

## Das grosse geldpolitische Experiment birgt auch für die Anleger Gefahren

Durch die aggressive Versorgung der Wirtschaft mit Liquidität nach der Finanzkrise haben die Notenbanken Schaden abgewendet. Das Festhalten an der äusserst expansiven Geldpolitik ist jedoch nicht nur ungewöhnlich, sondern auch riskant.

Aymo Brunetti

09.01.2020, 06.00 Uhr



Die Bilanzsummen der amerikanischen Zentralbank Fed und der Europäischen Zentralbank (EZB) sind heute sechs- bzw. siebenmal, diejenige der Schweizerischen Nationalbank (SNB) neunmal so hoch wie im Jahr 2000.

Gaetan Bally / Keystone

Das wohl bekannteste Buch zur Geschichte von Finanzkrisen trägt den treffenden Titel «Dieses Mal ist alles anders». Er spielt darauf an, dass im

Vorfeld der meisten Finanzkrisen die Warnung vor offensichtlichen Ungleichgewichten oft mit dem Argument beiseitegewischt wurde, dass die alten Zusammenhänge wegen struktureller Veränderungen nicht mehr gälten. Vor diesem Hintergrund fällt es schwer, den historischen Ausnahmezustand, den wir seit einigen Jahren in der globalen Geldpolitik beobachten, entspannt zu sehen. Es ist natürlich schon möglich, dass wir heute diesbezüglich in einer in diesem Zusammenhang oft beschworenen «neuen Normalität» sind. Alleine, es fehlt meines Erachtens an wirklich überzeugenden Erklärungen, wieso eine derart aussergewöhnliche Geldschwemme gerade dieses Mal nicht schädlich sein sollte.

## **Es herrscht eine Liquiditätsflut**

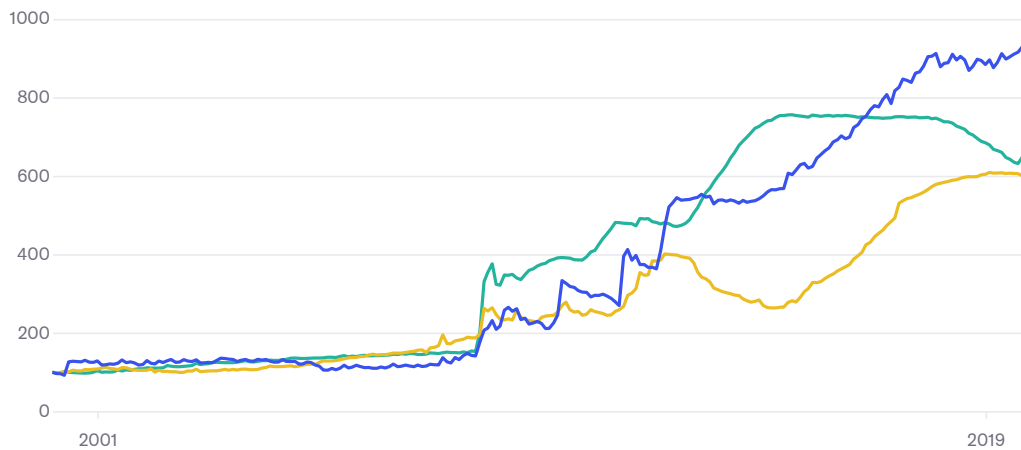
Das grosse geldpolitische Experiment begann mit dem Ausbruch der grossen Finanzkrise vor gut zehn Jahren. Wobei die erste Reaktion der Geldpolitik auf die Finanzkrise – aggressive Versorgung der Wirtschaft mit Liquidität – noch kein Experiment war, sondern die völlig adäquate und durch die historische Erfahrung motivierte Reaktion auf eine drohende zweite grosse Depression. Dabei wurden zunächst die kurzfristigen Zinsen rekordschnell auf Tiefstniveaus gesenkt, und als das nicht ausreichte, griff man zu unkonventionellen Massnahmen.

Diese bestanden vor allem darin, mit dem Kauf von längerfristigen Wertpapieren deren Kurs nach oben und damit die Langfristzinsen nach unten zu drücken. Wirklich in unerforschtes Territorium stiess man erst vor, als nach der wirtschaftlichen Erholung in den Folgejahren die Geldpolitik nicht etwa wieder normalisiert wurde. Vielmehr blieb sie – wegen der meines Erachtens übertriebenen Sorge, die Inflation sei zu tief – bis zum heutigen Tage sehr expansiv und wurde teilweise sogar noch expansiver.

## **Prozentual ist die Bilanz der SNB am stärksten gewachsen**

Indexiert, 31.1.2000 = 100

SNB    EZB    Fed



Quelle: Datastream

NZZ / msf.

Wie weit diese unkonventionellen Massnahmen gehen, sieht man an der Entwicklung der Bilanzen der Zentralbanken (vgl. erste Grafik). Ein Kauf von Wertpapieren durch eine Zentralbank verlängert deren Bilanz, weil er über neu geschaffenes und damit in Umlauf gesetztes Geld finanziert wird.

Die Abbildung macht klar, dass die Zentralbankbilanzen vor der Finanzkrise jahrelang relativ konstant waren, mit deren Ausbruch stark anzusteigen begannen und sich heute auf einem viel höheren Niveau befinden als noch unmittelbar nach dem Höhepunkt der Krise. Die Bilanzsummen der amerikanischen Zentralbank Fed und der Europäischen Zentralbank (EZB) sind heute sechs- bzw. siebenmal, diejenige der Schweizerischen Nationalbank (SNB) neunmal so hoch wie im Jahr 2000. Obwohl es seit der letzten Rezession gut zehn Jahre her ist und die Arbeitslosenquoten Tiefststände erreicht haben, sitzen wir auf einer rekordhohen Liquiditätsausstattung. Mit Blick auf die historische Erfahrung ist das wirklich äusserst ungewöhnlich.

## Wo bleibt die Inflation?

Angesichts einer derartigen Ausweitung der Liquidität in einer gut ausgelasteten Wirtschaft würde man eigentlich erwarten, dass die Inflation

stark ansteigt. Wächst die Menge an Gütern viel weniger stark als die Menge an Geld, sollte dies zu höheren Preisen führen. Tatsächlich beobachten wir aber seit der Finanzkrise überall sehr tiefe Inflationsraten. Wie lässt sich das erklären?

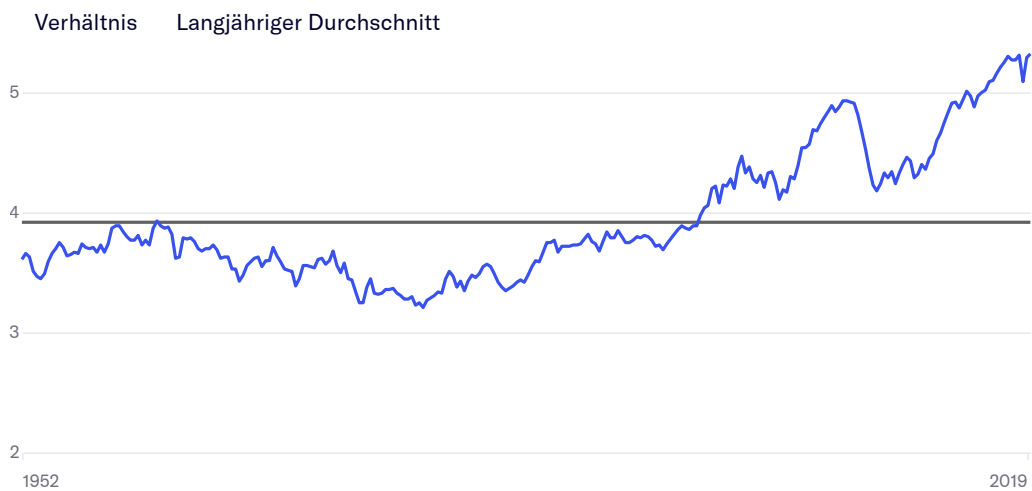
Die entscheidende Frage ist, was mit der von den Zentralbanken zusätzlich geschaffenen Liquidität geschieht. Weil diese zuallererst bei den Banken landet, muss die Antwort in deren Verhalten gesucht werden. Würden die Finanzinstitute proportional mit dem Liquiditätsanstieg ihre Kreditvergabe ausweiten, dann würden die Zahlungsmittel im Umlauf sehr stark ansteigen, wodurch tatsächlich Inflation entstünde.

Dieser Mechanismus scheint aber in den letzten Jahren kaum zu spielen, ist doch keine Explosion der Kreditvergabe zu beobachten. Statt das zusätzlich geschaffene Zentralbankgeld in Krediten zu binden, suchen die Banken seit der Finanzkrise liquidiere Anlagemöglichkeiten. Die offensichtlichste Alternative bilden hier handelbare Wertanlagen wie Aktien, Obligationen oder Immobilien. Das Ergebnis der starken Nachfrage sehen wir in den rekordhohen Preisniveaus auf zahlreichen dieser Anlagemärkte. Die ausserordentlich expansive Geldpolitik hat also nicht zu einer traditionellen Inflation der Konsumentenpreise geführt, dafür aber zu einer Inflation der Anlagepreise beigetragen.

Damit erreichen die Zentralbanken zwar ihr traditionelles Ziel der Preisstabilität, womit von dieser Seite her eigentlich kein Handlungsbedarf in Richtung Normalisierung der Geldpolitik zu bestehen scheint. Allerdings haben die meisten Zentralbanken noch eine zweite Zielvorgabe, nämlich die Gewährleistung der Finanzstabilität. Und hier spricht einiges dafür, dass die übermässigen Preisanstiege bei den Wertanlagen kontraproduktiv wirken.

## **Die Vermögenspreise entkoppeln sich immer mehr von der Wirtschaft**

Verhältnis Nettohaushaltsvermögen/BIP in den USA



Ein Indiz für ungewöhnlich dynamische Vermögenswerte findet sich in der zweiten Grafik. Sie zeigt für die USA (wo wir bei weitem die besten Daten haben) die Entwicklung der Nettohaushaltsvermögen im Verhältnis zum Bruttoinlandprodukt (BIP). Normalerweise wäre zu erwarten, dass die Vermögen aller Haushalte etwa ähnlich schnell wachsen wie die Gesamtwirtschaft. In dem Fall wäre dieses Verhältnis über den Zeitverlauf hinweg ungefähr konstant; in der Nachkriegszeit war das auch fünfzig Jahre lang mehr oder weniger so.

## Bedenkliche Parallelen

Seither konnten wir aber drei markante und in relativ kurzer Zeit erfolgende Erhöhungen der Kenngrösse beobachten: eine wegen des Preisanstiegs auf den Aktienmärkten (Technologieblase) um die Jahrtausendwende, eine wegen des Preisanstiegs bei Immobilienpapieren (Immobilienblase) im Vorfeld der Finanzkrise und eine seit der Überwindung der Finanzkrise.

In den ersten beiden Fällen sind die Blasen geplatzt, was den Wert der Haushaltsvermögen im Verhältnis zum BIP jeweils in Richtung des langjährigen Durchschnitts drückte und unterschiedlich schwere Finanzmarkturbulenzen auslöste. Heute beobachten wir starke Preisanstiege beinahe in allen

Anlageklassen, und das in der zweiten Abbildung dargestellte Verhältnis befindet sich auf einem Allzeithoch.

Das spricht doch stark dafür, dass die Preise von Vermögenswerten im Verhältnis zur Wirtschaftsentwicklung übermässig gestiegen sind, der geldpolitische Ausnahmezustand also zu blasenartigen Übertreibungen beigetragen hat. Eine plötzliche Korrektur in Richtung des langjährigen Durchschnitts wäre mit grossen Verlusten bei sehr vielen Marktteilnehmern verbunden, was wohl so starke Turbulenzen auslösen würde, dass die Finanzstabilität gefährdet sein könnte. Davon auszugehen, dass diese hohen Niveaus die neue Normalität bilden, klingt meines Erachtens sehr stark nach «Dieses Mal ist alles anders».

### **Wo geht die Reise hin?**

Auch wenn die Inflation der Konsumentenpreise immer noch relativ tief ist, weisen die Signale der Anlagepreise und der generell sehr hohen Risikobereitschaft der Anleger deutlich darauf hin, dass ein Festhalten an der ultraexpansiven Geldpolitik gefährlich wäre. Man stelle sich etwa vor, die Inflationserwartungen begännen zu steigen – angesichts der gut ausgelasteten Volkswirtschaften durchaus denkbar.

Um ihre Inflationsziele zu erreichen, wären die Zentralbanken unter Umständen zu raschen Zinserhöhungen gezwungen, was rasch massive Preiseinbrüche bei Wertanlagen verursachen könnte. Um dieser Gefahr vorzubeugen, sollte man vorher – in ruhigeren Zeiten – mit der Normalisierung der Geldpolitik beginnen. Das Fed hatte, man sieht es auch in der ersten Grafik, vor einigen Jahren einen sanften Prozess in diese Richtung eingeleitet.

Leider ist es aber – wohl auch angesichts des starken politischen Drucks – davon abgekommen und verfolgt seit etwa einem Jahr wieder eine deutlich expansivere Geldpolitik, obwohl die US-Wirtschaft weit von einer Rezession

entfernt ist. Die meisten anderen Zentralbanken haben noch nicht einmal mit dem Einstieg in den Ausstieg begonnen. Das hat sicher auch mit der Aufwertung der Währung zu tun, die droht, wenn eine Zentralbank früher als andere mit der Normalisierung beginnt; diese Gefahr muss man in der Schweiz wohl kaum besonders betonen.

## **Warnung vor Überhitzung**

Entsprechend wertvoll wäre es, wenn die meisten wichtigen Zentralbanken mehr oder weniger gleichzeitig mit der Normalisierung beginnen würden. Im Moment scheint dies zwar noch in weiter Ferne, aber immerhin hört man in letzter Zeit vermehrt auch offizielle Stimmen, die Überhitzungstendenzen stärker betonen. So war etwa bei der EZB der letzte Expansionsentscheid unter Mario Draghi von einigen kritischen Stimmen seiner Kollegen begleitet, welche die Stabilitätsrisiken monierten.

Und sowohl die EZB als auch die Bundesbank warnten kürzlich bei der Publikation ihrer Finanzstabilitätsberichte vor der zunehmenden Risikoneigung, welche die expansive Geldpolitik auslöst. Ein Umdenken scheint hier also möglich. Jeder Schritt in Richtung einer Normalisierung der EZB-Politik wäre gerade auch für die SNB eine sehr gute Nachricht.

Insgesamt ist unbestritten, dass es zu einem guten Teil ein Verdienst der Zentralbanken war, dass die grosse Finanzkrise letztlich doch relativ glimpflich verlaufen ist. Mit der massiven geldpolitischen Expansion setzten die Zentralbanken ein starkes Medikament ein, das ohne Zweifel gewirkt hat. Das Problem ist allerdings, dass dieses Medikament bis zum heutigen Tage nicht abgesetzt, ja in den letzten Jahren gar die Dosierung erhöht wurde, obwohl der Patient schon weitgehend gesundet scheint.

## **Nebenwirkungen drohen**

Wir sehen immer deutlicher, dass das zu Abhängigkeit und zu potenziell gefährlichen Nebenwirkungen führt. Es ist meines Erachtens deshalb überfällig, mit der Absetzung des Medikaments zu beginnen, bevor es seine Wirkung verliert und die Nebenwirkungen unkontrollierbar werden. Erst wenn diese Normalisierung der Geldpolitik erreicht ist, können wir wirklich behaupten, dass wir die grosse Finanzkrise ohne massive Einbrüche überstanden haben.

---

Aymo Brunetti ist Professor und geschäftsführender Direktor des Departements Volkswirtschaftslehre an der Universität Bern.