

DAS INFLATIONSGESPENST RECHTZEITIG BANNEN

Für eine Koalition der Inflationengeschädigten

ALOIS BISCHOFBERGER / RUDOLF WALSER / BORIS ZÜRCHER

POLICY BRIEF

Während sehr kurzfristig Deflationssorgen in der Schweiz dominieren, wird übersehen, dass die expansive Geld- und Fiskalpolitik sowohl in der Schweiz wie auch in den wichtigsten ausländischen Märkten der Schweiz ein hohes Inflationspotenzial birgt. Da die Geldpolitik mit einer längeren Verzögerung wirkt, ist bereits jetzt darüber nachzudenken, wie dieses Inflationspotenzial eingedämmt werden kann. Inflation führt zu Effizienzverlusten und unerwünschten Umverteilungswirkungen. In der gegenwärtigen Ausgangslage kommt erschwerend hinzu, dass sowohl die Staaten wie auch weitere wichtige Akteure hinsichtlich einer Inflationierung der Schulden gleichgerichtete Interessen haben. Die potenziell Inflationengeschädigten verfügen hingegen über keine eigentliche Lobby. Das vorliegende Policy Paper plädiert deshalb dafür, dass die potenziellen Opfer der Inflation während den zu erwartenden heftigen Auseinandersetzungen um die «richtige» Geldpolitik ihre Stimme erheben, damit die Akzeptanz der Geldpolitik weniger asymmetrisch wird.

01 Einleitung

Um den Zusammenbruch der Finanzmärkte zu verhindern, die Genesung angeschlagener Finanzinstitute zu erleichtern, den weltweiten Wachstumseinbruch abzufedern und einer Deflationsspirale vorzubeugen, haben die Zentralbanken das klassische geld- und zinspolitische Instrumentarium weitgehend ausgereizt. Sie greifen zu unkonventionellen Massnahmen wie den Kauf von Staatsobligationen und langfristigen Unternehmensanleihen und versorgen die Märkte nahezu unbegrenzt mit Liquidität. Entsprechend schnellten ihre Bilanzen in die Höhe, wobei sich die Qualität der Anlagen tendenziell verschlechtert. So weitete die Schweizerische Nationalbank (SNB) ihre Bilanz seit August 2008 um knapp 60, die amerikanische Zentralbank (Fed) um 130 und die Europäische Zentralbank (EZB) um 25 Prozent aus. Die Regierungen ihrerseits gewähren Bankgarantien und übernehmen toxische Wertpapiere, ohne sich über die möglichen Auswirkungen auf den Staatshaushalt allzu viele Gedanken zu machen. Sie lassen im Interesse der Konjunkturstützung Budgetdefizite und Staatsverschuldung anschwellen, obwohl die Verschuldungssituation vielerorts schon sehr angespannt ist. In der Europäischen Union (EU) dürfte die zusammengefasste Staatsverschuldung zwischen 2007 und 2010 von 66 auf 84 Prozent des Bruttoinlandprodukts (BIP) steigen. Einer Schätzung des Internationalen Währungsfonds (IWF) zufolge wird die zusammengefasste Staatsschuld der wirtschaftlich reichsten 10 Länder in der G-20 Gruppe von durchschnittlich 78 Prozent im Jahr 2007 auf 106 Prozent im Jahr 2014 ansteigen. Dies ist der höchste je in Friedenszeiten zu beobachtende Anstieg der Verschuldung (IWF 2009).

Die ergriffenen Massnahmen werden von der Politik und den Zentralbanken durch das aussergewöhnliche Ausmass und die Tiefe des wirtschaftlichen Einbruchs gerechtfertigt. In der Tat deutet vieles darauf hin, dass ohne diese erheblichen Interventionen der Notenbanken und der Staaten der Einbruch noch viel tiefer hätte ausfallen können. Der Wirtschaftseinbruch ist

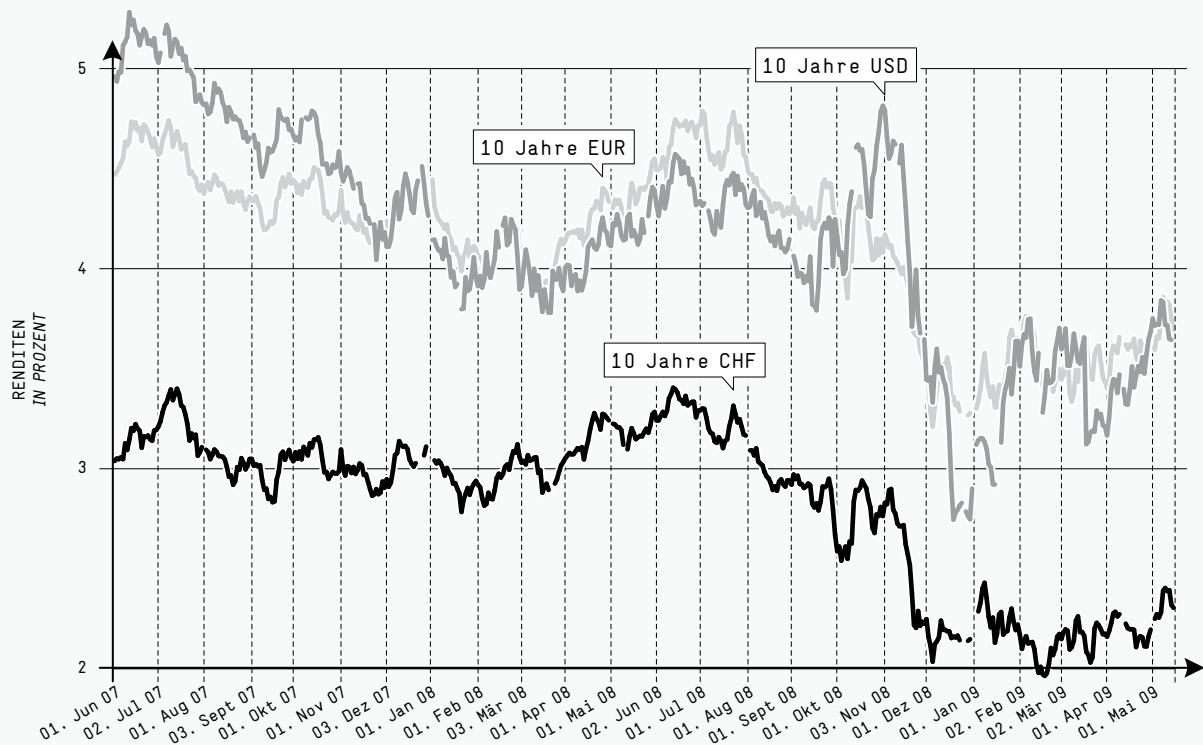
global gesehen der heftigste der Nachkriegszeit; in der Schweiz ist er so stark wie nie mehr seit Mitte der siebziger Jahre. Deshalb besteht eine Gefahr, dass die Disinflation, verstanden als Rückgang der Inflationsraten, der Deflation, d.h. dem Rückgang des Preisniveaus, weicht.

Allerdings sollten die negativen Teuerungsraten der letzten Monate nicht als Beginn einer nachhaltig deflationären Phase gedeutet werden. Sie waren einerseits massgeblich den fallenden Energiepreisen zuzuschreiben. Ein gewisser Zins- und Rohwarenpreisanstieg deutet ausserdem auf ein Abflauen der Deflationsbefürchtungen hin. Das jüngst zu beobachtende Anziehen der Renditen auf Staatsanleihen in den USA aber auch in der Schweiz deutet ebenfalls auf eine allmähliche Normalisierung und ein Ausklingen der Phase extremer Risikoaversion hin (vgl. Abbildung 1).

Über die Interpretation dieses Anstiegs der langfristigen Renditen von Staatsanleihen sind sich die Experten noch uneinig. Exemplarisch dafür ist die jüngst zwischen Paul Krugman und Niall Ferguson ausgetragene Kontroverse. Ferguson interpretiert den Anstieg als ein Zeichen dafür, dass die Investoren jetzt schon hohe und möglicherweise überschüssende zukünftige Inflationsraten antizipieren. Als Folge davon müsse die Geld- und Fiskalpolitik jetzt restriktiver werden. Krugman argumentiert hingegen, dass es sich dabei erst um eine willkommene Normalisierung handelt. Der Anstieg der Langfristrenditen zeige nur, dass die von den Notenbanken ergriffenen Massnahmen die erwünschten Wirkungen hätten. Inflationsbefürchtungen seien aber gegenwärtig noch verfrüht. Das Einschwenken auf eine restriktivere Geld- und Fiskalpolitik könnte diese Normalisierung gefährden (vgl. Ferguson in der Financial Times vom 29. Mai 2009).

Tatsächlich ist zu vermuten, dass die Normalisierung noch mehrere Monate Zeit beanspruchen dürfte. Die langfristige «fair value-Rendite» der 10-jährigen US-

Abb. 1: Renditen von Staatsanleihen: leichte Erholung am aktuellen Rand



Die Renditen von 10-jährigen Staatsanleihen haben über die letzten Wochen wieder leicht angezogen. Allerdings dürften diese noch weiter entfernt von ihrem langfristigen Gleichgewichtswert sein.

Quelle: SNB (2009)

Staatsanleihen dürfte eher bei 5 als bei 3,5 Prozent liegen. Gleichwohl ist zu erwarten, dass es wegen der Defizit- und Schuldenprobleme über die Normalisierung hinaus zu einem Überschüssen kommt. Die entscheidende Frage ist hier, innerhalb welchen Zeithorizonts es zu einem solchen Überschüssen kommt und zu welchem Zeitpunkt die Notenbanken Gegensteuer geben müssen. Martin Wolf fasste in der *Financial Times* vom 2. Juni 2009 das gegenwärtige Dilemma der Politik treffend wie folgt zusammen: «The exceptional policies used to deal with extreme circumstances are working. Now, as a result, policy-makers are walking on a tightrope: on one side are premature withdrawal and a return to deep recession; on the other side are soaring inflationary expectations and stagflation».

Nicht zu übersehen und von nur wenigen Experten bestritten ist, dass die stark expansive Geld- und Fiskalpolitik den Keim eines massiven Teuerungsschubs in sich trägt. Wird dieses Inflationspotenzial aktiviert, steht die Weltwirtschaft in wenigen Jahren vor neuen gravierenden Schwierigkeiten.

Die Geldbehörden wissen um dieses Risiko. Exponenten der SNB und anderer Zentralbanken betonen, dass sie den festen Willen zur rechtzeitigen geldpolitischen Korrektur und das Instrumentarium zur zeitgerechten Abschöpfung der hohen Liquidität haben. Damit würde das Inflationspotenzial neutralisiert. In der Politik ist dagegen diese Sorge noch nicht angekommen. So findet sich in der Abschlusserklärung des Londoner G-20 Gipfels vom 2. April 2009 hierzu kein

Wort. Im Gegenteil. Mit der massiven Aufstockung der finanziellen Ressourcen des IWF um 750 Mrd. Dollar, vor allem aber mit der Neuzuteilung von Sonderziehungsrechten (SZR) von 250 Mrd., wird die globale Geldmenge noch zusätzlich erhöht, was tendenziell zu höherer Inflation führt, sobald die heutige Krise zu Ende ist. So bemerkte Jürgen Stark, Mitglied des Direktoriums der EZB, in Anspielung auf eine frühere Metapher von Milton Friedman zu Recht: «Das ist reine Geldschöpfung; es ist Helikopter-Geld für den Globus.» (Handelsblatt, 7. April 2009)

Aus drei Gründen lohnt es sich, darüber nachzudenken, wie realistisch die Zuversicht der Zentralbanken ist: Erstens verursacht eine hohe Inflation erhebliche volkswirtschaftliche Schäden. Zweitens weiss man wenig über die Auswirkungen des Einsatzes unkonventioneller Instrumente auf die Teuerung. Und drittens wird der zeitgerechte Übergang von der stark expansiven zu einer restriktiveren Geldpolitik möglicherweise nicht so einfach gelingen, weil der Widerstand gegen eine Straffung der monetären Zügel in einer frühen Phase der Konjunkturerholung in aller Regel gross ist.

Das vorliegende Policy Paper fasst zuerst kurz die Bestimmungsgründe der Inflation und die Konsequenzen einer nachhaltig steigenden beziehungsweise hohen Teuerung zusammen. Danach werden die mit der Inflationsbekämpfung verbundenen Schwierigkeiten dargestellt. Es wird gezeigt, dass sie im heutigen Umfeld besonders gross sind. Deshalb folgen Überlegungen zur Früherkennung von Inflationsrisiken und damit zum richtigen Zeitpunkt für eine geldpolitische Neuausrichtung. Diese Ausführungen münden in die Frage nach dem Handlungsbedarf. Welchen Beitrag zur rechtzeitigen Inflationsabwehr können die Zentralbanken und Regierungen, aber auch die Meinungsbildner in Verbänden, Medien und der Politik leisten? Erwünscht ist eine Koalition der potenziell Inflationsgeschädigten.

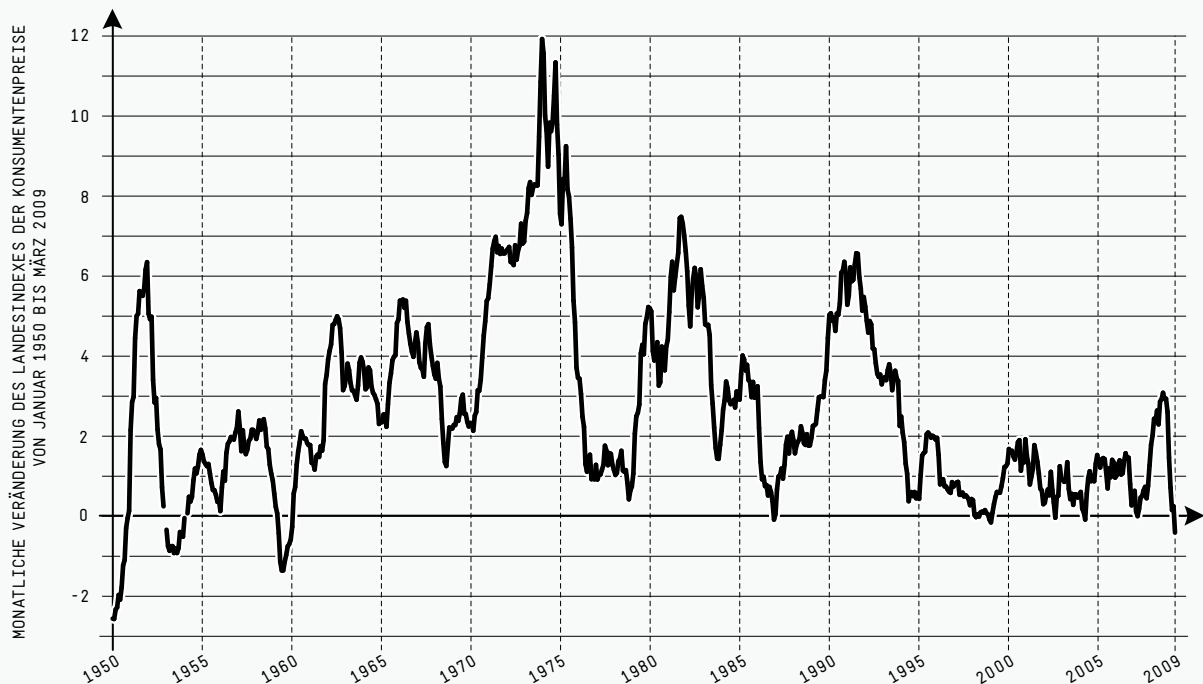
02 Inflation als monetäres Phänomen

«Inflation ist stets und überall ein monetäres Phänomen», so lautet Milton Friedmans berühmtes Diktum aus dem Jahr 1963. Es ist in der ökonomischen Theorie unbestritten und durch zahlreiche empirische Untersuchungen belegt, dass das Preisniveau in einer Volkswirtschaft in längerfristiger Betrachtung von der Geldmengenentwicklung abhängig ist. Eine nachhaltig starke Geldmengenexpansion wird mit Zeitverzögerungen von eineinhalb bis drei Jahren steigende und hohe Inflationsraten zur Folge haben. (vgl. Abbildung 2)

Vor dem Hintergrund der aktuellen Finanzkrise ist es interessant festzustellen, dass eine gedämpfte Verbraucherpreisinflation mit einem hohen Geldmengenwachstum einhergehen kann, wenn die Entwicklung auf den Vermögenmärkten berücksichtigt wird. So

steht am Anfang der derzeitigen Finanzkrise eine massive staatliche Geldmengenausweitung, wie sie sich vor allem am Überschusswachstum der Geldmenge gegenüber dem realen BIP in der Eurozone und den USA ablesen lässt. So stieg die Geldmenge M₃ in der Eurozone zwischen 2000 und 2008 um knapp 90 Prozent, während gleichzeitig das reale BIP nur um 15 Prozent zugenommen hat. In den USA nahm die Steuerungsgröße M₂ im gleichen Zeitraum um nahezu 65 Prozent zu, bei einem Zuwachs des realen BIP um rund 20 Prozent (vgl. Abbildung 3). «Rein rechnerisch führte der Geldmengenüberhang, soweit er sich nicht in der Inflationsrate niederschlug, zu einer entsprechenden sinkenden Geldumlaufgeschwindigkeit. Faktisch wurden damit aber die steigenden Vermögenspreise und die Spekulation an den Finanzmärkten alimentiert.» (Illmann und van Suntum 2008)

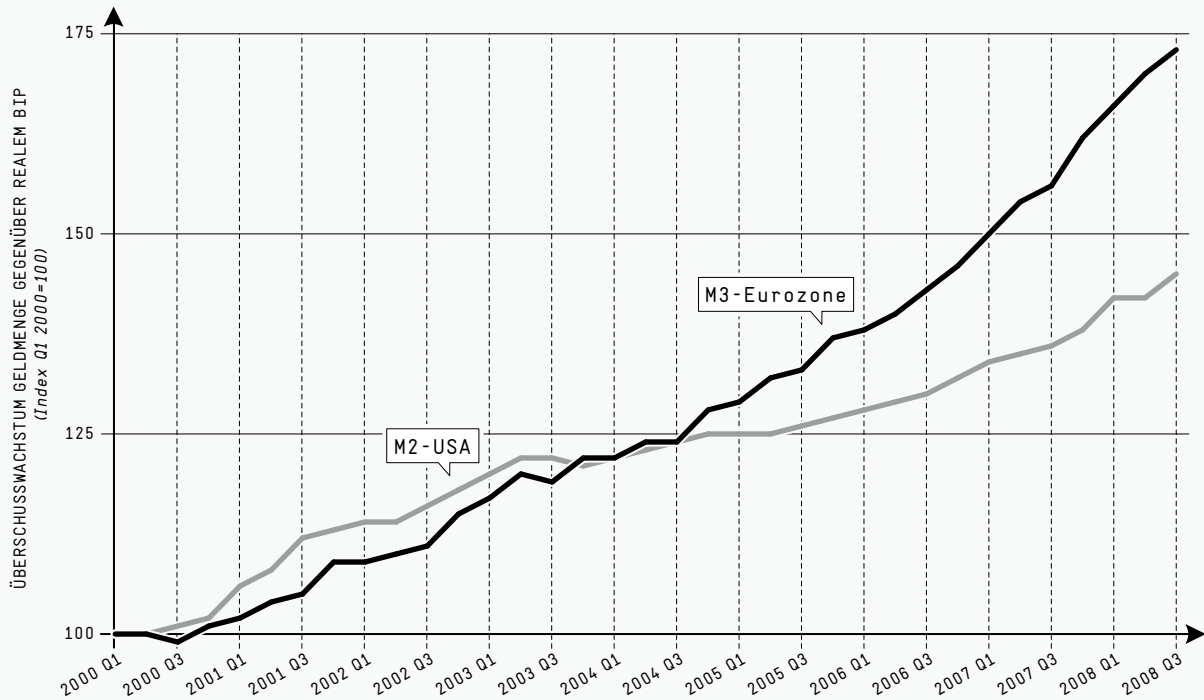
Abb. 2: Entwicklung der Inflationsraten seit 1950



Die Inflationsrate gemessen an der Veränderung des monatlichen Landesindex der Konsumentenpreise zum Vorjahr zeigt verschiedene Phasen hoher und wieder niedriger Inflation. Gegen Ende des Beobachtungszeitraumes erfolgte aufgrund des Globalisierungseffektes eine deutliche Abschwächung der Inflation.

Quelle: Bundesamt für Statistik (2009)

Abb. 3: Überschusswachstum Geldmenge gegenüber realem BIP



Kumulierte Differenz zwischen dem Zuwachs der Geldmengenaggregate und dem Zuwachs des saisonbereinigten, realen BIP in den USA und der Eurozone.

Quelle: Wirtschaftsdienst 2008

Der Zusammenhang zwischen Geldmengenentwicklung und Inflation kann vorübergehend durch andere Faktoren abgeschwächt beziehungsweise überlagert werden. So können längerfristig die Liberalisierung der Handels- und Kapitalströme, verstärkter internationaler Wettbewerb und die Ausweitung des Produktionspotenzials etwa durch einen starken Anstieg des Arbeitskräfteangebots dafür sorgen, dass sich eine starke Geldmengenexpansion nur abgeschwächt im Anstieg des Konsumentenpreisniveaus niederschlägt. Das war in den vergangenen Jahren als Folge der Globalisierung der Fall. So kommen verschiedene Studien zum Ergebnis, dass die Globalisierung den weltweiten Preisanstieg – vor allem über den billigeren Import von Zwischengütern und Fertigwaren aus China und anderen dynamisch wachsenden Emerging Countries – leicht gedämpft hat. So veranschlagt die OECD den Nettoeffekt der Globalisierung auf die Verbraucher-

preise für die OECD-Länder in einer Größenordnung zwischen Null und einem Viertelprozent pro Jahr im Zeitraum 1995 bis 2005 (Paiw, Koske und Sollie 2006). Gleichwohl hat der Globalisierungsprozess die Notwendigkeit einer stabilitätsorientierten Geldpolitik nicht verringert. Auch wird die Fähigkeit einer unabhängigen Zentralbank, auf mittlere Frist Preisstabilität zu gewährleisten, nach Ansicht der Deutschen Bundesbank (2007) grundsätzlich nicht in Frage gestellt. Allerdings hätte aber das ohnehin beträchtliche Ausmass an Daten-, Parameter- und Modellunsicherheit, unter dem geldpolitische Entscheidungen getroffen werden müssen, durch die Globalisierung zugenommen.

All dies bedeutet somit nicht, dass die in den letzten Jahren geschaffene hohe Liquidität einfach versickerte. Sie floss, wie schon oben erwähnt, vielmehr in die Wertpapier-, Rohwaren- und Immobilienmärkte,

wo sie zum Teil exorbitante Kurssteigerungen auslöste und damit mitverantwortlich für die Finanzkrise war. Diese Entwicklung löste eine intensive Diskussion über die adäquate Zentralbankpolitik aus. Soll sie sich einzig auf die Tiefhaltung der Inflationsrate konzentrieren oder auch die Preisentwicklung auf den Anlagemärkten ins Visier nehmen?

Zwei Gründe sprechen dafür, dass die im Zuge der Krise geschaffene hohe Liquidität wieder einen stärkeren Einfluss auf die Konsumentenpreisniveaus als in den vergangenen Jahren haben könnte:

Erstens ist mit weniger intensiven Globalisierungseffekten zu rechnen. Die Liberalisierung der Handels- und Finanzströme könnte durch die vermehrte Binnenorientierung der Wirtschaftspolitik gebremst werden. Als wichtigste Gründe sind hier aufkeimender Protektionismus und Renationalisierungstendenzen im Gefolge der lancierten Konjunkturpakete zu nennen. Die preisdämpfenden Kräfte könnten zudem an Schwung verlieren, weil die Kostenvorteile in den aufstrebenden Ländern weniger ausgeprägt als in den ersten Jahrzehnten der Globalisierung sein werden. So werden die Löhne in den Emerging Markets nach Überwindung der Krise wohl wieder überdurchschnittlich steigen.

Zweitens ist als Reaktion auf die enormen Vermögensverluste der letzten zwei Jahre mit einer grösseren Zurückhaltung und anhaltenden Risikoaversion der Finanzmarktinvestoren zu rechnen. Die Inflationsbekämpfung könnte deshalb wieder schwieriger werden.

03 Nebenwirkungen und Folgeschäden der Inflation

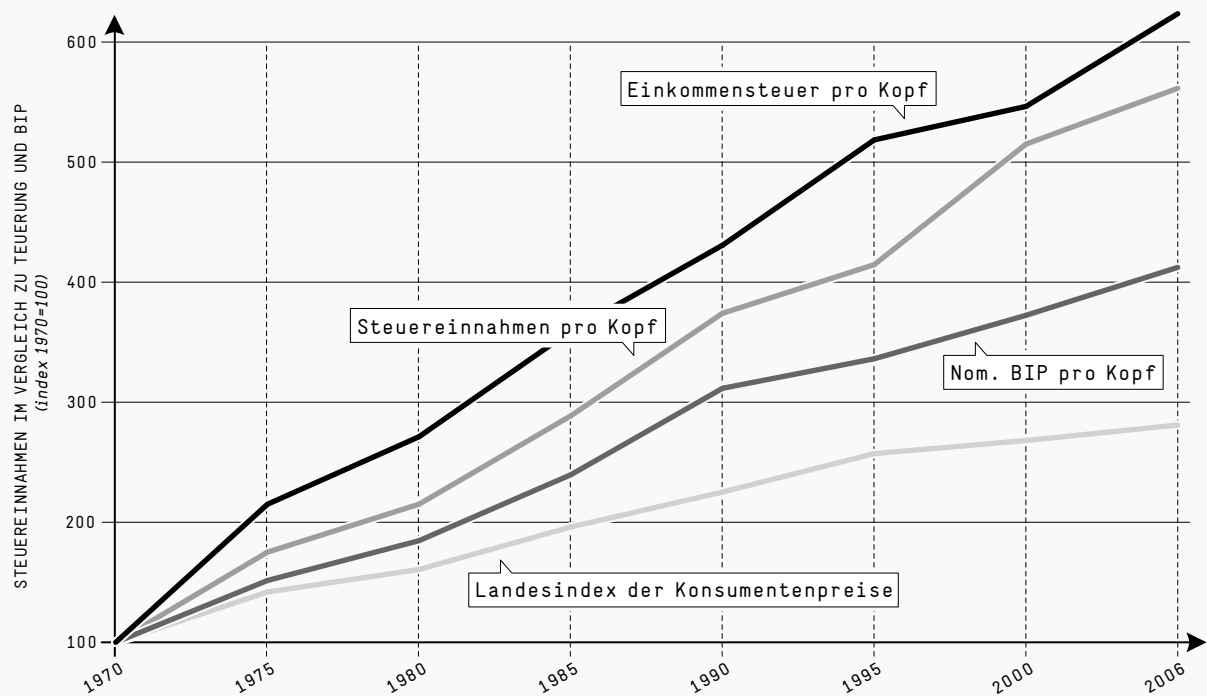
Es gibt eine Überfülle von Evidenz dafür, dass die volkswirtschaftlichen Kosten einer hohen Inflation beträchtlich sind. Im Wesentlichen betreffen diese Effizienz- und Verteilungswirkungen. Zu den wichtigsten Gründen gehören:

- *Fehlallokation der Produktionsfaktoren:* Weil die Preise generell steigen, signalisieren sie die Knappheitsverhältnisse bei Waren und Dienstleistungen nicht mehr. Das führt zu einer Fehlallokation der Produktionsfaktoren. Der falsche Einsatz der Produktionsmittel schmälert das Wachstumspotenzial und die internationale Wettbewerbsfähigkeit der inflationierenden Volkswirtschaften.
- *Entwertung von Finanzvermögen:* Finanzvermögen wird entwertet und die realen Vermögenserträge der Gläubiger werden geschmälert. Das ist negativ für eine Gläubigernation mit einer stark ausgebauten zweiten Säule der Altersvorsorge wie die Schweiz, die auf den Wertbestand der Finanzaktiva angewiesen ist, wenn die Rentner nicht das Nachsehen haben sollen. Inflation hat de facto einen enteignenden Effekt.
- *Entwertung von Schulden:* Entwertet werden auch die Schulden. Diese Tatsache ist im heutigen, durch den massiven Anstieg der Staatsverschuldung geprägten Umfeld besonders relevant. Regierungen könnten versucht sein, ihre Haushalte über Inflation zu entschulden. Länder mit geringeren Defiziten und Schulden wie die Schweiz wären mit einer Aufwertung ihrer Währungen konfrontiert mit entsprechend negativen Auswirkungen auf die preisliche Wettbewerbsfähigkeit. Die hohe Verschuldung der Staaten und ihrer Sozialhaushalte kann im konjunkturellen Aufschwung dazu führen, dass öffentliche und private Geldnehmer um das vorhandene Kapitalangebot konkurrieren und die private Kapitalnachfrage verdrängt wird («crowding out-Effekt»). Die Finanzierung produktiver Investitionen wird dadurch erschwert und verteuert. Die Innovationskraft und die Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft können darunter leiden. Darüber hinaus wirkt das höhere Zinsniveau über Indexmechanismen auf die Inflationsrate ein. Das Risiko ist in den Nettoschuldnerländern wie den Vereinigten Staaten besonders gross.
- *Indexierungsproblematik:* Weil in den modernen Volkswirtschaften, nicht zuletzt auch in der Schweiz, zahlreiche Indexmechanismen wirken und administrierte und regulierte Preise eine wichtige Rolle spielen, verstetigt sich der Inflationsdruck. Nicht nur ist der Anteil der staatlich administrierten Preise im Landesindex der Konsumentenpreise im Laufe der Zeit auf heute einen Fünftel gestiegen, sondern die Teuerung dieser Güter lag, gemessen an den Preisen öffentlicher Dienstleistungen, seit 2001 zeitweise deutlich über jener der übrigen Waren. Das führt zu höheren Inflationserwartungen. Diese haben Konsequenzen für Anlageentscheide. Es kommt zu einer Flucht in Sachwerte wie Immobilien und Edelmetalle, weil sich die Investoren vor Geldvermögensverlusten schützen wollen.
- *Unerwünschte Umverteilungswirkungen:* Weil die kalte Progression nicht oder mit Verspätung ausgeglichen wird, ergeben sich unbeabsichtigte Auswirkungen auf die Steuerbelastung von Haushalten und Unternehmen. Das ist besonders relevant für ein Land wie die Schweiz, wo der Anteil der direkten Steuern am Steueraufkommen überdurchschnittlich hoch ist. Von daher ist der Vorschlag eines jährlichen Ausgleichs der kalten Progression zu begrüssen. Trotz der bestehenden gesetzlichen Korrekturen zur Milderung der kalten Progression und verschiedener Steuersenkungen haben die Einnahmen aus der Einkommenssteuer von Bund, Kantonen und Gemeinden seit 1970 im Vergleich

zur Teuerung und zum BIP pro Kopf überproportional stark zugenommen (vgl. Abbildung 4). Weil die ärmeren Haushalte einen überdurchschnittlich grossen Teil ihres Einkommens für Verbrauchsgüter ausgeben müssen, sind sie von der Teuerung stärker betroffen und können ihr weniger gut ausweichen als wohlhabende Familien. Das kann gesellschaftliche Spannungen schaffen beziehungsweise vertiefen und die wirtschaftskritischen Stimmen mehren.

Die Bekämpfung eines einmal in Gang gekommenen Inflationauftriebs ist in der Regel mit stark steigenden Zinsen und erheblichen volkswirtschaftlichen Kosten verbunden. Das Ergebnis sind starke Abweichungen vom langfristigen Wachstumstrend und volkswirtschaftliche Effizienzverluste. Die Kosten einer verspäteten Inflationbekämpfung sind höher als die mit dem rechtzeitigen Übergang zu einer restriktiveren Geldpolitik verbundenen Kosten.

Abb. 4: Steuereinnahmen im Vergleich zu Teuerung und BIP



In der Schweiz lag seit 1970 der Zuwachs der Steuereinnahmen über jenem der Teuerung und des BIP pro Kopf der Bevölkerung.

Quelle: economiestatistik 2009

04 Schwierigkeiten bei der Inflationsbekämpfung

Angesichts der gravierenden Inflationsschäden genießt das Ziel der Preisniveaustabilität in den meisten Volkswirtschaften einen hohen Stellenwert. Dabei bedeutet Preisniveaustabilität aus guten Gründen nicht Nullinflation. Die Zentralbanken haben zur Umsetzung der Geldpolitik ein entsprechendes Mandat, das sie zunehmend unabhängig vom Staat ausüben können. Trotz dieser Unabhängigkeit und obwohl die Zentralbanken aus Fehlern der Vergangenheit gelernt haben, waren sie in der Abschöpfung von Inflationspotenzialen oft nicht erfolgreich (Beispiele: Schweiz 1987 – 1990, USA 2002 bis 2004). Worin liegen die konkreten Schwierigkeiten?

- *Schwierig zu interpretierende Dynamik:* Die Zeitverzögerung zwischen der Geldmengenerweiterung und der Beschleunigung der Inflation ist relativ lang. Es kann demnach relativ lange dauern, bis ein starkes Inflationsbewusstsein entsteht. Die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes beschleunigt sich in der Anfangsphase der Konjunkturerholung in schwer voraussehbarem Rhythmus. Das ist im heutigen Umfeld besonders wichtig, weil Liquidität in hohem Ausmass gehortet wird. Was passiert, wenn diese Liquiditätsbestände rasch enthortet werden? Ebenso schwierig ist es, die Dynamik der Erholung bzw. des Abschwungs einzuschätzen. Prognosen tendieren dazu, diese Dynamik zu unterschätzen. In der Regel gehen sie von einer massvollen, wenig dynamischen und sich über einen längeren Zeitraum erstreckenden Erholungsphase aus. In der Wirklichkeit verläuft die Entwicklung häufig unerwartet schnell und abrupt. Schliesslich erweist sich die Identifizierung von konjunkturellen Wendepunkten als besonders schwierig. Meistens erfolgt sie zu spät. So wurde im Herbst 2008 eine Rezession in der Schweiz noch als unwahrscheinlich beurteilt, dabei war sie schon im Gange.
- *Ungewissheit über Wirkung der unkonventionellen Instrumente der Geldpolitik:* Im heutigen Umfeld

problematisch ist die Tatsache, dass man wenig Erfahrung mit den Auswirkungen des «quantitative easing» und des «credit easing» auf die Inflation hat. Wie einfach oder schwierig wird es für die Zentralbanken sein, die während der Krise aufgekauften Finanzaktiva wieder abzustossen, um den Märkten auf diese Weise Liquidität zu entziehen?

- *Doppelter Bias:* Deflationsrisiken werden tendenziell überschätzt. Preisaufrichtungstendenzen bei nicht handelbaren privaten und staatlich regulierten Gütern und Dienstleistungen einerseits und nachlassende Dynamik der Globalisierung andererseits tragen dazu bei, dass die «Kerninflation», welche die durch die globalen Knappheiten bestimmten Energie- und Nahrungsmittelpreise ausschliesst, relativ stabil ist. In der Schweiz schwankte sie in den letzten Jahren zwischen 1 und 2,5 Prozent. Auf der anderen Seite wird die Gefahr eines plötzlichen und kräftigen Anstiegs der Inflationserwartungen unterschätzt. Diese Gefahr resultiert nicht zuletzt aus der prekären Verschuldungssituation zahlreicher Staaten. In den USA wird neuerdings für das Fiskaljahr 2009 mit einem Budgetdefizit von 12,9 Prozent des BIP gerechnet; es soll bis 2011 auf immer noch hohe 6 Prozent des BIP sinken. Auch in kleineren Ländern ist die Lage unhaltbar. Zwar führen Budgetdefizite nicht zwangsläufig zu hoher Inflation. In den vergangenen Jahrzehnten schob die Finanzierung über die deregulierten Finanzmärkte der Monetisierung der Staatsschuld einen Riegel vor. Heute präsentiert sich die Lage aber aus zwei Gründen unterschiedlich. Erstens werden die Fehlbeträge im Zuge des «quantitative easing» zum Teil durch die Zentralbanken finanziert. Zweitens könnten die Marktteilnehmer angesichts der dramatischen Lage und Perspektiven mancher Staatshaushalte die Gefahr einer Entschuldung über Inflation in ihre Anlageentscheide einbauen. Die Anleger werden dann den Staatsanleihen den Rücken kehren und damit einen Anstieg der heute sehr tiefen und solche Befürchtungen noch

nicht spiegelnden Renditen auf Staatsanleihen auslösen. Dieser Anstieg kann durchaus dramatische Züge annehmen und in einen Einbruch auf den Obligationenmärkten münden. Vor diesem Hintergrund dürfte die Bereitschaft der Überschussländer, darunter nicht zuletzt Chinas, zur Defizitfinanzierung nachlassen.

- *Politökonomische Motive:* Von besonderer Bedeutung sind schliesslich politökonomische Gründe. Zinssenkungen werden von allen gesellschaftlichen Gruppen bejubelt, Zinserhöhungen in der frühen Phase einer Konjunkturerholung von fast allen gebrandmarkt. Man kann deshalb von einer asymmetrischen Akzeptanz der Geldpolitik sprechen. Die Time Lags und die Tatsache, dass die Arbeitslosigkeit ein nachhinkender Konjunkturindikator ist, verstärken diese Abwehrhaltung und den Druck auf die Zentralbanken, mit Zinserhöhungen zuzuwarten. Im jetzigen Zyklus wird der Höhepunkt der Arbeitslosigkeit 2010 erwartet. Ihr bevorstehender deutlicher Anstieg macht eine vorausschauende Geldpolitik besonders schwierig.

05 Früherkennung von Inflationsrisiken

Eine zentrale Herausforderung stellt die Messung der Inflation dar, da diese oft von «weichen» und schwierig zu erfassenden Faktoren abhängt. Zu nennen sind Erwartungen oder Übertreibungen, die letztlich auch begrifflich schwierig zu fassen sind. Inflationserwartungen können über Konsumenten- oder Unternehmerbefragungen eruiert werden. Diese weichen Indikatoren neigen aber oft dazu, die Inflations- oder Deflationserwartungen zu übertreiben und sind daher wenig verlässlich. Die Häufigkeit der Verwendung von Begriffen wie Rezession, Inflation oder Deflation in den Medien liefert ebenfalls Hinweise auf die Erwartungen der Marktteilnehmer. Entsprechende Analysen sind aber hierzulande eher unüblich.

Angesichts der Schwierigkeiten bei der Teuerungsabwehr stellen die Früherkennung von Inflationsrisiken und deren Kommunikation – also der Beitrag zur Meinungsbildung und die Vorbereitung der Märkte und der Öffentlichkeit auf eine restriktivere Politik – eine wichtige Herausforderung dar. Zur Früherkennung gibt es entsprechende Ansätze und Instrumente. Sie sollten benutzt werden, auch wenn ihnen Grenzen gesetzt sind:

- *Rohwarenpreise:* Die Rohwarenpreise ziehen in der Regel in der Frühphase der konjunkturellen Erholung an. Das macht sie zu einem guten vorlaufenden Indikator. In letzter Zeit waren die Preise jedoch häufig durch Finanzinvestitionen getrieben und wichen damit von den fundamental gerechtfertigten Niveaus ab.
- *Dynamik des Lagerabbaus:* Die Dynamik des Lagerabbaus ist ein wichtiger, aber eher kurzfristig relevanter Indikator.
- *Die Potenziallücke:* In rezessiven Phasen und Perioden der Überhitzung weicht die tatsächliche Produktion einer Volkswirtschaft von jenem Produktionsniveau ab, das bei voller Auslastung der Kapazitäten ohne Gefährdung der Preisstabilität möglich wäre. Die entsprechende Differenz wird Produktionslücke oder «output gap» genannt. Eine negative Produktionslücke bedeutet, dass Spielraum für inflationsfreies Wachstum besteht. Ob und wie rasch sich die Produktionslücke schliesst, vermittelt deshalb wichtige Hinweise für die Stossrichtung der Geldpolitik. Allerdings ist dieser Indikator spät verfügbar und revisionsanfällig, was seinen Informationsgehalt relativiert. Im gegenwärtigen Zyklus kommt erschwerend hinzu, dass das Produktionspotenzial im Zuge der Krise gesunken sein dürfte. Die Lücke könnte also früher geschlossen sein, als die bisher verwendeten Modelle suggerieren.
- *Die Zinsstruktur:* Informationen können auch aus der Zinsstruktur gewonnen werden: Die Zinsstrukturkurven werden steiler, wenn die Inflationserwartungen steigen und flacher beziehungsweise invers, wenn sie sinken. Dahinter steht die Erwartungstheorie der Zinsstruktur, wonach der Coupon einer Obligation dem Durchschnitt der erwarteten kurzfristigen Zinssätze während der Laufzeit der Anleihe entspricht. Es ist dies ein wichtiges Signal, aber die Signalwirkung wird durch das «quantitative easing» and «credit easing» abgeschwächt, weil die Renditen verzerrt sind. Hinzu kommt, dass Änderungen der Bonitätseinschätzung und der daraus resultierenden Risikoprämie ebenfalls einen grossen Einfluss auf die Zinsen haben, was die Aussagefähigkeit der Zinsstruktur einschränkt.
- *Währungsbewegungen:* Allfällige Inflationsrisiken können durch eine singuläre Aufwertung des Frankens abgeschwächt werden, wenn die SNB in einem internationalen inflationären Umfeld eine restriktivere Geldpolitik betreibt. Der Preis dafür ist allerdings eine Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen.

06 Was ist zu tun?

Inflation führt zu gravierenden volkswirtschaftlichen Verzerrungen. Die Identifizierung der Inflationsrisiken und die rechtzeitige Bekämpfung der Teuerung sind auch in «normalen» Konjunkturzyklen kein leichtes Unterfangen. Im gegenwärtigen Umfeld wird die Aufgabe durch Sonderfaktoren wie die extreme Liquiditätsausweitung und die Liquiditätshortung durch die Banken, die mit dem «quantitative easing» und «credit easing» verbundenen Unsicherheiten und das schiere Ausmass des weltweiten Wachstumseinbruchs erschwert. Vieles spricht aber dafür, dass ein erhebliches Inflationspotenzial geschaffen wurde und dass dessen Beseitigung entgegen der Zuversicht der Zentralbanken schwierig sein könnte. Zwar hält die SNB den Liquiditätsabbau technisch für zügig und problemlos durchführbar, da viele unkonventionelle Massnahmen bei Nichterneuerung auslaufen und mit den SNB-Bills zudem ein effizientes Abschöpfungsinstrument zur Verfügung steht. Gleichwohl konzediert sie, dass die Festlegung des optimalen Ausstiegszeitpunktes in Realzeit die Geldpolitik vor grosse Herausforderungen stellt (Jordan 2009) Wie kann unter diesen Bedingungen dazu beigetragen werden, dass das Inflationspotenzial gezähmt bleibt?

1. Weil die Ungewissheiten grösser als üblich sind, drängt sich für die nächste Zeit eine vorsichtige, risikomindernde Politik der Zentralbanken auf. Sie dürfen nicht die Fehler wiederholen, die die amerikanische Zentralbank insbesondere in den Jahren 2002 bis 2004 machte. Es gibt heute Anzeichen der Stabilisierung in der Realwirtschaft. Sie erfolgt zwar auf tiefem Niveau. Bei der Wertung dieser Tatsache sind aber zwei vorher erwähnte Aspekte zu berücksichtigen: die möglicherweise starke Dynamik des Aufschwungs und das niedrigere Produktionspotenzial. Sollten sich die Stabilisierungstendenzen in den kommenden Wochen bestätigen, wären erste Weichenstellungen in Richtung geldpolitische Restriktion erwünscht. Ebenso müsste dazu übergegangen werden, die jetzige expansive Fiskalpolitik
- wieder zurückzufahren und langfristig zu konsolidieren, wenn das Vertrauen in die langfristige Tragfähigkeit der staatlichen Haushalte nicht ernsthaft Schaden nehmen soll.
2. Die Finanzmärkte befinden sich immer noch in einer angespannten Lage. Das Vertrauen zwischen den Banken ist noch nicht vollständig wiederhergestellt, und Liquidität wird immer noch gehortet. Daraus kann aber nicht abgeleitet werden, dass massive Liquiditätsspritzen nach wie vor angebracht sind. Vordringlich ist vielmehr die Sanierung der Bankensysteme, damit sich die Geldmärkte entkrampfen können. In Japan war das «quantitative easing» wenig erfolgreich, weil die ausgebliebene Sanierung der Bankbilanzen die Geldmärkte während langer Zeit eingefroren hielt.
3. In der Schweiz wird das Wechselkursargument im bevorstehenden Schlagabtausch eine Schlüsselrolle spielen. Wenn die SNB stabilitätsorientierter als andere Zentralbanken agiert, entsteht Aufwertungsdruck auf den Franken. Das darf trotz der mit Aufwertungen verbundenen Schwierigkeiten nicht als Killerargument gegen eine stabilitätsorientierte Geldpolitik missbraucht werden. Die Auswirkungen der Wechselkurse auf die Auslandnachfrage werden in verschiedenen Studien relativiert (vgl. beispielsweise Meyer und Zanetti 2009). Gesamtwirtschaftlich gesehen, bringt eine zur Stärkenegende Währung auch Vorteile, wie etwa tiefere Importpreise oder eine mögliche wohlstandsmehrende Verbesserung der Terms of Trade, die in die Diskussionen eingebracht werden müssen. In diesem Zusammenhang wird von verschiedenen Wissenschaftlern auch dafür plädiert, die praktische Geldpolitik, die sich derzeit kaum noch an den Expansionsraten der Geldmenge ausrichtet, neu zu adjustieren. Es wird einerseits ein Revival der Geldmengenaggregate gefordert. Durch die Berücksichtigung der Vermögenspreise in der Geldnachfrage,

so ihre Argumentation andererseits, könnte die Erklärungskraft der monetären Aggregate für den Geldwertschwund in neuem, glänzendem Licht erscheinen (Polleit 2006). Damit könnten vielleicht auch einige Notenbanken das Vertrauen wieder zurück gewinnen, das sie durch die expansive Geldpolitik zwischen 2001 und 2006 eingebüsst haben (Schwarz 2008). Ein anderer Vorschlag geht dahin, dass die Zentralbanken statt Inflationsziele explizite Preisniveaupfade verfolgen sollen.

07 Schluss

Die Aussage, dass Preisstabilität der beste Beitrag ist, den die Geldpolitik für nachhaltiges Wachstum, hohe Beschäftigung und ein günstiges soziales Klima leisten kann, kann nicht genug betont werden. Es gibt daher auch angesichts der gegenwärtigen Krise keinen überzeugenden Grund vom Ziel der Preisstabilität abzuweichen. Nicht vergessen werden darf dabei, dass stabiles Geld auch solide Staatsfinanzen erfordert. Weil die Politik dies gerne vergisst, muss es immer wieder in Erinnerung gerufen werden. Mit Blick auf die bisher veröffentlichte Meinung, kann man sich indes des Eindrucks nicht erwehren, dass bei den Meinungsbildnern eine gewisse Fatalität Einzug gehalten hat und die früher hoch gehaltenen Tugenden und Prinzipien leichtfertig geopfert werden.

Es ist daher umso wichtiger, dass die potenziellen Opfer der Inflation während der zu erwartenden heftigen Auseinandersetzungen um die «richtige» Geldpolitik ihre Stimme erheben, damit die Akzeptanz der Geldpolitik weniger asymmetrisch wird. Gleichzeitig ergeht der Appell an die Meinungsbildner und Politiker. Sie können zum Abbau der Asymmetrie beitragen, indem sie ihre «constituencies» über die langfristigen Schäden der Teuerung aufklären, Indexierungen ablehnen und sich für weitere produktivitätssteigernde Struktur-reformen einsetzen.

Unkonventionelle geldpolitische Massnahmen

Wenn die nominellen Leitzinsen der Zentralbanken bei Null Prozent liegen, eine weitere monetäre Stimulierung aber notwendig erscheint, müssen die Geldbehörden zur Erreichung ihres Ziels unkonventionelle Massnahmen einsetzen. Dazu zählen insbesondere das quantitative easing und das credit easing.

Quantitative Easing: Um die Liquidität weiter zu erhöhen, kauft die Zentralbank von der Regierung emittierte längerfristige Wertpapiere und finanziert diesen Kauf über die Ausweitung der monetären Basis. Einen Sonderfall bildet der nicht sterilisierte Erwerb von Fremdwährungen mit dem Ziel, eine unerwünschte Aufwertung der Landeswährung und den damit verbundenen Deflationsdruck zu verhindern.

Credit Easing: Die Zentralbank nimmt wiederum über die Ausweitung der monetären Basis finanzierte Käufe von Wertpapieren privater Schuldner vor mit dem Ziel, neben der Erhöhung der Liquidität die Kreditrisikoprämien auf dem Kapitalmarkt zu senken.

Trotz der Unterschiede in Technik und Zielsetzung haben die beiden unkonventionellen Massnahmen die gleichen Auswirkungen wie das altmodische Ankurbeln der Notenpresse. Deshalb sind ihre stabilitätspolitischen Risiken ernst zu nehmen.

Literatur

- BERNANKE, Ben S. (2009): The Crisis and the Policy Response. (<http://www.federalreserve.gov/news-events/speech/bernanke20090113a.htm>).
- BUITER, Willem (2009): Fiscal Dimensions of Central Banking. (<http://blogs.ft.com/maverecon/2009/03/fiscal-dimensions-of-central-banking-the-fiscal-vacuum-at-the-heart-of-the-eurosystem-and-the-fiscal-abuse-by-and-of-the-fed/>).
- DEUTSCHE BUNDESBANK (2007): Globalisierung und Geldpolitik, in: Monatsbericht Oktober. (http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/mba/2007/200710mba_geldpolitik.pdf).
- FILARDO, Andrew J. (2004): Monetary Policy and Asset Price Bubbles: Calibrating the Monetary Policy Trade-Off, BIS Working Paper Nr. 155. (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=782327).
- FISHER, Irving (1930): The Theory of Interest, as determined by Impatience to Spend Income and Opportunity to Invest it. Macmillan, New York.
- FRIEDMAN, Milton und A. Jacobson SCHWARTZ (1963): A Monetary History of the United States 1867 – 1960. Princeton University Press.
- HILDEBRAND, Philipp (2009): Handlungsfähigkeit der Nationalbank in der Krise. Vortrag Executive MBA HSG. (http://www.snb.ch/de/mmr/speeches/id/ref_20090121_pmh/source/ref_20090121_pmh.de.pdf).
- ISSING, Ottmar et al. (2001): Monetary Policy in the Euro Area. Cambridge University Press.
- ILGMANN, Cordelius. und W. VAN SUNTUM (2008): Ist die Finanzkrise eine Krise der Marktwirtschaft?, in: Wirtschaftsdienst – Zeitschrift für Wirtschaftspolitik II.
- IWF (2009): Fiscal Implications of the Global Economic and Financial Crisis. (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0913.pdf>).
- JORDAN, Thomas (2009): Geldpolitik im Bann der Finanzkrise. Vortrag State Street Global Advisors (SSgA), Prime Talks 6. Mai. (http://snb.ch/de/mmr/speeches/id/ref_20090506_tjn/source/ref_20090506_tjn.de.pdf).
- JORDAN, Thomas (2009): Die Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank in stürmischen Zeiten. Vortrag am Geldmarkt-Apéro der SNB. (http://www.snb.ch/de/mmr/speeches/id/ref_20090319_tjn/source/ref_20090319_tjn.de.pdf).
- MEYER, Christoph und A. ZANETTI (2009): Unit Labour Costs, the Real Exchange Rate and the Swiss Competitiveness, in: Aussenwirtschaft – Schweizerische Zeitschrift für internationale Wirtschaftsbeziehungen, Heft I März.
- PAIN, Nigel., I. KOSKE und M. SOLLIE (2006): Globalisation and Inflation in the OECD economies. OECD Working Paper 524 (<http://oberon.sourceoecd.org/vl=4822536/cl=17/nw=1/rpsv/cgi-bin/wppdf?file=5192j17twwg.pdf>).
- PÄTZOLD, Jürgen (1998): Stabilisierungspolitik – Grundlagen der nachfrageorientierten und angebotsorientierten Wirtschaftspolitik. Bern und Stuttgart.
- POLLEIT, Thorsten (2006): Friedmans Monetarismus: lebendig wie eh und je, in: Börsen-Zeitung, Frankfurt am Main, 19. April.
- SCHÖNWITZ, Dietrich (2006): Monetary targeting versus inflation targeting: a dispute, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen. Frankfurt am Main, 1. Februar.
- SCHWARZ, Gerhard (2008): Das Fed als Brandstifter und als Feuerwehr, in: Neue Zürcher Zeitung vom 22. Dezember.



Avenir Suisse (Mission Statement)

Als unabhängiger Think Tank engagiert sich Avenir Suisse für die gesellschafts- und wirtschaftspolitische Entwicklung der Schweiz. Avenir Suisse vertritt eine marktwirtschaftliche Position und orientiert sich an einem liberalen Welt- und Gesellschaftsbild. Avenir Suisse bezieht weder für noch gegen eine politische Partei Stellung. Avenir Suisse ist offen gegenüber allen Kräften, die Zukunftsfragen konstruktiv mitgestalten.