

Diskussionspapier

# Zentralbanker als Zauberlehrlinge?

*Zum Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik*  
*Alois Bischofberger und Rudolf Walsler*

## Danksagung

Die Autoren danken Prof. Dr. Ernst Baltensperger und Prof. Dr. Ulrich Kohli ganz herzlich. Sie haben sich mit grosser Bereitschaft für das externe Lektorat zur Verfügung gestellt und uns zahlreiche wertvolle Anregungen und substanzielle Bemerkungen zukommen lassen. Unsere Arbeit wurde dadurch wesentlich bereichert. Ein grosser Dank gebührt Michael Mandl für seine engagierte Mitarbeit und das sorgfältige Korrektorat. Die Verantwortung für das Diskussionspapier liegt aber letztlich allein bei den beiden Autoren.

Autoren      Alois Bischofberger, [alois.bischofberger@avenir-suisse.ch](mailto:alois.bischofberger@avenir-suisse.ch)  
                  Rudolf Walser, [rudolf.walser@avenir-suisse.ch](mailto:rudolf.walser@avenir-suisse.ch)  
Herausgeber    Avenir Suisse, [www.avenir-suisse.ch](http://www.avenir-suisse.ch)  
Gestaltung     Jörg Naumann, [joerg.naumann@avenir-suisse.ch](mailto:joerg.naumann@avenir-suisse.ch)  
Produktion     Staffel Druck, [www.staffeldruck.ch](http://www.staffeldruck.ch)

© Juli 2013 Avenir Suisse, Zürich

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Da Avenir Suisse an der Verbreitung der hier präsentierten Ideen interessiert ist, ist die Verwertung der Erkenntnisse, Daten und Grafiken dieses Werks durch Dritte ausdrücklich erwünscht, sofern die Quelle exakt und gut sichtbar angegeben wird und die gesetzlichen Urheberrechtsbestimmungen eingehalten werden.

Bestellen      [assistent@avenir-suisse.ch](mailto:assistent@avenir-suisse.ch), Tel. 044 445 90 00  
Download      <http://www.avenir-suisse.ch/28957/zentralbanker-als-zauberlehrlinge/>

<b>1_ Einleitung</b>	<b>_ 5</b>
<b>2_ Zentralbanken auf ungewohntem Terrain</b>	<b>_ 6</b>
2.1_ Vertreibung aus dem vermeintlichen Paradies	6
2.2_ Gründe für die ultraexpansive Geldpolitik	7
2.3_ Zur Ausgestaltung der ultraexpansiven Geldpolitik	8
<b>3_ Risiken der ultraexpansiven Geldpolitik</b>	<b>_ 11</b>
3.1_ Risiken für Finanzmärkte und Banken	11
3.2_ Risiken für die Zentralbanken	13
3.3_ Risiken für die Gesamtwirtschaft	15
<b>4_ Kriterien für den Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik</b>	<b>_ 17</b>
4.1_ Indikatoren, die den möglichst raschen Beginn des Ausstiegs nahelegen	19
4.2_ Indikatoren, die vordergründig für eine Fortsetzung der ultraexpansiven Geldpolitik sprechen	24
4.3_ Indikatoren, die auf Grenzen der EZB-Politik hinweisen	29
4.4_ Schlussfolgerung	31
<b>5_ Realisierungschancen eines zeitgerechten Ausstiegs</b>	<b>_ 31</b>
5.1_ Technische Machbarkeit	31
5.2_ Politische Machbarkeit	34
<b>6_ Zentralbanken im Erwartungsstrudel</b>	<b>_ 35</b>
6.1_ Allgemeines	35
6.2_ Erweitertes Inflationsziel oder grössere Inflationstoleranz	36
6.3_ Geldpolitik und Bankenaufsicht	38
6.4_ Steuerung der Zinsstrukturkurve oder des Wechselkurses	39
6.5_ Nominales BIP als geldpolitische Zielgrösse (Nominal GDP Targeting)	40
6.6_ Preis-, Beschäftigungs- und Wachstumsziele als gleichgewichtete geldpolitische Ziele	41
6.7_ Braucht es eine neue Geldordnung?	42
6.8_ Vorläufiges Fazit	44
<b>7_ Die besondere Situation der SNB</b>	<b>_ 46</b>
<b>8_ Fazit</b>	<b>_ 51</b>
Literaturverzeichnis	53



# 1 Einleitung

Die Geldpolitik der Zentralbanken zahlreicher Industriestaaten ist seit bald sechs Jahren extrem expansiv. Je länger sie so ausgerichtet ist, desto anforderungsreicher wird der Ausstieg sein. Je mehr sich Wirtschaft, Märkte und Politik an die Droge des billigen Geldes gewöhnen, desto grösser werden in wirtschaftlicher Hinsicht die dadurch ausgelösten Strukturverzerrungen und Inflationsgefahren sein. In politischer Hinsicht werden die Druckversuche auf die Zentralbanken und die Widerstände gegen eine Straffung der geldpolitischen Zügel zunehmen. Und doch steht viel auf dem Spiel: Ein Versagen der Geldpolitik und ein Teuerungsschub führen zu staatlichen Eingriffen in das Wirtschaftsleben. Sie gefährden die Unabhängigkeit der Zentralbanken und letztlich die marktwirtschaftliche Ordnung. Für die Schweizerische Nationalbank (SNB) ist die Ausstiegsthematik eng mit der Frage nach dem Verzicht auf die temporäre Wechselkursuntergrenze von 1.20 Franken je Euro verbunden. Von den Konsequenzen einer zu lange zu expansiven Geldpolitik ist die ganze Gesellschaft betroffen. Deshalb sollten deren Risiken weder nur von den Experten der SNB noch nur von Wissenschaftern thematisiert werden. Dieses Diskussionspapier möchte einen Beitrag zur Meinungsbildung leisten.

Das Diskussionspapier ist wie folgt gegliedert: Abschnitt 2 schildert die Gründe für die ultraexpansive Geldpolitik wichtiger Zentralbanken während und nach der Finanzkrise. In Abschnitt 3 werden die aus dieser Politik entstehenden Risiken thematisiert. Abschnitt 4 beleuchtet die Kriterien für einen zeitgerechten Ausstieg. In Abschnitt 5 werden dessen Realisierungschancen in technischer und politischer Hinsicht erörtert. Abschnitt 6 setzt sich mit den zahlreichen Vorschlägen für die Mandate und Funktionen der Zentralbanken nach dem Ausstieg auseinander. In Abschnitt 7 wird die besondere Situation der SNB dargestellt und werden Ausstiegsszenarien diskutiert. Abschnitt 8 zieht ein Fazit.

## 2\_ Zentralbanken auf ungewohntem Terrain

### 2.1\_ Vertreibung aus dem vermeintlichen Paradies

Die meisten Zentralbanken der Industriestaaten wurden seit den achtziger Jahren in institutioneller, funktionaler und personeller Hinsicht von der Politik unabhängig. Diese Unabhängigkeit weist allerdings unterschiedliche Grade aus. Wichtig ist die Unterscheidung zwischen reiner Instrumentenunabhängigkeit und Zielunabhängigkeit (Baltensperger 2013). Im ersten Fall wird das Ziel, etwa ein Inflationsziel, von der Regierung vorgegeben. In der Wahl der Instrumente ist die Zentralbank frei. Das gilt für die Bank of England. Im zweiten Fall bestimmt die Zentralbank selber ein Inflationsziel im Rahmen eines allgemeinen gesetzlichen oder verfassungsmässigen Mandats. So gehen die Europäische Zentralbank (EZB) und die SNB vor; ihre Mandate verpflichten sie auf die Gewährleistung der Preisstabilität. Einen Sonderfall bildet die amerikanische Notenbank, die Federal Reserve (FED). Ihr Mandat gewichtet das Wachstums- und Beschäftigungsziel gleich stark wie jenes der Preisstabilität. Deshalb weist sie unter den wichtigsten Notenbanken gemäss dem sogenannten Cukierman-Index einen relativ tiefen Grad an Unabhängigkeit auf (Cukierman 1992).

Dank des Gewinns an Autonomie und der klaren Definition ihres Pflichtenhefts gewannen die Zentralbanken an Glaubwürdigkeit. Die Inflationserwartungen waren fest verankert, die Inflationsraten nachhaltig rückläufig. Deshalb erhoben lange nur vereinzelte Stimmen, darunter auf prononcierte Weise die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), Einspruch gegen eine zunehmend asymmetrische Zentralbankpolitik (vgl. diverse Aufsätze von Claudio Borio und William R. White). Diese war dadurch gekennzeichnet, dass die Geldpolitik der Bildung von Finanzmarktblasen nicht mit einer Straffung der Zügel entgegentrat, nach dem Platzen eines Booms aber stark expansiv wurde. Nach dem Ende der New Economy-Blase senkte vor allem die Federal Reserve ihren Leitzins massiv und belies ihn zu lange und bis heute auf zu tiefem Niveau. In den fünf Jahren vor der Finanzkrise stand das Zinsniveau immer weniger im Einklang mit der sich beschleunigenden Wachstumsdynamik und dem sich verstärkenden Boom auf Anlagemärkten.

Parallel dazu sanken die Volatilitäten auf den Aktien- und Devisenmärkten auf jahrelange Tiefststände. Spekulationen auf den Währungsmärkten wurden als risikolos eingeschätzt. Es kam zum Höhenflug der «Carry Trade»-Strategien. Das heisst: Weil anhaltend stabile Wechselkursrelationen erwartet wurden, wurden Investitionen in höher verzinsliche Währungen vorgenommen, die mit der Aufnahme von Krediten in niedrig rentierenden Währungen finanziert wurden.

Die meisten Zentralbanken der Industriestaaten wurden seit den achtziger Jahren in institutioneller, funktionaler und personeller Hinsicht von der Politik unabhängig.

Verfehlte Regulierungen, die die Ausgliederung risikobehafteter Geschäfte aus den Bankbilanzen und das Unterlaufen von Eigenmittelvorschriften ermöglichten, und nachlässige Regulatoren liessen die Risikosituation der Finanzinstitute in zu günstigem Licht erscheinen. Deren Management setzte oft auf falsche Anreize und vertraute leichtgläubig den eigenen Risikomodellen und dem Gütesiegel der Ratingagenturen. Eine trügerische Selbstgefälligkeit legte sich über Wirtschaft und Finanzmärkte. Sie wurde vor bald sechs Jahren jäh beendet.

## 2.2\_ Gründe für die ultraexpansive Geldpolitik

Im August 2007 kam es zu einem abrupten Umschwung in der Beurteilung der Finanzmarktrisiken und einem steilen Anstieg der Zinsen im Interbankenmarkt. Die Geschäfte, die die Banken untereinander abwickeln, stockten, weil das Vertrauen in die Zahlungsfähigkeit der Gegenparteien angekratzt war. Die Spannungen nahmen weiter zu, als im Sommer 2008 die semistaatlichen amerikanischen Hypothekenbanken Fannie Mae und Freddie Mac am Abgrund standen. Nach der Insolvenz der Investment Bank Lehman Brothers im September 2008 und der Rettung der Versicherungsgesellschaft AIG durch die amerikanische Regierung kurz danach verschlechterte sich die Lage auf den Finanzmärkten dramatisch. Die Gefahr eines Zusammenbruchs des internationalen Kredit-systems war akut. Dieses Risiko war umso gravierender, als die internationale Vernetzung und die gegenseitige Abhängigkeit der Finanzinstitute während des Finanzmarktbooms stark gestiegen waren. Deshalb versagten die Märkte auf breiter Front. Eine weitere Zuspitzung brachten im Mai 2010 die Budgetkrise in Mitgliedstaaten der Europäischen Währungsunion (EWU) und ab Ende 2011 die Zweifel am Fortbestand des Euro.

Wenn die Banken ihre Mittlerrolle nicht mehr spielen, müssen die Zentralbanken intervenieren. Sie müssen im Interesse der Wohlfahrt in die Lücke springen und die Versorgung der Wirtschaft mit Geld und Kredit sicherstellen. Die Austrocknung des Interbankenmarktes muss verhindert werden. Weil aber die Zinsen schon tief waren, bestand vor allem in den USA und Japan wenig Spielraum für die Steuerung der Geldversorgung über die Senkung der Leitzinsen. In der EWU war dieser Spielraum zunächst grösser. Aber auch hier stiessen die konventionellen Instrumente der Geldpolitik an ihre Grenzen, nachdem die Europäische Zentralbank (EZB) ihren Leitzins zwischen Oktober 2008 und Mai 2009 um 325 Basispunkte auf 1% gesenkt hatte. Sie wurden von allen massgebenden Zentralbanken der Industriestaaten angesichts der Schwere und Dauer der Krise mit unerprobten Instrumenten ergänzt beziehungsweise ersetzt. Diese Noteninstitute liessen sich also auf ein Experiment mit unbekanntem Ausgang ein. Die Geldpolitik der Notenbanken der wichtigen aufstrebenden Volkswirtschaften blieb wegen des steigenden Inflationsdrucks «konventionell» und setzte weiterhin auf das Zinsinstrument.

Im August 2007 kam es zu einem abrupten Umschwung in der Beurteilung der Finanzmarktrisiken und einem steilen Anstieg der Zinsen im Interbankenmarkt.

Der Zusammenbruch des Interbankenmarktes und der Konkurs von Lehman Brothers setzten die Finanzmärkte einem systemischen Risiko aus. Besonders bedrohlich schwebte das Damoklesschwert eines Zusammenbruchs des Zahlungssystems über der Wirtschaft. Ein solcher Zusammenbruch hätte auf den Kollaps einer grossen Bank folgen und die Wirtschaftstätigkeit zum Stillstand bringen können. Gravierend war aber auch das Risiko eines massiven, mit hoher Arbeitslosigkeit und rückläufigen Preisniveaus, also Deflation, verbundenen Konjunkturerinbruchs. Die Zentralbanken sahen sich kraft ihres Mandats in der Pflicht, Deflation und deren negativen Folgen für die Weltwirtschaft zu verhindern.

Mit der Verschärfung der Staatsschuldenkrise rückte neben der reibungslosen Geldversorgung der Wirtschaft und der Deflationsabwehr ein drittes, von der Öffentlichkeit noch zu wenig wahrgenommenes Argument zugunsten einer ultraexpansiven Geldpolitik in den Vordergrund: Die Zentralbanken werden für die Bewältigung der Staatsschuldenkrise eingespannt. Nur zu gerne schieben die schuldengeplagten Regierungen diese Verantwortung ab. Im Gegensatz zu den ersten beiden Zielen ist die Unterstützung der staatlichen Finanzpolitik mit dem klassischen Mandat der Zentralbanken nicht vereinbar. Die Grenzen zwischen Geld- und Fiskalpolitik werden verwischt. Das ist ordnungspolitisch nicht verantwortbar. Zudem geraten die Notenbanken unter starken politischen Druck; ihre Unabhängigkeit ist gefährdet. Damit wird der Ausstieg aus der unkonventionellen Geldpolitik erschwert, wenn nicht geradezu verunmöglicht.

### 2.3\_ Zur Ausgestaltung der ultraexpansiven Geldpolitik

Nachdem die Zinspolitik ausgespielt hatte, setzten die Zentralbanken eine Vielzahl von Instrumenten ein, die letztlich in eine massive Zunahme der Liquidität, eine Aufblähung der Zentralbankbilanzen und eine stark veränderte Struktur der Zentralbankaktiva mündeten. So machen nun die im Zuge der unkonventionellen Geldpolitik erworbenen verbrieften Hypothekarkredite über zwei Fünftel der Bilanz der Federal Reserve aus. Gleichzeitig nahm die durchschnittliche Laufzeit der Zentralbankaktiva sowohl bei der Federal Reserve als auch bei der Bank of England stark zu, wie die nachstehende *Abbildung 1* zeigt.

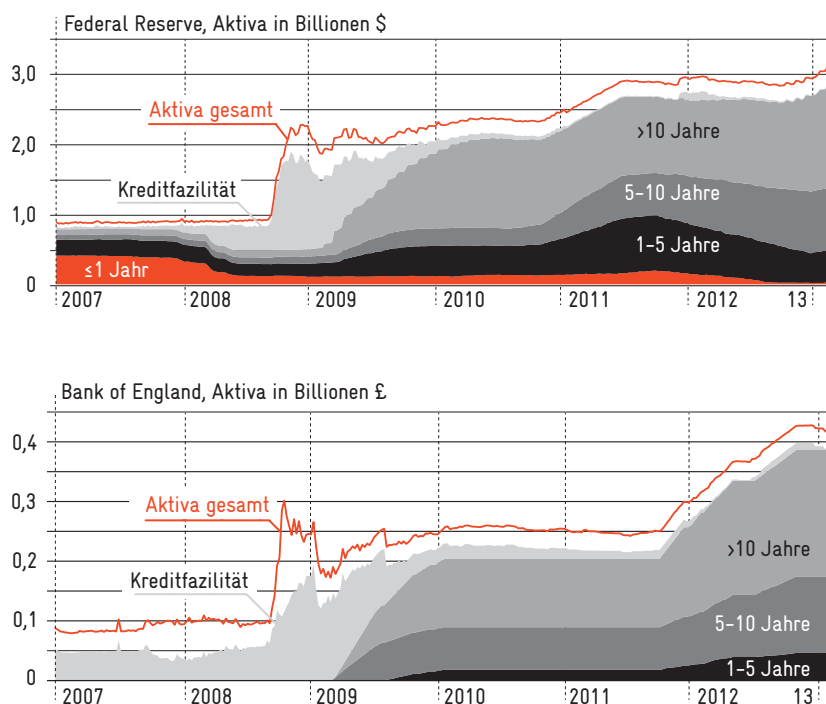
Im Einzelnen verlängerten die Zentralbanken die Laufzeit ihrer Refinanzierungsgeschäfte und lockerten die Qualitätsanforderungen an die hinterlegten Sicherheiten. Der deutsche Sachverständigenrat bezeichnete Massnahmen, die die Höhe der Zentralbankbilanzen unverändert lassen, aber ihre Struktur verändern, in seinem Jahresgutachten 2009/10 als «Qualitative Easing» und unterschied sie vom «Quantitative Easing», das mit einer Ausweitung dieser Bilanzen verbunden ist. Die BIZ bezeichnet Massnahmen, die die Zusammensetzung der Zentralbankbilanz verändern, als «Credit Easing». Dazu zählt der Ankauf von Wertpapieren öffentlicher und privater Schuldner auf den Sekundärmärkten mit den

Nachdem die Zinspolitik ausgespielt hatte, setzten die Zentralbanken eine Vielzahl von Instrumenten ein, die letztlich in eine massive Zunahme der Liquidität und eine Aufblähung der Zentralbankbilanzen mündeten.



Abbildung 1

Volumen, Zusammensetzung und zeitliche Staffelung der Zentralbankbilanzen



Quelle: Hofmann und Zhu 2013, S. 25

Zielen, die langfristigen Zinssätze zu drücken, also die Zinsstrukturkurve zu beeinflussen, und die in den Kapitalmarktzinsen enthaltenen Risikoprämien zu senken.

Dabei wurde mit der Zeit immer schwereres Geschütz aufgeföhren. Die Volumina der Wertschriftenkäufe stiegen, die Qualitätsansprüche an die zum Kauf zugelassenen Wertpapiere wurden heruntergeschraubt. Um die Markterwartungen zu stabilisieren und den Marktteilnehmern Orientierungshilfe zu bieten, gaben einzelne Zentralbanken bekannt, wie lange sie unkonventionelle Massnahmen durchführen und an der Tiefzinspolitik festhalten wollen. Diese Strategie wird «forward guidance» genannt. Beispielhaft dafür ist die Ankündigung der Federal Reserve, so lange an der faktischen Nullzinspolitik festzuhalten, bis die Arbeitslosenquote auf 6,5% gefallen ist. Schliesslich greifen besonders die SNB und die Bank of Japan zum Instrument der Devisenmarktinterventionen. Für das schweizerische Noteninstitut steht die Abwehr eines zu starken Aufwertungsdrucks auf den Franken im Vordergrund.

Tabelle 1 fasst die wichtigsten geldpolitischen Massnahmen von vier führenden Zentralbanken seit dem Ausbruch der Finanzkrise zusammen. Abgesehen von den Devisenmarktinterventionen standen zwei Strategien im Vordergrund: eine überaus grosszügige Liquiditätsversorgung und äusserst umfangreiche Wertschriftenkäufe.

**Tabelle 1**

**Löschgeräte der Zentralbank-Feuerwehren**

<i>Grosszügige Liquiditätsversorgung Wertschriftenkäufe</i>		
<b>Federal Reserve</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Quasi-Nullzinspolitik seit Ende 2008</li> <li>- Erweiterung der notenbankfähigen Sicherheiten</li> <li>- «forward guidance»: Bindung der Leitzinsen an die Arbeitslosenquote</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Käufe von US-Staatsanleihen im Rahmen von drei «Quantitative Easing»-Runden seit März 2009</li> <li>- Käufe von hypothekarisch besicherten Wertpapieren seit Sept. 2008</li> <li>- Laufzeitverlängerungsprogramm (Maturity Extension Program – MEP) seit Sept. 2011</li> </ul>
<b>EZB</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Verlängerung der Dauer der Refinanzierungsgeschäfte (Long-Term Refinancing Operations – LTRO) auf 36 Monate</li> <li>- Erweiterung der notenbankfähigen Sicherheiten</li> <li>- Fazilität für Liquiditätshilfe im Notfall (Emergency Liquidity Assistance – ELA)</li> <li>- «forward guidance»: Mengentender mit Vollzuteilung zumindest bis Mitte 2014</li> <li>- Senkung des Zinssatzes für Hauptrefinanzierungsgeschäfte auf ein Rekordtief von 0,5%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Zwei Ankaufprogramme von besicherten Schuldverschreibungen, v.a. Pfandbriefen (Covered Bond Purchase Programme – CBPP) 2009 und 2012</li> <li>- Ankauf von Staatsanleihen aus EWU-Krisenländern (Securities Markets Programme – SMP) seit Mai 2010</li> <li>- Ankündigung unbegrenzter Käufe von Anleihen der EWU-Problemländer mit Restlaufzeiten 1 bis 3 Jahre unter bestimmten Voraussetzungen (Outright Monetary Transactions – OMT) 2012 – noch nicht aktiviert</li> </ul>
<b>Bank of England</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Erweiterung der notenbankfähigen Sicherheiten</li> <li>- Festlegung von Zielgrössen für Bankreserven</li> <li>- Official Bank Rate seit März 2009 bei 0,5%</li> <li>- Erleichterte Beanspruchung des Diskontfensters</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ankauf von Geldmarktpapieren (Commercial Papers) und britischen Staatsanleihen (Gilts) im Rahmen von «Asset Purchase Facility»-Programmen ab März 2009, massive Aufstockung 2012</li> <li>- «Funding for Lending Scheme»: Refinanzierung von Banken und Bausparkassen (building societies) direkt bei der Bank of England zu günstigen Sonderkonditionen seit Juli 2012</li> </ul>
<b>Bank of Japan</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Fortführung der Nullzinspolitik und Ausweitung der konventionellen Offenmarkttransaktionen bezüglich Anzahl Marktteilnehmer, Laufzeitenspektrum und hinterlegte Sicherheiten</li> <li>- Verdoppelung der monetären Basis innert zweier Jahre, angekündigt am 4. April 2013</li> <li>- Geldmengensteuerung statt Tagesgeldsatz als operative Zielgrösse</li> <li>- «forward guidance»: Fortsetzung der ultraexpansiven Geldpolitik, bis Inflationsrate 2% erreicht hat</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Erweiterung des bereits bestehenden Ankaufprogramms für japanische Staatsanleihen 2009</li> <li>- Ankauf von Unternehmensanleihen und Commercial Papers (Asset Purchase Programme – APC) 2009</li> <li>- Ankaufprogramm für passiv verwaltete Fonds (ETF) und japanische Immobilienfonds (J-REIT) 2010</li> <li>- Verdoppelung der Bestände japanischer Staatsanleihen und Verlängerung der Restlaufzeit von 3 Jahren auf 7 Jahre innert zweier Jahre und massive Aufstockung der Bestände an ETF und J-REIT, angekündigt am 4. April 2013</li> </ul>

Die ultraexpansive Geldpolitik dürfte den Zusammenbruch des globalen Finanzsystems sowie eine schwere und weltweite Wirtschaftskrise verhindern und den amerikanischen Immobilienmarkt stabilisiert haben. In der EWU hat allein schon die Ankündigung der EZB, unter gewissen Voraussetzungen unbegrenzt Staatsanleihen von Problemländern zu erwerben, die Märkte beruhigt. Allerdings kommen Studien zum Schluss, dass die Wir-

kung unkonventioneller Massnahmen über die Zeit nachliess (Brockmeijer und Bayoumi 2013, S.7; IMF 2013a; Sachverständigenrat 2012/13). Die bisherigen Erfolge dürfen aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Zentralbanken einen äusserst risikoreichen Weg eingeschlagen haben. Mit der Dehnung und Überschreitung ihres Mandats haben sie sich nach Jürgen Stark, dem ehemaligen Chefökonom der EZB, zu «politischen Spielern» gewandelt und dabei den notwendigen Grad an Unabhängigkeit von politischem Einfluss verspielt (Stark 2013). Die Tatsache, dass der Versuch der politischen Einflussnahme auf die Zentralbanken in einigen Ländern immer unverfrorener wird, bestätigt dieses Urteil.

## 3\_ Risiken der ultraexpansiven Geldpolitik

### 3.1\_ Risiken für Finanzmärkte und Banken

Mit der Nullzinspolitik, der Tiefhaltung der langfristigen Renditen und der Einebnung des Renditegefälles, das auf funktionierenden Finanzmärkten die unterschiedlichen Schuldnerbonitäten spiegelt und deshalb wichtige Informationen vermittelt, reagierten die Zentralbanken auf die enormen Anspannungen auf den Geld- und Kapitalmärkten während der Finanzmarktkrise. Das war sinnvoll, weil und solange die Funktionsfähigkeit der Märkte stark gestört war. Der Nachteil dieser Politik liegt darin, dass die Zinsen ihre Signalfunktion verlieren. Sie enthalten keine oder unzureichende Informationen über die Wünschbarkeit und Ertragschancen von Investitionen. Gleichzeitig werden die Preise der Finanzprodukte verzerrt.

Die Risiken werden falsch beurteilt, das heisst unterschätzt. Gleichzeitig sind die auf den Finanzmärkten erzielbaren Erträge in den Augen der Marktteilnehmer unzureichend. Die Gläubiger müssen in vielen Ländern mit negativen Realzinsen vorlieb nehmen. Versicherungen und Pensionskassen können die Mittel nicht mehr erwirtschaften, die zur Erfüllung der Leistungsversprechen nötig sind. Das tiefe Zinsniveau und die Fehlbeurteilung der Risiken setzen eine Jagd nach höheren Renditen und damit eine höhere Risikobereitschaft in Gang. Der von der BIZ publizierte Indikator für Risiko-Appetit hat sich zwar kürzlich etwas zurückgebildet, erholte sich aber vom Rückschlag im Jahr 2011 und liegt wieder auf einem recht hohen Niveau, wie *Abbildung 2* veranschaulicht.

Einen weiteren Hinweis auf den grösseren Risiko-Appetit der Investoren liefern stark steigende Immobilienpreise und der Rückgang der durchschnittlichen Renditen der hoch verzinslichen, mit höherem Risiko behafteten Anleihen amerikanischer Unternehmen (high yield-bonds). Sie

Der Nachteil der ultraexpansiven Geldpolitik liegt darin, dass die Zinsen ihre Signalfunktion verlieren.

Abbildung 2

Gestiegener Risiko-Appetit der Investoren



Quelle: Caruana 2013, S. 11

liegen heute, wie *Abbildung 3* zeigt, um rund 3 Prozentpunkte unter dem Stand vor der Finanzkrise.

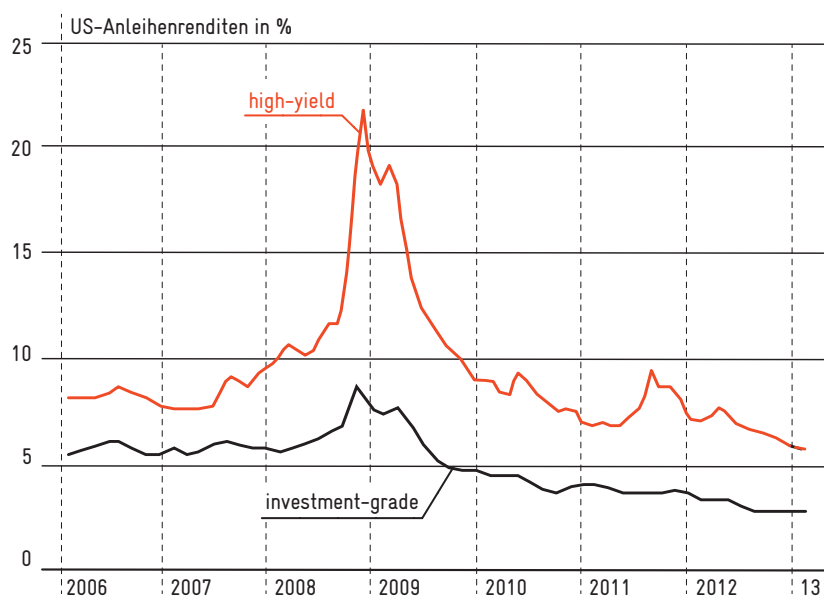
Dieser grössere Risiko-Appetit kann in neue Preisblasen auf den Anlagemärkten münden. Solche Übertreibungen können angesichts der langen Dauer der marktverzerrenden Eingriffe deutlich stärker als in früheren Boomphasen ausfallen.

Ebenso gravierend sind die Risiken für die Banken. Sie profitieren von der Liquiditätsfülle, der Verlängerung der Laufzeiten der Zentralbankkredite und den Geldmarktzinsen an der Nullgrenze, indem sie in höher verzinsten Anleihen mit längeren Laufzeiten investieren und damit ihre Erträge aufbessern. Sie können zudem auf den nahezu unlimitierten Beistand der Zentralbanken bauen. Die Nullzinspolitik kommt einer Subventionierung der Banken gleich. Diese gewinnen Zeit, um ihr Eigenkapital wieder aufzubauen. Die Kehrseite: Diese Politik wirkt marktverzerrend. Die Banken könnten angesichts der Fülle an liquiden Mitteln die finanzielle Lage und die Fähigkeit zum Schuldendienst ihrer Kreditnehmer zu optimistisch beurteilen und deshalb zu geringen Rückstellungen tätigen. Das würde sich bei einem Zinsanstieg rächen.

Darüber hinaus wird die Strukturbereinigung im Bankenbereich auf die lange Bank geschoben. Institute, die im freien Markt nicht überleben würden, werden über Wasser gehalten. Überkapazitäten im Bankenbereich bleiben also bestehen. In vielen Ländern geht deshalb das Bankensystem eher geschwächt als gestärkt aus der Krise hervor. Umso grösser wird der Anpassungsdruck sein, wenn die Zinsen steigen, die Risiken wieder adäquat beurteilt werden und die Krücken wegfallen. Je länger die Normalisierung auf sich warten lässt, desto schmerzhafter wird die Restrukturierung sein.

Abbildung 3  
Die Welt des billigen Geldes

Unternehmensanleihen



Quelle: Economist 2013, S. 25

Ferner könnten sich die Banken in trügerischer Sicherheit wiegen und mit der Implementierung neuer, langfristig tragfähiger Geschäftsmodelle zuwarten. Sie könnten sogar Geschäftsmodelle entwickeln, die darauf bauen, dass die Zentralbanken auch künftig in schwierigen Situationen die Kastanien aus dem Feuer holen. Je länger die ultraexpansive Politik dauert, desto mehr könnten solche Erwartungen Fuss fassen. Schliesslich besteht das Risiko, dass ein marktwirtschaftlicher Regulierungsansatz mit den Kernpunkten Insolvenzrecht und strengere Liquiditäts- und Eigenmittelvorschriften verzögert oder verwässert durchgesetzt wird. Entsprechende Anzeichen gibt es schon heute. Mit der Umsetzung gemeinsam erarbeiteter internationaler Richtlinien hapert es wie in den Zeiten vor der Finanzkrise. Auf der Strecke bleibt auch die Überwachung der Finanzinstitute ausserhalb des eigentlichen Bankensektors.

Je länger die ultraexpansive Politik dauert, desto mehr könnte die Erwartung Fuss fassen, die Zentralbanken würden auch in Zukunft die Kastanien aus dem Feuer holen.

### 3.2\_ Risiken für die Zentralbanken

Mit ihren unkonventionellen Massnahmen häuften die Zentralbanken Kredit- und Marktrisiken in ihren Bilanzen an. Sie übernahmen praktisch die Funktion des Interbankenmarktes. Das ist nicht ihre Aufgabe (Llewellyn 2012). Die Übernahme von Kreditrisiken ist nicht Bestandteil ihres traditionellen Geschäftsmodells und ordnungspolitisch fragwürdig. Risikobeurteilung und Risikoübernahme müssen in einer Marktwirtschaft von privaten Akteuren vorgenommen werden. Dazu kommt, dass die zurückgeschraubten Anforderungen an die Qualität der hinterlegten

Sicherheiten die Qualität der Zentralbankbilanzen beeinträchtigen. Deshalb sollte diese aus der Not geborene Intermediationsfunktion so rasch wie möglich in das private Bankensystem zurückgeführt werden.

William R. White weist darauf hin, dass das Ausbleiben von Zinssignalen auch für die Zentralbanken problematisch ist. Ihnen entgehen dadurch Informationen, die für die Bestimmung des geldpolitischen Kurses wichtig sind (White 2012).

Den Zentralbanken werden die Abwehr systemischer Risiken und die Verhinderung einer Depression zu Gute gehalten. Die Folge: Es wird eine gefährliche Erwartungsspirale in Gang gesetzt. Der Eindruck festigt sich, dass jedes Problem auf den Finanzmärkten und in der Wirtschaft mit der Zufuhr von Liquidität gelöst oder mindestens entschärft werden kann. Nur allzu gerne verinnerlichen auch die Politiker diesen Glauben. Mehr und mehr sind die Zentralbanken dem doppelten Druck der Märkte und der Politik ausgesetzt. Wenn sie den unterschiedlichen Ansprüchen gerecht werden wollen, riskieren sie dreierlei: Die Effektivität ihrer Politik leidet, weil sie gleichzeitig mehrere Ziele anstreben sollen, ihre operative Unabhängigkeit gerät in Gefahr, wenn sich die Politiker ins Tagesgeschäft einmischen, und ihre Glaubwürdigkeit und Berechenbarkeit werden bedroht.

Diese Gefahr besteht auch dann, wenn die Zentralbanken als Folge ihrer geldpolitischen Massnahmen Kapitalverluste erleiden. Zwar trifft bis zu einem gewissen Punkt zu, dass negatives Eigenkapital ihre Funktionsfähigkeit an sich nicht in Frage stellt. Die Gefahr des Reputationsverlusts und der verstärkten politischen Einflussnahme darf aber nicht unterschätzt werden.

Besonders gefährlich für ihre Unabhängigkeit ist es, wenn die Zentralbanken de facto in den Dienst der Fiskalpolitik gestellt werden. Das ist heute teilweise schon der Fall. Die EZB gab eine mehr oder weniger explizite Garantie «vernünftiger» beziehungsweise «massvoller» Zinsaufschläge auf Anleihen von Krisenländern ab. Das hat direkte Auswirkungen auf deren Staatshaushalt. Die EZB ist zudem zusammen mit der EU-Kommission und dem Internationalen Währungsfonds (IMF) Mitglied der sogenannten Troika, die über die Stabilisierungsprogramme der Regierungen europäischer Krisenstaaten bestimmt. Über wirtschaftspolitische Massnahmen zu entscheiden und diese zu überwachen gehört nicht zum Kernauftrag von Notenbanken. Die Federal Reserve hat sich längst in den Dienst der Staatsfinanzierung gestellt, und die japanische Zentralbank unterwarf sich dieser Mission unter dem Zwang der Regierung Abe. Die Geldmenge soll in Japan durch den Kauf von Staatsanleihen und weiteren, riskanteren Wertpapieren innerhalb von zwei Jahren verdoppelt werden. Sind aber die Zentralbanken einmal in die Fänge der Fiskalpolitik geraten, kann es lange dauern, bis sie sich daraus befreien können. Die Wirtschaftsgeschichte kennt dafür Beispiele. Jürgen Stark weist darauf hin, dass die Zentralbanken nach der grossen Depression der dreissiger Jahre während fast zwei Jahrzehnten der Kontrolle der

Besonders gefährlich für ihre Unabhängigkeit ist es, wenn die Zentralbanken de facto in den Dienst der Fiskalpolitik gestellt werden.

Fiskalbehörden unterworfen waren (Stark 2011). Grosser Inflationsdruck war die Folge. Deshalb tut die Rückbesinnung auf die eigentlichen Aufgaben und Stärken der Zentralbanken Not.

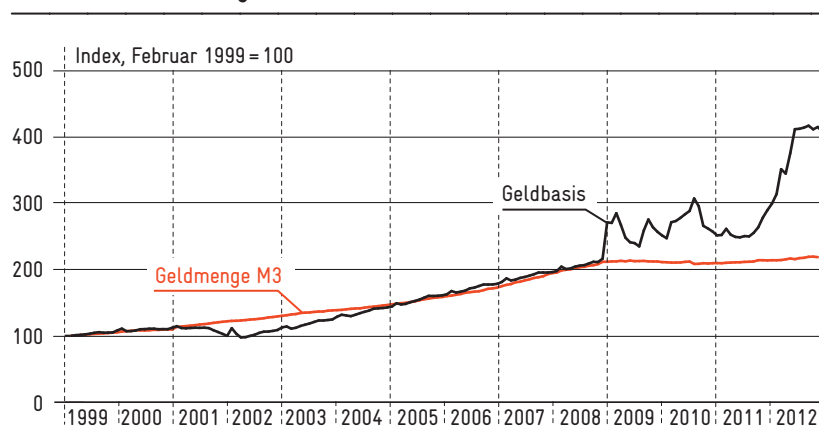
### 3.3\_ Risiken für die Gesamtwirtschaft

Bei der Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Risiken einer stark expansiven Geldpolitik stehen meistens die negativen Auswirkungen auf die Preisstabilität im Vordergrund. Mit Rückgriff auf die monetaristische Lehre, wonach Inflation letztlich immer ein monetäres Phänomen ist, wird ein Teuerungsschub erwartet, der mit einer zeitlichen Verzögerung von zwei bis drei Jahren auf die Ausdehnung der Geldmengen folgt. Ein solcher Teuerungsschub bestraft nicht zuletzt Sparer und Rentner und führt zu massiven und nicht demokratisch legitimierten Umverteilungen zwischen Gläubigern und Schuldnern.

Das Inflationsrisiko ist ernst zu nehmen, auch wenn es zurzeit keine Anzeichen für einen Anstieg der Teuerungsraten gibt. Zwar sind die Geschäftsbanken dank der Ausweitung der Refinanzierungskredite und der Käufe von langfristigen Staatsanleihen durch die Zentralbanken reichlich mit Liquidität versorgt. Heute lassen sie aber als Vorsichtsmassnahme flüssige Mittel bei den Zentralbanken liegen, und die private Kreditnachfrage ist wegen der Wachstumsflaute und des Schuldenabbaus der privaten Haushalte noch schwach. Entsprechend folgen die breiter gefassten Geldmengenaggregate der starken Zunahme der monetären Basis nicht. *Abbildung 4* illustriert dies anhand der Entwicklung in der EWU.

Wenn aber einmal stärkeres Wachstum erwartet wird und sich die Aussichten für Konsum und Investitionen aufhellen, fliesst die bei den Zentralbanken hinterlegte Liquidität der Geschäftsbanken in Form von Krediten zu den Privathaushalten und Unternehmen. Letztere gewinnen Spielraum für Preiserhöhungen. Dieser wird auch deshalb grösser, weil die preisdämpfende Wirkung des internationalen Wettbewerbs nachlässt.

*Abbildung 4*  
Geldbasis und Geldmenge M3 im Euro-Raum



Quelle: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 2012, S. 92

Die «Globalisierungsdividende», die einen Beitrag zum jahrzehntelangen Rückgang der Inflationsraten leistete, ist zwar nicht aufgezehrt, fällt aber wegen des stärkeren Kosten- und Preisdrucks in den aufstrebenden Volkswirtschaften weniger üppig aus.

Die Meinung, «etwas» höhere Inflationsraten seien tolerierbar und könnten auf einem «etwas» höheren Niveau gedeckelt werden, ist heute weit verbreitet und wird auch von Experten geteilt. Sie ist dennoch gefährlich und lässt sich mit früheren Erfahrungen nicht begründen. Wenn der Stabilitätsanker Risse bekommt, entgleitet der Inflationsprozess schneller als erwartet der Kontrolle. Feinsteuerung hat sich oft als zu ehrgeizig und wenig wirksam erwiesen. Wenn die Inflationserwartungen anziehen, werden die langfristigen Renditen steigen. Die Investoren wollen nämlich für inflationsbedingte Verluste auf ihren Anlagen entschädigt werden. Wenn die Zentralbanken diesen Zinsanstieg verhindern wollen, müssen sie die Renditen über Anleihekäufe tief halten. Dann schreiben sie die ultraexpansive Geldpolitik fort und verlagern die Redimensionierung ihrer Bilanzen in die ferne Zukunft. Am Ende untergräbt ein Teuerungsauftrieb sogar das Vertrauen in die Papiergeldordnung.

Die Gefahr womöglich stark steigender Inflationsraten ist also real, wenn auch nicht imminent. Dazu gesellen sich drei weitere Risiken für die Gesamtwirtschaft:

- Erstens drohen als Folge extrem tiefer Finanzierungskosten, negativer Realzinsen und tief gehaltener Langfristrenditen Strukturverzerrungen und die Fehlleitung volkswirtschaftlicher Ressourcen. Wenn die Zinsen ihre Signalfunktion verlieren, werden Investitionen getätigt, von denen man bei marktgerechter Diskontierung absehen würde. Solche Fehlinvestitionen führen später zu Überkapazitäten und verstärken die Konjunkturschwankungen. Dagegen werden Reformen zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit auf die lange Bank geschoben, weil deren Dringlichkeit unter dem Zauberstab des billigen Geldes nachzulassen scheint. Das untergräbt mittelfristig das Wachstumspotenzial einer Volkswirtschaft. Strukturverzerrend wirken auch selektive Eingriffe der Zentralbanken in Teilmärkte, etwa den Immobilienmarkt.
- Zweitens wird die Sanierung der öffentlichen Finanzen zögerlich angepackt, und es werden zusätzliche Verschuldungsanreize geschaffen. Ultratiefe Zinsen verschleiern den staatlichen Mittelbedarf, der künftig bei steigenden Kapitalkosten aufgewendet werden muss. Politiker können sich um einschneidende Massnahmen drücken und immer wieder versuchen, Zeit zu schinden. Das Beispiel Japans stimmt nachdenklich. Hier stieg die Staatsverschuldung bei Zinsen, die während fast zwei Jahrzehnten nahe bei Null lagen, auf 240% des Bruttoinlandsprodukts. Die Hypothek, die kommenden Generationen aufgebürdet wird, ist gewaltig.

Wenn der Stabilitätsanker Risse bekommt, entgleitet der Inflationsprozess schneller als erwartet der Kontrolle.



- Drittens werden aufstrebende Volkswirtschaften destabilisiert, wenn Ströme von Liquidität auf der Suche nach rentablen Alternativen zur mageren heimischen Kost in ihre Kapitalmärkte und Währungen fließen. Es entsteht Aufwertungsdruck, der von den Zentralbanken in der Regel mittels Devisenmarktinterventionen bekämpft wird. Das war jedenfalls das Muster der vergangenen Jahre. Der daraus resultierende starke Anstieg der Währungsreserven wird die globalen Ungleichgewichte verschärfen und die Erholung der Weltwirtschaft gefährden. Es ist nicht auszuschließen, dass auch die Zentralbanken der Schwellenländer den Weg ultratiefer Zinsen einschlagen, um Kapitalflüsse einzudämmen. Damit steigen auch dort die Gefahr von Fehlinvestitionen und die Inflationsrisiken.

## 4\_ Kriterien für den Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik

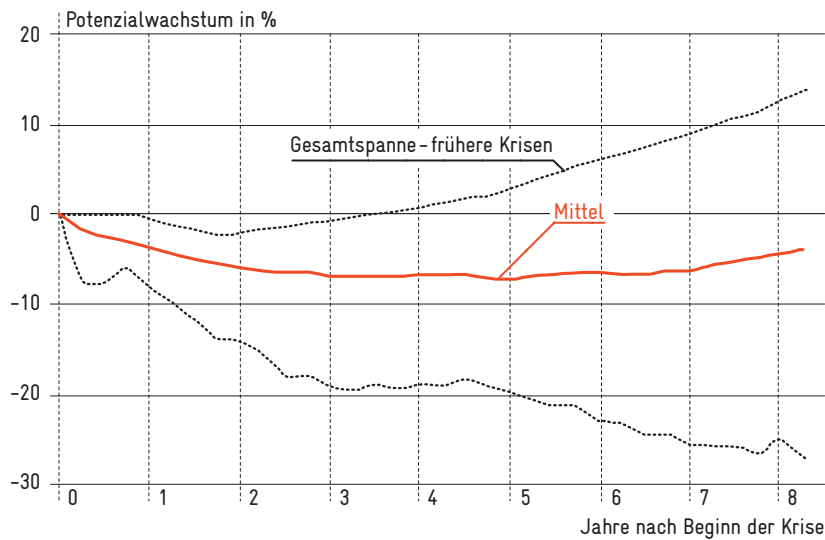
Angesichts dieser schwerwiegenden Risiken gewinnt die Frage nach dem rechtzeitigen Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik an Bedeutung. Dabei ist folgendes zu beachten: Die Zentralbanken hatten während der Finanzkrise ein gemeinsames Anliegen, nämlich die Sicherstellung einer reibungslosen Finanzierung der Wirtschaft. Die Probleme, die die aussergewöhnlichen Massnahmen der Zentralbanken auslösten, sind also miteinander verflochten, in Entstehung und Ausprägung jedoch nicht identisch. Die Finanzmarktkrise, die Staatsschuldenkrise, die Eurokrise und die sogenannte «Wachstumskrise» haben gemeinsame Ausgangspunkte, aber auch individuelle Ursachen und Erscheinungsformen. Deshalb werden sie von den Zentralbanken mit unterschiedlichen Instrumenten angegangen. So stehen bei der EZB Massnahmen zur Stabilisierung des Bankensystems im Vordergrund, während die Federal Reserve und die Bank of England die Stabilisierung der Kapitalmärkte und den Abbau der Arbeitslosigkeit im Visier haben. Zu diesem Zweck nehmen sie Wertpapiere staatlicher und zum Teil auch privater Schuldner in ihre Bücher auf. Das erklärt den im Vergleich zur EZB starken Anstieg ihrer Bilanzen. Der Grund für diese unterschiedliche Schwerpunktsetzung liegt darin, dass in der Euro-Zone die Banken, in den USA und Grossbritannien die Kapitalmärkte die wichtigste Finanzierungsquelle der Wirtschaft sind (Stark 2009). Eine Rolle spielt zudem, dass die Zentralbanken ihre Mandate unterschiedlich interpretieren.

Weil die Motive für die unkonventionelle Geldpolitik vielfältig sind, stellen die Zentralbank-Feuerwehren ihre Löscheräte an verschiedenen Brandherden auf. Deshalb kann man sich bei der Beurteilung der Dringlichkeit und des Zeitpunkts des Ausstiegs nicht auf einen einzigen Indi-

Angesichts der schwerwiegenden Risiken, die mit den ultratiefen Zinsen verbunden sind, gewinnt die Frage nach dem Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik an Bedeutung.

Abbildung 5

Trend-Wachstum nach Finanzkrisen\*



\* Die Auswertung der vergangenen Rezessionen basiert auf IWF-Daten des Jahres 2009.

Quelle: Bean 2012, S. 15

kator abstützen (Fujita et al. 2010). So wäre es falsch, aus der Tatsache, dass das reale Wirtschaftswachstum unter dem langfristigen Trend liegt, die Notwendigkeit einer stark expansiven Geldpolitik abzuleiten. Nach Finanzkrisen fällt das Wachstum wegen des notwendigen Abbaus der Überschuldung während längerer Zeit unterdurchschnittlich aus, wie Abbildung 5 veranschaulicht.

Zudem sind Inflationserwartungen, die auf den von den Zentralbanken angestrebten tiefen Niveaus gut verankert sind, für sich allein genommen kein Freibpass für die Fortführung der ultraexpansiven Geldpolitik. Schliesslich wäre es unzweckmässig, aus einem schwachen Wachstum der kommerziellen Bankkredite die Notwendigkeit der Weiterführung massiver geldpolitischer Stimuli abzuleiten. Notwendig ist vielmehr die sorgfältige Beobachtung und Analyse der Entwicklungen in der Bankenwelt, auf den Finanzmärkten und in der Realwirtschaft mittels mehrerer relevanter Indikatoren. Im Folgenden wird die Entwicklung solcher Indikatoren grafisch dargestellt und auf ihre Aussagekraft bezüglich der Opportunität des Ausstiegs geprüft.

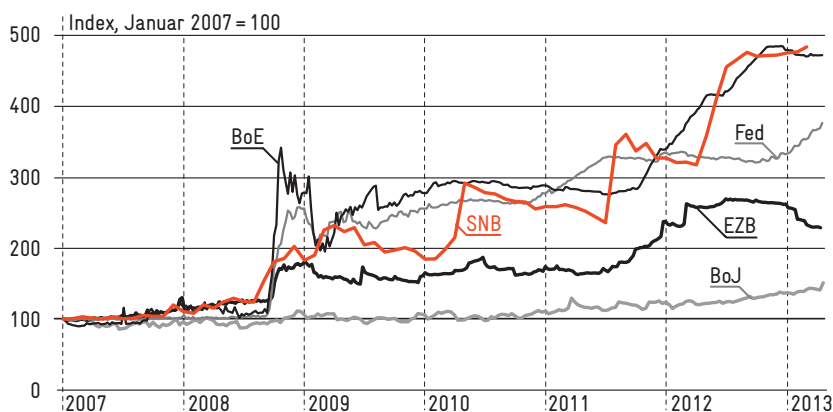
## 4.1\_ Indikatoren, die den möglichst raschen Beginn des Ausstiegs nahelegen

### 1. Indikator: Anstieg der Zentralbankbilanzen

Die Zentralbankbilanzen kletterten während und nach der Finanzkrise auf ehemals für undenkbar gehaltene Höhen. Global betragen sie gemäss BIZ 20,5 Billionen Dollar, bei den Noteninstituten der Industrieländer stiegen sie seit Anfang 2007 von knapp 4 auf rund 9 Billionen Dollar.

Abbildung 6

Explodierende Zentralbankbilanzen



Quellen: Zurbrügg 2013, S. 2

Besonders stark war die Zunahme bei der Bank of England und der SNB. Einen nennenswerten Bilanzabbau nahm bisher nur die EZB vor. Gleichzeitig verschlechterte sich die Qualität der Bilanzen, weil an den Qualitätsanforderungen für die hinterlegten Wertpapiere Abstriche gemacht wurden. Die SNB griff mit Devisenmarktinterventionen, dem Kauf von Frankenobligationen inländischer Schuldner, der Erhöhung der Giroguthaben und der Festlegung des Mindestkurses von 1.20 Franken gegenüber dem Euro zu ausserordentlichen Massnahmen (Zurbrügg 2013).

Wenn die Zentralbanken auf ihrem bisherigen Kurs bleiben oder gar ihre Bilanzen weiter aufblähen, schaffen sie auf mittlere Sicht erhebliche Inflationsrisiken. Je später sie mit dem Abbau der hohen Wertbestände beginnen, desto schwieriger wird dieser. Ein wichtiger Grund dafür ist, dass sich die Politik zunehmend gegen einen Verkauf von Staatsanleihen durch die Noteninstitute stemmen wird. Um diesen Risiken vorzubeugen, ist jetzt Handlungsbedarf gegeben.

Wenn die Zentralbanken auf ihrem bisherigen Kurs bleiben oder gar ihre Bilanzen weiter aufblähen, schaffen sie auf mittlere Sicht erhebliche Inflationsrisiken.

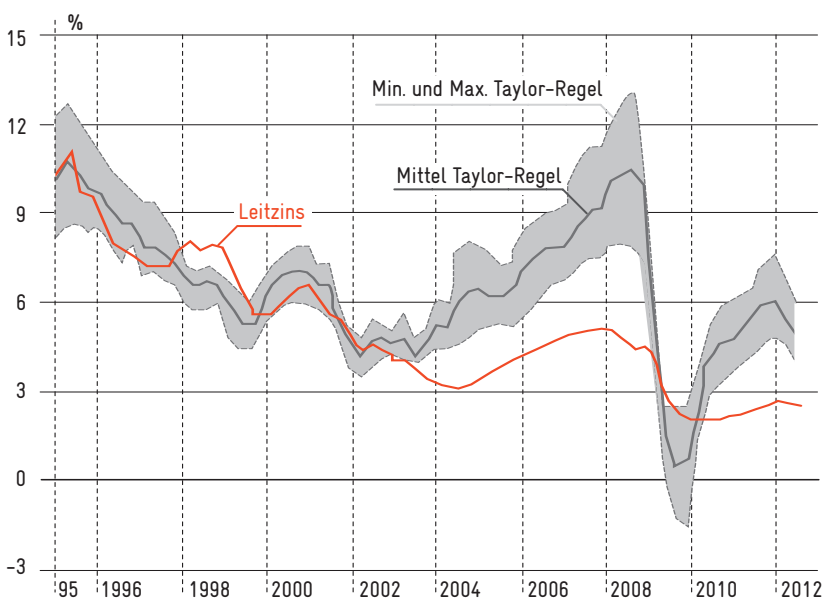
## 2. Indikator: Globale Taylor-Regel

Die nach dem amerikanischen Ökonomen John B. Taylor benannte Taylor-Regel (Taylor rule) ist ein Werkzeug zur Beurteilung des geldpolitischen Expansions- beziehungsweise Restriktionsgrads und kann den Zentralbanken helfen, die der erwarteten konjunkturellen Entwicklung angemessenen Leitzinsen festzulegen. Sie verknüpft die Höhe der Leitzinsen mit der Abweichung der Inflationsrate vom Inflationsziel und der Produktion vom Produktionspotenzial, also dem Produktionsniveau, das eine Volkswirtschaft ohne Inflationsdruck realisieren kann. Seit dem Platzen der New-Economy-Blase bezeugt die Taylor-Regel eine immer expansivere Geldpolitik. Vor 2002 war der Zusammenhang zwischen dem durchschnittlichen Zentralbanken-Leitzins und dem mit der Taylor-Regel zu vereinbarenden Zins recht eng gewesen. Die Geldpolitik konnte als «regelbasiert» bezeichnet werden.

Die Taylor-Regel ist ein zweckmässiges Werkzeug zur Beurteilung des geldpolitischen Expansions- bzw. Restriktionsgrades einer Zentralbank.

Abbildung 7

Leitzinsen und globale Taylor-Regel



Quelle: Borio 2012, S. 22

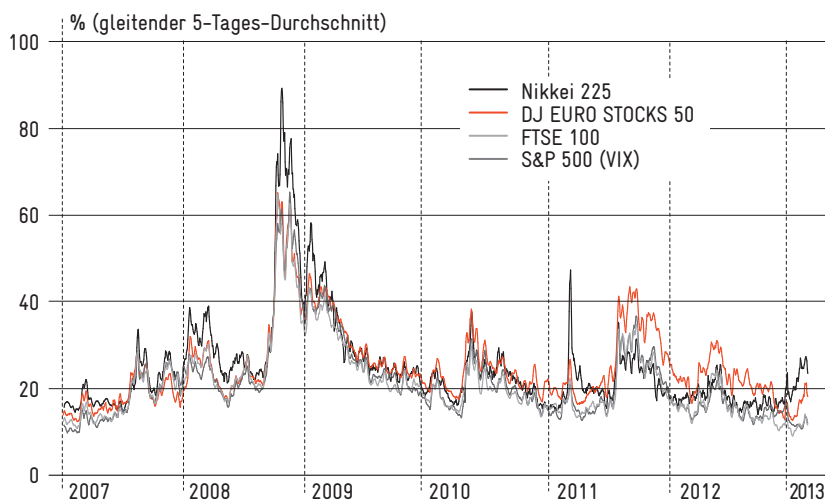
Nach einer relativ kurzen Episode während der Finanzkrise liegt der Durchschnittsleitzins sowohl in den Industriestaaten als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften wieder um gut zwei Prozentpunkte unter dem der Taylor-Regel entsprechenden Zins. Die Geldpolitik ist expansiver als von den Wachstumsperspektiven und einer mittelfristig tiefen Inflationsrate gefordert. Auch aus dieser Sicht drängt es sich auf, bald mit dem Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik zu beginnen.

### 3. Indikator: Volatilität der Aktienmärkte

Während einer Finanz- und Wirtschaftskrise sind die Preisschwankungen auf den Finanzmärkten besonders gross. Auf den Aktienmärkten nahm die Volatilität, die das Ausmass dieser Schwankungen misst, in den letzten sechs Jahren wiederholt stark zu. Besonders heftig waren die Ausschläge auf dem Höhepunkt der Finanzkrise im Herbst 2008. Diese Entwicklung spiegelte zunehmenden Finanzmarktstress und sinkendes Vertrauen der Anleger.

Abbildung 8

#### Volatilitäten auf Aktienmärkten



Quelle: Hattori und von Peter 2013, S. 2

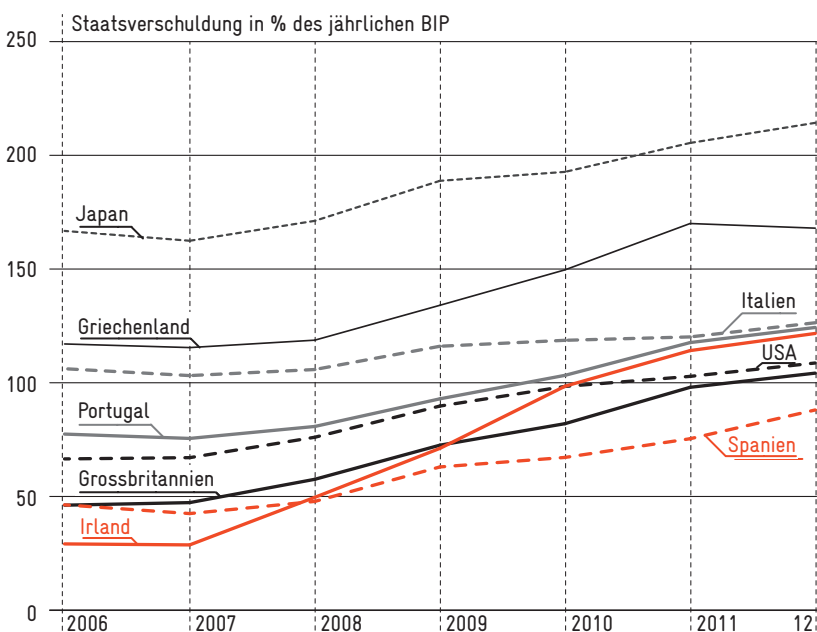
Im laufenden Jahr sind die Volatilitäten auf wichtigen Aktienmärkten deutlich geringer als in den ersten Jahren der Finanzkrise. Die Kursentwicklung auf Obligationen- und Immobilienmärkten deutet eher auf die Bildung neuer Blasen als auf Krisenängste hin; die Aktienmärkte erreichten in diesem Frühling Rekordniveaus. Allerdings basieren die Erwartungen der Investoren auf einer Fortführung der ultraexpansiven Geldpolitik und richten sich nicht nach fundamentalen Faktoren wie positiven Wachstumsperspektiven oder soliden Unternehmensgewinnen. Rückschläge beim Übergang zu einer restriktiveren, mit steigenden Zinsen verbundenen Geldpolitik sind deshalb absehbar. Sie werden umso grösser sein, je später dieser Übergang erfolgt.

#### 4. Indikator: Entwicklung der Staatsverschuldung

Mit einer Zunahme der Staatsverschuldung wachsen die künftigen Finanzierungsschwierigkeiten. Extrem tiefe Zinsen verschleiern die drohenden Finanzierungsrisiken und dämpfen die Bereitschaft der Politiker, die Ursachen der Verschuldung an der Wurzel anzupacken. Die Entwicklung der Staatsverschuldung kann deshalb geradezu als Indikator für den Druck auf die Zentralbanken, an der ultraexpansiven Geldpolitik festzuhalten, gesehen werden.

Abbildung 9

##### Staatsverschuldung im Aufwind



Quelle: Hattori und von Peter 2013, S. 4

Die Verschuldungslage verschlechtert sich in den meisten Ländern weiter. Die Staatsschuldenquote, also der Anteil der Bruttoverschuldung am BIP, liegt nicht nur in den Problemländern der Euro-Zone, sondern auch in Japan, Grossbritannien und den USA nahe bei beziehungsweise über 100% des jährlichen BIP. Die jährlichen Budgetdefizite sind immer noch zu hoch und verunmöglichen einen Rückgang der Staatsschuldenquoten. Je länger die Zentralbanken mit der Straffung der geldpolitischen Zügel zuwarten, desto schwieriger wird es für sie, sich dem politischen Druck zu entziehen, und desto grösser werden die Anreize für die Regierungen sein, die strukturellen Probleme ihrer Volkswirtschaften mit zusätzlicher Verschuldung zu übertünchen. Das spricht für den Verzicht auf die ultraexpansive Geldpolitik und die Befreiung aus den Fängen der Fiskalpolitik.

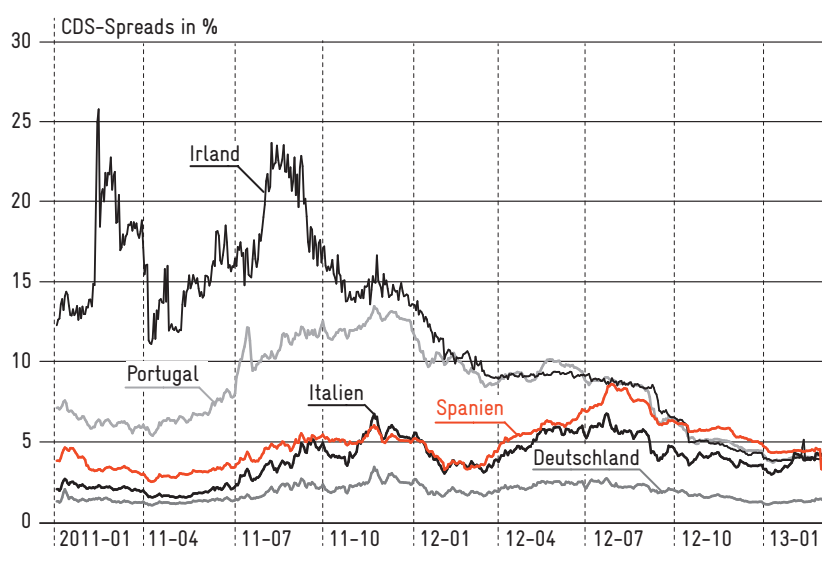
Je länger die Zentralbanken mit der Straffung der geldpolitischen Zügel zuwarten, desto schwieriger wird es für sie, sich dem politischen Druck zu entziehen.

## 5. Indikator: CDS-Spreads von Staatsanleihen in der Euro-Zone

Ein Credit Default Swap (CDS) versichert gegen Verluste aus einem Kreditausfall. Die Prämie («Spread»), die der Versicherungsnehmer dem Versicherungsgeber bezahlt, ist ein Marktpreis, der von der erwarteten Ausfallwahrscheinlichkeit des Schuldners abhängt. Deshalb sind CDS-Spreads ein guter Indikator für die Markteinschätzung von Schuldner Risiken (DB Research 2013). Die CDS-Spreads von Staatsanleihen spiegeln die Beurteilung von Länderrisiken.

Abbildung 10

CDS-Spreads von Staatsanleihen im Euro-Raum



Sources: Hattori und von Peter 2013, S. 10

In den Problemländern der Euro-Zone gehen die CDS-Spreads von Staatsanleihen trotz des Anstiegs der Staatsverschuldung zurück. Das Renditegefälle, das zwischen den Problemländern bestanden hatte, hat sich verflacht, im Vergleich zu deutschen Staatspapieren ist es kleiner geworden. Dazu hat die EZB einen namhaften Beitrag geleistet. Es kann aber nicht ihre Absicht sein, die noch bestehenden Unterschiede zu den Spreads deutscher Staatsanleihen weiter zu drücken oder gar zum Verschwinden zu bringen. Erstens sind die höheren Spreads in den Problemländern wegen der höheren Risiken gerechtfertigt, und zweitens würde sich die Zentralbank zu sehr in den Dienst der Fiskalpolitik stellen.

## 4.2\_ Indikatoren, die vordergründig für eine Fortsetzung der ultraexpansiven Geldpolitik sprechen

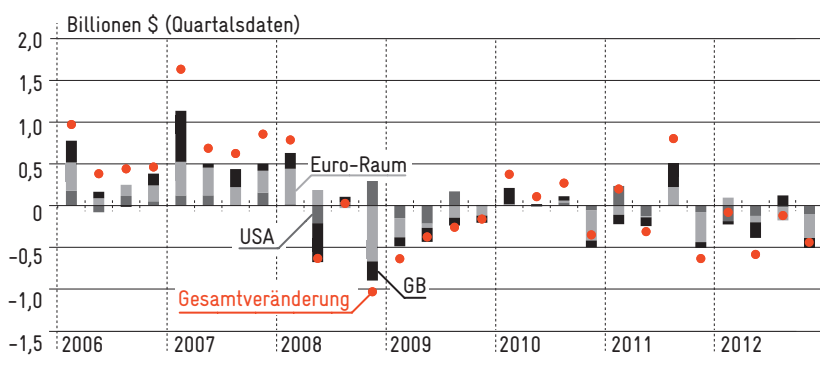
### 6. Indikator: Entwicklung der grenzüberschreitenden Interbankenkredite

In Zeiten normal funktionierender Finanzmärkte fließen die Kredite, die sich die Banken grenzüberschreitend gewähren, reibungslos. In einer Finanzkrise und bei fragwürdiger Bonität der Finanzinstitute kommt der Fluss ins Stocken oder trockenet aus. Rückläufige grenzüberschreitende Interbankenkredite sind somit ein Indikator für Verspannungen auf den Geldmärkten.

In einer Finanzkrise und bei fragwürdiger Bonität der Finanzinstitute kommt der Interbankenmarkt ins Stocken oder trockenet aus.

Abbildung 11

Grenzüberschreitende Interbankenkredite (nach Sitzland der Gegenpartei)



Quelle: van Rixtel, Vause und Upper 2013, S. 2

Ihr Rückgang verlangsamte sich nach den starken Einbrüchen in den Krisenjahren 2008/09. Zahlreiche nach wie vor schwache, unterkapitalisierte Banken, nicht zuletzt im Euro-Raum, bremsen aber die Dynamik dieses Geschäfts. Zu seiner Revitalisierung braucht es jedoch in erster Linie Restrukturierungen, Rekapitalisierungen und Marktvereinigungen in der Bankwirtschaft, aber nicht weitere Liquiditätsspritzen. Diese verzögern die Strukturbereinigung in der Finanzwirtschaft und kommen einer Subventionierung der Bankbranche gleich. Von generell verstopften Geldmärkten kann nicht mehr gesprochen werden. Die bisher ausgebliebene Belebung des Interbankengeschäfts kann nicht mehr als Rechtfertigung für eine ultraexpansive Geldpolitik dienen. Die Zentralbanken können nicht die Hausaufgaben für die Geschäftsbanken erledigen.

Die Zentralbanken können nicht die Hausaufgaben für die Geschäftsbanken erledigen.

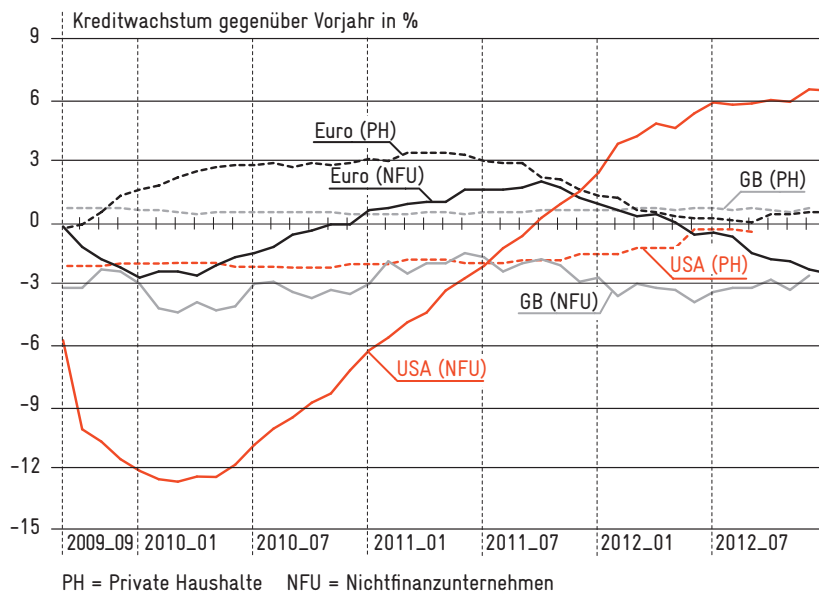


## 7. Indikator: Entwicklung der kommerziellen Kredite der Geschäftsbanken

Die Entwicklung der Kredite der Geschäftsbanken an Unternehmen und private Haushalte liefert einen Hinweis darauf, ob die geldpolitischen Entscheide der Zentralbanken die beabsichtigte Wirkung entfalten. Es war ein Ziel der ultraexpansiven Geldpolitik, eine für ein solides Wirtschaftswachstum gefährliche Kreditverknappung zu vermeiden.

Abbildung 12

### Kommerzielle Kredite der Geschäftsbanken



Quelle: Hattori und von Peter 2013, S. 10

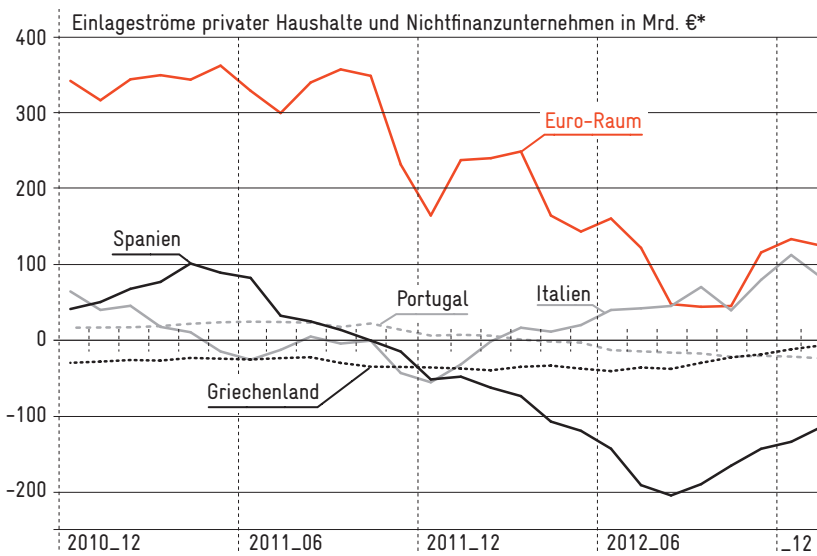
Dieses Ziel wurde teilweise erreicht. Zu einem eigentlichen «credit crunch» kam es nicht. Ausser in den USA und in aufstrebenden Volkswirtschaften ist die Kreditfähigkeit der Banken aber schwach. Die Kreditnachfrage wird gebremst durch Schuldentrückzahlungen privater Haushalte und Unternehmen, die Unternehmensfinanzierung über den Kapitalmarkt und die schwache Konjunktur. Das Kreditangebot wird zurückgehalten durch den Abbau der Verschuldung der Geschäftsbanken (Deleveraging), eine strengere Beurteilung der Schuldnerbonität seitens der kreditgewährenden Banken und die gestiegenen Anforderungen an die Eigenmittelunterlegung der Finanzinstitute. Diese Prozesse gehören zu den zeitraubenden Aufräumarbeiten nach einer Finanzkrise. Sie sollten nicht durch ultraexpansive geldpolitische Massnahmen verzögert werden.

## 8. Indikator: Entwicklung der Refinanzierung der Geschäftsbanken

Die Geschäftsbanken finanzieren sich mit kurzfristigen Geldaufnahmen auf den Interbankenmärkten und über Einlagen privater Haushalte und Unternehmen. Deren Bereitschaft, den Banken über teilweise lange Zeiträume Gelder zur Verfügung zu stellen, hängt vom Vertrauen in die Solidität der Bankinstitute ab. Dieses Vertrauen hatte in den letzten Jahren einen Rückschlag erlitten.

Abbildung 13

### Refinanzierung der Geschäftsbanken



\* Kumulierte Zu- bzw. Abflüsse in den vorangegangenen 12 Monaten

Quelle: Hattori und von Peter 2013, S. 10

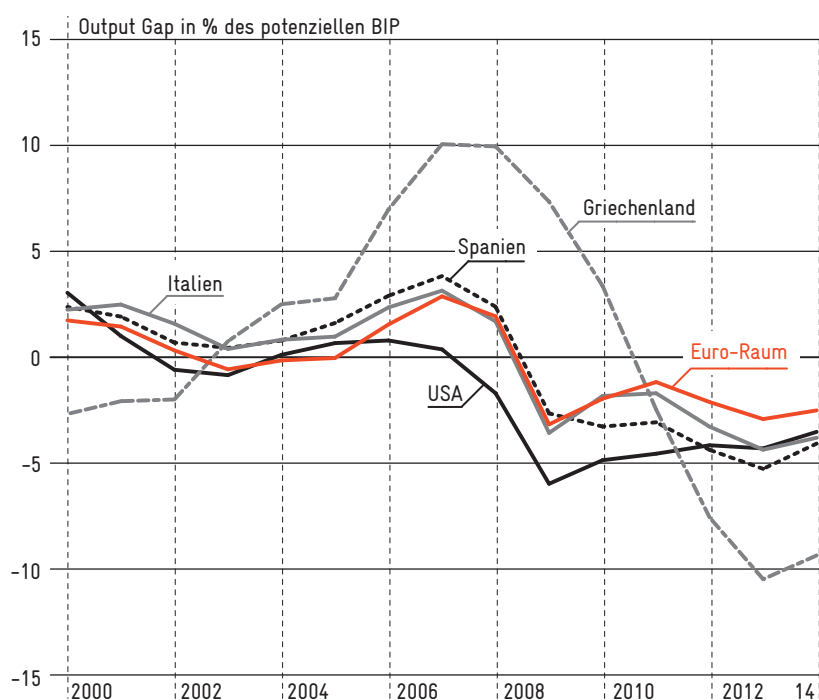
Im Euro-Raum hatte sich in den letzten Jahren der Zustrom dieser stabilen Kundengelder stark verlangsamt. In einigen Problemländern der Währungsunion kam es zu teils starken Rückgängen solcher Depositen. Um die Jahresmitte 2012 setzte eine Trendwende ein. Das Vertrauen der Bankkunden kehrt langsam zurück, die Gefahr eines Zusammenbruchs nationaler Bankensysteme scheint gebannt. Die Banken im Euro-Raum nutzen die günstigeren Refinanzierungsbedingungen, um bei der EZB aufgenommene Kredite zurückzuzahlen. Damit ist ein wesentliches Ziel der ultraexpansiven Geldpolitik erreicht.

## 9. Indikator: Produktionslücke («Output Gap»)

Die Produktionslücke misst die Abweichung des tatsächlichen realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) vom Produktionspotenzial, also dem Produktionsniveau, das eine Volkswirtschaft ohne Inflationsdruck erzeugen kann. Eine grosse negative Produktionslücke zeigt an, dass eine Volkswirtschaft mit geldpolitischen (und fiskalpolitischen) Massnahmen stimuliert werden kann, ohne dass ein Teuerungsschub zu erwarten ist. Gemäss IMF besteht in vielen Ländern nach wie vor ein «Output Gap», und in einigen Ländern, darunter vor allem Griechenland, ist er verhältnismässig gross.

Abbildung 14

Produktionslücke: ein zwiespältiger Indikator



Quelle: IMF 2013b

Die Produktionslücke ist nach einer Finanzkrise allerdings ein zwiespältiger Indikator. Das Potenzialwachstum wird dann nämlich oft überschätzt, weil man sich auf das Trendwachstum vor der Krise abstützt. Einzelne Länder beziehungsweise Wirtschaftsräume stecken zwar in der Rezession; es besteht aber kein globaler Nachfrageeinbruch, unter anderem, weil die aufstrebenden Volkswirtschaften nach wie vor ansehnliche Wachstumsraten erzielen. Obwohl noch eine auf den ersten Blick grosse negative Produktionslücke vorliegt, drängt sich die Forderung nach einer Fortsetzung der ultraexpansiven Geldpolitik nicht auf.

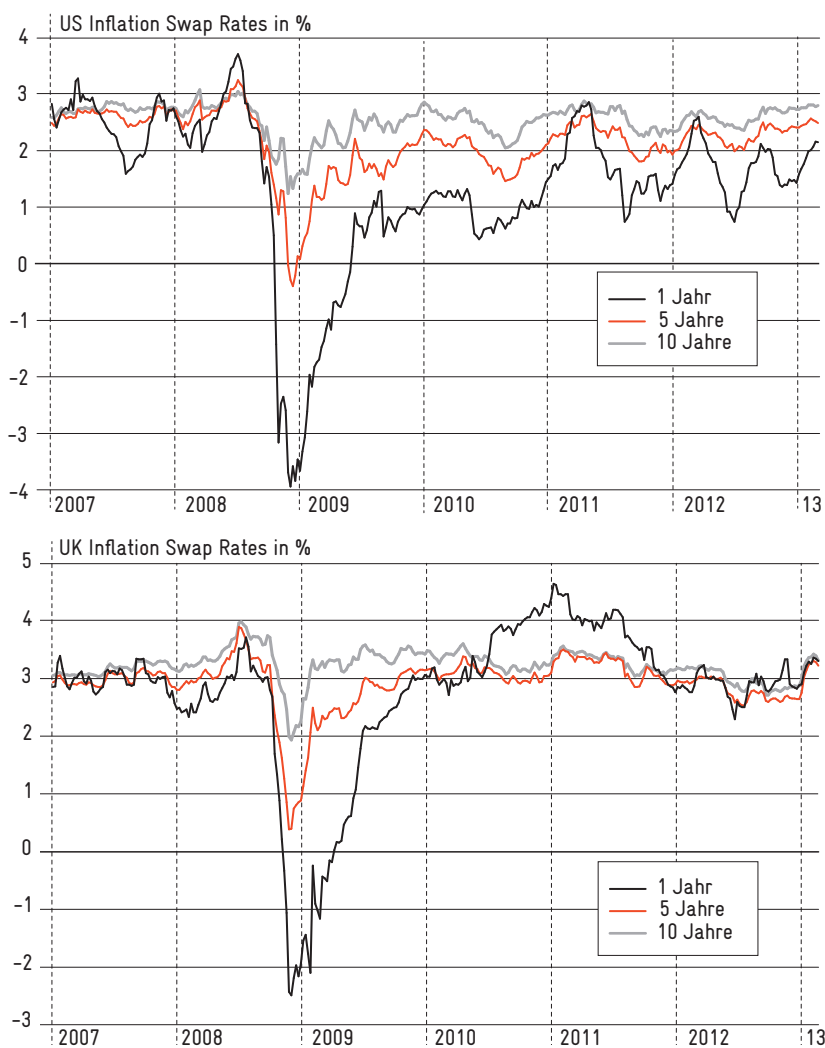
Die Produktionslücke ist nach einer Finanzkrise ein zwiespältiger Indikator, weil das Potenzialwachstum oft überschätzt wird.

## 10. Indikator: Inflation Swap Rates der USA und Grossbritanniens

Inflationserwartungen sind für die Geldpolitik von grosser Bedeutung. Sie können über Umfragen bei Unternehmen und mittels Informationen, die sich aus der Entwicklung von Finanzmarktdaten ableiten lassen, eruiert werden. Zu den finanzmarktbasieren Indikatoren zählen die Inflationsswaps. Das sind derivative Finanzinstrumente, bei denen es zu einem Austausch von fixen und variablen Zahlungen kommt. Bei Inflationsswaps sind die variablen Zahlungen während der Laufzeit der Swaps an die Inflation gebunden (Gnan und Scharler 2009).

Abbildung 15

Inflation Swap Rates der USA und Grossbritanniens



Quelle: Hofmann und Zhu 2013, S. 27

Auf dem Höhepunkt der Finanzkrise signalisierten die inflationsgebundenen Swaps deflationäre Erwartungen, die ein zentrales Motiv für die

ultraexpansive Geldpolitik waren. Diese Phase war bald überwunden. In Grossbritannien ist seit Ende 2012 wieder ein leichter Anstieg der Inflationserwartungen über 3% festzustellen. In den USA scheinen diese Erwartungen noch fest zwischen 2% und 3% verankert. Das ist bei der gegenwärtigen Wirtschaftslage nicht überraschend. Aber Inflationserwartungen sind erfahrungsgemäss labil. Ihre Verankerung auf tiefen Niveaus kann rasch wegfallen. Das ist nicht zuletzt deshalb der Fall, weil die Erfahrung rasch steigender Teuerung in manchen Ländern noch nicht dem Gedächtnis der Wirtschaftssubjekte entschwunden ist. Das Argument, die ultraexpansive Geldpolitik könne fortgesetzt werden, weil noch kein Inflationsschub erwartet wird, muss deshalb zurückgewiesen werden.

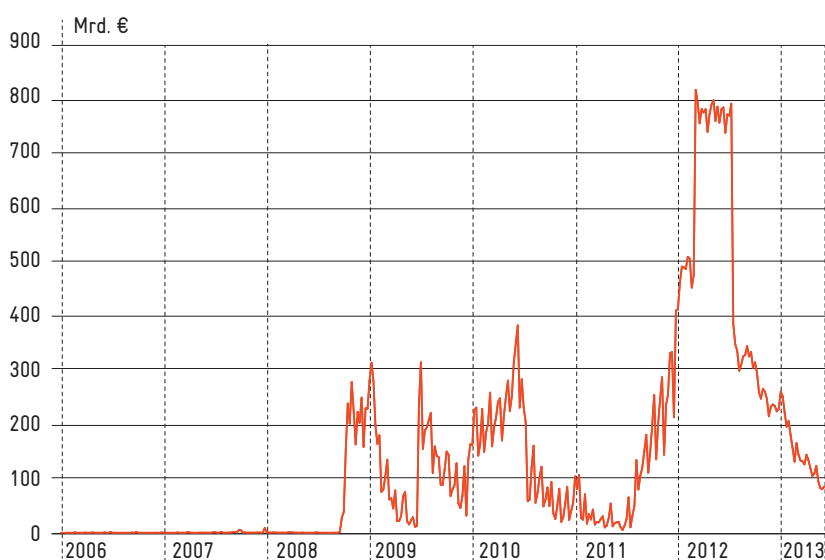
### 4.3\_ Indikatoren, die auf Grenzen der EZB-Politik hinweisen

#### 11. Indikator: Nutzung der Einlagenfazilität der EZB

Die Geschäftsbanken haben die Möglichkeit, überschüssige Mittel in der Einlagenfazilität der EZB zu parkieren. Vor der Finanzkrise wurde davon kaum Gebrauch gemacht. Die Anlage auf dem Interbankenmarkt war wegen der dort erzielbaren höheren Zinsen attraktiver. Während der Finanzkrise und vor allem während der Turbulenzen in der Euro-Zone im ersten Halbjahr 2012 kam es zu einem massiven Anstieg der Einlagen.

Abbildung 16

Nutzung der Einlagenfazilität der EZB



Quelle: ECB 2013

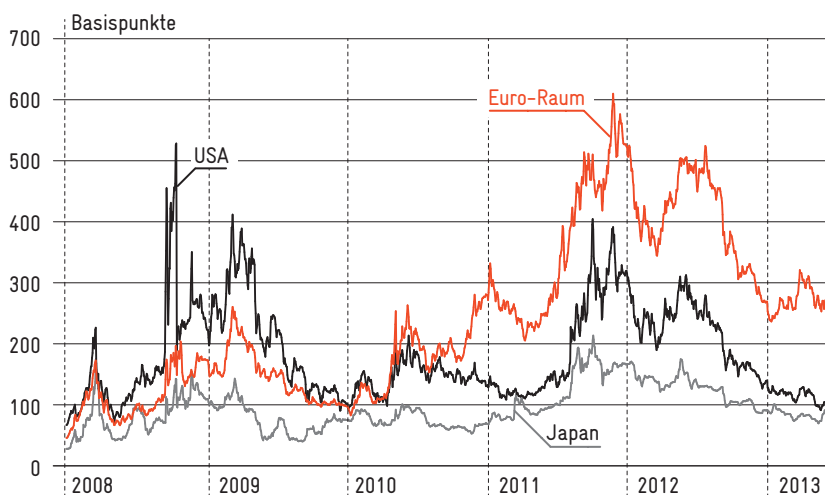
Dieser Anstieg ist nun rückgängig gemacht. Die Zusicherung der EZB, den Euro auf jeden Fall zu retten, hat Banken und Märkte wirkungsvoll beruhigt. Auch gibt es Anzeichen dafür, dass die Austeritätspolitik in den Problemländern erste Erfolge zeitigt. Von einer dauerhaften Entspannung kann aber noch nicht gesprochen werden. Im Euro-Raum kann die Verunsicherung wegen der starken, mit steigender Arbeitslosigkeit verbundenen Rezession in den Problemländern jederzeit wieder zu einem Anstieg der Einlagenfazilität führen. Die EZB wird also wachsam bleiben.

Von einer dauerhaften Entspannung im Euro-Raum kann noch nicht gesprochen werden.

## 12. Indikator: Finanzmarktspreads

Die CDS-Spreads von Banken (zu den CDS-Spreads vgl. Indikator 5) hatten auf dem Höhepunkt der Finanzkrise im Herbst 2008 kräftig angezogen. Sie signalisierten Stress im Bankenmarkt und eine pessimistische Beurteilung der Bankenbonität. 2011 erklommen sie in der Euro-Region neue Höchststände. Auch hier brachten Ankündigungen der EZB eine Wende.

Abbildung 17  
CDS-Spreads von Banken



Quelle: BIZ 2013, S. 22

Die CDS-Spreads europäischer Banken sind aber immer noch vergleichsweise hoch. Sie reflektieren ungelöste strukturelle Probleme wie ungedeckten Rekapitalisierungsbedarf, eine zögerliche Anpassung von Geschäftsmodellen und weniger rosige Geschäftsaussichten als in den Jahrzehnten vor der Finanzkrise. Der Unterschied zu den Spreads amerikanischer und japanischer Banken bedeutet keinen Misserfolg der EZB-Politik, sondern signalisiert Handlungsbedarf auf Bankenmärkten der Euro-Zone.

#### 4.4\_ Schlussfolgerung

Das Gesamtbild, das diese Indikatoren vermitteln, lässt den Schluss zu, dass die vorrangigen Ziele der ultraexpansiven Geldpolitik, nämlich die Abwehr systemischer Finanzmarktrisiken und das Vermeiden einer Depression, erreicht sind. Wenn nun an dieser Geldpolitik festgehalten wird, erfolgt dies zunehmend aus anderen Motiven, in erster Linie im Interesse der Bewältigung der Staatsschuldenkrise. Damit begibt sich die Geldpolitik mehr und mehr in den Dienst der Finanzpolitik, deren Hände durch die hohen Schuldenlasten der Staaten gebunden sind. Die Zentralbanken überdehnen ihr Mandat und gehen damit Risiken für ihre Unabhängigkeit und Glaubwürdigkeit ein.

## 5\_ Realisierungschancen eines zeitgerechten Ausstiegs

### 5.1\_ Technische Machbarkeit

Die Instrumente für den Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik sind vorhanden. Die Zentralbanken können traditionelle geldpolitische Werkzeuge nutzen und Überschussliquidität über die Ausgabe von verzinslichen Schuldpapieren abschöpfen. Dadurch verhindern sie, dass die Giroguthaben der Geschäftsbanken bei den Noteninstituten in einem die Preisstabilität gefährdenden Ausmass über Bankkredite in den Wirtschaftskreislauf fließen. Sie können ferner von den Banken höhere Mindestreserven einfordern, um das Kreditschöpfungspotenzial einzudämmen. Wenn sie die Kreditfazilitäten nicht erneuern, verkürzen sich ihre Bilanzen automatisch. Sie können zudem die Qualitätsanforderungen an die hinterlegten Sicherheiten wieder erhöhen und damit die Bilanzrisiken zurückfahren. Schliesslich können sie die auf den Sekundärmärkten erworbenen Wertschriften wieder verkaufen. So einfach wie hier dargestellt wird der Ausstieg aber nicht ablaufen. Unsicherheiten bestehen in fünffacher Hinsicht.

- Erstens ist das Abstossen des Wertschriftenbestands in zeitlicher Hinsicht anspruchsvoll. Es sollte so marktneutral wie möglich erfolgen, um die Wahrscheinlichkeit eines unerwartet kräftigen Anstiegs der Renditen mit daraus resultierenden Marktturbulenzen einzudämmen. Verhindern lassen sich diese ohnehin nicht. Die Scheu vor Marktverwerfungen mag die Zentralbanken dazu veranlassen, die festverzinslichen Papiere bis zur Fälligkeit in ihren Büchern zu halten und sie dann zum Nennwert abzustossen. Damit wären sie gegen Kursschwankungen während der Restlaufzeit der Titel gefeit. Auch wegen des Widerstands der Regierungen, die als Folge der Anleiheverkäufe eine Verteuerung des Schuldendienstes erwarten müssen, könnte diese Strategie

Die Instrumente für den Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik sind vorhanden.

bei den Noteninstituten Anklang finden. Die Bilanz der Zentralbanken bliebe aber während Jahren aufgebläht. Auch wäre diese Politik in einer Phase steigenden Inflationsdrucks mit dem Preisstabilitätsmandat nicht vereinbar. Die hohen Anleihebestände der Zentralbanken spiegeln sich ja in einem hohen Bestand an Überschussreserven im Bankensystem (Sachverständigenrat 2012). Zudem kann bei qualitativ minderwertigen Papieren ein Konkurs des Schuldners mit entsprechenden Verlusten für die Notenbanken nicht ausgeschlossen werden.

- Zweitens sind die Zinseffekte der Ausstiegsmaßnahmen schwierig abschätzbar. Die Geschichte zeigt, dass ein Zinsauftrieb oft rascher und heftiger abläuft als von den Märkten erwartet. Schon bei den ersten Anzeichen einer Zinswende können die Anleiherenditen kräftig anziehen; die Marktteilnehmer antizipieren dann oft eine rasche Abfolge von Leitzinserhöhungen. Der Kurssturz auf den Obligationenmärkten nach einer unerwarteten Leitzinserhöhung der Federal Reserve im Jahre 1994 bietet Anschauungsunterricht. Diese Ungewissheit mag dazu führen, dass die Zentralbanken aus Angst vor einem zu starken Anstieg der Marktzinsen und vor Turbulenzen auf den Obligationenmärkten zu vorsichtig bzw. zu spät agieren. Umgekehrt besteht bei zu starker und zu rascher Abschöpfung von Liquidität das Risiko, dass die Banken ihre Kreditvergabe einschränken und damit das Wirtschaftswachstum abwürgen. Dann tauchen plötzlich Ängste vor einem Konjunkturunbruch wieder auf. Entsprechend wird dann der Ruf nach einer erneuten Lockerung der geldpolitischen Zügel und einer Verschiebung des Ausstiegs aus der ultraexpansiven Geldpolitik laut.

Die Frage nach den Auswirkungen höherer Zinsen stellt sich besonders in der Euro-Zone. Hier klaffen die Wachstumsperspektiven, die Lage auf den Arbeitsmärkten, die Leistungsbilanzsaldi, die Verschuldungsniveaus, der Kapitalbedarf der einzelnen Staaten und der Restrukturierungsbedarf in der Finanzwirtschaft weit auseinander. Diesen Unterschieden kann die Geldpolitik der EZB nicht Rechnung tragen. Sie legt ihren Leitzins für den ganzen Währungsraum fest. Neue Spannungen im Euro-Raum sind in einer Periode steigender Zinsen quasi programmiert. Die Währungsunion wird also im Rampenlicht bleiben.

- Drittens besteht Ungewissheit über das benötigte Ausmass an Liquiditätsabschöpfung (Wyplosz 2013). Die Zentralbanken müssen bei ihren Entscheidungen die Liquiditätspräferenz der Banken berücksichtigen. Diese ist nach der Finanzkrise aus Vorsichtsüberlegungen und wegen regulatorischer Vorschriften gestiegen. Wie hoch der Liquiditätsbedarf sein wird, lässt sich nicht im Voraus bestimmen. Er muss in einem flexiblen Anpassungsprozess eruiert werden. Eine Fehleinschätzung der Liquiditätspräferenz kann erhebliche Folgen für die Geldversorgung haben und Inflationspotenzial schaffen. In der Schweiz wurde eine entsprechende Erfahrung gemacht. Bei der Einführung neuer Liquiditätsvorschriften im Jahre 1988 wurde der Liquiditätsbedarf der



Banken überschätzt. Das führte in den folgenden Jahren zu hohen Teuerungsraten und einem Immobilienboom.

- Viertens herrscht Unklarheit über die Auswirkungen auf das Wachstum und die Währungen vor allem dann, wenn der Ausstieg im Alleingang vorgenommen wird, eine Zentralbank also den andern mit der Straffung der geldpolitischen Zügel vorangeht. Dann kann der damit verbundene Zinsanstieg zu Kapitalzuflüssen in den entsprechenden Währungsraum führen und die betreffende Währung unter erheblichen Aufwertungsdruck setzen. Dieses Risiko werden die einzelnen Zentralbanken ungern eingehen (Taylor 2013). Das spricht an sich für einen international koordinierten Ausstieg.

Dieser wird allerdings aus vier Gründen weder leicht noch problemlos zu bewerkstelligen sein. Die Ausgangslage in den einzelnen Ländern beziehungsweise Regionen ist unterschiedlich. So müssen die Problemländer der Euro-Zone im Interesse ihrer Wettbewerbsfähigkeit Preise, Löhne und andere Kosten senken. Das kann bedeuten, dass die EZB länger als andere Zentralbanken an der faktischen Nullzinspolitik festhalten muss. Ferner sind die Zentralbankmandate nicht identisch, die ultraexpansive Geldpolitik setzt auf unterschiedliche Instrumente, und der Erfolgsausweis internationaler Zusammenarbeit war häufig unbefriedigend. Deshalb muss damit gerechnet werden, dass der Ausstieg unkoordiniert erfolgen und von heftigen Marktturbulenzen begleitet sein wird.

- Fünftens verlangt die «guidance» der Marktteilnehmer durch die Zentralbanken kommunikatives Geschick. Die Märkte benötigen Orientierungshilfen und Klarheit über die beabsichtigten geldpolitischen Schritte. So wird beispielsweise die amerikanische Zentralbank vor der Herausforderung stehen, bei einer deutlichen Beschleunigung des Wirtschaftswachstums die Abkehr von der ultraexpansiven Geldpolitik zu begründen, wenn die Arbeitslosenquote, ein nachhinkender Konjunkturindikator, nur langsam fällt und die Inflationserwartungen noch gut verankert scheinen. Mit ihrer bisherigen Kommunikation suggerierte die Federal Reserve bekanntlich eine starke, sich über einen längeren Zeitraum erstreckende Ausrichtung ihrer Politik auf die Arbeitslosenquote. Bei unzureichender Kommunikation und wenn die Märkte auf dem falschen Fuss erwischt werden, muss mit panikartigen Reaktionen der Finanzmärkte gerechnet werden.
- Gleiches gälte bei widersprüchlichen Aussagen von Zentralbankexperten und offen ausgetragenem Dissens zwischen Noteninstituten beziehungsweise zwischen Zentralbanken und Regierungen. Aber auch die Unfähigkeit der Regierungen, Budget- und Strukturprobleme an der Wurzel anzupacken, könnte zu Marktturbulenzen führen. Auslöser könnten eine Verschärfung der Budgetkrise in den Vereinigten Staaten von Amerika oder eine unerwartet starke Verschlechterung von Verschuldungsindikatoren in der Euro-Zone sein. Die Vorausset-

zungen für einen reibungslosen Ausstieg würden sich verschlechtern. Eine in ihrer Unabhängigkeit bedrohte Zentralbank wäre in einer solchen Auseinandersetzung eine geschwächte Kontrahentin.

## 5.2\_ Politische Machbarkeit

Der Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik führt zwangsläufig zu höheren Zinsen und damit Kursverlusten bei festverzinslichen Papieren, aber auch zu Rückschlägen auf den anderen Anlagemärkten. Das wird nach vielen Jahren extrem tiefer Zinsen grosse politische Widerstände seitens einer Vielzahl von Interessengruppen, darunter nicht zuletzt die Staaten mit ihren drückenden Schuldenlasten, wecken. Die sozialen Spannungen und die hohe Arbeitslosigkeit in den Problemländern verschaffen diesen Stimmen zusätzliches Gehör. Diese Gruppen rechnen mit einem Erfolg ihrer Intervention, weil sich einige Zentralbanken nachgiebig zeigten und wiederholt von ihren Prinzipien abwichen. Wegen des breit gefächerten Widerstands wächst die «Versuchung», den Ausstieg nicht über eine generelle Verschärfung der monetären Konditionen, sondern über differenzierte Regulierungen bei spezifischen Ungleichgewichten zu schaffen (vgl. die Eigenkapitalunterlage für Hypotheken in der Schweiz). Man betreibt mit administrativen Massnahmen Schadensbegrenzung und setzt Instrumente ein, deren Auswirkungen man nicht kennt. Damit steigt die Gefahr, dass die Marktkräfte ausgehebelt werden und Strukturpolitik betrieben wird.

Die Erwartungen an die Zentralbanken sind ins Unermessliche gestiegen. Ihnen wird heute zugemutet, alle Probleme fast im Alleingang zu lösen. Weil sie das nicht können, werden Enttäuschungen und Glaubwürdigkeitsprobleme unausweichlich sein. Schon heute werden die Mandate der Zentralbanken und sogar ihre Rolle in der Geldordnung wieder intensiv und kontrovers diskutiert, nachdem darüber lange Zeit relativ grosse Einigkeit geherrscht hatte.

Hinter diesem Disput steckt nicht zuletzt die Frage, wohin der Ausstieg aus der ultraexpansiven Politik führen soll. In die alte Welt vor der Finanzmarktkrise? In die noch ältere Welt des Goldstandards? In eine neue Welt? Ein einfaches Zurück zum Status quo ante ist nicht ratsam. Die Jahre vor der Finanzkrise waren keine ideale Welt, die asymmetrische Geldpolitik war kein nachhaltiges Erfolgsrezept, im Gegenteil: Auch die Bank der Zentralbanken, die BIZ, anerkennt, dass die Geldpolitik wesentlich zur Finanzkrise beigetragen hatte (Borio 2011). Im folgenden Abschnitt werden einige der mehr oder weniger radikalen Reformvorschläge diskutiert und beurteilt.

Nach vielen Jahren extrem tiefer Zinsen werden dem Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik grosse politische Widerstände im Wege stehen.

# 6\_Zentralbanken im Erwartungsstrudel

## 6.1\_ Allgemeines

Mit ihren massiven geldpolitischen Eingriffen haben die Notenbanken in der Finanz- und Staatsschuldenkrise Feuerwehraufgaben übernommen, die die Grenzen zwischen der Geld- und der staatlichen Finanzpolitik verwischt haben. Gleichzeitig sind damit neue Erwartungen in die Möglichkeiten der Geldpolitik geweckt worden. Dadurch rückte die Sicherung der Preisstabilität als bisherige Hauptaufgabe der Geldpolitik zwangsläufig in den Hintergrund. Zudem sind die Notenbanken wegen des Versagens der Politik immer stärker unter Handlungszwang geraten.

«Our views of central banks have changed every generation or so for centuries», schrieb unlängst der bekannte Chicago-Ökonom John H. Cochrane (Cochrane 2012). Stehen wir heute angesichts der grossen Herausforderungen der Geldpolitik wieder vor einer geldpolitischen Wende wie vor 40 Jahren mit der «monetaristischen Gegenrevolution»? Dieser Eindruck kommt jedenfalls auf, wenn man sich die geldpolitischen Massnahmen der Federal Reserve, der Bank of England, aber auch der EZB vor Augen führt. Deren Mandat scheint keine Grenzen mehr zu kennen. Die Geldpolitik wird als Stabilisierungsinstrument der Güter-, Arbeits- und Finanzmärkte betrachtet und entsprechend grosszügig eingesetzt. Die Notenbanken sind nicht mehr nur «lenders of last resort» für Banken, sondern auch Kreditgeber der letzten Instanz für Staaten. Und nach dem «Konzept der optimalen Inflation» wird eine Teuerung von 4-5% als nicht schädlich angesehen.

Unter dem Einfluss der aktuellen geldpolitischen Hektik ist ein neues Element hinzu gekommen. Lange Zeit war der klassische Notenbanker gleichsam ein unabhängiger Techniker, der mit wenigen Werkzeugen dafür sorgte, dass die Wirtschaft dank Preisstabilität möglichst störungsfrei funktionierte. Der heutige Zentralbanker ist dagegen zu einem Geldstrategen geworden, der auf alle wirtschaftlichen Verwerfungen eine Antwort hat. Symptomatisch dafür ist etwa die Aussage von Mario Draghi, dem Chef der EZB: «Wir halten im 360-Grad Winkel nach unkonventionellen Massnahmen Ausschau, die die Probleme wirklich lösen» (Draghi 2013).

Vor diesem Hintergrund stellen sich einige grundsätzliche geldpolitische Fragen. Soll erstens das bestehende geldpolitische Mandat, dessen Zielgrösse die Preisstabilität unter Berücksichtigung der Konjunktur ist, zwar grundsätzlich beibehalten, aber mit erweitertem oder neuem Instrumentarium befolgt werden? Der Fächer der in Diskussion stehenden Vorschläge ist breit. Er reicht von einem erweiterten Inflationsziel (grössere

Mit ihren massiven geldpolitischen Eingriffen haben die Notenbanken in der Finanz- und Staatsschuldenkrise Feuerwehraufgaben übernommen, die die Grenzen zwischen der Geld- und der staatlichen Finanzpolitik verwischt haben.

Bandbreite und Inflationstoleranz, Verlängerung des Prognosehorizonts) über die Steuerung der Zinsstrukturkurve oder der Wechselkurse bis zu einer Geldpolitik, die sich an Zielgrößen für das nominale BIP orientiert, um simultan Preisniveau- und Output-Stabilität anzustreben. Zweitens geht es um die Frage, ob es über die Gewährleistung der Preisstabilität hinausgehende weitere gesamtwirtschaftliche Ziele braucht. Gedacht wird dabei etwa an die Gleichgewichtung von Wachstums-, Beschäftigungs- und Wechselkurszielen, an die Gewährleistung der Finanzmarktstabilität unter Einschluss der Bankenaufsicht sowie an zusätzliche makroprudenzielle Instrumente. Schliesslich stellt sich drittens die Frage, ob es angesichts der zahlreichen Verwerfungen nicht eine völlig neue Geldordnung braucht. Vorschläge wie die Vollgeldtheorie, staatliches Warengeld anstelle von staatlichem Schuldgeld oder die Privatisierung des Geldwesens über den Wettbewerb im Sinne von F.A. Hayek liegen zum Teil schon seit längerem auf dem Tisch. Im Folgenden soll kurz auf die wichtigsten Fragen eingegangen werden.

## 6.2\_ Erweitertes Inflationsziel oder grössere Inflationstoleranz

Die Neuseeländische Notenbank war 1990 die erste Zentralbank, die sich auf ein Inflationsziel festgelegt hat. Auf diese Weise sollte die Inflation von damals über 7% allmählich reduziert werden. Dieses Modell haben in der Folge zahlreiche weitere Notenbanken übernommen und klare Zielwerte für die Inflationsrate veröffentlicht. Seither gilt etwa für die SNB oder die EZB die Regel, dass eine Inflation unter 2% (aber über 0%) mit Preisstabilität vereinbar ist. Die Bank of England setzt das von der Regierung festgelegte Inflationsziel von 2% operativ um, während die Federal Reserve bislang kein ausdrücklich beziffertes Inflationsziel kennt. Der grosse Vorteil eines Inflationsziels ist, dass damit die Inflationserwartungen stabil gehalten werden können. Das hat sich in vielen Ländern, vor allem auch in Entwicklungs- und Schwellenländern, positiv auf das Wachstum ausgewirkt (Mishkin und Schmidt-Hebbel 2012).

Der grosse Vorteil eines Inflationsziels ist, dass damit die Inflationserwartungen stabil gehalten werden können.

Der starre Blick auf die Inflationsrate, so die Kritik, habe die Notenbanken blind gemacht für gefährliche Entwicklungen auf den Finanzmärkten (Buhse 2013). Vor allem sei der Entstehung von Blasen auf den Vermögensmärkten nicht genügend Aufmerksamkeit geschenkt worden, weil die Inflationsraten im vorgegebenen Rahmen geblieben seien. Dies wird damit erklärt, dass die neu geschaffene Liquidität zunächst in Anlageklassen wie Immobilien, Rohstoffe und Aktien fliesse und erst spät in den Verbraucherpreisen sichtbar werde (Belke 2010). Die Rufe nach einer höheren Inflationstoleranz oder sogar nach einer Abkehr von der Inflationssteuerung haben deshalb zugenommen. So hat selbst der Chefökonom des IMF, Olivier Blanchard, angeregt, die Notenbanken sollten sich höhere Inflationsziele setzen, anstelle des weit verbreiteten 2% Ziels lieber 4%, um mehr Puffer zur Deflation zu haben (Blanchard 2010).

Ob damit bereits das Ende der Ära der Inflationssteuerung gekommen ist, lässt sich wohl noch nicht sagen. Denn die positiven Wirkungen der Inflationssteuerung sind nicht so einfach zu ignorieren. Sie sollten deshalb nicht leichtfertig preisgegeben werden. Eine dauerhaft höhere Inflation würde unweigerlich auch dauerhaft höhere volkswirtschaftliche Kosten in Form von Preisverzerrungen und Fehlallokation von Ressourcen nach sich ziehen. Hinzu kommt die Gefahr, dass die Inflationserwartungen der Wirtschaftsakteure (Investoren, Haushalte) rasch aus dem Ruder laufen können. Deshalb wurde der Vorschlag von Blanchard von den Präsidenten der Deutschen Bundesbank und der SNB harsch als «äusserst unglücklich, wenn nicht sogar fahrlässig und schädlich» kritisiert (Weber und Hildebrand 2010). Die Rufe nach einer höheren Inflationstoleranz laufen letztlich auf die Einschleusung fiskalischer Ziele in die Geldpolitik hinaus, geht doch damit faktisch eine reale Schuldenentlastung einher. Das alles spricht dafür, Vorschläge, die in diese Richtung weisen, kritisch und zurückhaltend zu begegnen.

Anpassungen sind jedoch möglich. Diese sollten allerdings eher in Richtung eines längeren Zeithorizonts für die Einhaltung eines Inflationsziels als in Richtung einer Aufweichung gehen. Gemäss dem Geldtheoretiker Michael Woodford von der Columbia University sollte die Inflation im Durchschnitt von 10 Jahren nicht höher als 2% sein, was den Notenbanken mehr Freiheit zur Bekämpfung von Blasen gäbe (Woodford 2011). Dies entspricht im Grunde genommen dem geldpolitischen Konzept der SNB im Sinne der Preisstabilität als längerfristige Verpflichtung, im Gegensatz etwa zu kurzfristigen Inflationszielen, wie sie zum Beispiel der Bank of England vorgegeben werden. Keine Lösung ist die Ausrichtung der Geldpolitik an der sogenannten «Kernteurung», das heisst der Inflationsrate unter Ausklammerung volatiler Preise wie Energie, Nahrungsmittel und Rohstoffe. Nicht nur ist das Konzept willkürlich, es lässt sich auch gegenüber der Öffentlichkeit nicht gut kommunizieren. Im Prinzip ist die Kerninflation eine Verniedlichung der tatsächlichen Inflationsrate (Stark 2012).

Eine weitere Anpassung drängt sich auf, um die heutige asymmetrische Geldpolitik zu korrigieren. Bis heute huldigen die Notenbanken dem Grundsatz, «that monetary policy should not lean against a bubble that is building up, but to intervene after a bubble has burst» (Weidmann 2011). Es wäre aber im Rahmen einer breiteren, indikatorengestützten Geldpolitik sinnvoll, relevanten Finanzmarktdaten, die auf das Entstehen von Blasen hindeuten, bei der geldpolitischen Entscheidungsfindung mehr Gewicht zu geben. Auf diese Weise wäre es möglich, die Geldpolitik über den finanziellen Zyklus hinweg symmetrischer umzusetzen. Zwar dürfte es kaum je gelingen, Blasen und Finanzmarktkrisen völlig zu verhindern, aber bereits die Erweiterung des geldpolitischen Horizonts könnte hilfreich sein. Allerdings bräuchten dann die Notenbanken vermutlich auch zusätzliche makroprudenzielle Instrumente wie Beleihungsüber-

Die Rufe nach einer höheren Inflationstoleranz laufen letztlich auf die Einschleusung fiskalischer Ziele in die Geldpolitik hinaus, geht doch damit faktisch eine reale Schuldenentlastung einher.

grenzen, Verschuldungsquoten und sektorale Risikogewichte, um Verwerfungen und Fehlentwicklungen an den Finanzmärkten rechtzeitig zu begegnen (Deutsche Bundesbank 2013a). Die Ausstattung der Notenbanken mit derartigen Instrumenten darf allerdings nicht dazu führen, dass mit dem Zins als Hauptinstrument zu lax umgegangen wird.

### 6.3\_Geldpolitik und Bankenaufsicht

Diese Frage steht zurzeit vor allem in der Eurozone im Zusammenhang mit der Bankenunion zur Debatte. Konkret sollte diese zwei Säulen umfassen: die einheitliche Aufsicht und einen einheitlichen Abwicklungs- und Restrukturierungsmechanismus. Grundsätzlich stehen sich dabei zwei wissenschaftliche Denkschulen gegenüber. Die eine möchte die EZB möglichst weit von der Bankenaufsicht ansiedeln, weil deren Entscheidungen vor allem in Krisensituationen von Banken fiskalische Auswirkungen nach sich ziehen, und zwar unabhängig davon, ob eine Bank gerettet oder abgewickelt wird. Daraus ergeben sich notwendigerweise Überschneidungen zwischen Geld- und Finanzmarktstabilität, was zu gravierenden Interessenkonflikten innerhalb der EZB führen kann. Grundsätzlich gehören das «lending of last resort» als unbestrittene Zentralbankaufgabe und Restrukturierungshilfen für gefährdete oder insolvente Banken als den Zentralbanken grundsätzlich fremde Aufgaben nicht unter das gleiche Dach. Deshalb sollten solche Entscheide vom Standpunkt der demokratischen Rechenschaftspflicht der Politik, d.h. der Bankenaufsicht, überlassen werden. Für diese ordnungspolitisch begründete Haltung hat sich vor allem die Deutsche Bundesbank stark gemacht.

Die andere, mehr praktisch orientierte Schule möchte sowohl die EZB als auch eine neue zentralisierte Restrukturierungsbehörde mit der Bankenaufsicht beauftragen. Beide Partner sollten das Recht erhalten, eine Restrukturierung oder Abwicklung auszulösen. «Granting the ECB the right to initiate the process would also motivate the Restructuring Authority to act, as it would certainly prefer to keep the initiative» (Brunnermeier und Gersbach 2012). Die Unabhängigkeit der EZB wäre in Gefahr, wenn diese die Abwicklung einer Bank nicht auslösen könnte. Denn sie übt diese Rolle faktisch schon heute aus, weil keine Bank in Schwierigkeiten ohne die Liquiditätshilfe der EZB überleben könnte.

Am 13./14. Dezember 2012 hat sich der Europäische Rat grundsätzlich dafür entschieden, die EZB mit der Bankenaufsicht zu betrauen. Wie diese in der Praxis umgesetzt werden soll, vor allem wie die Aufsichtsfunktion und das geldpolitische Mandat innerhalb der EZB getrennt werden sollen, ist allerdings noch unklar. So hält die Deutsche Bundesbank zu den Ratsentscheiden lapidar fest, dass «eine konsequente Trennung von Geldpolitik und Bankenaufsicht unter dem derzeitigen europäischen Primärrecht nicht möglich ist» (Deutsche Bundesbank 2013b).

Für die Schweiz ist die Frage des Zusammenwirkens zwischen Geldpolitik und Bankenaufsicht nicht derart brisant wie in der EU, aber Handlungsbedarf besteht gleichwohl. Die heutige Arbeitsteilung zwischen der FINMA und der SNB ist alles andere als ideal (Bischofberger und Walser 2013). Deshalb drängt sich anstelle der diffusen Zusammenarbeit eine klare Arbeitsteilung dahingehend auf, dass die FINMA für die mikroprudenzielle und die SNB ausschliesslich für die makroprudenzielle Aufsicht zuständig ist. Die makroprudenzielle Politik hat zum Ziel, das Entstehen von systemischen Risiken über die Zeit zu verhindern. Dies kann nicht allein mit der traditionellen Zinspolitik bewerkstelligt werden, weshalb die SNB wohl zusätzliche Instrumente (z.B. antizyklische Kapitalpuffer, Kredit-/Kreditwachstumsgrenzen, Grenzen für Fremdwährungspositionen, Festlegung unterschiedlicher Risikogewichte) braucht. Diffuse Entscheidungsprozesse, wie sie sich kürzlich bei der Einführung des antizyklischen Kapitalpuffers offenbart haben, wo die SNB dafür und die FINMA dagegen war, sind unter dem Aspekt der Glaubwürdigkeit alles andere als optimal. Dazu gehört auch, dass der Bundesrat nicht in den Entscheidungsprozess der SNB eingebunden ist und sich seine Rolle in der Bankenaufsicht auf die Kontrolle der FINMA beschränkt.

Für die Schweiz ist die Frage des Zusammenwirkens zwischen Geldpolitik und Bankenaufsicht nicht derart brisant wie in der EU, aber Handlungsbedarf besteht gleichwohl.

#### 6.4\_ Steuerung der Zinsstrukturkurve oder des Wechselkurses

In normalen Zeiten steuert die SNB den Dreimonats-Libor mittels Offentmarktoperationen (Repo-Geschäfte), d.h. dem An- und Verkauf von kurzfristigen Wertpapieren. Seit der Festlegung des Franken-Mindestkurses steuert die SNB die monetären Bedingungen allerdings nicht mehr über diese Geschäfte, so dass sie auch keine Rolle mehr spielen. Unabhängig von der gegenwärtigen Ausnahmesituation ist bei diesen Geschäften nicht immer und zum vornherein klar, ob und wie die Zinsimpulse der Notenbank im geldpolitischen Transmissionsprozess von den Banken weitergegeben werden und zu den Kreditnehmern gelangen. Die längerfristigen Zinsen kann die Notenbank ohnehin nur indirekt über die Inflationserwartung steuern, wenn man dabei überhaupt noch von «steuern» sprechen kann. Denn die langfristigen Zinsen werden auch noch von anderen Bestimmungsfaktoren beeinflusst, die der Kontrolle der Notenbank entzogen sind. Deshalb ist die Steuerung der Zinsstrukturkurve bisher auch nie explizit als ein Hauptziel der Geldpolitik angesehen worden. Ob die japanische Notenbank, die mit den massiven Anleihekäufen auch die Laufzeit der von ihr erworbenen Wertpapiere von bisher unter drei Jahren auf neu sieben Jahre ausdehnt, eine neue Ära einleitet, wird die Zukunft zeigen.

Für die Schweiz als kleine, offene Volkswirtschaft ist die Verfolgung eines Wechselkurszieles nichts Neues. Sie ist seit dem Zusammenbruch des Festkurssystems von Bretton-Woods im Jahr 1973 immer wieder vor der Frage gestanden, wie die Stabilisierung der Wirtschaft am besten angestrebt werden soll: über die Inflations- oder die Wechselkurssteuerung?

Avenir Suisse hat verschiedene Male festgehalten, dass sie den Anfang September 2011 festgelegten Mindestkurs von 1.20 Franken gegenüber dem Euro unter den gegenwärtigen welt- und finanzwirtschaftlichen Perspektiven für richtig hält. Die bisherigen Erfahrungen haben die modelltheoretischen Arbeiten von Krugman allerdings nicht bestätigt, wonach allein die glaubwürdige Ankündigung eines Wechselkursziels wechselkursstabilisierend wirkt (Krugman 1991). Die SNB war gezwungen, den Mindestkurs durch massive Devisenkäufe zu verteidigen.

Betrachtet man die Entwicklung seit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen in den siebziger Jahren, kommt man zum Schluss, dass sich die Ausrichtung der Geldpolitik an der Preisniveaustabilität bewährt hat. Deshalb ist auch die Frage des Ausstiegs aus der derzeitigen expansiven Geldpolitik zentral, da eine andauernde Niedrigzinspolitik zu einer strukturellen Fehlallokation mit gravierenden volkswirtschaftlichen Folgen führt. Weil sich aber die aussenwirtschaftlichen Rahmenbedingungen im Zeitablauf immer wieder ändern können, muss die Nationalbank die geldpolitische Freiheit haben, das für die Schweiz jeweils beste Wechselkursregime zu wählen. Vieles spricht dabei dafür, ein Wechselkursziel gegenüber einer wichtigen Währung und nicht gegenüber einem Währungskorb festzulegen. Nicht nur ist dies währungstechnisch einfacher, sondern es lässt sich auch glaubwürdiger kommunizieren. Allerdings darf in diesem Zusammenhang nicht ausser Acht gelassen werden, dass eine einzelne Währung wie z.B. der Euro am Devisenmarkt immer wieder in Turbulenzen geraten kann und damit die eigene Währung mitzieht.

Betrachtet man die Entwicklung seit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen in den siebziger Jahren, kommt man zum Schluss, dass sich die Ausrichtung der Geldpolitik an der Preisniveaustabilität bewährt hat.

## 6.5\_ Nominales BIP als geldpolitische Zielgrösse (Nominal GDP Targeting)

Die Orientierung der Geldpolitik am nominalen BIP ist keine neue Idee. Sie wurde bereits in den achtziger Jahren von amerikanischen Ökonomen in die Diskussion geworfen, geriet dann aber wieder in Vergessenheit. Wieder ans Tageslicht befördert hat sie der designierte neue Gouverneur der Bank of England, Mark Carney, mit einer provokativen Rede. Danach soll die Notenbank die Konjunktur beleben, indem sie Angst vor der Inflation erzeugt. Konkret würde die Notenbank eine Zielgrösse für das Niveau beziehungsweise das Wachstum des nominalen BIP bestimmen. Da sich das nominale BIP aus dem realen BIP und dem Preisniveau ergibt, verschafft das Konzept der Notenbank einen viel grösseren Handlungsspielraum als bei einer Fixierung auf die Preisstabilität. Mit einer nominalen Wachstumsrate von z.B. 5% ist im Extremfall sowohl ein reales Wachstum von 5% bei Nullteuerung als auch eine Inflationsrate von 5% bei Nullwachstum vereinbar (Braunberger 2012).

Wenn sich die Geldpolitik auf die Kombination dieser Ziele als Niveaugrössen – und nicht mehr als Veränderungsgrössen wie heute – einlässt, wird sie pfadabhängig und erhält zudem einen inflationären Bias (Herz 2013).



Nehmen etwa Preisniveau und Output schwächer als angestrebt zu, wird eine expansive Geldpolitik in der Öffentlichkeit kaum auf Widerstand stossen; im umgekehrten Fall dürfte eine restriktive Geldpolitik viel schwieriger umzusetzen sein. Auf die aktuelle Lage von Grossbritannien oder der Eurozone mit nur bescheidenem realem Wachstum bezogen, liefe dies faktisch auf die Ankündigung eines höheren Inflationsziels durch die betreffenden Notenbanken hinaus. Unter den heutigen Voraussetzungen dient der Vorschlag des Nominal GDP Targeting lediglich als Feigenblatt für eine höhere Inflationstoleranz.

Es ist nicht auszuschliessen, dass über die «Inflationsfurcht» der Konjunktur kurzfristig positive Impulse verliehen werden können. Diese Effekte sind aber vermutlich nur vorübergehend. Die längerfristigen Schwierigkeiten dieses geldpolitischen Ansatzes, der einer Feinsteuerung der Wirtschaft gleich kommt, dürften jedoch erheblich sein. Zum einen würde die Verankerung der Inflationserwartung gelockert. Zum andern würden die Notenbanken ihre über die Jahre aufgebaute Reputation als Hüter der Preisstabilität aufs Spiel setzen. Die Stabilitätsorientierung der Notenbanken ist – zusammen mit deren institutioneller Unabhängigkeit – jedoch die Voraussetzung für das Funktionieren des heutigen staatlichen Papiergeldsystems.

Deshalb dürfen Notenbanken keinen Zweifel an ihrer Stabilitätspolitik aufkommen lassen. Wie die Reputation einer Zentralbank im Zeitablauf erodieren kann und wie spekulativ verzerrte Preise und fehlgeleitetes Kapital in hohen Inflationsraten enden können, zeigen zahlreiche empirische und theoretische Arbeiten (Bianchi und Melosi 2012). Die Überforderung der Geldpolitik ist schon heute eine ernst zu nehmende Gefahr; auf ein Spiel mit der Inflationserwartung sollte sie sich nicht einlassen. «Wer mit der Inflation flirtet, wird von ihr gefressen» (Otmar Emminger). Man muss sich deshalb bewusst sein, dass das «Nominal GDP Targeting» ein riskantes Abenteuer darstellt, weil das geldpolitische Regime nicht einfach nach Massgabe der Konjunkturzyklen gesteuert werden kann. Die geldpolitische Vorhersehbarkeit würde darunter leiden, was zusätzliche Unsicherheiten in die Finanzmärkte brächte. Letztlich würde auch das Vertrauen in die Geldpolitik leiden, und die Glaubwürdigkeit der Notenbanken würde unterminiert.

Unter den heutigen Voraussetzungen dient der Vorschlag des Nominal GDP Targeting lediglich als Feigenblatt für eine höhere Inflationstoleranz.

## 6.6\_ Preis-, Beschäftigungs- und Wachstumsziele als gleichgewichtete geldpolitische Ziele

Wie weiter oben erwähnt, nennt der geltende Federal Reserve Act die Gleichgewichtung der Preis-, Beschäftigungs- und Wachstumsziele explizit. Dieses Phänomen erklärt sich aus der Geschichte der amerikanischen Notenbank und dem damaligen Zeitgeist (1977/78), als den Zentralbanken noch ein breites, aber im Endeffekt unverbindliches Bündel von Zielen vorgegeben wurde, sowie aus der Tatsache, dass die amerikanische Volkswirtschaft im Vergleich zu den europäischen viel weniger offen ist.

Im Dezember 2012 vollzog die Federal Reserve eine fundamentale Kehrtwende, indem sie die Abkehr von der faktischen Nullzinspolitik direkt an die Entwicklung der Arbeitslosenquote gekoppelt hat (vgl. Abschnitt 2). Den wissenschaftlichen Input soll u.a. Michael Woodford geliefert haben (Rasch 2013).

Ebenso dezidiert fiel jedoch auch die Kritik seiner nicht minder berühmten Kollegen aus. Nach Feldstein wird es für die Öffentlichkeit schwierig sein «to understand what the Fed is trying to do, and even technical experts will be unable to anticipate when and by how much the Fed will change the federal-funds rate. The outlook for monetary policy is further confused by the Fed's comment that the new unemployment and inflation guideposts apply only to the fed-funds rate and not to the Fed's purchases of Treasury bonds and mortgage-backed securities» (Feldstein 2013). Und John Taylor befürchtet, die Federal Reserve «is imposing an interest-rate ceiling on the longer-term market by saying it will keep the short rate unusually low». Dadurch würden «the classic signaling and incentive effects of the price system» unterdrückt (Taylor 2013). Das geldpolitische Experiment der Federal Reserve gleiche der ungesicherten Überquerung der Niagarafälle auf einem Drahtseil. Der Erfolg könne berauschend sein, doch der Absturz wäre verheerend (Makin 2013). Allan Meltzer behauptet, die Politik der Federal Reserve wiederhole den Fehler, der zur grossen Inflation der siebziger Jahre geführt habe (Meltzer 2013).

Die Euro-Zone steht möglicherweise vor einer ähnlichen Entwicklung. Nach dem früheren Chefökonom der Deutschen Bank, Thomas Mayer, sei im Zuge der Euro-Krise hinter dem Rücken der Bürger ein Schattenstaat entstanden, zusammengehalten von einem Bündel zwischenstaatlicher Verträge, mit dem Europäischen Rat als Schattenregierung und einer veränderten EZB als Zentralbank (Mayer 2013). Dabei sei diese nicht nur für die Preisstabilität verantwortlich, sondern als Bankenregulierer auch für die Finanzstabilität und, als Kreditgeber der letzten Instanz für Staaten, auch für die Stabilität der Staatsfinanzen. Und bei schwacher Wirtschaft komme als vierte Aufgabe noch das Wachstum hinzu.

Die geldpolitischen Experimente der Federal Reserve und der EZB zeigen mit aller Deutlichkeit den heute auf den Notenbanken lastenden Druck, sich um Aufgaben wie Wachstum, Beschäftigung und Finanzstabilität zu kümmern, obwohl es der Politik obliegen würde, günstige Rahmenbedingungen für Wachstum und Beschäftigung zu schaffen. Eine Rückkehr in die Zeit diffuser, mit mehreren Zielen befrachteter Zentralbankmandate ist deshalb abzulehnen.

Eine Rückkehr in die Zeit diffuser, mit mehreren Zielen befrachteter Zentralbankmandate ist abzulehnen.

## 6.7\_Braucht es eine neue Geldordnung?

Da sich die Notenbanken mit ihren diversen Formen der quantitativen Lockerungen immer noch in einem experimentellen Modus befinden, überrascht es nicht, dass der Ruf nach alternativen Geldordnungen wieder lauter erschallt. Ins Spiel gebracht werden dabei etwa die Vollgeld-

theorie, die Privatisierung des Geldwesens und das «narrow banking». Es handelt sich dabei nicht um neue Vorschläge; sie kommen und gehen je nach dem Zustand der monetären Verfassung der Länder. Sie haben sich aber bis jetzt nirgendwo durchgesetzt.

Während der Grossen Depression am Anfang der dreissiger Jahre regte Henry Simons, Professor an der University of Chicago (deshalb auch Chicago-Plan), an, die Geld- und Kreditfunktion des Bankensystems vollständig zu trennen, weil er die überbordende Kreditfähigkeit für den Wirtschaftsabsturz verantwortlich machte. Die Idee dahinter ist, dass Banken für ihre Einlagen 100% liquide staatliche Aktiva (Kasse) halten müssen, um die Geldschöpfung ex nihilo über die Kreditfähigkeit zu unterbinden. Neue Bankkredite wären nur noch möglich «through earnings that have been retained in the form of government-issued money, or through the borrowing of existing government-issued money from non-banks...» (Benes und Kumhof 2012).

Die Vorteile des Chicago-Plans, der auch von Irving Fisher stark propagiert wurde, wären: 1) Bessere Kontrolle des Kreditzyklus wegen des Verbots der Giralgeldschöpfung, 2) Verhinderung von Runs auf die Banken, 3) kostenlose Geldausgabe nur durch den Staat, 4) Reduktion von staatlichen und privaten Schulden. Im Rahmen einer IMF-Studie konnten diese Vorteile mittels eines allgemeinen dynamisch-stochastischen Gleichgewichtsmodells (DSGE-model) für die USA bestätigt werden (Benes und Kumhof 2013). Ob dieses positive Analyseergebnis den Auftakt für eine vertiefte Auseinandersetzung mit der Vollgeldtheorie oder dem Chicago-Plan bildet, bleibt abzuwarten.

In eine teilweise ähnliche Richtung wie die Vollgeldtheorie weist die Idee des «narrow banking». Gemäss dieser Denkrichtung müssen die Banken zwischen der Aktiv- und Passivseite stets eine völlige Fristenkongruenz einhalten. Dies würde die Kreditfähigkeit der Banken wesentlich einschränken. Es überrascht deshalb nicht, dass diese Idee im Rahmen der laufenden Diskussion um eine effizientere Bankenregulierung wieder einen starken Auftrieb erhalten hat (Kotlikoff 2010). Für die Schweiz hat das frühere Mitglied des Direktoriums der SNB, Niklaus Blattner, vorgeschlagen, die Postbank als «narrow bank» auszugestalten. Damit hätten die Bankkunden nicht nur die Wahl zwischen zwei Banktypen. Es würde gleichzeitig auch das Bankensystem insgesamt gestärkt.

Die Privatisierung des Geldsystems forderte F.A. Hayek in seinem 1976 erschienenen Buch «The Denationalization of Money», um dem Staat das aus seiner Sicht verhängnisvolle Geldmonopol zu entreissen. Hayek verfasste seine Schrift in einer Periode beschleunigter Geldentwertung. Er war davon überzeugt, dass das staatliche Monopol der Geldschaffung die Bereitstellung kaufkraftstabilen Geldes verhindere. Abhilfe schaffen könne einzig der Wettbewerb zwischen Währungen, die auch von privaten Emittenten angeboten werden können. Emittenten, die die Stabilität der Kaufkraft nicht bieten könnten, verlören ihre Geschäftsgrundlage und

müssten dem Druck der Konkurrenz weichen. Die Zentralbanken als Anbieter staatlichen Geldes könnten Mitbewerber sein. Sie müssten aber damit rechnen, bei ungenügendem Leistungsausweis aus dem Markt gedrängt zu werden.

Ideengeschichtlich befindet sich Hayek in der Nachbarschaft zur Schule des «Free Banking» des 19. Jahrhunderts, wonach die Noten emittierenden Banken miteinander im Wettbewerb stehen sollten. Weil keine Behörde zum vornherein wissen könne, welches die optimale Geldmenge sei, bestehe stets die Gefahr, dass der Staat zu viel Geld schaffe. Mit der Ausweitung der Geldmenge gehe sodann auch ein Geldwertschwund und eine Umverteilung von Gläubigern zu Schuldnern einher.

Falls die Notenbanken einen auf Grund der ultraexpansiven Geldpolitik entstehenden Teuerungsauftrieb zulassen oder zu spät bekämpfen, könnten diese Reformvorschläge wieder Auftrieb erhalten, obwohl sie in der geldtheoretischen Literatur mehrheitlich auf grosse Skepsis stossen und bisher auch nirgends umgesetzt worden sind. Mit einem 100%-Reservesystem zur Ausschaltung der Giralgeldschöpfung des privaten Bankensystems gemäss Chicago-Plan würde das Monopol des Staates in der Geldschöpfung zementiert, obwohl der Staat in der Geldgeschichte der grösste Inflationsverursacher war. Der Teufel würde sozusagen mit dem Beelzebub ausgetrieben.

Ein System privater und konkurrierender Währungen im Sinne von Hayek baut nach Baltensperger auf der Illusion auf, monetäre Stabilität liesse sich durch einen Wundermechanismus herbeizaubern (Baltensperger 2013). Monetäre Stabilität ist letztlich aber immer Ausdruck gesellschaftlicher Verantwortung – gleichgültig, welches monetäre System unterstellt wird. Nur wenn dieses Bewusstsein in der Bevölkerung verankert ist und die institutionellen Voraussetzungen gegeben sind (unabhängige und zur Preisstabilität verpflichtete Notenbanken), besteht Aussicht auf monetäre Stabilität. Das erfordert rastlose und anspruchsvolle Aufklärung und Wissensvermittlung, die nicht durch den Währungswettbewerb vermieden oder umgangen werden kann.

## 6.8\_ Vorläufiges Fazit

Die Notenbanken haben sich durch ihre unkonventionellen Massnahmen selbst unter einen grossen Erwartungsdruck gesetzt. Auch wenn sie dadurch wohl entscheidend mitgeholfen haben, den Kollaps der Finanzmärkte zu verhindern und die Weltwirtschaft vorläufig zu stabilisieren, dürfen die mittel- und längerfristigen Auswirkungen dieser Politik nicht auf die leichte Schulter genommen werden. Die Erfahrung lehrt nämlich, dass durch die beherzte Reaktion auf eine Krise häufig die Saat für die nächste gesät wird. Denn die Politik neigt dazu, sich allzu stark auf die künftige Vermeidung des gerade erlebten Krisentypus zu konzentrieren und bereitet damit die nächsten Verwerfungen vor.

Falls die Notenbanken einen auf Grund der ultraexpansiven Geldpolitik entstehenden Teuerungsauftrieb zulassen oder zu spät bekämpfen, könnten Reformvorschläge für eine neue Geldordnung (Chicago-Plan, «narrow banking», Währungswettbewerb gemäss Hayek) wieder Auftrieb erhalten.

Die Notenbanken haben sich durch ihre unkonventionellen Massnahmen selbst unter einen grossen Erwartungsdruck gesetzt.

In diesem Zusammenhang hat eine unter Experten aufgekommene Debatte an Bedeutung gewonnen. Es geht um die Frage, ob das während der Finanzkrise geschaffene unkonventionelle Instrumentarium der Zentralbanken in ihren konventionellen Werkzeugkasten überführt werden soll. Die Überlegung geht dahin, dass bei wirtschaftlichen Schocks negative nominale Leitzinsen zur Stimulierung der Nachfrage nötig wären, aber von den Zentralbanken nicht geliefert werden können. Dieses Dilemma ist als «zero-lower-bound-problem» bekannt (Mishkin 2013). Es kann auch in Zukunft wieder auftreten. Deshalb bleibt die quantitative Lockerung, die als Offenmarktpolitik seit langem verfügbar ist, ein sinnvolles geldpolitisches Instrument.

Selbstverständlich müssen die Zentralbanken ihre Instrumente nach bestem Wissen und Gewissen und in operationeller Freiheit einsetzen. Wenn sie aber den Eindruck erwecken, das Aussergewöhnliche würde nun zur neuen Normalität, vermitteln sie falsche Anreize. Wenn die Finanzmärkte davon überzeugt sind, dass die Notenbanken bei grösseren Spannungen, denen im Interesse der Dramatisierung gerne das Etikett «Krise» angeheftet wird, wieder massiv in die Marktmechanismen eingreifen, werden sie höhere Risiken eingehen. Zudem verzögern sie den Strukturwandel. Verwerfungen und «schöpferische Zerstörung» gehören nämlich zur Marktwirtschaft. Wenn die Regierungen damit rechnen können, dass Zentralbanken auf den Sekundärmärkten für Staatsanleihen intervenieren und deren Risikoprämien drücken, wird ihre Budgetdisziplin untergraben. Die Politiker werden darauf drängen, dass die Noteninstitute von diesem erweiterten Instrumentarium Gebrauch machen. Daraus resultiert die Gefahr, dass der asymmetrische Grundton der Zentralbankpolitik tendenziell erhalten bleibt. Der Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik sollte darum ohne Wenn und Aber erfolgen und der Öffentlichkeit entsprechend klar kommuniziert werden.

Das gilt umso mehr, als sich die Welt mit der anhaltenden faktischen Nullzinspolitik gleichsam in einem riskanten ökonomischen Experiment befindet (Pickert 2013). Erfahrungen mit einer solchen Politik hat Japan gemacht, und diese sind alles andere als ermutigend. In einem Kapitalismus, in dem Geld nichts kostet, findet weder eine schöpferische Zerstörung noch eine Erneuerung statt. Das «Zombie-Lending» hat nach Caballero dazu geführt, dass Japan in Rezession und Stagnation verharret (Caballero 2012).

William White, der frühere Chefökonom der BIZ, hat schon vor Ausbruch der Krise eindringlich vor der expansiven Geldpolitik der Federal Reserve nach dem Platzen der New Economy-Blase gewarnt – nur blieb seine Stimme ungehört. In einem neuen Diskussionspapier skizziert er die möglichen Folgen einer ultralockeren Geldpolitik in stilisierter Form wie folgt: sie schafft Fehlinvestitionen in der Realwirtschaft, bedroht die Gesundheit von Banken, stört die Funktionsweise der Finanzmärkte, begrenzt das «unabhängige» Streben nach Preisstabilität, verleitet die

Regierungen zu unvorsichtigem Verhalten und verteilt Einkommen und Vermögen von Gläubigern zu Schuldern um. White warnt deshalb eindringlich vor dem Irrglauben, niedrige Zinsen seien ein «free lunch» (White 2012).

In dem Masse, wie sich die Zentralbanken in die Rolle des Krisenmanagers begeben, steht auch ihre Unabhängigkeit von der Politik zur Disposition. Diesen Status haben sie erst in der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts errungen, nach bitteren Erfahrungen damit, wie sie von der Politik für die Finanzierung von Konjunkturprogrammen, sozialen Wohltaten oder Kriegen missbraucht wurden. Heute scheint die Geldpolitik wieder vor einer Wegscheide zu stehen. Die eine Richtung führt zurück zu den zentralen Aufgaben der Sicherung der Preisniveaustabilität unter Berücksichtigung der Konjunktur. Die andere «kreative, innovative Geldpolitik», zu der etwa die Chefin des IMF, Christine Lagarde, aufruft, geht von der Vorstellung aus, Märkte, Mächte und Menschen liessen sich mit dem Werkzeugkasten der Zentralbanken steuern.

In dem Masse, wie sich die Zentralbanken in die Rolle des Krisenmanagers begeben, steht auch ihre Unabhängigkeit von der Politik zur Disposition.

## 7\_ Die besondere Situation der SNB

Die SNB gehörte nicht zu den Vorreitern der unkonventionellen Geldpolitik. Sie hat die heute geltende Untergrenze des Frankens gegenüber dem Euro von 1.20 am 6. September 2011 zu einem Zeitpunkt festgelegt, als es am Devisenmarkt zu wirtschaftsbedrohenden Übertreibungen kam. Vorausgegangen waren massive Liquiditätsausweitungen am Frankenmarkt, ohne dass der durch die fundamentalen Faktoren nicht zu begründende Aufwertungsdruck gebremst werden konnte. Gemessen an der Kaufkraftparität ist der Franken selbst bei der nun fixierten Untergrenze sowohl gegenüber dem Euro als auch gegenüber dem Dollar immer noch überbewertet. In diesem Zusammenhang muss man sich allerdings stets bewusst sein, dass in einem flexiblen Wechselkurssystem Abweichungen von +/- 10% vom «fairen» Wert einer Währung nichts Ungewöhnliches sind.

Für die SNB sind Wechselkursziele keine neue Erfahrung. Bereits 1978 erfolgte ein erfolgreicher Wechsel von einem Geldmengen- zu einem Wechselkursziel. Solche Wechselkursziele implizieren weder eine feste Anbindung des Frankens an eine andere Währung, d.h. die Preisgabe der eigenständigen Geldpolitik, noch sind sie in Stein gemeisselt.

In diesem Zusammenhang sollte sich die Schweiz auch von ausländischen Vorwürfen, sie betreibe mit ihrem Mindestkurs «Währungsmanipulation», nicht irre machen lassen. Erstens führte die SNB diesen nicht ein, um einen Ertragsbilanzüberschuss zu erwirtschaften, sondern um eine extreme Frankenaufwertung mit gravierenden deflationären und restriktiven Auswirkungen für die Schweizer Wirtschaft zu verhindern.

Die SNB gehörte nicht zu den Vorreitern der unkonventionellen Geldpolitik.

Die Schweiz sollte sich von ausländischen Vorwürfen, sie betreibe mit ihrem Mindestkurs «Währungsmanipulation», nicht irre machen lassen.

Zweitens war die Reaktion der SNB die Antwort auf eine zum Teil fragwürdige Geld- und Finanzpolitik besonders der USA und der EU. Drittens sticht auch das von den USA gern kolportierte Argument nicht, sie hätten wegen der Währungsmanipulationen der Schweiz und anderer Länder ein grösseres Handelsbilanzdefizit (Peterson Institute of International Economics 2012), ist doch der Zusammenhang zwischen Wechselkursen und Handelsflüssen heute längst nicht mehr so eng wie in der Frühphase flexibler Wechselkurse behauptet. Es kommt hinzu, dass die Ertragsbilanz der Schweiz kaum auf Wechselkursveränderungen reagiert, weil – im Unterschied zu den meisten anderen Ländern – der Warenhandel für ihre Zusammensetzung nur eine geringe Rolle spielt. Viel wichtiger sind die Einkommen aus Finanzdienstleistungen, Rohstoff-Transithandel und Erträgen aus dem Auslandvermögen (Jordan 2013).

Ebenso falsch ist der im Ausland oft gehörte Vorwurf, die Schweiz sei der grösste Hedgefond Europas. Auch wenn die SNB angesichts ihres grossen Bestandes an Währungsreserven von aussen gesehen wie ein normaler grosser Investor aussieht, greift die reine Anlagelogik doch zu kurz. Denn die SNB kann – im Unterschied zu den übrigen Investoren – ihr Frankenrisiko auf den Währungsmärkten nicht absichern, weil dies der aktuellen Geldpolitik direkt zuwider laufen würde (Jordan 2013).

Unabhängig davon ist es aber wichtig, dass sich die SNB über den Ausstieg aus der aktuellen Wechselkurspolitik Gedanken macht, wozu auch dieses Diskussionspapier einen Beitrag leisten will. Sie steht dabei vor einer doppelten Herausforderung: Sie muss sowohl aus der Politik des ultrabilligen Geldes wie auch aus der temporären Untergrenze des Frankens gegenüber dem Euro aussteigen. Grundsätzlich muss dabei die geschaffene Liquidität so absorbiert werden, dass weder die Finanzmärkte noch die Wirtschaft durcheinander gebracht werden. Dafür stehen der SNB neben einem umfangreichen Radarsystem (wie in Abschnitt 4 gezeigt) zahlreiche weitere Instrumente zur Verfügung. Wie die SNB diese Werkzeuge einsetzt, muss sie selbst entscheiden. Dabei stellen sich allerdings knifflige Fragen:

- Wie lange soll die heutige Untergrenze beibehalten werden?
- Gefährdet ein allzu langes Festhalten den Ausstieg, weil sich der «faire» Wert des Euro gegenüber dem Franken wegen der höheren Inflation im Euro-Raum mit der Zeit dem Mindestkurs annähert?
- Soll deshalb die Untergrenze auf einen Schlag preisgegeben werden, oder soll die Anpassung mittels einer allmählichen Anpassung des Mindestkurses auf Grund der Entwicklung der Kaufkraftparitäten («crawling peg») erfolgen?
- Muss die SNB die Zinsen länger tief halten als die EZB, um den Franken nicht wieder einem Aufwertungsdruck auszusetzen?
- Ist ein Ausstieg der SNB im Alleingang wegen der anhaltenden internationalen Ungleichgewichte überhaupt möglich? Oder braucht es dafür eine konzertierte Aktion der wichtigsten Notenbanken?

- Kann das Finanzsystem einen raschen Zinsanstieg verkraften, zumal das Hypothekarkreditvolumen in der Schweiz markant zugenommen hat?
- Braucht es zum Ausstieg weitere makroprudenzielle Instrumente, weil die traditionelle Zinspolitik nicht genügt?
- Auf welche Indikatoren stützt sich die SNB bei der Steuerung des Ausstiegs?
- Wie viel Kursverluste kann oder will die SNB beim Abbau der Währungsreserven mit Blick auf das Eigenkapital hinnehmen?

Grundsätzlich kann man sich verschiedene Ausstiegsszenarien vorstellen. Das einfachste Szenario wäre ohne Zweifel, wenn sich der «faire» Wert des Frankens auf Grund der Inflationsdifferenz zur Euro-Zone allmählich der Wechselkursuntergrenze von 1.20 Franken je Euro annäherte. Diese könnte dann von der SNB gleichsam stillschweigend aufgegeben werden. Je nachdem, von welchem «fairen» Wert des Franken zum Euro ausgegangen und welche Inflationsdifferenz zur Euro-Zone unterstellt wird, könnte sich dieses Ausstiegsszenario in die Länge ziehen. Zurzeit weist der Inflationstrend in der Euro-Zone nach unten, und der Prozess der internen Abwertung über Preissenkungen zur Wiedererlangung der Wettbewerbsfähigkeit in den peripheren Mitgliedsländern dürfte noch anhalten. Deshalb erscheint die Gefahr, dass Teile der Euro-Zone in den Sog einer deflationären Dynamik geraten könnten, eher grösser, als dass eine inflationäre Entwicklung rasch einsetzt.

Ein zweites Ausstiegsszenario ist denkbar, wenn sich das Wachstum von M3 auf Grund einer lebhafteren Kreditentwicklung im Inland beschleunigt. Bis Mitte 2012 hat die starke Ausdehnung der Notenbankgeldmenge (monetäre Basis) nicht massiv auf die breiteren Geldmengennaggregate durchgeschlagen, wie *Abbildung 18* veranschaulicht. Zwischen Juni 2012 und Juni 2013 nahm M3 allerdings um fast 10% und damit stärker als in den Vorjahren zu. Das ist bei einem Wachstum des nominalen BIP von rund 2% ein kräftiger Anstieg.

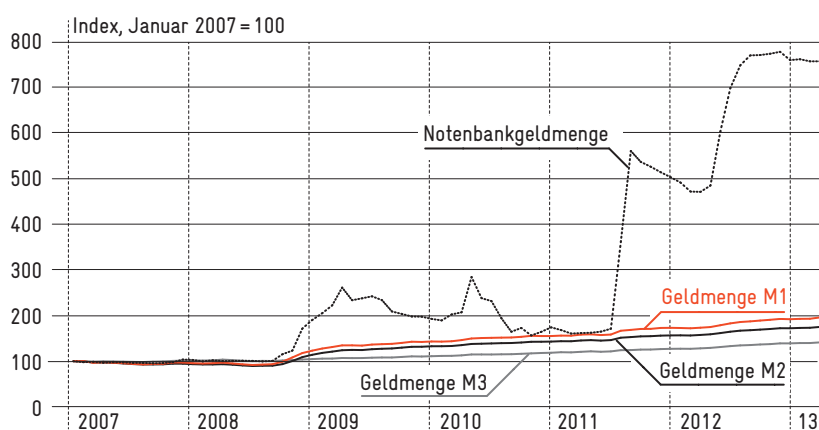
Eine rasche Beschleunigung der Geldumlaufgeschwindigkeit von M3 ist für die SNB unter normalen Umständen ein Warnsignal, auf das sie mit einer Anhebung der Leitzinsen reagieren müsste. Die Rückkehr zur traditionellen Zinspolitik auf dem Hintergrund einer positiven Wirtschaftsentwicklung wäre grundsätzlich eine «günstige» Ausstiegsoption. Der geldpolitische Entscheidungsprozess der SNB dürfte dabei allerdings auch durch die Situation im Euro-Raum beeinflusst werden.

Ein drittes Ausstiegsszenario steht im Zusammenhang mit einer möglichen Stabilisierung der Finanzmärkte in der Euro-Zone als Folge der Schaffung der Bankenunion und der Ankündigung möglicher weiterer Integrationschritte (Eurobonds) nach den deutschen Wahlen. Dies könnte sich positiv auf das allgemeine Wirtschaftsklima in Europa auswirken, auch wenn sich an der Notwendigkeit gesamtwirtschaftlicher Anpassungsprozesse in den Mitgliedsländern der Euro-Zone nicht viel ändern

Grundsätzlich kann man sich verschiedene Ausstiegsszenarien vorstellen.



Abbildung 18  
Entwicklung der monetären Aggregate



Quelle: SNB 2013

würde. Eine wirtschaftliche Aufhellung in Europa könnte zu einem Anstieg der Inflation führen, was es der EZB ermöglichte, eine Normalisierung bei den Zinsen einzuleiten. Im Zuge einer solchen Entwicklung könnte auch die SNB zinspolitisch nachziehen und mit dem Verkauf überschüssiger Devisenreserven beginnen.

Es verbleiben somit noch die eher ungünstigen Szenarios. In einem ersten gerät der Franken unter dem anhaltenden Druck und der Kritik des Auslandes an der schweizerischen Steuer- und Finanzgesetzgebung unter starken Abwertungsdruck, was der SNB den Ausstieg aus der Wechselkurspolitik erlauben würde. Diese Entwicklung wäre wohl für die Exportwirtschaft eine Zeitlang vorteilhaft, für die schweizerische Volkswirtschaft wegen der damit verbundenen inflationären Tendenzen insgesamt jedoch schädlich. Zudem besteht die Gefahr, dass die SNB in einem solchen Szenario geneigt sein könnte, die Probleme auszusitzen und auf bessere Zeiten zu hoffen.

In einem zweiten Worst-Case-Szenario spitzt sich die Euro-Krise weiter zu; das Auseinanderbrechen der Euro-Zone und der Austritt einzelner Länder wären möglich. Solange die SNB an der Wechselkursuntergrenze festhält, würde der Franken mit dem Euro hinunter gezogen. Gleichzeitig stiege das Inflationsrisiko in der Schweiz, ohne dass die SNB handeln könnte. Im schlimmsten Fall wäre sie gezwungen, die Wechselkursuntergrenze zum Euro aufzugeben und durch eine solche gegenüber dem Dollar oder einem Währungskorb zu ersetzen.

Wie die Zukunft aussehen wird, weiss niemand. Auch kann nicht angenommen werden, dass der Ausstieg genau nach den hier skizzierten Szenarios ablaufen wird. Diese sollen lediglich als Denkmodelle dienen, um sich etwas strukturierter mit dem Ausstieg zu befassen. Schliesslich darf nicht ausser Acht gelassen werden, dass der Handlungsspielraum der

Wie die Zukunft aussehen wird, weiss niemand. Auch kann nicht angenommen werden, dass der Ausstieg genau nach den skizzierten Szenarios ablaufen wird.

SNB durch die internationalen Zins- und Währungszusammenhänge begrenzt wird. Selbst wenn einige der unter Kapitel 4 aufgeführten Indikatoren aus Schweizer Sicht der SNB einen Ausstieg signalisieren, könnte ein ungünstiges internationales Umfeld diesen verhindern. Solange der SNB deshalb das Zinsinstrument verwehrt bleibt, ist nicht auszuschliessen, dass sie gezwungen sein könnte, vermehrt zu makroprudenziellen Instrumenten Zuflucht zu nehmen. Aus heutiger Sicht ist zu befürchten, dass die oben erwähnten «ungünstigen» Szenarios eine höhere Eintrittswahrscheinlichkeit haben als die «günstigen». Zusammengefasst spricht vieles dafür, dass die SNB weder einfach auf bessere Zeiten hoffen noch auf eine koordinierte Politik mit den wichtigsten Notenbanken (EZB, FED) zählen kann. Dafür dürfte die Interessenlage zu unterschiedlich sein. Die Möglichkeiten der SNB bleiben somit realistisch betrachtet sehr eingeschränkt. Umso wichtiger ist, dass sie wenigstens die kleinen Handlungsspielräume ausschöpft.

Der Ausstieg dürfte deshalb nicht nur experimenteller Natur sein, sondern auch von verschiedenen Unsicherheiten begleitet werden. Dem kann die SNB entgegenwirken, indem sie die geldpolitische Strategie, die gemäss geltendem Konzept immer noch auf der Preisstabilität, der mittelfristigen Inflationsprognose und der Steuerung des Dreimonats-Libor basiert, präzisiert und anpasst. Deshalb muss sie ein Konzept entwickeln, wie die Geldpolitik nach dem Ausstieg wieder über die Zinssteuerung umgesetzt werden kann. Ob dabei der Libor nach den bekannten Skandalen und dem damit verbundenen Verlust an Glaubwürdigkeit weiterhin als operatives Zwischenziel dienen kann, ist allerdings eine offene Frage. Mit einer solchen Kommunikation könnte die SNB ihre Pläne zum Ausstieg aus der überexpansiven Geldpolitik aufzeigen und die Märkte vorbereiten.

Schliesslich muss man sich in der Schweiz bewusst sein, dass es in einer kleinen, offenen und stabilitätsorientierten Volkswirtschaft immer wieder zu einem Konflikt zwischen der an der Preisstabilität orientierten Geldpolitik und dem Versuch, eine massive Überbewertung des Frankens zu verhindern, kommen kann. Wegleitend für die geldpolitische Strategie sollten deshalb ordnungspolitische Prinzipien sein:

1. Die Geldwertstabilität ist die Grundlage für eine funktionierende Marktwirtschaft und den allgemeinen Wohlstand.
2. Die Geldpolitik muss sich auf ihr Kerngeschäft, die Sicherung der Geldwertstabilität, konzentrieren und dabei unabhängig handeln.
3. Die Unabhängigkeit der SNB lässt sich nur mit einem begrenzten Mandat rechtfertigen. Dessen Erfüllung ist die Voraussetzung für die Glaubwürdigkeit der SNB.
4. Die geldpolitische Autonomie der SNB beinhaltet deshalb immer auch die Möglichkeit, Wechselkursziele festzulegen, wenn es die Umstände erfordern.

## 8\_Fazit

Mit ihren beispiellosen Interventionen während der heissen Phase der Finanzkrise bewahrten die Zentralbanken der Industriestaaten die Weltwirtschaft wohl vor dem Absturz in eine Depression. In der Folge hielten sie an der faktischen Nullzinspolitik und dem Einsatz unkonventioneller Instrumente fest, um das Wirtschaftswachstum zu befördern, die Finanzierungskosten für Unternehmen und Staaten zu dämpfen und die Kreditfähigkeit der Geschäftsbanken anzukurbeln. Sie weckten damit schwer erfüllbare Erwartungen. Die Wirtschaftsgeschichte zeigt nämlich, dass die Bewältigung der negativen Folgen einer Finanzkrise lange dauert, weil sie untrennbar mit einem wachstumsbremsenden Schuldenabbau verbunden ist. Wenn dieser Abbau hinausgezögert wird, werden die Anpassungsprobleme in die Zukunft verlagert. Die Strukturbereinigung im Finanzbereich wird auf die lange Bank geschoben, die Staaten verschulden sich wegen des billigen Geldes weiter, und auf den Anlagemärkten wird die Basis für neue Blasen gelegt. Mittelfristig steigt zudem das Inflationsrisiko. Schliesslich geraten die Zentralbanken in die Fänge der Fiskalpolitik, was ihre Unabhängigkeit gefährdet.

Deshalb rückt der Zeitpunkt für einen möglichst reibungslosen Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik näher. Relevante Indikatoren zeigen, dass die Gefahr eines Zusammenbruchs der Interbankenmärkte und einer wirtschaftlichen Depression gebannt ist. Die Märkte hatten während der Finanzkrise versagt, und das erforderte staatliches Eingreifen. Jetzt sollte sich der Staat wieder aus wesensfremden Tätigkeiten zurückziehen. Dazu gehören die Preisfindung auf den Kapitalmärkten und die Beurteilung und Übernahme von Kreditrisiken.

Der Ausstieg ist technisch machbar, aber nicht einfach. Politisch wird er umso schwieriger, je länger an der ultraexpansiven Politik festgehalten wird. Die Reaktion der Märkte auf eine mit der Redimensionierung der Zentralbankbilanzen verbundene Liquiditätsverknappung und auf Leitzinserhöhungen ist unvorhersehbar und kann zu Turbulenzen führen. Deshalb ist dem zeitlichen Ablauf der Ausstiegsmassnahmen grosse Beachtung zu schenken. Die Zentralbanken sollten sich an einem Ausstiegsplan orientieren, dabei aber flexibel auf die Marktreaktionen reagieren. Sie werden sich überlegen, ob sie mit der Anhebung der Leitzinsen gleichzeitig mit, vor oder nach der Abschöpfung von Überschussliquidität und dem Verkauf der erworbenen Wertpapiere beginnen sollen. Die Reaktion der Märkte dürfte umso gelassener ausfallen, je besser es den Noteninstituten gelingt, ihre Absichten klar zu kommunizieren.

Die Welt wird nach dem Ausstieg anders aussehen als die Welt vorher. Die Zentralbanken werden aus den während der Jahrzehnte der «Grossen Mässigung» gemachten Erfahrungen lernen. Diese Periode war nur in Bezug auf die Stabilität der Konsumentenpreise, nicht aber in Bezug auf

Der Zeitpunkt für einen möglichst reibungslosen Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik rückt näher.

die Geschehnisse auf den Finanzmärkten massvoll. Hier kam es in kurzen Abständen zu massiven Übertreibungen und darauf folgenden Kurs- und Konjunkturinbrüchen. Die Zentralbanken dürften deshalb die Anregungen der BIZ aufnehmen und eine weniger asymmetrische Geldpolitik betreiben, um Finanzmarktblasen entgegen zu wirken. Ferner werden sie vermehrt die traditionelle Zinspolitik mit makroprudenziellen Instrumenten ergänzen, um das Entstehen systemischer Risiken im Bankenbereich zu verhindern.

Bestrebungen, das Zentralbankmandat mit mehreren gleichgewichteten Zielen zu überfrachten, muss widerstanden werden. Das Ziel der Preisstabilität muss auch künftig den Kern der Notenbankpolitik bilden. Eine Überführung der unkonventionellen Massnahmen in das ordentliche Instrumentarium würde falsche Anreize setzen und der Geldpolitik eine tendenziell zu expansive Stossrichtung geben. Der Eindruck, die Zentralbanken könnten künftig als Handlanger der Fiskalpolitik missbraucht werden, muss unbedingt vermieden werden.

Der Eindruck, die Zentralbanken könnten künftig als Handlanger der Fiskalpolitik missbraucht werden, muss unbedingt vermieden werden.

## Literaturverzeichnis

- Baltensperger, Ernst (2013): Central Bank Independence in Times of Tranquility and Stress. Economics Conference OeNB, 10.-11. Juni.
- Bank für internationalen Zahlungsausgleich [BIZ] (2013): 83. Jahresbericht. Basel: Bank for International Settlements.
- Bean, Charlie (2012): Central banking in boom and slump. Rede an der JSG Wilson Lecture in Economics, University of Hall, 31. Oktober, Bank of England.
- Blanchard, Oliver; Dell'Ariccia, Giovanni und Mauro, Paolo (2010): Rethinking Macroeconomic Policy. IMF Position Note, 12. Februar, Washington DC: International Monetary Fund.
- Belke, Ansgar; Bordon, Ingo G. und Hendricks, Torben W. (2010): Monetary Policy, Global Liquidity and Commodity Price Dynamics. DIW Discussion Paper No. 971, Berlin: Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung.
- Belke, Ansgar und Verheyen, Florian (2013): Ökonomisches Neuland: negative Notenbankzinsen. Ökonomenstimme, 6. März.
- Benes, Jaromir und Kumhof, Michael (2012): The Chicago Plan Revisited. IMF Working Paper 12/202, Washington DC: International Monetary Fund.
- Bianchi, Francesco und Melosi, Leonardo (2012): Inflationary Sentiments and Monetary Policy Communication. Research Paper, Duke University/London Business School.
- Bischofberger, Alois und Walser, Rudolf (2013): Glaubwürdige Geldpolitik und stabiles Finanzsystem. In: Schwarz, Gerhard und Meister, Urs (2013): Ideen für die Schweiz – 44 Chancen, die Zukunft zu gewinnen. Zürich: Avenir Suisse und NZZ Libro.
- Boemle, Max und Gsell, Max (2002): Geld-, Bank- und Finanzmarkt-Lexikon der Schweiz. Zürich: Verlag SKV.
- Borio, Claudio und Disyatat, Piti (2009): Unconventional monetary policies: an appraisal. BIS Working Papers No 292, Basel: Bank for International Settlements.
- Borio, Claudio (2011): Central banking post-crisis: What compass for uncharted waters? BIS Working Papers No 353, Basel: Bank for International Settlements.
- Borio, Claudio (2012): The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt? BIS Working Papers No 395, Basel: Bank for International Settlements.
- Braunberger, Gerald (2012): Spiel mit Inflationserwartungen. Frankfurter Allgemeine Zeitung, 21. Dezember.
- Brockmeijer, Jan und Bayoumi, Tamim (2013): Unconventional monetary policies – recent experience and prospects – background paper. 18. April, Washington DC: International Monetary Fund.
- Brunnermeier, Markus K. und Gersbach, Hans (2012): True independence for ECB power – no more, no less. Gefunden unter: <http://www.voxeu.org/article/true-independence-ecb-triggering-power-no-more-no-less>.
- Buhse, Malte (2013): Gefährliche Blickverengung. Handelsblatt Wirtschafts- und Finanzzeitung, 4. März.
- Caballero, Ricardo: zitiert nach Plickert, Philip (2013): Geld zum Nulltarif. Frankfurter Allgemeine Zeitung, 25. März.
- Caruana, Jaime (2013): Global liquidity: where do we stand? Assessing global liquidity in a global framework. Rede an der Bank of Korea annual conference in Seoul, 4. Juli. Gefunden unter: <http://www.bis.org/speeches/sp130604.htm>.

- Cochrane, John H. (2012): The future of central banks. *The Wall Street Journal*, 1 September.
- Coeuré, Benoît (2013): Exit strategies: time to think about them. Rede an der 15th Geneva Conference on the World Economy, 3. Mai.
- Cukierman, Alex (1992): *Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence*. Cambridge (Mass): MIT Press.
- Deutsche Bank (DB) Research (2013): CDS-implizite Ausfallwahrscheinlichkeiten für Staaten. Gefunden unter: [http://www.dbresearch.de/servlet/reweb2.ReWEB?rwnode=DBR\\_INTERNET\\_DE-PROD\\$NAVIGATION&rwb-j=CDS\\_INFOTEXT\\_DE.calias&rwsite=DBR\\_INTERNET\\_DE-PROD](http://www.dbresearch.de/servlet/reweb2.ReWEB?rwnode=DBR_INTERNET_DE-PROD$NAVIGATION&rwb-j=CDS_INFOTEXT_DE.calias&rwsite=DBR_INTERNET_DE-PROD).
- Deutsche Bundesbank (2013a): Makroprudenzielle Überwachung in Deutschland: Grundlagen, Institutionen, Instrumente. Monatsbericht April 2013, S. 41-57.
- Deutsche Bundesbank (2013b): Zu den Beschlüssen des Ecofin-Rates und des Europäischen Rates vom 13./14. Dezember 2012. Monatsbericht Februar 2013, S. 66-69.
- Draghi, Mario: zitiert nach Steltzner, Holger (2012): Allmächtige EZB. *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 14. Dezember.
- Economist (2013): Six years of low interest rates in search of some growth. In: *The Economist: Korean roulette*. Volume 407, Nummer 8830, 6.-12. April.
- Emminger, Otmar: zitiert nach Weidmann, Jens (2012): «Ich stehe im Feuer». Interview mit der *Frankfurter Allgemeinen Zeitung*, 30. Dezember.
- European Central Bank (ECB) (2013): Internal Liquidity Management. Gefunden unter: [http://sdw.ecb.eu/quickview.do?node=SEARCHRESULTS&q=deposit+facility&SERIES\\_KEY=123.ILM.W.U2.C.L022.U2.EUR](http://sdw.ecb.eu/quickview.do?node=SEARCHRESULTS&q=deposit+facility&SERIES_KEY=123.ILM.W.U2.C.L022.U2.EUR).
- Feldstein, Martin (2013): The Fed's Dangerous Direction. *The Wall Street Journal Europe*, 04. Januar.
- Fujita, Kenji; Ishi, Kotaro und Stone, Mark (2010): *Exiting from Monetary Crisis Intervention Measures – Background Paper*. Washington DC: International Monetary Fund.
- Gnan, Ernest und Scharler, Johann (2009): Inflationserwartungen – ihre Bedeutung und Messung für die Geldpolitik. In: *Geldpolitik und Wirtschaft*, OeNB Q2/09, S. 43-73.
- Group of Twenty (2009): *Global Economic Prospects and Principles for Policy Exit. Meetings of G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors*, 6.-7. November, St. Andrews (UK): International Monetary Fund.
- Hannoun, Hervé (2012): Monetary policy in the crisis: testing the limits of monetary policy. 47th SEACEN Governors' Conference, 13.-14. Februar, Seoul: Bank for International Settlements.
- Hattori, Masazumi und von Peter, Goetz (2013): Neue Zuversicht an den Märkten dank anhaltender Unterstützung. In: *Bank for International Settlements (2013): BIZ-Quartalsbericht März 2013*. S. 1-16, Basel: Bank for International Settlements.
- Herz, Bernhard (2013): Eine Geldpolitik – (zu) viele Ziele. *Neue Zürcher Zeitung*, 20. Februar.
- Hofmann, Boris und Zhu, Feng (2013): Central bank asset purchases and inflation expectations. In: *Bank for International Settlements (BIS) (2013): BIS Quarterly Review March 2013*, S. 23-35, Basel: Bank for International Settlements.
- International Monetary Fund (IMF) (2013a): *Global Financial Stability Report: Old Risks, New Challenges*. World Economic and Financial Surveys, Washington DC: International Monetary Fund.
- International Monetary Fund (IMF) (2013b): *World Economic Outlook Database*. Gefunden unter: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/weodata/index.aspx>.

- Jordan, Thomas (2013): Starker Franken und hoher Ertragsbilanzüberschuss: ein Widerspruch? Referat vor dem Schweizerischen Institut für Auslandsforschung, 19. Februar, Zürich.
- Kotlikoff, Laurence (2012): Reparatur des Bankensystems dank Zweckbeschränkungen. *Neue Zürcher Zeitung*, 12. Dezember.
- Krugman, Paul (1991): Target Zones and Exchange Rate Dynamics. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106, Nr. 3, S. 669-682, Oxford University Press.
- Lagarde, Christine: zitiert nach Münchrath, Jens und Riecke, Torsten (2013): Die giftige Gabe. *Handelsblatt Wirtschafts- und Finanzzeitung*, 15. März.
- Llewellyn, David (2012): The Evolution of Bank Business Models: Pre- and Post-crisis. In: Llewellyn, David und Reid, Richard (2012): *Future Risks and Fragilities*. SUERF Studies 2012/3, S. 45-67, Wien: Larcier.
- Makin, John: zitiert nach Rasch, Michael (2013): Ungewissheit bei Bernankes Drahtseilakt. *Neue Zürcher Zeitung*, 3. Januar.
- Mayer, Thomas (2013): Das Schuldgeld – Wenn die Zentralbanken zu freigebig sind, kann das böse enden. *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 3. März.
- Meltzer, Allan (2013): On a Path to Crisis. Testimony, Subcommittee on Monetary Policy and Trade, Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, 5. März.
- Mishkin, Frederic S. und Schmidt-Hebbel, Klaus (2007): Does Inflation Targeting Matter? In: Mishkin, Frederic S. und Schmidt-Hebbel, Klaus (2007): *Monetary Policy under Inflation Targeting*. S. 291-372, Santiago: Central Bank of Chile.
- Mishkin, Frederic S. (2013): Exit to What? Rede an der 15th Geneva Conference on the World Economy. 3. Mai.
- Neumann, Manfred J.M. (2009): Internationale Finanzkrise: Konsequenzen für die Bankenregulierung und die Geldpolitik. Universität Bonn.
- Plickert, Philip (2013): Geld zum Nulltarif. *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 25. März.
- Rasch, Michael (2013): Bernankes Drahtseilakt mit ungewissem Ausgang. *Neue Zürcher Zeitung*, 03. Januar.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2009): *Die Zukunft nicht aufs Spiel setzen. Jahresgutachten 2009/10*. Wiesbaden: Statistisches Bundesamt.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2012): *Stabile Architektur für Europa – Handlungsbedarf im Inland. Jahresgutachten 2012/13*. Wiesbaden: Statistisches Bundesamt.
- Schweizerische Nationalbank (SNB) (2013): *Statistisches Monatsheft Mai 2013*. Gefunden unter: [http://www.snb.ch/de/i/about/stat/statpub/statmon/stats/statmon/statmon\\_B1](http://www.snb.ch/de/i/about/stat/statpub/statmon/stats/statmon/statmon_B1).
- Stark, Jürgen (2011): The global financial crisis and the role of central banking. Rede am Institute of Regulation & Risk in Hongkong, 12 April, Bank for International Settlements.
- Stark, Jürgen (2013): Das Ende der Unabhängigkeit. *Handelsblatt Wirtschafts- und Finanzzeitung*, 1. März.
- Taylor, John B. (2013a): Fed Policy is a Drag on the US Economy. *The Wall Street Journal Europe*, 30. Januar.
- Taylor, John B. (2013b): A Review of Recent Monetary Policy. Testimony before the Subcommittee on Monetary Policy and Trade, Committee on Financial Services U.S. House of Representatives, 5. März.
- Van Rixtel, Adrian und Gasperini, Gabriele (2013): Financial crises and bank funding: recent experience in the euro area. *BIS Working Papers No 406*, Basel: Bank for International Settlements.

- Van Rixtel, Adrian; Vause, Nicolas und Upper, Christian (2013): Wichtigste Erkenntnisse aus den internationalen BIZ-Statistiken. In: Bank for International Settlements (2013): BIZ-Quartalsbericht Juni 2013, Basel: Bank for International Settlements.
- Weber, Axel und Hildebrand, Philip (2010): The IMF's Inflation Illusion. The Wall Street Journal, 4. März.
- Weidmann, Jens (2013): Finanz- und Geldpolitik – eine zu enge Verbindung? Rede an der Ecole des Hautes Etudes Commerciales, Paris, 25. Februar, Deutsche Bundesbank.
- White, William R. (2009): Should Monetary Policy «Lean or Clean»? Globalization and Monetary Policy Institute, Working Paper No. 34, Federal Reserve Bank of Dallas.
- White, William R. (2012): Ultra Easy Monetary Policy and the Law of Unintended Consequences. Globalization and Monetary Policy Institute, Working Paper No. 126, Federal Reserve Bank of Dallas.
- Woodford, Michael, zitiert nach Buhse, Malte (2011): Gefährliche Blickverengung. Handelsblatt Wirtschafts- und Finanzzeitung, 4. März.
- Wyplosz, Charles (2013): Der Exit – die nächste grosse Sorge. Finanz und Wirtschaft, 7. März.
- Zurbrügg, Fritz (2013): Die Finanzkrise im sechsten Jahr: Ende in Sicht? Referat am Geldmarkt-Apéro Zürich, 21. März.





'avenir' suisse'

Giessereistrasse 5  
8005 Zürich

T: +41 44 445 90 00  
F: +41 44 445 90 01

[www.avenir-suisse.ch](http://www.avenir-suisse.ch)  
[info@avenir-suisse.ch](mailto:info@avenir-suisse.ch)