



Das Rätsel der Inflation

Geldpolitik Die Notenbanken fluten die Märkte weiter mit Liquidität. Warum die Inflation trotzdem niedrig bleibt.

ARMIN MÜLLER

Fed-Chef Ben Bernanke lässt «den Fuss auf dem Gaspedal» und hält «die Notenpresse am Laufen». Die Ankündigung der US-Notenbank Fed, ihre Anleihenkäufe in Höhe von monatlich 85 Milliarden Dollar bis auf weiteres nicht zu reduzieren, provoziert das Klischee vom Zentralbanker, der den heiss laufenden Motor nicht mehr drosseln kann.

Die meisten Fed-Beobachter wurden überrascht und die Finanzexperten auf dem falschen Fuss erwischt. Doch die Warner fühlten sich bestätigt. Die US-Notenbank werde immer wieder einen Grund finden, das Ende der geldpolitischen Lockerung hinauszuschieben, bis es irgendwann zu spät «und die Inflation nicht mehr zu bremsen ist», warnte die «Finanz und Wirtschaft». Die «NZZ» erinnerte an «die vergessene Gefahr» Inflation. «Wirtschaft, Märkte und Politik gewöhnen sich an die Droge des billigen Geldes», mahnt die Denkfabrik Avenir Suisse in ihrem Diskussionspapier «Zentralbanker als Zauberlehrlinge?».

Doch die «vergessene Gefahr» scheint immer weniger Leuten Angst zu machen. Der Goldpreis stieg nach der Fed-Mitteilung nur kurz an und gab danach gleich wieder nach. Nach fünf Jahren ohne Preisauftrieb geht es den Inflationswarnern ein wenig wie dem Schäfer in Äsops Fabel. Die Leute laufen nicht mehr, wenn laut «Inflation» gerufen wird.

Das hat die Welt noch nicht gesehen

Fed-Präsident Ben Bernanke, EZB-Chef Mario Draghi und ihre Kollegen

schaffen im Kampf gegen die Krise Geld wie noch nie in der Geschichte. Sie kaufen Staatsanleihen und andere Wertpapiere auf, um die Banken mit Liquidität zu versorgen. Das nennt sich unkonventionelle Geldpolitik oder quantitative Lockerung («quantitative easing»).

Die US-Fed vervierfachte ihre Bilanzsumme seit Ausbruch der Finanzkrise auf über 3700 Milliarden Dollar (siehe Grafik rechts). Ebenso vervierfacht hat ihre Bilanz die Schweizerische Nationalbank (SNB), indem sie die Euro-Untergrenze von 1.20 Franken mit unlimitierten Devisenkäufen verteidigte. Die Europäische Zentralbank (EZB) verdoppelte ihre Bilanz auf 2350 Milliarden Euro, und Draghi verspricht, bei Bedarf in unbegrenztem Umfang Staatsanleihen der bedrängten Euro-Peripheriestaaten aufzukaufen. Die Bank of Japan will unter ihrem neuen Vorsitzenden Haruhiko Kuroda die Notenbank-Geldmenge ebenfalls verdoppeln.

In dieser Grössenordnung hat das die Welt noch nicht gesehen. Bei den Ökonomen der sogenannten Österreichischen Schule und den Verfechtern einer Rückkehr zum Gold-Standard weckt die gegen-

«Geldpolitik bleibt mehr Kunst als Wissenschaft.»

William White
Berater der OECD

wärtige Geldschwemme Erinnerungen an die Hyperinflation in der Weimarer Republik oder in Simbabwe (siehe Artikel unten).

Das kann nicht gut gehen, denken viele. Je mehr Geld im Umlauf, desto höher die Inflation, wurde doch schon den Studienanfängern in Ökonomie beigebracht. Wenn die Geldmenge stark über das Wirtschaftswachstum hinaus ausgeweitet wird, ist Geldentwertung die unausweichliche Folge.

Entscheidend ist jedoch nicht die Notenbankgeldmenge, welche die Zentralbank durch das Drucken von Banknoten und den Kauf von Wertschriften steuert. Entscheidend ist, was die Geschäftsbanken daraus machen.

Sie schöpfen neues Geld, indem sie Kredite an ihre Kunden vergeben, zum Beispiel an einen Unternehmer. Sobald die Bank ihm das Geld auf dem Konto gutschreibt, wächst die im Wirtschaftssystem zirkulierende Geldmenge um die Höhe des Kredits. Wenn der Unternehmer damit eine Maschine kauft, überweist er das Geld auf das Bankkonto des Maschinenverkäufers. Die Bank kann damit einen weiteren Kredit finanzieren – und die Geldmenge steigt nochmals weiter.

Begrenzt wird die mehrfache Geldschöpfung nur durch die gesetzlichen Vorschriften über die Mindestreserven, welche die Banken bei der Notenbank halten müssen.

Vor der Finanzkrise führte eine Erhöhung der Notenbankgeldmenge in der Schweiz um 1 Franken zu einer Ausweitung von M3, der am weitesten gefassten Geldmenge im Publikum, um etwa 14 Franken. Seither ist dieser Geldmultiplikator von 14 auf noch gut 2 gefallen. In den USA hat sich der Geldmultiplikator seit



Krisenausbruch halbiert, beispielsweise fiel der Multiplikator für die eng gefasste Geldmenge M1 von 1,6 auf nur noch 0,8 (siehe Grafik rechts).

Mit dem Ankauf von Wertpapieren haben die Notenbanken den Geschäftsbanken gewaltige Überschussreserven bereitgestellt, die weit über die gesetzlichen Mindestreserven hinausgehen. Die mit Liquidität vollgepumpten Banken müssten dieses Geld nun ausleihen, über den Geldmultiplikator die Geldmenge ausweiten – und so die Inflation hochschieszen lassen.

Davon ist weit und breit nichts zu sehen. Im Gegenteil. Die Inflationsraten bewegen sich in den USA, in Europa und Japan auf historischen Tiefständen (siehe Grafiken unten und rechts). In der Schweiz sinkt das Preisniveau gar schon seit zwei Jahren. Laut Prognose der Nationalbank wird die Inflation nur langsam anziehen und erst 2016 wieder die 1-Prozentschwelle überschreiten. Bis 2 Prozent Inflation wird noch als Preisstabilität angesehen. «Für die Schweiz sind damit keine Inflationsrisiken erkennbar», meldete die SNB letzte Woche.

Das moderne Geldsystem hält sich offensichtlich nicht an das alte Lehrbuch. Die Kreditfähigkeit ist nicht durch die Reserven bei der Zentralbank begrenzt, sondern nur durch die Nachfrage der Kunden und die eigene Kapitalausstattung. Wer der Bank ein gewinnträchtiges Geschäft präsentiert, erhält Kredit. Die Bank leiht sich die dazu nötigen Reserven von anderen Banken oder direkt von der Zentralbank, indem sie zum Beispiel Staatsanleihen als Sicherheit hinterlegt. Kredite sind also nachfragegetrieben und nicht abhängig vom Angebot an Notenbankgeld.

Der Multiplikator ist kaputt

Die Folgen sieht man besonders gut in der Euro-Zone. Die Kreditnachfrage ist schwach, weil die Geschäftsaussichten schlecht sind und die Unternehmen lieber Schulden abbauen, als zusätzliche Risiken einzugehen. Und die Banken sind vorsichtig wegen ihrer dünnen Kapitaldecke und des hohen Anteils notleidender Kredite.

Wenn aber die Kreditnachfrage stockt und die Banken Kapitalprobleme haben, funktioniert die Geldschöpfung nicht. Der

Geldmultiplikator ist kaputt. Neuere Forschungen zeigen, dass er in Wirklichkeit schon länger nicht mehr richtig funktioniert. Schon seit den 1990er-Jahren lässt sich in den Industrieländern zwischen dem Wachstum der Geldmenge und der Preisentwicklung kaum mehr ein Zusammenhang erkennen. Nur für Länder mit sehr hohen Inflationsraten lässt sich noch ein Zusammenhang nachweisen.

Die Angst vor dem Geldmultiplikator ist unbegründet. Die riesigen Überschussreserven der Geschäftsbanken bei den Notenbanken wirken nicht inflationstreibend. Die Erfolge der Teuerungsbekämpfung in den letzten 30 Jahren prägen die Erwartungen der Marktteilnehmer, Globalisierung und technischer Fortschritt dämpfen die Lohnsteigerungen. In der Krise wollen Unternehmen und Haushalte Schulden abbauen und fragen nicht mehr Kredite nach. Die Unternehmen können die Preise nicht erhöhen und investieren weniger, weil überall Überkapazitäten existieren.

Der kaputte Geldmultiplikator bedeutet jedoch nicht, dass die Liquiditätsspritzen der Zentralbanken überflüssig waren. Als mit dem Ausbruch der Finanzkrise die Geschäftsbanken untereinander kein Geld mehr verliehen, mussten die Zentralbanken in die Bresche springen und die benötigte Liquidität zur Verfügung stellen. Ohne diese Notmassnahmen wäre die Kreditfähigkeit für die Realwirtschaft zusammengebrochen.

Die Notenbanker hatten aus der Depression der 1930er-Jahre gelernt. Die hohen Überschussreserven sind in den USA und in der Euro-Zone folglich ein Nebenprodukt der Massnahmen zur Stabilisierung des Geldsystems. In der Schweiz sind sie ein Nebenprodukt der Bekämpfung der Frankenstärke.

Erst wenn die Wirtschaft wieder in Fahrt kommt, die Unternehmen investieren und die Banken Kredite vergeben, kann sich mit der Zeit Inflationsdruck aufbauen. Sollten die Zentralbanken bis dahin die neu geschaffenen Reserven noch nicht wieder auf das Vorkrisenniveau zurückgefahren haben, können sie die Inflation auf verschiedenen Wegen bekämpfen: Über eine Erhöhung der Mindestreserven, höhere Zinsen auf den Reserven,

über die Emission von eigenen Schuldverschreibungen oder spezielle Rückkaufsvereinbarungen mit den Banken (Reverse Repo).

Die Überforderung des Radfahrers

Manche Experten zweifeln zwar am dazu nötigen politischen Willen oder an der Fähigkeit zum richtigen Timing. Aber die Zentralbanken haben die nötigen Instrumente, um die Inflation in Grenzen zu halten, sollte die Wirtschaft wieder anspringen.

Das heisst nicht, dass die aktuelle Geldpolitik unproblematisch wäre. Doch das Problem heisst nicht Inflationsgefahr. Es liegt vor allem in der Überforderung der Zentralbanken, für sämtliche Fehler und Probleme in Politik und Wirtschaft als Retter in der Not einspringen zu müssen.

William White, der schon als Chefökonom der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) als früher Warner vor der Finanzkrise aufgefallen war, mahnt deshalb davor, alle Übel durch Geldpolitik

heilen zu wollen. «Geldpolitik bleibt mehr Kunst als Wissenschaft und die Künstler bleiben allzu menschlich und fehlbar», sagt der heutige Berater der OECD.

Die Geldpolitik wird noch lange expansiv bleiben. Selbst die nun von Bernanke aufgeschobene Drosselung der Wertpapierkäufe hätte ja noch keine Straffung der Geldpolitik bedeutet, sondern lediglich eine Drosselung des Expansionstempos. Ernennet Präsident Barack Obama wie allgemein erwartet die bisherige Vizepräsidentin der Fed, Janet Yellen, zu Bernankes Nachfolgerin, wird sich am Kurs nichts ändern.

Der Princeton-Ökonom Markus Brunnermeier vergleicht die Zentralbank mit einem Radfahrer. Je langsamer die Wirtschaft fahre, desto schwieriger sei es, die Balance zu halten. Doch das Beispiel Japans, das mittlerweile über 20 Jahre zwischen Stagnation und Rezession pendelt, schreckt ab. In der grössten Krise seit der Grossen Depression sind die geldpolitischen Risiken nicht symmetrisch, wie Paul Sheard, Chefökonom von Standard & Poor's, feststellt. Es wäre für die Notenbanker viel gefährlicher, zu früh auf die Bremsen zu stehen, als zu lange Gas zu geben.

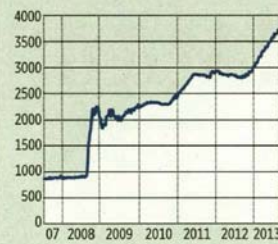


GELDPOLITIK

Vermisst wird: Inflation

Ultralockere Geldpolitik

Fed-Bilanzsumme (in Mrd. Dollar)

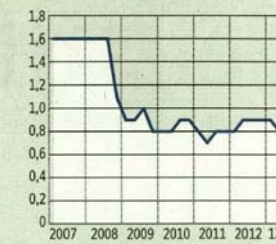


QUELLE: FED

Die US-Notenbank Fed hat ihre Bilanzsumme seit Ausbruch der Finanzkrise durch massive Käufe von Wertpapieren von 870 auf 3700 Milliarden Dollar vervierfacht.

Defekte Geldschöpfung

US-Geldschöpfungsmultiplikator

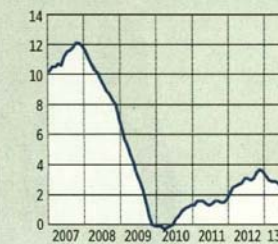


QUELLE: FED

Eine Ausweitung der Notenbankgeldmenge um 1 Dollar erhöht die Geldmenge nicht mehr um 1,6 Dollar, sondern nur noch um 80 Cent. Der Geldmultiplikator hat sich halbiert.

Weniger Wachstum

Wachstum der Euro-Geldmenge M3 (in %)

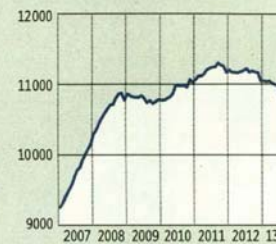


QUELLE: EZB

Trotz expansiver Geldpolitik der Europäischen Zentralbank ist das Wachstum der breit gefassten Geldmenge M3 seit Ausbruch der Krise völlig eingebrochen und beträgt noch 2,5 Prozent.

Weniger Kredite

Kredite an Nichtbanken (in Mrd. Euro)

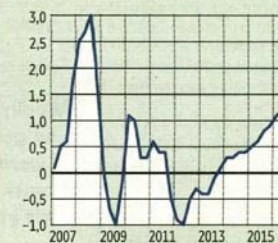


QUELLE: EZB

Die Kredite der Banken an Haushalte und Unternehmen in der Euro-Zone stocken. Seit zwei Jahren sind sie gar rückläufig. Die Euro-Zone steckt in der Rezession.

Stabile Preise

Inflationsrate Schweiz* (in Prozent)



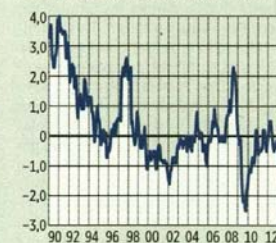
* AB 3. QUARTAL 2015 PROGNOSE DER SNB

QUELLE: SNB

Die Schweizerische Nationalbank hat die Notenbankgeldmenge versiebenfacht. Doch das Preisniveau sinkt. Die Preisstabilität ist auch bis 2016 nicht gefährdet.

Mehr Deflation als Inflation

Inflationsrate Japan seit 1990 (in Prozent)



QUELLE: FED

Trotz lockerer Geldpolitik bleibt die Inflation in Japan sehr tief. Der neue Notenbank-Chef hat nach Jahren der Deflation ein Ziel von 2 Prozent Inflation ausgegeben.