

DIE ZENTRALBANKEN AN IHREN GELDPOLITISCHEN GRENZEN

ÜBERBLICK

Nach der großen Finanzkrise standen Zentralbanken im Mittelpunkt wirtschaftspolitischer Entscheidungen. Als Ausgleich für eine restriktive Fiskalpolitik und zur Förderung des nominalen Wirtschaftswachstums haben sie die Möglichkeiten der Geldpolitik ausgereizt. Doch anders als häufig gesagt, haben sie die Notenpresse bislang nicht in unverhältnismässiger Weise angeworfen. Aber solche Politiken werden nun ernsthaft in Erwägung gezogen und könnten den nächsten Schritt in dem laufenden beispiellosen geldpolitischen Experiment darstellen.



**Adrien
Pichoud**
Economist

“In Anbetracht eines Umfeldes, das von hohen Schulden und von langsamem Wachstum geprägt ist, haben sich Zentralbanken auf bislang unbekanntes Terrain vorgewagt, um die Endnachfrage anzukurbeln. Doch ihre Reise ist möglicherweise noch nicht am Ende angelangt.”

Seit der Krise in den Jahren 2008 und 2009 zeigen die Zentralbanken einen zuvor nicht gekannten Aktivismus. Durch neue Maßnahmen wie massive Anleihenkäufe, einschneidende Eingriffe am Devisenmarkt oder die Einführung von Negativzinsen ist die Geldpolitik in den Industrieländern schrittweise zum wichtigsten Hebel der Wirtschaftspolitik avanciert. Die Zentralbanken sind dadurch allmählich über ihre traditionelle Rolle als Geldhüter und Kreditgeber in letzter Instanz hinausgewachsen. Welche Gründe haben sie zu solch extremen Maßnahmen veranlasst, die noch vor zehn Jahren kaum denkbar gewesen wären? Sind die Zentralbanken verantwortlich für das, was eine wachsende Anzahl von Akteuren für ein gefährliches Abdriften hält? Sind die derzeitigen geldpolitischen Maßnahmen risiko- oder stabilitätssteigernd für die Wirtschaft und das globale Finanzsystem? Welche Entwicklungen warten nach den Innovationen der letzten Jahre noch auf uns? Zahlreiche wichtige Fragen stellen sich also zur Rolle dieser Institute, die mehr denn je im Mittelpunkt der Interaktionen zwischen Wirtschaft und Märkten stehen.

DIE MECHANISMEN DER GELDSCHÖPFUNG

Bei der Beschreibung der traditionellen Rolle einer Zentralbank räumen wir am besten erst einmal mit einem Vorurteil auf: Der wesentliche Teil des in einer Wirtschaft im Umlauf befindlichen Geldes wird nicht von der Zentralbank geschaffen. Diese gibt direkt nur einen Teil des physischen Geldes (oder Bargeldes), nämlich die Noten, aus, während die Ausgabe von Münzen in das Ressort des Staates fällt. Auch die Gesamtheit dieses Bargeldes macht lediglich einen Bruchteil des im Umlauf befindlichen Geldes aus: 8% in der Schweiz, 10% in der Eurozone und in den USA. Der verbleibende Anteil, also der größte Teil des im Umlauf befindlichen Geldes, liegt lediglich in entmaterialisierter Form (als Buchgeld) vor und besteht aus Sichteinlagen oder kurzfristigen Bankeinlagen. Dieses Buchgeld wird nicht von der Zentralbank, sondern von den Geschäftsbanken geschaffen.

Die Zentralbank greift folglich nicht unmittelbar in den Prozess ein, mit dem die Banken Buchgeld schaffen. Letztere schaffen „nach Belieben“ Geld, indem sie dem Konto eines Wirtschaftsteilnehmers auf elektronischem Weg Gelder gutschreiben. Im Gegenzug erfassen sie in den Aktiven der Bank (Hypotheken, kommerzielle Darlehen usw.) eine Verbindlichkeit. Die einzige Beschränkung für die Geschäftsbanken besteht bei diesem Prozess darin, die von der Aufsichtsbehörde vorgegebenen Eigenkapitalquoten einzuhalten: Sie muss ein Eigenkapitalniveau aufrechterhalten, das dem Umfang ihrer Aktiven entspricht. Die Finanzierung dieser Kredite und damit der Geldschöpfung stammt teilweise aus Eigenmitteln (in Höhe der vorgeschriebenen Eigenkapitalquote), teilweise aus Bankeinlagen und schließlich aus den Finanzmärkten, an denen die Banken Anleihen emittieren.

DIE ROLLE DER ZENTRALBANKEN

Die Zentralbank verfügt allerdings über ein wesentliches Instrument, mit dem sie das Verhalten der Geschäftsbanken auf Kurs bringen kann. Sie setzt den Tagesgeldsatz fest, von dem die langfristigen Zinsen abhängen. Durch Erhöhung oder Senkung der Zinsen dämpft oder fördert sie die Kreditnachfrage und bremst oder stimuliert die Geldschöpfung durch die Geschäftsbanken. Letztere wälzen logischerweise die Schwankungen ihrer Finanzierungskosten auf die Kredite ab, die sie gewähren.

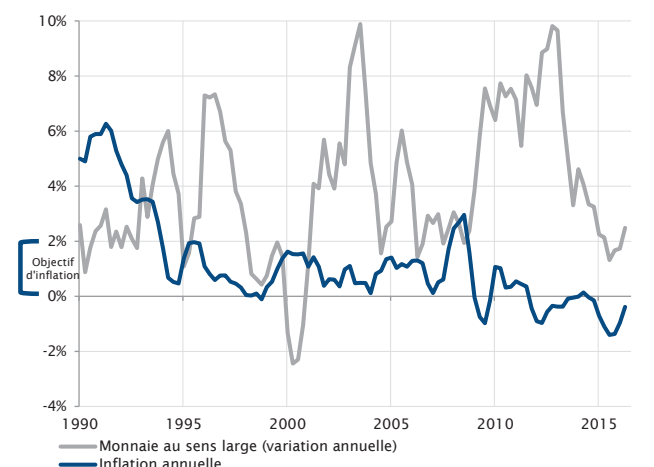
Die Zentralbank nutzt diese Hebel, um ihr gesetzlich festgeschriebenes Ziel zu erreichen. Für die großen Zentralbanken der Industrieländer (SNB, EZB, Federal Reserve usw.) besteht dieses Ziel darin, die sogenannte Preisstabilität aufrechtzuerhalten, d.h. in einer leicht positiven Inflation,

um die Konjunktur zu fördern, aber nicht zu hoch, um die Kaufkraft der Währung nicht zu stark zu hemmen. Die Erzielung einer leicht positiven Inflation wird als bestmöglicher Beitrag der Geldpolitik zur Konjunktur im Allgemeinen aufgefasst, weil sie ein Umfeld schafft, in dem wirtschaftliche Entscheidungen (Konsum, Investitionen usw.) nicht durch die Erwartung in Bezug auf Schwankungen der Preise für Waren und Dienstleistungen beeinflusst werden. Um dieses Ziel zu erreichen und die Inflation zu regulieren, setzt die Zentralbank den Zinssatz ein, um die Kreditvergabe der Geschäftsbanken zu korrigieren und sich auf diese Weise zu vergewissern, dass sich das im Umlauf befindliche Geld sich ausreichend entwickelt, um das gewünschte Inflationsziel zu erreichen.

Dieser allgemeine Rahmen ist allen Zentralbanken gemeinsam, doch ihr jeweiliger Auftrag ist unterschiedlich weit und genau gefasst. Wenngleich die Abhängigkeit der Zentralbank von der politischen Macht in den Industrieländern zur Norm geworden ist, unterliegt sie dennoch weiterhin der Kontrolle eines nationalen Parlaments, das sicherstellt, dass die umgesetzte Geldpolitik tatsächlich auf Kurs liegt. Eine weitere Aufgabe der Zentralbank, nebst der Gestaltung der Geldpolitik, besteht darin, die Stabilität des Finanzsystems zu fördern. Dies insbesondere indem sie als letztinstanzlicher Kreditgeber fungiert, um in Krisenzeiten Liquiditätsengpässe zu verhindern, durch die sich die Lage weiter verschärfen würde. Diese Funktion ist durch die Krise der Jahre 2008–2009 stärker in den Vordergrund getreten.

Das Mandat der Schweizerischen Nationalbank (SNB) ist vergleichsweise umfassend. Es besteht darin, eine Geldpolitik „im allgemeinen Interesse des Landes“ umzusetzen und zugleich der Preisstabilität Priorität einzuräumen. Von der SNB wird sie als jährliche Inflationsrate von unter 2% definiert, die jedoch nicht dauerhaft negativ sein darf. Maßgebende Faktoren für die Geldpolitik der SNB sind das Tempo, in dem die Konsumpreise steigen, und ihre mittelfristigen Entwicklungsaussichten. 2011 führte diese Politik zu einem Eingriff der SNB an den Devisenmärkten, bei dem der Mindestkurs zwischen Euro und Schweizer Franken eingeführt wurde.

Schweiz – Inflation und jährliche Schwankung des im Umlauf befindlichen Geldes



Quelle : Datastream

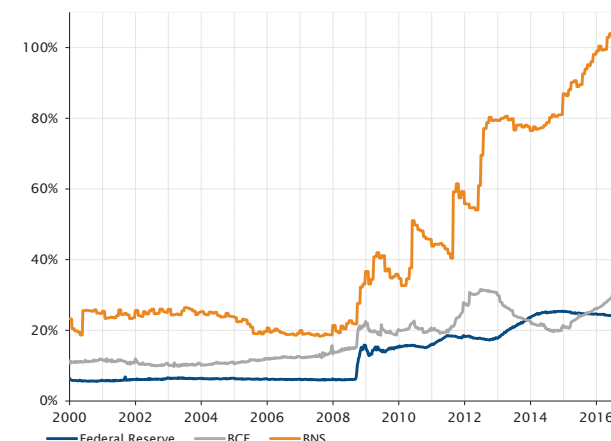
Die Aufwertung des Schweizer Franken gefährdete durch seine nachteilige Wirkung auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer Unternehmen und den Abwärtsdruck, den sie auf die inländischen Preise für Importgüter ausübte, das Ziel der Preisstabilität. Und dies bei einem erwarteten Rückgang der Inflation in negatives Terrain. Auch die Aufhebung des Euro-Mindestkurses im Januar 2015 sollte die Aufwertung des Schweizer Franken begrenzen und ging mit einer Einführung von negativen kurzfristigen Zinsen einher.

Die Unabhängigkeit der SNB wird durch ihren Status als Aktiengesellschaft gesichert, deren Namenaktien börsennotiert sind. Sie werden mehrheitlich von den Kantonen und Kantonalbanken, nicht aber von der Eidgenossenschaft gehalten. Die Unabhängigkeit und das Mandat der Zentralbank sind in einem eigenen Gesetz festgeschrieben (Bundesgesetz über die Schweizerische Nationalbank). Sie ist gegenüber dem Bundesrat und der Bundesversammlung rechenschaftspflichtig. Die Aufgabe der Europäischen Zentralbank (EZB) ist genauer und enger festgelegt, ähnelt allerdings derjenigen der SNB: Sie hält die Preisstabilität aufrecht und definiert den Zinssatz der nahe bei, aber unter 2% liegen soll. Die US Federal Reserve hat ein zweifaches Ziel: Die Aufrechterhaltung der Preisstabilität (Inflationsrate von 2% auf lange Sicht) und die Förderung der Vollbeschäftigung. Sie reagiert daher empfindlicher als die SNB und die EZB auf Wirtschaftswachstum und Arbeitslosenzahlen. In der Praxis sind die geldpolitischen Maßnahmen, die diese drei Zentralbanken ergreifen, jedoch recht ähnlich. Ihr Hauptunterschied besteht vermutlich in ihrer Reaktionsfähigkeit, die in der Schweiz und in den USA höher ist als in der Eurozone, in der nationale Anliegen den Entscheidungsprozess zuweilen ausbremsen.

DAS AUFKOMMEN UNKONVENTIONELLER GELDPOLITISCHER MASSNAHMEN

Diese drei Zentralbanken griffen in den letzten Jahren auch auf ähnliche geldpolitische Maßnahmen zurück, nachdem alle drei sich mit einem von allzu niedriger Inflation oder Deflation geprägten Umfeld konfrontiert sahen. Nach der Senkung ihrer Leitzinsen auf 0% und aufgrund der Notwendigkeit, ihre Geldpolitik zur Erreichung ihrer Ziele immer weiter zu lockern, unterstützten sie das Finanzsystem über Anleihenkäufe mit erheblichen Geldspritzen. Letztendlich haben die Zentralbanken mit der Verteidigung des EUR-CHF-Mindestkurses sowohl in der Schweiz als auch in den USA und in der Eurozone mit den Ankäufen inländischer Anleihen ihre Bilanz stark ausgeweitet und Aktiven in bislang nie da gewesenen Mengen angesammelt.

Bilanz der Zentralbanken in % des inländischen BIP



Quelle : SYZ AM, Fed, ECB, SNB, Datastream, Bloomberg

Es erweist sich häufig als schwierig, im Nachhinein den Erfolg oder das Scheitern einer Wirtschaftspolitik zu beurteilen, da sich nicht mehr feststellen lässt, was geschehen wäre, wenn sie nicht umgesetzt worden wäre. Man kommt dennoch nicht umhin festzustellen, dass diese massiven Geldspritzen nicht den erwarteten bzw. gefürchteten Effekt auf die Inflation hatten. In den USA, in der Schweiz und in Europa blieb die Inflation hartnäckig niedrig, zeitweise sogar negativ und damit deutlich unter den Inflationszielen der Zentralbanken. Daran zeigt sich, dass die Verwendung des Begriffs „Notenpresse“ in Bezug auf eine überbordende Geldschöpfung, durch die das Geld jeglichen Wert verliert, schließlich das Vorgehen der Zentralbanken in den letzten Jahren doch nicht treffend beschreibt.

Wir werden später sehen, dass sich dies eines Tages ändern könnte: Selbst wenn die Anleihenkäufe zu einer Geldschöpfung geführt haben, ist dieses Geld noch lange nicht in der Realwirtschaft angekommen. Die Geschäftsbanken haben die verfügbare Liquidität nicht genutzt, um Haushalten und Unternehmen Kredite zu gewähren. Stattdessen zogen sie es vor, sie auf ihren Zentralbankkonten zu lassen oder an den Finanzmärkten zu investieren. Das von der Zentralbank geschaffene Geld hat folglich nicht wirklich eine Wirkung auf die Konjunktur und die Inflation entfaltet.

Doch warum würde eine Geschäftsbank die ihr zu sehr niedrigen Zinsen zur Verfügung gestellte Liquidität nicht zur Ausübung ihrer Basistätigkeit nutzen, d.h. Kredite mit einer Marge auf den endgültigen Zins gewähren? Die Antwort auf diese Frage liegt zugleich in der schwachen Nachfrage und dem unter Druck stehenden Angebot. Erstens bieten die mageren Wachstumsaussichten Haushalten und Unternehmen allgemein keine Anreize, Schulden aufzunehmen, um zu investieren. Zweitens zwingt die Anhebung ihrer Eigenkapitalquoten nach der Krise im Jahr 2008 die Banken heute dazu, bei der Kreditvergabe selektiver vorzugehen. Entgegen vieler Befürchtungen zeigten die jüngsten Erfahrungen, dass Geldspritzen der Zentralbanken in das Finanzsystem nicht ausreichen, um die im Umlauf befindliche Geldmenge zu erhöhen.

DIE GRENZEN DER UNKONVENTIONELLEN POLITIK

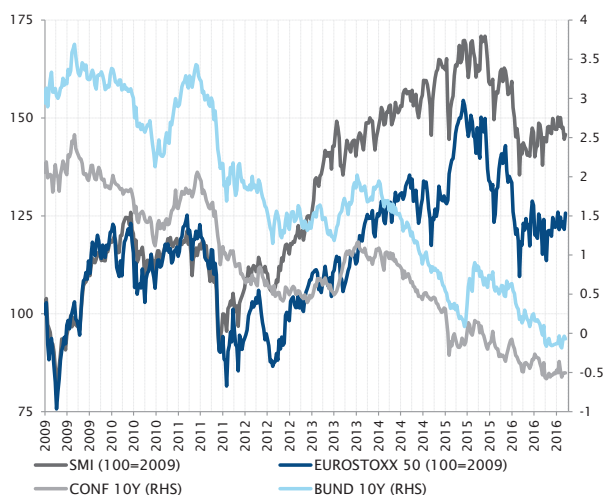
Da die Nachfrage ausblieb und die Geschäftsbanken nicht in der Lage waren, Kredite zu vergeben, blieben diese liquiden Mittel im Finanzsystem, wo sie momentan eine spürbare Wirkung auf die Anlagenpreise entfalten. Die Kombination aus äußerst niedrigen kurzfristigen Zinsen und übermäßiger Liquidität treibt den Preis

für Anleihen und Aktien in die Höhe. Anleger sind bereit (bzw. gezwungen), größere Risiken einzugehen, um positive Renditen zu erzielen. Infolgedessen sind die langfristigen Zinsen in allen Industrieländern historisch gesehen auf ihrem niedrigsten Stand, und die Aktienkurse haben sich seit ihrem Tiefstand im Jahr 2009 verdoppelt oder teilweise sogar noch stärker entwickelt.

Theoretisch ist dieser Mechanismus auch Bestandteil der Übertragungskanäle der Geldpolitik: Niedrigere langfristige Zinsen verbessern die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und Haushalte; der Anstieg der Aktienkurse dürfte den Konsum der Haushalte über einen Reichtumseffekt ankurbeln. Allerdings reicht es nicht aus, die Konjunktur und die Inflation allein anzukurbeln, wenn der Kanal der Kreditvergabe durch die Banken nicht ordnungsgemäß funktioniert. Die auffallende Dichotomie zwischen dem starken Anstieg der Preise von Finanzanlagen seit 2009 und der relativen Wachstumsschwäche, die je nach Region mehr oder weniger stark ausgeprägt ist, erklärt sich größtenteils durch das Ungleichgewicht zwischen den Übertragungskanälen der Geldpolitik. Die von den Zentralbanken geschaffene Liquidität floss weitgehend in Finanzanlagen und begünstigte die Schuldenaufnahme von Akteuren, die an den Märkten eine Finanzierung erhalten konnten (große Unternehmen, Schwellenländer usw.). Die Wirkung auf die Kreditvergabe an Privatpersonen sowie kleine und mittlere Unternehmen blieb sehr begrenzt.

Zweifellos darf man den Zentralbanken dies dennoch nicht zu sehr zum Vorwurf machen, denn sie sind nicht die einzigen, die für die durch ihre Geldpolitik verursachten Ungleichgewichte verantwortlich sind. In einem von schwachem Wachstum und niedriger Inflation geprägten Umfeld bestand (und besteht) ihr Auftrag darin, die Wirtschaft wieder auf Kurs zu bringen. Das einzige Mittel einer Zentralbank, dieses Ziel zu erreichen, besteht jedoch in der Lockerung ihrer Geldpolitik. Liegen die kurzfristigen Zinsen erst einmal bei null (und vor der Entscheidung, den Sprung ins Unbekannte zu wagen und Negativzinsen einzuführen), gab es keine andere Wahl, als auf neue Maßnahmen zurückzugreifen. Die Zentralbanken tragen keine Verantwortung dafür, dass der Bankensektor seine Rolle als Übertragungskanal nicht ebenso wirksam spielte wie in der Vergangenheit, tragen die Zentralbanken nicht die Verantwortung. Diese Fehlfunktion ist insbesondere in Europa, aber auch in den USA auf die (lobenswerte) Straffung der Bankenregulierung nach der Krise von 2008 bis 2009 zurückzuführen, die das Kreditangebot gebremst hat. Auch die Haushaltspolitik der Staaten war während des gesamten Zeitraums restriktiv (auch in den USA), bremste die Erholung und belastete die Kreditnachfrage. Nachdem die Regierungen die Wahl getroffen hatten, den Anstieg der Staatsschulden zu reduzieren bzw. zu bremsen, standen die Zentralbanken mit ihrer Geldpolitik allein an vorderster Front bei ihrem Versuch, um die Inflation und die Konjunktur in denjenigen Volkswirtschaften anzukurbeln, die unter strukturellen (hohe Verschuldung, Demografie, Produktionsüberkapazitäten usw.) und konjunkturellen (restriktive Haushaltspolitik) Problemen litten. Tatsache ist aber – und das wird auch immer wieder von den Zentralbanken zu hören ist, betont – dass die Geldpolitik nicht alle Probleme lösen kann.

Entwicklung der Aktienmärkte sowie Schweizer und europäischer Staatsanleihen seit 2009



Quelle : Datastream

AUF DEM WEG ZU EINER WIRKSAMEN NUTZUNG DER NOTENPRESSE?

Nach mehreren Jahren der unkonventionellen Politik stellt sich heute die Frage nach der Wirksamkeit geldpolitischer Maßnahmen. In den USA, in denen in sieben Jahren trotz eines zugegebenermaßen schwachen Wachstums, ein deutlicher Rückgang der Arbeitslosenquote ermöglicht haben, liegt die Inflation nach wie vor unter dem Ziel der Zentralbank. Letzterer gelingt es nicht, ihre Politik so zu normalisieren, wie sie es sich wünschen würde. Der starke Anstieg der Verschuldung in US-Dollar im In- und Ausland (insbesondere in den Schwellenländern) seit 2009 hat dazu geführt, dass jeder noch so bescheidene Versuch der Straffung der Kreditkonditionen sofort negative Auswirkungen auf die Finanzmärkte und die Konjunktur hat.

In einer Welt, in der die übrigen Zentralbanken äußerst niedrige Zinsen aufrechterhalten, würde eine Zinsanhebung in US-Dollar unweigerlich eine Währungsaufwertung zur Folge haben. Diese hätte ebenfalls negative Auswirkungen auf die Schwellenländer, die amerikanischen Exportunternehmen, aber auch auf die Inflation im Inland hätte, für die sich die Fed eine

Beschleunigung erhofft. Wenngleich sich der Kurs der Inflation in der Schweiz zu bessern scheint, hängt die strukturelle Stärke des Schweizer Franken wie ein Damoklesschwert über dem Haupt der SNB. Sie kann es sich nicht erlauben, ihre Geldpolitik zu normalisieren, weil ihre Währung ansonsten noch stärker aufzuwerten droht und der Deflationsdruck erneut zunehmen würde. In der Eurozone musste die EZB den Umfang ihres Anleihenkaufprogramms um neue Instrumente erweitern, um die fragile Erholung weiter zu unterstützen. Die Bank of Japan, die nach 2000 als erste eine Nullzinspolitik und Anlagenankäufe einführt, scheint heute an die Grenzen dessen zu stoßen, was sie mit diesen unkonventionellen Instrumenten erreichen kann, die mittlerweile zu konventionellen Instrumenten geworden sind. Die nächste Etappe in der Erprobung neuer Instrumente wird vielleicht einfach in einem wirksamen und realen Einsatz der Notenpresse bestehen: Um die Nachfrage zu stimulieren und den Kanal der Bankenkredite dabei zu umgehen, können sich einige Akteure heute bereits vorstellen, dass die Zentralbanken die von ihnen geschaffene Liquidität direkt an die Verbraucher verteilen, sei es auf elektronischem Wege oder durch eine direkte Verteilung von Banknoten. Dies wäre eine Möglichkeit, um sich zu vergewissern, dass die Politik der Zentralbanken auch die Wirtschaft statt nur die Finanzmärkte fördert!