

Expansive Geldpolitik aus sozialpolitischer und realwirtschaftlicher Perspektive

Anmerkungen zur sogenannten
„heimlichen Enteignung“ durch die Geldpolitik
Veranstaltung NZZ Libro / Paulus-Akademie
7. März 2013 Zürich

Dr.h.c. Rudolf Strahm

www.rudolfstrahm.ch

Meine Themen

1. Vorbemerkung zur Geld- und Währungspolitik
2. Geldpolitik – gesamtheitlich in der ganzen Wirkungskette betrachtet
3. Zur Inflationshypothese
4. Die Provokation von der „Enteignung“ – eine politische Einordnung

1. Geld- und Währungspolitik ist ideologisch besetzt

- Die Fabel vom Brand im obersten Stockwerk
- Die historischen geldpolitischen Traumata:
 - das 1922er Syndrom (Hyperinflation)
 - das 1929er Syndrom (Deflation)
 - das 1990er Syndrom (Rezession Schweiz)
 - die monetaristische Verirrung
 - Goldinitiative (20% Golddeckung der SNB)
 - Vollgeldreform
- Unterschiedlichste, gegenläufige Zins-Interessen :
Anleger, Bauwirtschaft, Hauseigentümer, Mieter,
Aktienmärkte, Unternehmer,

2. Die Wirkungskette der Krise – in 10 Schritten dargestellt 1990 - 2012

Eine Rückschau auf die
letzten zwei Jahrzehnte

(Die Abfolge der 10 Schritte ist nicht nur
chronologisch, sondern interaktiv zu verstehen)

Schritt 1: Globalisierung ab 1990er Jahren

- Tieflohnländer im Weltmarkt
→ Exportschwemme aus Asien
- Wachsende wirtschaftl. Ungleichgewichte:
Produktivitätsschwäche und
Zahlungsbilanzdefizite
- Finanzierung der ZB-Defizite durch
Verschuldung: USA, UK,.....
- Südeuropa durch Einheitswährung (2000)
gebunden – Abwertung verunmöglicht

Schritt 2: Deregulierte Finanzmärkte(ab 1990ern/ab 2003)

- Abbau von Regulierungen der Finanzmärkte
- Abbau von Eigenmittelvorschriften für Banken
- Explosion der ausstehenden Kreditpositionen der Banken grenzüberschreitend
- Leveraging (Hebelwirkung) mit Risikoaufbau ohne Eigenmittel → Casino-Mechanik
- Anti-Staat als Mainstream-Ideologie
- Blasen entstehen nicht (nur) wegen des billigen Geldes, sondern wegen der Markt-Deregulierung

Schritt 3: Blasenbildungen 2000-2008

- Aufbau von Risiko-Anlagen
- Intransparenz von Risiken und Verflechtungen
- Spekulation und Boni-Anreize zu hohen Risiken
- Asset Price Inflation: Sektorielle Blasen in Wertpapiermärkten:
- 1997 / 98 Asienkrise,
- 2001/ 02 Dotcom-Blase
- ab 2003 CDO–Blase (US-Hypomarkt)

Schritt 4: Crash 2008-2010

- „Herzstillstand“ des globalen Finanzsystems (Lehman 2008 und danach)
- Bankenrettung durch Notenbanken und Staatskassen
- Extreme Liquiditätserweiterung durch alle Notenbanken („billiges Geld“) Ziel:Bankenrettung!
- Feuerwehrübungen zur Verhinderung des Systemzusammenbruchs und Durchwursteln zum Zeitgewinn

Schritt 5: Systemstabilisierung durch Notenbanken ab 2007/08

- 2007 Liquidität für Interbanken-System
- 2009 Credit Easing (USA)
- 2010 Euro-Rettungsschirme: ESF→ESM
- Massive Geldmengenexpansion seit 2007
- „Durchwursteln“ mit Krediten, Schulden-Abschreibungen, Vertrauensbildung, Austeritätspolitik, → Staatsbankrotte verhindern

Schweiz.Nationalbank SNB speziell:

- Interventionen auf dem Devisenmarkt
- Ziel: Frankenkurs stabilisieren
Schäden für Exportwirtschaft verhindern

Schritte 6: Liquiditätsschwemme auf allen Kapitalmärkten (ab 2008)

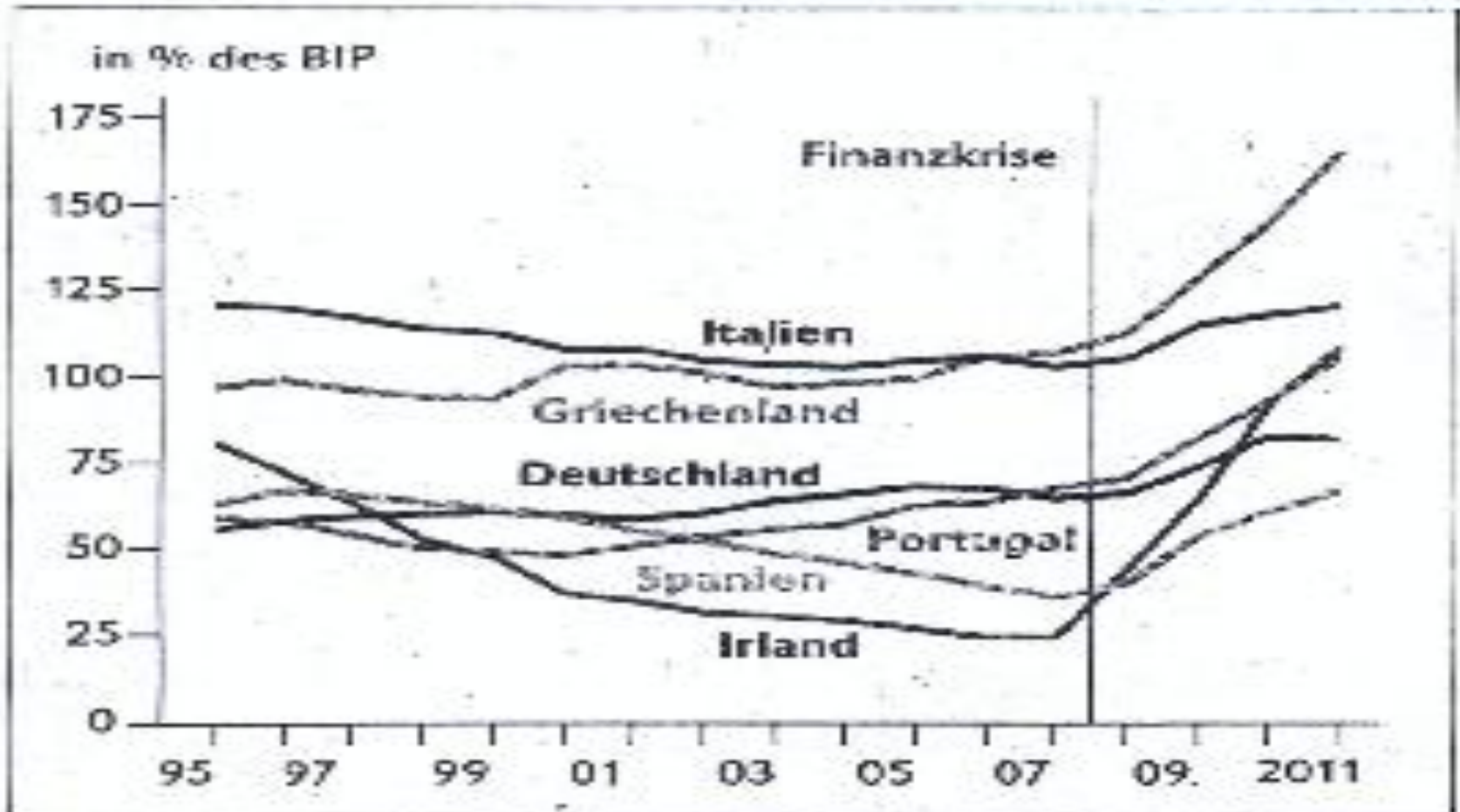
- Liquiditätserweiterung der Zentralbanken nicht aus Selbstzweck, sondern zur Rettung/Entlastung der Geschäftsbanken!
- Ersatz des eingebrochenen Interbank-Lending zur Vertrauensbildung im Bankensystem
- Tiefzinsen und Volatilität der Kurse
- Liquidity Trap: klassische Liquiditätsfalle
- Interventionen nach dem Motto:
Gewinne privat – die Kosten dem Staat!

Schritt 7: Staatsverschuldung im OECD-Raum (Anstieg ab 2008)

- Staatsschuldenabbau bis 2007 (ausser USA und Griechenland) → nächste Folie
- Explodierende Staatsausgaben ab 2008 bedingt durch Bankenrettung !
- Danach auch Ausgabenexpansion für antizyklische Massnahmen (Investitionsprogramme, Verschrottungsprämien, etc.)

Staatsverschuldung stieg erst nach Banken-Rettung 2008

Öffentliche Schulden



Schritt 8: Staatsschuldenkrise ab 2010

- Bankenkrise wird zur Staatsschuldenkrise
- Massive Kapitalaufnahme durch die Staaten
- Orchestrierte Angriffe der US-Ratingagenturen gegen einzelne Staaten, mit Domino-Effekten: Griechenland → Irland → Portugal → Italien → Spanien → Eurowährung
- Man spricht nur noch von „Staatsschuldenkrise“ und blendet die Ursache aus: die Bankenkrise.

Schritt 9: Zukunft der Schulden?

Staatsschulden-
Abbau
- Wie ?

Direkte
Tilgung
durch
Steuerzahler
→ rezessiv

Staatsausgaben-
Senkung
Austerität
(→ Rezession,
Arbeitslose)

Tiefzinspolitik
Schuldenabbau
durch
leichte Inflation
(Schimpfwort:
„Repression“)

Hyperinflation :
Weitere Geld-
Expansion im
Aufschwung
Kalte Enteignung

Schritt 10: Zukunft Realwirtschaft?

Unternehmen
Arbeitsplätze,
Konkurrenz-
Fähigkeit.
Auswirkungen?

Kreditklemme:

Credit Crunch
Kapitalisierungs-
Schwäche

Hochzins-
Politik :

Investitions-
Hemmung
Wachstums-
schwäche

Staatsausgaben-
Reduktion /
Austerität:

Nachfrageschwäche
Infrastruktur-
Defizite

Tiefzinspolitik:
Wirtschaftliche
Restrukturierung
Bedingung:
Produktivitäts-
Erhöhung
oder Abwertung

Ganzheitliche vs. sektorielle Optik

- 1. Globalisierung
 - 2. Finanzmarkt-Deregul.
 - 3. Blasenbildung
 - 4. Crash
 - 5. Staatsverschuldung
 - 6. Staatsschuldenkrise
 - 7. Notenbank-Intervention
 - 8. Liquiditätsschwemme
 - 9. Zukunft Schulden
 - 10. Zukunft Realwirtschaft
- 1.
 - 2.
 - 3.
 - 4.
 - 5.
 - 6. / Rasch/Ferber
 - 7. / betrachten nur
 - 8. / Schritte 3 und 6 -9
 - 9. / Bernholz nur 7- 9
 - 10.

Was wären die gesellschaftlichen Kosten der Alternativen ?

Opportunitätskosten: Was wäre geschehen bei

- Zusammenbruch des Weltfinanzsystems
- Rezession und Deflation
- Vernichtung von Produktionspotential
- Noch höherer Arbeitslosigkeit
- Schweiz: Produktionsverlagerung ins Ausland
- EURO-Zone: Dominoeffekt nach Austritt Griechenlands ?

Sicher wäre passiert

→ eine „kalte Enteignung“ der Anleger nach Zusammenbruch des Euro-Systems !

Politische Leadership Europa

- Verantwortung gegenüber der europäischen Geschichte (Integration) wurde wahrgenommen
- Verantwortung gegenüber den Arbeitslosen und den Strukturschwachen wurde wahrgenommen
- Verantwortung gegenüber der Realwirtschaft
- Durchwursteln und Zeit-Gewinnen, aber:
Stabilisierung ist vorläufig gelungen !
- Systemstabilisierung ist nur über Regulierungen und politische Massnahmen möglich!
- Lehren: „Keep politics in command !“

3. Wo ist die Inflationsgefahr ?

Eine Einschätzung der
Inflationsgefahren und
Inflationsprognosen

Realität der Realzinsen

- Schweiz: bald 2 Jahren negative Inflationsraten (Kernteuerung)
- SNB-Inflationsprognose: z.Z. negativ
 - Realzinsen sind höher als Nominalzinsen
 - Wo ist sie denn, die Inflation?
- OECD-Raum: Inflation < 3%
 - Realzinsen überall positiv (Ausnahmen negativer Realzinsen gab's nur kurzfristig)
- Sicht von 2013: Wo ist die Inflation ?
- Eine „heimliche Enteignung“ findet nicht statt!

Warum zur Zeit keine Inflation ?

- Schweiz und OECD-Raum steckt in der klassischen Liquiditätsfalle (Liquidity trap): Geldschwemme landet nicht in Realwirtschaft.
 - Beweise: Geld-Umlaufgeschwindigkeit gesunken; Interbank-Ausleihungen wegen Vertrauenskrise gesunken. Bankenliquidität.
 - Inflation entsteht nur über die Nachfrage!
Wenn Nachfrage fehlt → keine allg. Inflation
- Zusammenhang zwischen Geldmenge und Inflation ist zusammengebrochen ! Historischer Paradigmenwechsel gegen Lehrbuch-Doktrin.

Geldpolitischer

Paradigmenwechsel weltweit

- Das alte Lehrbuch-Dogma:
Ziel der Notenbanken = Inflationsbekämpfung allein wurde preisgegeben.
- USA: expansive Politik bis AL-Quote <6.5%
- GB: Wachstums- statt Inflationsziel
- Japan: „Abenomics“ Expansive Geldpolitik
- EZB: vorsichtig, aber demonstrierte Entschiedenheit gegen Staatsbankrott (gegen Rating- und Spekulations-Szene)
- SNB: Rücksicht auf Exportwirtschaft

Alle Zentralbanken zeigen Verantwortung der gegenüber Realwirtschaft, Arbeitslosigkeit, sozialer Stabilisierung !

Warum in Zukunft keine Inflation?

- **Weil** zukünftige Inflationsgefahr den Notenbanken bewusst ist.
- **Weil** die SNB konkrete Instrumente zur Abschöpfung der Geldmenge z.V. hat:
 1. SNB kann Devisen verkaufen (teilweise mit Devisen-Swaps)
 2. Durch unbeschränkten Verkauf von SNB-Bills an Banken (Steuerung über die Zinshöhe)
 3. Intervention über den Libor-Markt (Zins-erhöhung für Bankengeld)

Die delikateste Zukunftsfrage

- Problem der Geld- und Währungspolitik ist nicht der Buchgewinn oder Buchverlust der SNB („Vernichtung Volksvermögen“ als populistischer Nebenschauplatz).
- Problem der Zukunft ist nicht ein Mangel an Abschöpfungsmöglichkeiten der Geldschwemme.
- Hauptproblem ist die Wahl des richtigen Zeitpunkts der Abschöpfungsmassnahmen.

Sektorielle Blasenbildung?

- Wie regionale Liegenschafts-Preisblase verhindern?
- Heute: Eigenkapitalpuffer von + 1,5% generell für alle Bankhypotheken (makroprudentiell SNB)
- Besser: Warum nicht Belehnungsgrenze, von z.B. 80% der Liegenschaftspreise, und zwar regional, sektoral, zeitlich differenziert ? (Kompetenz Finma)
- Blasenbildung kann man mit sektoraler Regulierung (Belehnungsgrenze) billiger verhindern als mit allgemeiner Hochzinspolitik!

4. Eine politische Einordnung

Eine Analyse
der
wirtschaftspolitischen Kampfbegriffe
und der Cassandra-Ökonomie

„Finanzielle Repression“

- Provokation mit Semantik: „Repression!“
- Röhrenblick Anleger-Interesse: „Enteignung!“
- Beklagt tiefe Zinsen für Anleger – und die Vermögensverwaltungs-Kosten für Anleger ?
(Pensionskassen: c-alm/BSV-Studie: Verwaltungs- und Vermögensverwaltungskosten betragen 20% der jährlichen Renten-und Kapitalleistungen der 2.Säule !)
- Michael Ferber Ausnahme: weist auf Kosten hin (z.B. S.273)

„Die Regierungen sind schuld“

- „Nicht die Arbeit der Marktakteure war die Ursache.... , sondern das unsolide Finanzgebaren in diesen Ländern“
- „Nicht die vermeintlich zügellosen Finanzmärkte sind an den Refinanzierungsschwierigkeiten der Staaten schuld“
- „nutzloser Aktionismus“ der Regierungen
- Zentralbanken-Bashing durch die Falken des monetaristischen Dogmas (deutscher Stahlhelm-Monetarismus)

Fragen an die Autoren

- Bislang gab es keine Enteignung durch die Zinspolitik – aber: wie gross wäre die Enteignung durch Crash oder Staatsbankrotte ?
- Was wären die Alternativen zur heutigen Geldpolitik? Wie soll Staatsentschuldung laufen?
- Wo waren Sie bei der Frage der Eigenmittelvorschriften für Banken?
(nicht erst 2011, bereits 1998? 1999? 2004?)
- Wo waren Sie bei der Finanzmarktaufsicht für Hedge-Fonds und Casino-Geschäfte?
- Wo ist die Lernbereitschaft in der Geldpolitik ?

Ausblick

- Einigkeit besteht darin: Die Krise ist nicht überwunden. → Weiterhin Durchwursteln, Überbrücken, Umschulden, nur langsamer Schuldenabbau durch moderate Teuerung.
- Langfristig ist die realwirtschaftliche Produktivitätsschwäche Europas resp. Südeuropas das grösste ungelöste Problem.
- Aber: Die Massnahmen stimmen zuversichtlich:
 - Die Notenbanken stabilisieren das Finanzsystem.
 - Die EU-Regierungen sanieren langfristig die Budgets und führen die Bankenaufsicht.
 - Die Regierungen kooperieren global miteinander.

FAZIT:

Der „Albtraum Hyperinflation“ und die
„kalte Enteignung“ bleiben
zwischen den Buchdeckeln !

Danke.