

Geldpolitik ausser Rand und Band

Die massive Geldmengenausweitung der westlichen Zentralbanken schafft ein riesiges Inflationspotenzial. In einigen Ländern werden gar in grossem Umfang Staatsausgaben finanziert. Es braucht eine rasche Abkehr von dieser schädlichen Politik – hin zu höheren Zinsen.

von Alexandra Janssen

«Alle Staaten sind fanatisch einer Politik des leichten Geldes verpflichtet», schrieb Ludwig von Mises 1949. Dieses Zitat beschreibt nicht nur die damalige, sondern auch die heutige geldpolitische Lage sehr gut: Noch nie waren die Geldmengen in den USA, in Japan, in der Eurozone und in der Schweiz so hoch wie zu Beginn dieses Jahrzehnts. Diese Periode der ultralockeren Geldpolitik begann 2008 und erreichte in der Coronakrise ihren bisherigen Höhepunkt. In der gleichen Zeit sind auch die Staatsschulden vieler Länder auf neue Höchststände angestiegen. Beide Entwicklungen sind einzeln betrachtet besorgniserregend; in Kombination sind die Konsequenzen unabsehbar.

Was ist passiert? Zwischen 2000 und 2008 stiegen die Zentralbankgeldmengen Mo der USA, Japans, der Eurozone und der Schweiz etwa im Gleichschritt mit dem nominalen Bruttoinlandsprodukt (BIP) dieser Länder an. (Mo beinhaltet das Bargeld sowie die Einlagen der Geschäftsbanken bei der jeweiligen Zentralbank.) Mit der Finanzkrise 2008 kam es zu einem Strukturbruch: Die Zentralbankgeldmengen haben sich seit 2008 in den USA, in Japan und in Europa etwa verfünffacht, in der Schweiz gar verfünfehnfach. Einen grossen Teil dieser Geldmengenausdehnung vollzogen die Zentralbanken im Coronajahr 2020.

In den USA erhöhte das Federal Reserve System (Fed) die Zentralbankgeldmenge im Jahr 2020 um gut 50 Prozent (um 2000 Milliarden Dollar), indem es amerikanische Staatsanleihen in diesem Umfang kaufte. Das Fed monetarisierte also amerikanische Staatsschulden. Man behauptete zwar, der Ankauf von Staatsanleihen diene dazu, optimale Bedingungen für die Wirtschaft zu schaffen und diese mit Liquidität zu versorgen. De facto dehnte das Fed die Geldmenge aber aus, um neue Staatsausgaben in vergleichbarem Umfang zu finanzieren. Das Gleiche machen die japanische Zentralbank und die Europäische Zentralbank (EZB) schon seit Jahren, obwohl es gemäss Maastrichter Vertrag verboten ist.

In der Schweiz ist die Situation eine andere: Zwar sind auch hier die Zinsen historisch tief und die Zentralbankgeldmenge historisch hoch. Staatsschulden wurden indes über die Schweizerische Nationalbank (SNB) kaum finanziert. Die SNB ist vor allem besorgt, eine aus ihrer Sicht zu starke Aufwertung des Schweizer Frankens zu verhindern. Sie kauft mit dem neugeschaffenen Geld daher vor allem Aktien und ausländische Staatspapiere, aber keine Bundesobligationen in CHF.



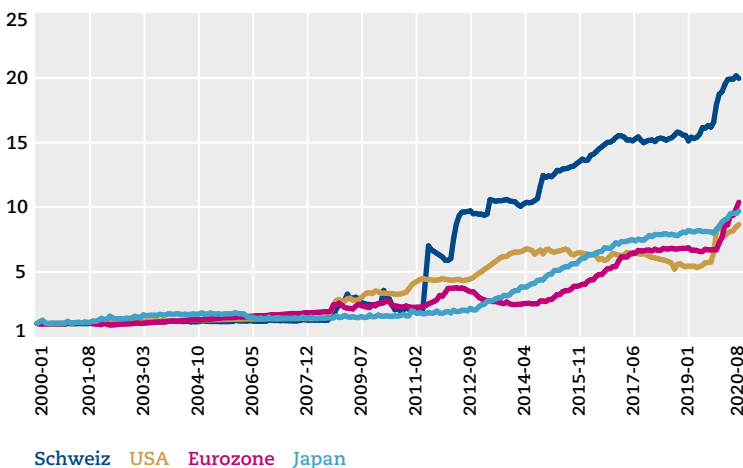
«Stünden das Fed und die EZB nicht bereit, Staatsausgaben in praktisch unbegrenztem Ausmass zu finanzieren, hätten die Kapitalmärkte den Staaten mit einem Zinsanstieg schon längst Grenzen gesetzt.»

Alexandra Janssen

Alexandra Janssen, zvg.

Abb. 1 Zentralbankgeldmengen erreichen Höchststände

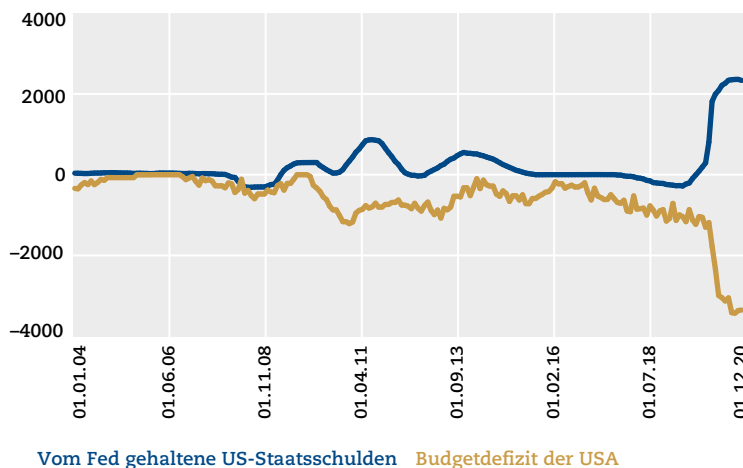
Zentralbankgeldmengen M0 (Bargeld plus Einlagen der Geschäftsbanken bei der jeweiligen Zentralbank), 01.01.2000 = 1, in lokalen Währungen



Quellen: BOJ, EZB, Fed, SNB

Abb. 2 Staatsschuldenfinanzierung über die Notenpresse

Vom Fed gehaltene US-Staatsschulden (blau, Veränderungen gegenüber Vorjahr in Mrd. USD) und Budgetdefizit der USA (gold, Mrd. USD)



Quellen: U.S. Department of the Treasury, Fed

Stünden das Fed und die EZB nicht bereit, Staatsausgaben in praktisch unbegrenztem Ausmass zu finanzieren, hätten die Kapitalmärkte den Staaten mit einem Zinsanstieg schon längst Grenzen gesetzt. Die Zentralbanken haben diesen Marktmechanismus ausgehebelt und den Staaten dadurch eine weitere Ausdehnung ihrer Schuldenberge ermöglicht. Dies passierte ohne demokratische Legitimation.

Das billige Geld hat einschneidende Folgen:

1. Zombifizierung der Wirtschaft

Mit der Ausweitung der Geldmenge verabreichen die Notenbanken der privaten Wirtschaft das süsse Gift tiefer Zinsen. Dank tiefer Refinanzierungskosten können in den USA, der Eurozone, in Japan und der Schweiz auch Firmen mit einem untauglich gewordenen Geschäftsmodell und hohen Schulden, sogenannte Zombiefirmen, überleben. Diese Politik schadet der gesamten Volkswirtschaft, weil der marktwirtschaftliche Erneuerungsprozess, in dem alte Firmen untergehen und neue entstehen, unterlaufen wird und das Wachstum der gesamten Wirtschaft sinkt.

2. Verteilungseffekte

Die heutige Geldpolitik ist auch aus Sicht der Einkommensverteilung problematisch. Grosse Vermögen werden dank der Vermögensinflation an den Aktienbörsen und im Immobilienmarkt grösser, während Kleinsparer wegen der finanziellen Repression tiefer Zinsen die Möglichkeit zu sparen verlieren. Auch die jüngeren Arbeitnehmer sind in vielen Ländern von den sinkenden Produktivitätsfortschritten und den kleiner werdenden Lohnsteigerungen direkt betroffen. Gleichzeitig wächst der Staatshaushalt etwa dreimal schneller als das Pro-Kopf-Einkommen.

3. Ansteigende Inflationsgefahr

Die Zombifizierung der Wirtschaft entwickelt sich schleichend und erinnert an den Frosch im heisser werdenden Wassertopf, der langsam verendet. Dass sich unter der Oberfläche der Zombifizierung etwas noch viel Heimtückischeres zusammenbraut, nämlich die Gefahr einer grossen Inflation, wird meist ausgeblendet.

Das Schreckensszenario der Inflation hat sich trotz starker Ausweitung der Zentralbankgeldmengen bis heute nicht realisiert. Weder in den USA, in Japan, in der Eurozone noch in der Schweiz kann man eine hohe Inflation beobachten. Das hat zwei Gründe: die Art der Inflationsmessung und die Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes. Die offiziellen Inflationszahlen berücksichtigen nur Preisveränderungen eines vordefinierten Warenkorbes. Die Preise von Vermögenswerten wie Aktien oder Immobilien fliessen nicht in die Indexberechnung ein. Doch genau bei diesen Vermögenswerten haben sich die Preise in den letzten Jahren stark erhöht. Aber selbst, wenn man solche Preise ebenfalls im Konsumentenpreisindex berücksichtigte, wäre die Inflation bislang tief geblieben. Wohin ist das ganze Zentralbankgeld geflossen?

Das Geld floss von den Zentralbanken zu den Geschäftsbanken, aber dann nicht mehr weiter. Es liegt noch immer mehrheitlich auf den Konten der Geschäftsbanken bei der Zentralbank. Die Umlaufgeschwindigkeit dieses Geldes ist kleiner geworden. Entsprechend wird die Inflation durch dieses Geld praktisch nicht beeinflusst.

Um den inflationären Druck der Geldmengenexpansion abschätzen zu können, ist die Zentralbankgeldmenge M0 kein geeignetes Mass. Man muss vielmehr die Geldmengen M3 betrachten, die auch die wichtigsten Bankkonten von Privaten und

Unternehmen einschliessen. Die Geldmengen M3 wuchsen in den betrachteten Ländern für lange Zeit moderat. Auch 2008, als die Zentralbankgeldmengen deutlich ausgedehnt wurden, änderte sich M3 in den betrachteten Ländern nur geringfügig. Das bedeutet, dass das neugeschaffene Geld nur in beschränktem Umfang bei Privatpersonen und bei Unternehmen ankam und entsprechend keine inflationäre Wirkung entfalten konnte.

Heute sieht es anders aus: Durch die aktiven und staatlich unterstützten Kreditvergaben während der Coronakrise sind die Geldmengen, die beim Publikum im Umlauf sind, angestiegen. Besonders in den USA und in der Eurozone war dieser Anstieg beträchtlich. Damit sind auch die Inflationsrisiken deutlich höher geworden.

Sollte die Inflation in einem dieser Währungsräume plötzlich ansteigen, wären die Folgen nicht absehbar. Mit der anziehenden Inflation würden wegen der Marktkräfte die langfristigen Zinsen rasch ansteigen. Reagieren die Zentralbanken mit einer Erhöhung der kurzfristigen Zinsen, wären zuerst die Geschäftsbanken mit Problemen konfrontiert, weil sie langfristiges Geld zu tiefen Zinsen ausgeliehen haben, das sie mit kurzfristigem, nunmehr höher verzinslichem Geld finanzieren müssen.

Ebenfalls hart getroffen würden die genannten Zombiefirmen, da sie die höheren Zinsen auf ihren Schulden nicht finanzieren könnten und in Konkurs gingen. Ganz rasch griffen die höheren Zinsen dann auch auf die Staaten über, die laufend einen Teil ihrer Schuldenberge refinanzieren müssten. Es liegt auf der Hand, dass die südlichen Länder Europas schon bei einer Zinserhöhung um drei oder vier Prozentpunkte innerhalb kurzer Zeit vor unlösbaren Problemen stünden.

Anders als die Zombiefirmen, denen nur der Konkurs bleibt, können die Staaten in den Giftschränk greifen und andere Schuldenbereinigungsverfahren – zum Beispiel einen Schuldenschnitt oder die Ausgabe von Zwangsanleihen – einsetzen. Diese Verfah-

ren haben ein einziges Ziel: die weitere Enteignung der Gläubiger. Dass das nicht graue Theorie ist, zeigen die Erfahrungen in der Vergangenheit, als solche Verfahren zur Anwendung kamen.

Die Zentralbanken hätten bei einer anziehenden Inflation praktisch keinen Handlungsspielraum: Um die Inflation unter Kontrolle zu bekommen, müssten sie die Geldmenge reduzieren. Dazu müssten sie die Staatspapiere, welche sie in den vergangenen Jahren in ihren Büchern angehäuft haben, am Kapitalmarkt verkaufen. Deren Preise würden so schlagartig sinken, die Zinsen würden noch weiter steigen und die Wirtschaftskrise noch schlimmer werden. Alternativ könnten die Zentralbanken entscheiden, die Geldmenge nur sehr langsam zu reduzieren. Doch dann würden die Inflation und damit auch die Zinsen weiter ansteigen. Die Zentralbanken könnten einen einschneidenden wirtschaftlichen Einbruch nicht abwenden.

Eine ausweglose Situation?

Es ist klar, dass eine weitere Erhöhung der Geldmengen zur Finanzierung der Staatshaushalte die Eurozone, die USA und Japan noch tiefer in die Krise führen wird.

Aus Sicht der Geldpolitik scheint es nur einen Ausweg aus dieser Krise zu geben: Nach den grössten Verwerfungen der Coronakrise erhöhen die Zentralbanken die Zinsen langsam und gemäss einer explizit definierten Regel. Gleichzeitig reduzieren sie rasch die Monetarisierung neuer Staatsausgaben. Es ist davon auszugehen, dass eine evolutionäre Gesundung mindestens gleich lange dauern wird, wie der Weg in die heutige Krise gedauert hat. Erst in einigen Jahren werden unprofitable Unternehmungen vom Markt verschwunden sein. Und die Staaten, die ohne Schuldenschnitt überleben können, wären wieder lebensfähig.

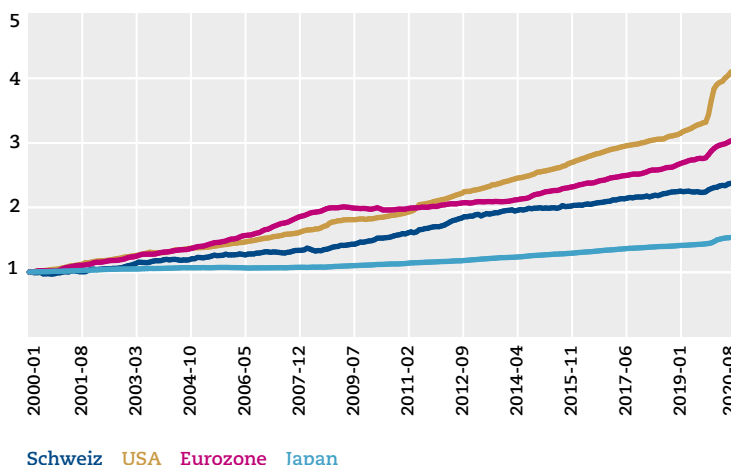
Die Schweiz als kleine offene Volkswirtschaft kann ihre Geldpolitik nicht unabhängig von ihren grossen Handelspartnern festlegen. Aber es wäre falsch, die Möglichkeiten der eigenen Geld- und Fiskalpolitik zu unterschätzen. Am wichtigsten ist es, dass wir uns als kleines Land nicht zu stark an Wirtschaftsräume binden, die besonders schlecht auf die absehbare Krise vorbereitet sind. Im übrigen müssen wir alle möglichen Vorbereitungen treffen, damit uns die drei grossen Auswirkungen der Krise, die Zombifizierung der Wirtschaft, die Umverteilungswirkungen und die Inflation, nicht völlig entgleiten. Es gibt nur drei Konsequenzen, die man ziehen kann: eine Diversifikation der politischen Instrumente, eine Rückkehr zu monetärer Tugend mit weniger Geldmengenwachstum, höheren Zinsen und einem deutlich stärkeren Franken sowie die Entfesselung der Marktkräfte, um die bevorstehenden grossen Anpassungen möglichst gut bewältigen zu können. ◀

Alexandra Janssen

hat Volkswirtschaft und Banking and Finance an der Universität Zürich studiert. In ihrer Dissertation setzte sie sich mit der Angst von Investoren vor grossen Korrekturen auf Währungsmärkten auseinander. Sie leitet heute die Vermögensverwaltung innerhalb der ECOFIN-Gruppe.

Abb. 3 Vorboten der Inflation?

Geldmengen M3 (Bargeld, Sichteinlagen, Termineinlagen und Spareinlagen), 01.01.2000 = 1, in lokalen Währungen



Quellen: OECD, SNB