

Und ewig lockt das Billiggeld

Autor(en): **Baltenssperger, Ernst**

Objektyp: **Article**

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

Band (Jahr): **95 (2015)**

Heft 1029

PDF erstellt am: **19.04.2024**

Persistenter Link: <https://doi.org/10.5169/seals-736170>

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Inhalten der Zeitschriften. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern.

Die auf der Plattform e-periodica veröffentlichten Dokumente stehen für nicht-kommerzielle Zwecke in Lehre und Forschung sowie für die private Nutzung frei zur Verfügung. Einzelne Dateien oder Ausdrucke aus diesem Angebot können zusammen mit diesen Nutzungsbedingungen und den korrekten Herkunftsbezeichnungen weitergegeben werden.

Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Die systematische Speicherung von Teilen des elektronischen Angebots auf anderen Servern bedarf ebenfalls des schriftlichen Einverständnisses der Rechteinhaber.

Haftungsausschluss

Alle Angaben erfolgen ohne Gewähr für Vollständigkeit oder Richtigkeit. Es wird keine Haftung übernommen für Schäden durch die Verwendung von Informationen aus diesem Online-Angebot oder durch das Fehlen von Informationen. Dies gilt auch für Inhalte Dritter, die über dieses Angebot zugänglich sind.

Und ewig lockt das Billiggeld

Über den Unterschied zwischen illusionärer und solider Geldpolitik

von Ernst Baltensperger

Easy Money! Die Idee, dass man mit billigem Geld, das von der Zentralbank möglichst reichlich und zu tiefen Zinsen angeboten wird, realwirtschaftlichen Erfolg und Wachstum schaffen könne, geniesst gegenwärtig Hochkonjunktur. Wäre sie wahr, liesse sich Wohlstand per Federstrich schaffen.

Neu ist die Idee nicht. Sie verfügt über Faszinationskraft seit je und hat in gewissen Perioden die Zentralbankpolitik bestimmt. So etwa in den 1960er Jahren, als die USA, und dann auch viele andere Länder, mehr und mehr der Versuchung erlagen, mit Billiggeld und Niedrigzinsen die Arbeitslosigkeit zu bekämpfen und die Wirtschaft zu stimulieren. Ergebnis war am Ende die «Grosse Inflation» der 1970/80er Jahre, die dann während zwei Jahrzehnten mit einer monetären Restriktionspolitik mühsam bekämpft werden musste.

Das Extrembeispiel einer solchen Billiggeldpolitik liefert die Papiergeldinflation von John Law, einem schottischen Abenteurer und Finanzexperten, der in Frankreich anfangs des 18. Jahrhunderts zum Finanzminister aufstieg. Law war einer der ersten Propheten des Papiergeldes, das er als mächtiges und billiges Instrument zur Förderung von Wachstum und Konjunktur betrachtete. Er war verantwortlich für eine damals beispiellose Papiergeldflut und verursachte eine der grössten Finanzblasen – und nach deren Platzen eine der grössten Finanzkrisen und Wirtschaftspfeiten der Wirtschaftsgeschichte.

Gemeinsam war solchen Experimenten stets, dass sie jeweils anfänglich Erfolg erzeugten, der selbst viele ihrer Kritiker blendete. Gut ausgegangen sind sie praktisch nie. Die aktuelle Rückkehr zum Billiggeld geht also einher mit einem geldpolitischen Machbarkeitsglauben, den viele von uns für überwunden hielten: dem Glauben, dass die Geldpolitik Konjunktur und Inflation beliebig feinsteuern oder gar realwirtschaftliche Strukturreformen ersetzen könne. Ich denke, wir sollten wieder unterscheiden lernen zwischen dem, was die Geldpolitik wirklich *kann*, und dem, was sie trotz bester Absichten *nicht zu leisten* vermag. Sie kann den langfristigen Teuerungstrend der Volkswirtschaft und damit die Stabilität ihrer Währung bestimmen. Sie kann zudem – wenn auch in Grenzen – konjunkturelle Übertreibungen eindämmen und einen Beitrag zur Finanzmarktstabilität leisten. Sie kann aber weder

Ernst Baltensperger

ist emeritierter Professor für Volkswirtschaftslehre an der Universität Bern und Autor von «Der Schweizer Franken – eine Erfolgsgeschichte» (Verlag Neue Zürcher Zeitung, 2012). Er gilt als Doyen der Schweizer Geldpolitik und ist Doktorvater des amtierenden Nationalbankpräsidenten Thomas Jordan.

die Inflation noch die Konjunktur punktgenau steuern. Noch viel weniger kann sie realwirtschaftliche Strukturprobleme einer Volkswirtschaft lösen und dauerhaftes Wachstum erzeugen. Solches von ihr zu erwarten, ist Illusionsbewirtschaftung.

Zentralbanken als «Mädchen für alles»

Die Zentralbanken sind mit der Finanz- und Wirtschaftskrise der letzten Jahre – zu deren Entstehung sie mit ihrer Tiefzinspolitik in den Jahren nach 2001 selber beigetragen haben – weltweit extrem gefordert worden. Dies nicht zuletzt, weil andere staatliche Institutionen, vor allem die Finanzpolitik und die Bankenregulierung, ihrer Verantwortung in manchen Ländern nicht hinreichend gerecht geworden sind. Die Verschuldung mancher Staaten wäre ohne Niedrigzinsen längst nicht mehr tragbar. Die Zentralbanken sind so zum «Mädchen für alles» geworden. Alle Aufgaben, die sonst niemand lösen konnte oder lösen wollte, wurden ihnen zugeschoben. Die Zentralbanken haben auf diese Herausforderung mit einem historisch einzigartigen Mitteleinsatz reagiert, mit konventionellen und mit «innovativen» Instrumenten – von der Nullzinspolitik über «quantitative» und «qualitative Lockerung» (was nichts anderes als die Übernahme staatlicher und riskanter privater Schuldpapiere meint) bis zur Kursuntergrenze und den Negativzinsen. Die Geldpolitik ist zum Tummelplatz der Experimente geworden. Entstanden ist eine fast beispiellose monetäre Expansion: Zentralbankbilanzen, Geldmengen und Liquiditätsversorgung sind weltweit explosiv angestiegen. In der Schweiz etwa wuchs die Bilanzsumme der SNB seit Ende 2007 um mehr als den Faktor 4, die Giroguthaben der Banken bei der SNB gar auf mehr als das Dreissigfache ihres Vorkrisenniveaus.

Während der eigentlichen Krise war diese extrem expansive Geldpolitik zweifellos angebracht. Die Zentralbanken wollten

nicht den Fehler ihrer Vorgänger der 1930er Jahre wiederholen, die in einer ähnlichen Situation viel zu restriktiv reagiert und damit die Grosse Depression jener Zeit mitverursacht und verschärft hatten. Doch heute wird diese Politik mehr und mehr selber zur Quelle von Übertreibungen und Ungleichgewichten:

- an den Märkten für Immobilien, Aktien, Rohstoffen und Gold, wo sie für Blasenbildung und instabile Preisentwicklungen sorgt. Darüber, ob an den Aktien- oder Immobilienmärkten bereits Übertreibungen bestehen, mag man ja streiten. Doch wer an den Bondmärkten keine Blase sieht, muss auf beiden Augen blind sein;
- in Form unerwünschter, instabiler internationaler Kapitalströme und ihrer Auswirkungen auf die Wechselkurse (besonders betroffen davon ist die Schweiz);
- in Form erneuter Anreize zu übermässiger Verschuldung, bei Privaten und bei Staaten, und zu Investitionen, die sich unter Normalbedingungen nicht rechnen würden;
- in Form einer Verschleppung notwendiger Restrukturierungen von Unternehmen und von staatlichen Reformen, speziell des Arbeitsmarktes und der Staatshaushalte. Leben auf Pump kostet ja nichts mehr, auch für schlechte Schuldner.
- Inflation hat sich bisher hingegen trotz aller monetären Expan-

sion nicht eingestellt, entgegen den Erwartungen mancher. Dazu gleich mehr.

Eines ist heute klar: die Geldpolitik kann nicht auf Dauer nach dem Muster der letzten Jahre weitergeführt werden. Die resultierenden Verzerrungen würden das Wirtschaftssystem langfristig aus den Angeln heben. Die Zinsen können nicht ewig auf null sein, die Zentralbankbilanzen nicht immer weiter aufgebläht werden. Eine Normalisierung ist früher oder später zwingend, das weiss im Grunde jeder. Das wissen nicht zuletzt die Zentralbanken selber. Daraus aber, dass sowohl Zeitpunkt wie auch genaue Form dieser Normalisierung bis heute in hohem Masse unklar sind – in den USA, in Europa, in Japan, auch in der Schweiz –, ergibt sich eine grosse Unsicherheit für alle Marktteilnehmer. Normalisierung der Geldpolitik bedeutet: Zinserhöhung (auch für Staaten, mit Folgen für Staatshaushalt und Steuern) und Zerfall jetzt aufgeblähter Vermögenspreise (ergo: Vernichtung von Spar- und Vorsorgekapital). Davon werden wir alle, direkt oder indirekt, betroffen sein.

Es ist nicht überraschend, dass Konsum und Investitionen unter solchen Bedingungen auf niedrigem Niveau verharren. Monetäre und fiskalische Expansion lösen nicht jedes Nachfrageproblem, auch wenn gläubige Keynesianer das gerne so sehen. Ungelöste Strukturprobleme zerstören den Glauben an die Zukunft und

Anzeige

**Klar können Sie Ihren
Shop nur online
bewerben ...**



sind Gift für Konsum und Investitionsbereitschaft. Es sollte auch nicht überraschen, dass in diesem Umfeld die von den Zentralbanken geschaffenen riesigen Geldbestände ihren Weg nicht in die Realwirtschaft finden und eine Inflation der Konsumgüterpreise deshalb bisher ausgeblieben ist. Die Verunsicherung über die Zukunft und das anhaltende Nullzinsniveau haben eine immense Zunahme der Geldnachfrage geschaffen. Das zusätzliche Geld wird gehortet oder in bestehenden Vermögenswerten angelegt.

Was ist gefährlicher: Inflation oder Deflation?

Aus der Absenz von Inflation in der Gegenwart folgern manche, die Inflation sei ein Phantom aus der Vergangenheit, das uns in Zukunft nicht mehr betreffe. Die Zukunft bringe eine neue Welt, in der alles ganz anders sei, in der neue Regeln herrschten und für die neue Lehrbücher zu schreiben seien. Vorsicht! Wie viele «neue Welten» haben wir allein in den vergangenen 15 Jahren schon gesehen? Da war die Welt des Internet- und Dotcom-Booms zur Jahrtausendwende, in der die Aktienpreise in den Himmel wuchsen, selbst für Firmen, die noch nie einen Franken verdient hatten – bis das Kartenhaus zusammenbrach. Als es dann wieder besser ging, kam in den mittleren 2000er Jahren die Welt der «Grossen Moderation», die eine ewig dauernde Stabilität von Real- und Finanz-

wirtschaft versprach. Auf sie folgte bereits 2008 mit dem Ausbruch der Finanzkrise erneut eine neue Welt, eine Welt fundamentaler Instabilität diesmal. Und jetzt befinden wir uns angeblich in einer Welt, in der wir uns um die Inflation nicht mehr zu kümmern brauchen. Vor dieser Sicht kann man nur warnen.

Die Wiederherstellung normaler Wirtschaftsverhältnisse ist ein Ziel, das hoffentlich einmal erreicht wird. Alle Anstrengungen der Geldpolitik sind genau darauf ausgerichtet. Mit einer Rückkehr zur wirtschaftlichen Normalität wird aber auch die Nachfrage nach Zentralbankgeld wieder auf ein Normalniveau sinken. Dann wird es notwendig werden, die riesige Überschussliquidität wieder abzubauen. Technisch ist dies den Zentralbanken ohne Zweifel möglich – über den Verkauf von ihnen gehaltenen Vermögenswerten oder (in der Schweiz) den Austausch gegen eigene, zinstragende Schuldpapiere («SNB Bills»). Politökonomisch jedoch wird die Realisierung dieses Ziels extrem schwierig sein. Der politische Widerstand wird angesichts der hohen Staatsverschuldung und der starken Abhängigkeit nach wie vor labiler Bankensysteme vom billigen Zentralbankgeld riesig sein. Die Apologeten von Easy Money werden tausend Gründe finden, warum man immer noch ein wenig zuwarten müsse. Der Ausstieg wird daher mit grosser Wahrscheinlichkeit zu spät und zu

...zusammen mit
dem Werbebrief
wirkt's optimal.



Absatz steigern. Auch das ist die Post.

Die Wirkung macht den Unterschied:
Wer seine Online-Werbung mit dem Brief kombiniert, kann sich auf ein deutliches Absatzplus freuen. Aktuelle Studien belegen: Mit dem Werbebrief sind bis zu 67% mehr für Sie drin.

Mehr Infos unter: post.ch/wirkung-studien

DIE POST 
Gelb bewegt.

zögerlich erfolgen. An dieser Front wird sich die Inflationsfrage dereinst entscheiden.

Aber ist denn nicht die Deflation das wirkliche Problem unserer Zeit? Diese Meinung wird heute häufig geäussert. Ich teile sie nicht. Gegenwärtig herrscht diesbezüglich eine extrem asymmetrische Risikoeinschätzung vor. Deflationsrisiken werden fast ins Groteske aufgebauscht, Inflationsrisiken umgekehrt bagatellisiert. In den meisten Industriestaaten herrscht heute praktisch Preisstabilität. Das ist geldpolitisch eigentlich ideal – ein Zustand, über den man sich freuen sollte. Doch anstelle von Genugtuung darüber herrscht eine fast panische Angst, die aktuelle Niedriginflation könnte in eine unkontrollierbare Spirale stets weiter fallender Preise und fallender, ins Negative drehender Inflationserwartungen führen. Die Folge wären dann Konsumschwäche, Investitionsverweigerung und Stagnation. In den Fakten hat diese Furcht keine Basis. Die Inflationserwartungen fallen nicht so rasch aus ihrer Verankerung. Sie sind historisch träge, nach unten vermutlich noch mehr als nach oben, haben wir doch über die vergangenen Jahrzehnte zwar immer wieder Inflation, aber kaum Deflation erlebt. Die Grosse Depression der 1930er Jahre liefert das einzige historische Beispiel einer solchen Deflationsspirale, das wir kennen.

Wenn die Zentralbanken den Krisenmodus endlos weiterführen und die Staaten sich notwendigen Reformen verweigern, besteht allerdings die Gefahr, dass die Weltwirtschaft und besonders Europa in «japanische Verhältnisse» abgleiten. Die Verunsicherung über die Zukunft könnte in diesem Fall noch lange anhalten und einer Normalisierung im Wege stehen. Im schlimmsten Fall könnte eine erneut eskalierende Verschuldungskrise zum Kollaps von Finanz- und Realwirtschaft führen. Mit dem Risiko einer Deflationsspirale, die man durch fortgeführte monetäre Expansion verhindern müsste, hat dies aber nichts zu tun.

«Japanische Verhältnisse» auch in der Schweiz

Was bedeutet das alles für die Schweiz und ihren Franken? Natürlich ist die Schweiz stark davon betroffen, wie gut oder wie schlecht ihre globalen Partner ihre monetären Probleme meistern. Die Turbulenzen an den Finanz- und Devisenmärkten zeugen davon. Wir sind zwar geldpolitisch souverän und autonom. Doch auch wer autonom ist, muss die Restriktionen beachten, die ihm durch sein Umfeld vorgegeben werden – im eigenen Interesse. Das war schon immer so. Trotzdem gewährt die geldpolitische Autonomie einen Spielraum, der bei fester Anbindung an eine andere Währungszone nicht vorhanden wäre. Dieser Spielraum ist wertvoll und wichtig. Die optimale Ausnutzung dieses Spielraums ist die zentrale Herausforderung der gegenwärtigen Geldpolitik der SNB.

Die SNB hat diese Herausforderung mit ihrer Politik der letzten Jahre gut gemeistert. Die Einführung der Kursuntergrenze im September 2011 war dringend geboten. Hätte die SNB nicht interveniert, hätte der Aufwertungsschock, den die Schweiz in dieser Zeit erfuhr, eine massive Verschärfung ihres geldpolitischen Kur-

ses bewirkt. Völlig desorientierte Devisenmärkte hatten damals jeden Kontakt zu den realen Bedingungen der Wirtschaftsräume verloren, die sie repräsentieren. Der Dollar, noch mehr als der Euro, erlebte ein Vertrauentief. Die SNB musste in dieser wirren Situation mit der Kursuntergrenze einen Orientierungspunkt für die Bewertung des Frankens setzen.

Doch auch die Abkehr vom Mindestkurs anfangs dieses Jahres hatte gute Gründe. Eine Abkehr von der einseitigen Fixierung auf den Euro war angezeigt. Die USA haben heute ihre Hauptprobleme überwunden und wirtschaftlich wieder Tritt gefasst. Die Normalisierung ihrer Geldpolitik wird allgemein erwartet. Der Dollar ist deshalb als attraktive Anlagewährung zurückgekehrt. Dies stellt eine Zäsur der globalen monetären Verhältnisse dar, die die Voraussetzungen der Schweizer Geldpolitik stark verändert hat.

Zugleich wendet sich die EZB mehr und mehr einer extrem riskanten Politik zu, die unter dem Deckmantel der Geldpolitik die fiskalischen und strukturellen Probleme ihrer Mitgliedsländer und ihrer angeschlagenen Bankensysteme zu lindern versucht – und mehr oder weniger explizit auf die Schwächung des Euro zielt. Die Beendigung der einseitigen Orientierung der schweizerischen Geldpolitik am Euro wurde damit für die SNB fast zwingend. Die Durchsetzung des Mindestkurses wäre über kurz oder lang nur noch zum Preis massiver zusätzlicher Interventionen möglich gewesen. Die Langfrisrisiken einer Fortführung dieser Politik – die Gefahr eines Kontrollverlusts über die künftigen monetären Bedingungen der Schweiz – wären grösser und grösser geworden.

Die Einführung von Negativzinsen durch die SNB – als Reaktion auf eine entsprechende Massnahme der EZB – ist zwar aus Sicht der Geldpolitik verständlich. Die SNB möchte die Zinsdifferenz zum Euro möglichst erhalten. Gleichwohl ist Skepsis gegenüber diesem Instrument angebracht. Es bringt seinerseits neue Fehlanreize und Verzerrungen mit sich. Negativzinsen sind Auswuchs und Steigerung der Nullzinspolitik, die die Federal Reserve Bank der Welt seit Jahren aufoktroziert. Den USA kommt denn auch bei der Auflösung dieser Probleme die Schlüsselrolle zu: Erst wenn die Fed ihre Leitzinsen erhöht, ist wieder Entspannung in der weltweiten Tiefzinspolitik möglich. Fatal wäre es, wenn eine allzu lange Verzögerung dieses Schrittes uns über den Weg einer Behinderung oder gar eines Verbots des Bargelds mehr und mehr in den Sumpf einer monetären Zwangswirtschaft führen würde, in der der Bürger nicht mehr frei ist in der Wahl seiner Zahlungsmittel und, zumindest potentiell, einer finanziellen Dauerüberwachung durch den Staat unterworfen wird. Das wäre ein hoher Preis für ein allzu langes Beharren auf einer ohnehin fragwürdigen Geldpolitik. ◀

Dieser Essay ist Bestandteil einer Serie, in der wir uns gemeinsam mit unseren Autoren mit den nachhaltigen Risiken und konkreten Nebenwirkungen des aktuellen Geldregimes befassen. Stichworte lauten: Geldschwemme, Negativzinsen, Inflation, Deflation, Bargeldverbot.