nationalökonom und Politiker Joseph Schumpeter hätte dazu vielleicht gesagt: «Wo keine Zerstörung ist, kann es auch keine Schöpfung geben.» Das Potenzialwachstum, und mit ihm der natürliche Zinssatz, sank deshalb deutlich. Das gab den Nationalbanken Anlass, die Wirtschaft mit noch mehr leichtem Geld zu fluten, obwohl unter der dargelegten Prämisse klar hätte sein müssen, dass die Antwort auf das Problem nicht «more of the same» lauten kann.

Diese fehlgeleitete Geldpolitik kann oberflächlich betrachtet also auf die oben beschriebenen zwei Fehleinschätzungen zurückgeführt werden. Die Wurzel des Übels liegt allerdings noch tiefer, nämlich im bereits angedeuteten dritten und bedeutendsten Problem, das nicht nur die zeitgenössische Geldpolitik betrifft: in der Fehldeutung des wirtschaftlichen Systems als Ganzes.

Die ökonometrischen Modelle der meisten Zentralbanken basieren immer noch auf der Idee der «repräsentativen Agenten», die für viele Millionen verschiedener Haushalte und Firmen stehen. Die repräsentativen Agenten maximieren ihren Lebensnutzen bei perfekter Kenntnis der Zukunft und der Natur der Wirtschaft, ohne Rückgriff auf Emotionen oder das Wohl anderer. Dank dieser unrealistischen, vereinfachenden Annahmen wird die Wirtschaft scheinbar nicht nur verständlich, sondern auch kontrollierbar. Schocks folgen einer Normalverteilung, deren Eigenschaften sich im Laufe der Zeit nicht ändern. Nach Schocks tendiert eine solche Wirtschaft automatisch und schnell zu einer Rückkehr in ein «Gleichgewicht» von Vollbeschäftigung und niedriger Inflation, sofern letztere das von der Zentralbank angestrebte Ziel ist. Die von den Finanzmärkten erzeugten Preise stimmen mit den Fundamentaldaten überein. Geld, Kredit und Schulden spielen keine Rolle, Bestände und kumulative Prozesse werden tendenziell ebenfalls ignoriert. Zusammengenommen ergeben diese Annahmen sehr lineare Prognosen, die unerwartete Folgen von Politikänderungen ausschliessen. In einer durch diesen analytischen Rahmen beschriebenen Welt können Zentralbanker ihre Inflationsziele leicht erreichen, und wirklich schlechte Ergebnisse sind ausgeschlossen.

Die Realitätsferne dieser Annahmen wurde wiederholt und überzeugend demonstriert. Beispielsweise zeigte Mandelbrot vor Jahren, dass die Veränderungen der Börsenkurse nicht durch eine Normalverteilung geprägt sind, sondern durch eine Potenzgesetzverteilung, in der extreme Ausschläge mit viel grösserer Wahrscheinlichkeit vorkommen als in der Normalverteilung. Ein gutes Beispiel liefert auch der IWF: er musste nach Ausbruch der Krise (= Schock) seine Wachstumsprognosen für viele Volkswirtschaften neun Jahre in Folge nach unten korrigieren, weil seine Modelle fälschlicherweise von einer Rückkehr zu einem «Gleichgewicht» ausgingen.

Trotz dieser Unzulänglichkeiten scheinen die Zentralbanken an den analytischen Rahmenbedingungen festzuhalten. Warum? Eine wohlwollende Interpretation ist, dass die Zentralbanken zwar wachsende Zweifel an der Nützlichkeit ihrer Analyserahmen haben, aber keine politisch machbaren Alternativen sehen. Eine weniger wohlwollende Interpretation ist, dass sie weiterhin davon überzeugt sind, ihre Politik steigere die nominale Nachfrage und habe trotz zunehmend experimenteller und beispielloser Ausmasse nur begrenzte unerwünschte Nebenwirkungen.

Die Annahme, die Struktur der Wirtschaft sei sowohl durchschau- als auch beherrschbar, ist populär, aber falsch. In Wirklichkeit ist die Wirtschaft ein sogenanntes «komplexes adaptives System» – eher ein Ökosystem als eine Maschine – und kann nicht komplett durchschaut, verstanden oder kontrolliert werden. Was bedeutet das?

Die Wirtschaft als komplexes adaptives System

Komplexe adaptive Systeme gibt es überall, nichts in der Natur oder in der Gesellschaft funktioniert linear und stabil. Solche Systeme wurden von verschiedenen Disziplinen gut studiert und teilen sich wichtige Eigenschaften: Sie bestehen aus vielen Agenten, die einfachen Regeln folgen, ständig miteinander interagieren und auf sich ändernde Umstände reagieren (evolvieren). Viele solcher Systeme weisen dabei «emergente Eigenschaften» auf – Eigenschaften, die sich nicht aus den zugrunde liegenden Komponenten, sondern aus den Wechselwirkungen zwischen ihnen ergeben. Es gibt kein Gleichgewicht in solchen Systemen.

Die Anwendung dieser Denkweise auf die Ökonomie sollte auf der Hand liegen: Die Wirtschaft besteht aus vielen verschiedenen Sektoren (Konsumenten, Unternehmen, Finanzinstituten, Regulierungsbehörden usw.), von denen jeder unzählige Akteure umfasst. Diese verfolgen ihre wirtschaftlichen Aktivitäten individuell oft nach relativ einfachen Regeln (Heuristiken), Regeln, die neben den eigenen direkten Interessen durchaus auch die Sorge um andere einschliessen können. Wechselwirkungen zwischen Wirtschaftsakteuren führen zu Rückkopplungseffekten und unerwarteten Ergebnissen, die oft ausgeprägt nichtlinearer Natur sind. Die emergenten Eigenschaften des Wirtschaftssystems wären die makroökonomischen Aggregate wie BIP, Konsum oder Inflation. Deren explizite Identifizierung als emergente Phänomene würde den Wunsch nach Mikrofundierung wesentlich besser befriedigen als die Fiktion des «repräsentativen Agenten».

Erkenntnisse aus anderen Disziplinen deuten darauf hin, dass sich komplexe adaptive Systeme über lange Zeiträume stabil verhalten können. Trotzdem brechen sie regelmässig zusammen. Ausmass und Häufigkeit dieser Krisen stehen invers zueinander – gemäss einer dem Potenzgesetz folgenden Häufigkeitsverteilung. Extremereignisse treten somit viel häufiger auf, als es eine Normalverteilung vermuten liesse, Kaskadeneffekte stehen oft im Mittelpunkt der Entwicklungen.

Komplexe adaptive Systeme können zwar politisch beeinflusst, aber nicht im strengen Sinne kontrolliert werden. Die (geld)politischen Entscheidungsträger sollten daher in ihren Bestrebungen viel bescheidener sein – eine Forderung, die schon Friedrich August von Hayek in seiner «Verfassung der Freiheit» formulierte und die sich empirisch als richtig erweist. Folgende Lehren, nicht nur für Zentralbanken, sondern auch für Regierungen im Allgemeinen, können aus der Identifikation der Wirtschaft als komplexes adaptives System gezogen werden:

1. Es gibt einen Kompromiss zwischen statischer Effizienz und dynamischer Stabilität in komplexen adaptiven Systemen. So können z.B. Kaskadeneffekte in einem komplexen System durch die Inkaufnahme von Redundanz und damit statischer Ineffizienz unwahrscheinlicher gemacht werden. Umgekehrt sind Systeme mit sehr hoher statischer Effizienz oft anfällig für Krisen und daher dynamisch nicht effizient. Dieser Kompromiss wird als «Fitness» bezeichnet. Das Ziel institutioneller Reformen sollte eine Erhöhung der Fitness – also die Verschiebung der Kompromisslinie nach aussen – sein.

2. Komplexe adaptive Systeme werden trotz der Bemühungen, ihre Fitness zu steigern, zwangsläufig irgendwann zusammenbrechen. Der öffentliche Sektor sollte darauf vorbereitet werden: Vor der Krise sind Schritte zu unternehmen, um sicherzustellen, dass die Behörden, vor allem die Zentralbanken, über die für die Bewältigung einer Krise erforderlichen Instrumente verfügen. Grundsatzvereinbarungen zwischen allen Beteiligten und spezielle Bankinsolvenzregelungen sind ebenso zu empfehlen wie regelmässige «Kriegsspiele» als Tests. Während einer Krise müssen die Zentralbanken als Kreditgeber der letzten Instanz fungieren. Da Krisen sehr unterschiedlich sein können, sollten die Zentralbanken auch rechtlich in der Lage sein, flexibel zu reagieren.

3. Angesichts der Unsicherheiten, die mit dem Verhalten komplexer adaptiver Systeme verbunden sind, sollte sich die Politik auf das Ziel konzentrieren, katastrophale Ergebnisse zu vermeiden. Das impliziert eine grössere Bereitschaft der Zentralbanken, kleine Abschwünge, die zum Ausgleich von Ungleichgewichten in der Wirtschaft beitragen, in Kauf zu nehmen. Damit würde die schumpetersche Vorstellung der «kreativen Zerstörung» unterstützt. Mit der regelmässigen Beseitigung von Ungleichgewichten können weitaus grössere Abschwünge verhindert werden. Eine solche «Minimaxing»-Strategie impliziert auch, keine hochgradig experimentellen Strategien anzuwenden, bevor nicht ihre möglichen Nebenwirkungen besser untersucht sind. In der Pharmaindustrie ist das schon längst üblich.

4. In einem komplexen adaptiven – also instabilen – System kann der Auslöser für eine Krise alles Mögliche sein. Die Grösse des Triggerereignisses muss zudem in keinem Verhältnis zum systemischen Ergebnis stehen. Die politischen Entscheidungsträger sollten sich deshalb weniger auf die Identifizierung potenzieller Auslöser konzentrieren als vielmehr auf die Identifizierung von Anzeichen potenzieller Instabilität. Die Beachtung makroökonomischer Ungleichgewichte ist erfolgsversprechender als der Versuch, die finanzielle Instabilität durch stark disaggregierte «Risk Maps» zu bewerten, wie sie derzeit von der G20 und dem IWF gefördert werden. Wirtschafts- und Finanzkrisen können ihre Wurzeln in Ungleichgewichten auch ausserhalb des Finanzsystems haben. Es sollte auf jede signifikante und nachhaltige Abweichung makroökonomischer Variablen von historischen Normen geachtet werden. Entwicklungen an den Immobilienmärkten müssten besonders genau beobachtet werden, da sie häufig die Ursache für spätere Probleme sind.

5. Komplexe adaptive Systeme verändern sich ständig. Die Zentralbanken sollten deshalb darauf achten, nie den «letzten Krieg» zu führen. Auslöser für die lateinamerikanische Krise der 1980er Jahre war die Kreditvergabe von Banken an Staaten, in der Südasienkrise der 1990er Jahre war es die Kreditvergabe der Banken an Private, und heute kaufen Nichtbanken (hauptsächlich Vermögensverwaltungsgesellschaften) nichtstaatliche Schuldtitel. Die Zentralbanken konnten die neuen Gesichter dieser alten Bedrohung (Kapitalzuflüsse) für die Stabilität nicht erkennen. Auch der Ausbau des «Schattenbankings» und die Entwicklung neuer Finanzinstrumente vor der Krise fanden bemerkenswert wenig Beachtung.

6. In komplexen adaptiven Systemen ist die Zukunft nicht zu erkennen. Prognosen auf der Grundlage von Vergangenheitsdaten sind blosse Extrapolation und daher nutzlos. Zentralbanker, der IWF und die OECD sollten die Grenzen ihres Wissens anerkennen und statt auf Prognosen besser auf Szenarien setzen. Die Wirtschaftsakteure sind nicht mit Risiken konfrontiert (wo Wahrscheinlichkeitsverteilungen bekannt sind), sondern mit radikalen Unsicherheiten (wo sie nicht bekannt sind). Der durch Risikomanagementtechniken gebotene Komfort ist daher weitgehend illusorisch, die Kapitalpuffer (für unerwartete Verluste) sollten grösser sein als derzeit gefordert.

In Kürze

Die ultraexpansive Geldpolitik der letzten Jahrzehnte hat zu grossen wirtschaftlichen Ungleichgewichten geführt.

Die Wurzel des Übels liegt in der irrigen Annahme, die Struktur der Wirtschaft sei durchschau- und beherrschbar. In Wirklichkeit ist sie aber – wie vieles in Natur und Gesellschaft – ein komplexes, adaptives System. Das hat weitreichende Implikationen.

Das Zulassen von kleinen Krisen in komplexen, adaptiven Systemen hilft beim Ausgleich von Ungleichgewichten und schützt damit vor grossen Krisen. Je länger die Geldpolitik diese Natur der Wirtschaft verkennt, desto teurer wird uns die Erkenntnis zu stehen kommen. (lr)

7. Eine komplexe adaptive Wirtschaft besteht aus vielen Akteuren, nicht aus einem «repräsentativen Agenten». Die Zentralbanken sollten daher die Verteilungsimplikationen der Geldpolitik analysieren, denn diese können den Transmissionsmechanismus der Geldpolitik verändern. Zum Beispiel begünstigen niedrige Zinsen Schuldner und benachteiligen Gläubiger. Wenn erstere eine geringere marginale Konsumneigung aufweisen als letztere, kann das die erwarteten expansiven Effekte der Politik dämpfen. Wenn die Geldpolitik zu steigenden Einkommens- oder Vermögensunterschieden beiträgt, sollten die unerwünschten sozialen Auswirkungen ausdrücklich gewürdigt werden. Die Zentralbanken müssten dann überzeugende Argumente dafür liefern, warum ihr Vorgehen mehr nützt als schadet.

Solche Verteilungsfragen sind inhärent politischer Natur. Und ja, das stellt letztlich die Unabhängigkeit der Zentralbanken gegenüber politischen Akteuren in Frage. Es gibt Grund zur Annahme, dass der Wert der Unabhängigkeit gegenüber anderen staatlichen Behörden überschätzt wird. Ein Blick zurück zeigt, dass sie auch gar keine lange Tradition hat: Nach dem Zweiten Weltkrieg wurden die meisten grossen Zentralbanken fast vollständig von den Finanzministerien dominiert. Erst die inflationäre Erfahrung der 1970er Jahre, verbunden mit dem wachsenden Glauben an effiziente und selbstregulierende Märkte, förderte den Kult der Unabhängigkeit der Zentralbank in den grossen Volkswirtschaften. Die Deutung der Wirtschaft als komplexes adaptives System drängt eine stärkere innerstaatliche Zusammenarbeit zwischen den verschiedenen staatlichen Behörden, einschliesslich der Zentralbanken, geradezu auf – vorausgesetzt, man einigt sich darauf, die historischen Fehler nicht zu wiederholen, und vorausgesetzt, man kann sie von den politischen Auswüchsen kurzfristiger Wahlzyklen fernhalten (eine Herausforderung, die allerdings nicht spezifisch für die Geldpolitik, sondern ganz allgemein gilt).

Ausblick

Das Fed ist seit 2017 daran, die US-Leitzinsen schrittweise zu erhöhen. Diese Straffung der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten fordert nun auch die Zentralbanker anderer Länder heraus, denn in einem vom Dollar dominierten internationalen Finanzsystem werden sich die Kreditbedingungen anderswo tendenziell ebenfalls verschärfen. Die Überalterung der Bevölkerung lässt das Arbeitskräfteangebot zudem fast überall sinken und trägt so zur Erhöhung des Aufwärtsdrucks auf Löhne, Preise und Zinsen bei.

Europa könnte eine Zeitlang versuchen, diesem Druck zu widerstehen. Die EZB hat sich bereits verpflichtet, die Leitzinsen niedrig zu halten, bis sie den Abbau der Quantitative-Easing-Programme in die Wege geleitet hat. Sollte ein erneuter Anstieg bei den Zinsspreads der Peripherieländer der Eurozone drohen, könnte die Verpflichtung, den Euro auf Teufel komm raus zusammenzuhalten, auf eine weitere Probe gestellt werden. Die grosse Unbekannte ist die Auswirkung auf den Wechselkurs des Euro und damit auf die europäische Inflation. Ein starker Einbruch des Wechselkurses könnte die EZB zu einem Kurswechsel veranlassen.

In den USA verlief der langsame Ausstieg aus der extrem expansiven Geldpolitik bisher reibungslos. Ob das so weitergeht, ist unklar: Ein plötzlicher Inflationsanstieg ist nicht ausgeschlossen, und ein solcher könnte das Vertrauen der Märkte in die Zentralbanken erschüttern und eine disruptive Reaktion in den Finanzmärkten auslösen. Im Gegensatz zu den Annahmen, mit denen die verbreiteten makroökonomischen Modelle rechnen, ist die reale Welt ein hochgradig nichtlinearer Ort. Doch auch ohne Inflationsdruck können verschiedene Ungleichgewichte im globalen Finanzsystem ganz spontan aus dem Ruder laufen. Die globale Verschuldung ist gegenüber 2007 deutlich gestiegen, die aufgeblähten Vermögenswerte, finanzielle wie reale, können jederzeit platzen. Irgendwann müssen die negativen Zinssätze auf Euroanleihen im Umfang mehrerer Billionen Euro steigen. Dass die extrem expansive Geldpolitik die Risikobereitschaft der Finanzinstitute erhöht hat und den nötigen Abbau ihrer Bilanzen verhindert, dürfte sich als Problem herausstellen.

Sollte sich eine oder mehrere dieser Befürchtungen bewahrheiten, ist ein erneuter weltweiter Abschwung wahrscheinlich. Bedenklich ist dann, dass die trotz ultraexpansiver Geldpolitik zögerliche Erholung seit 2009 schon heute ihren politischen und sozialen Fussabdruck hinterlassen hat: Fast überall haben sich die Wähler von der politischen Mitte (und den damit verbundenen Eliten) abgewendet und ihre Unterstützung für nationalistische und sozialistische Lösungen signalisiert. Sollte sich die wirtschaftliche Lage verschlechtern, wird es keinen Mangel an Kandidaten geben, die versuchen, diese beiden Pole stimmenmaximierend zusammenzuführen.

Man kann nur darüber spekulieren, wie die Zentralbanker auf eine abermalige Rezession reagieren würden. Sollten sie ihre bisherigen Überzeugungen beibehalten, ist eine Fortführung bzw. sogar eine Verstärkung der schon heute sehr experimentellen Massnahmen zu befürchten. Das könnte noch mehr Beweise dafür liefern, dass diese Massnahmen die Dinge tatsächlich verschlimmern, und somit letztlich den gewünschten Paradigmenwechsel auslösen. Die Frage ist, welchen Preis wir für diese Erkenntnis bezahlen werden. ❮

Übersetzt aus dem Englischen und adaptiert von Lukas Rühli.

William White

ist Chairman des Economic and Development Review Committee der OECD. Davor war er Head of the Monetary and Economic Department bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ).