

Zentralbankpolitik, Staatsschuldenkrise und Markterwartungen

Peter Bernholz

Figure 6:
Development of Consumer Prices in
Four Western Countries, 1750-2000

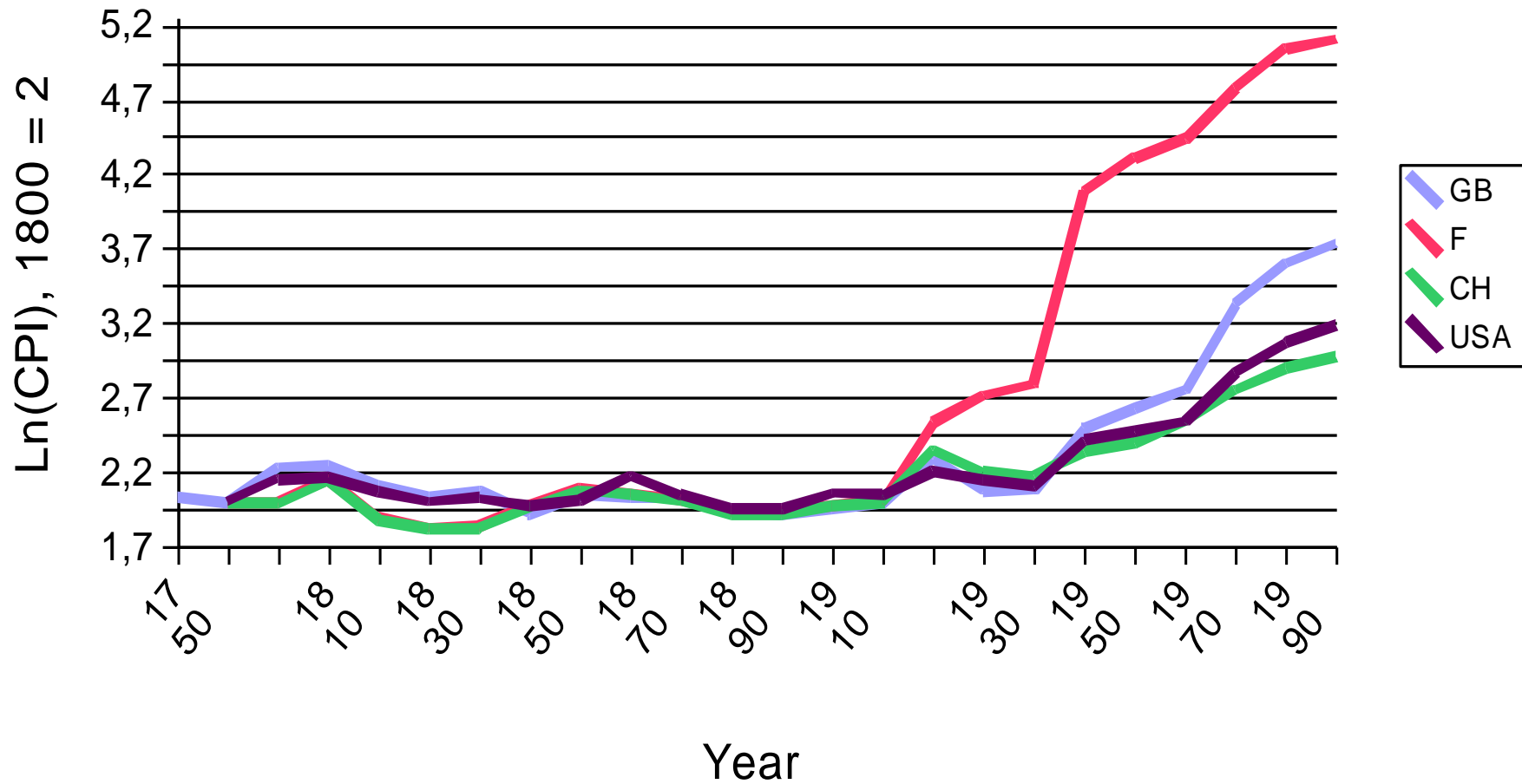


Figure 7: Development of Cost of Living in Seven Western countries 1950-2002

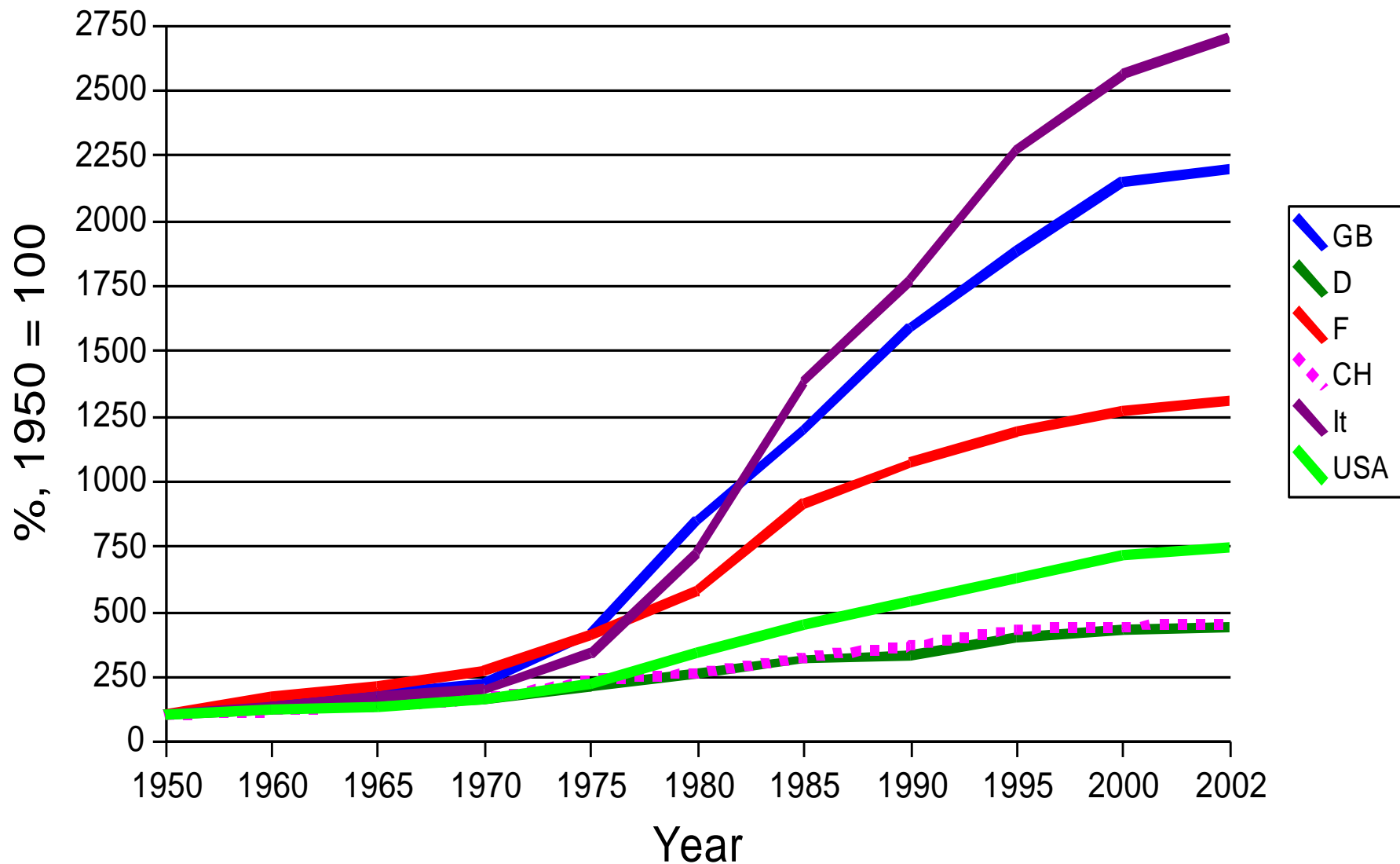


Table 4

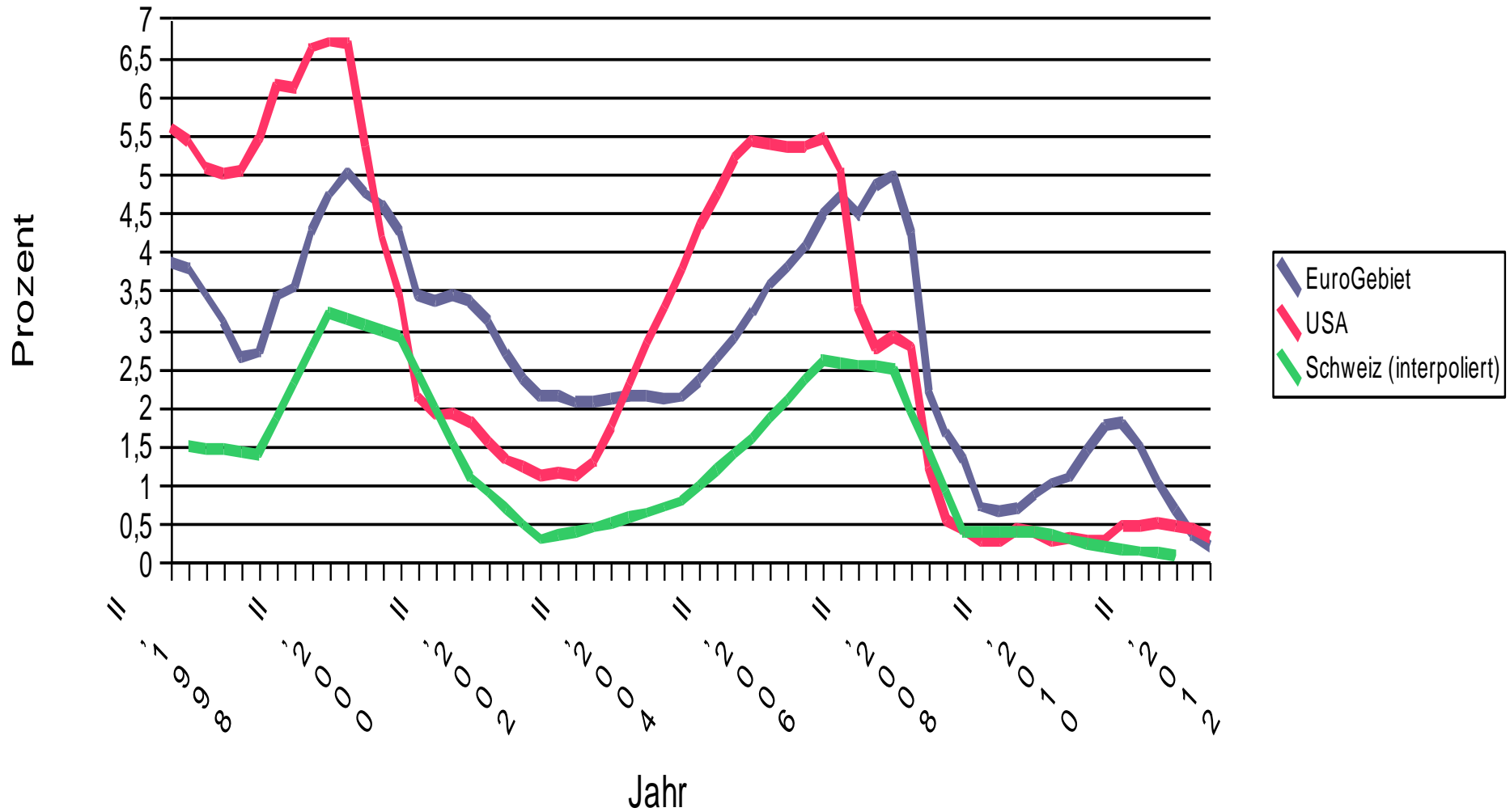
All Hyperinflations and Three Other 20th Century High Infla

Country	Year(s)	Annual Infla- tion in Year after Reform	Country	Year(s)	Highest Infla- tion p. Month
Austria	1921/22	3,83	Hungary	1923/24	82,18
Argentina	1985/86	50,9	Hungary	1945/46	1,295E+016
Argentina	1989/90	84	Israel	1984/85	21,7
Armenia	1993/94	177,78	Kazakhstan	1994	57
Azerbaijan	1991/94	322,2	Kyrgyzstan	1992	54.17*
Belarus	1999	161	Moldova	1992	170,98*
Bolivia	1984/86	19,4	Nicaragua	1986/89	126,62
Brazil	1985/86	72,8	Peru	1989	104,14
Brazil	1989/90	84,38	Poland	1921/24	187,54
Bulgaria	1997	2,93	"	1989/90	77,33
China	1947/49	11248955	Serbia	1992/94	309000000
Congo (Zaire)	1991/93	598,37	Soviet Union	1922/24	278,72
			Taiwan	1945/49	398,73
France	1789/96	235,44	Tajikistan	1995	78,1
Germany	1920/23	-1,68	Turkmenistan	1993	62,5
Georgia	1993/94	163	Ukraine	1991/93	249
Greece	1942/44	464,93	Yugoslavia	1990	58,82
Greece	1944/46	1,27	Zimbabwe	2008	8.97 Septillion

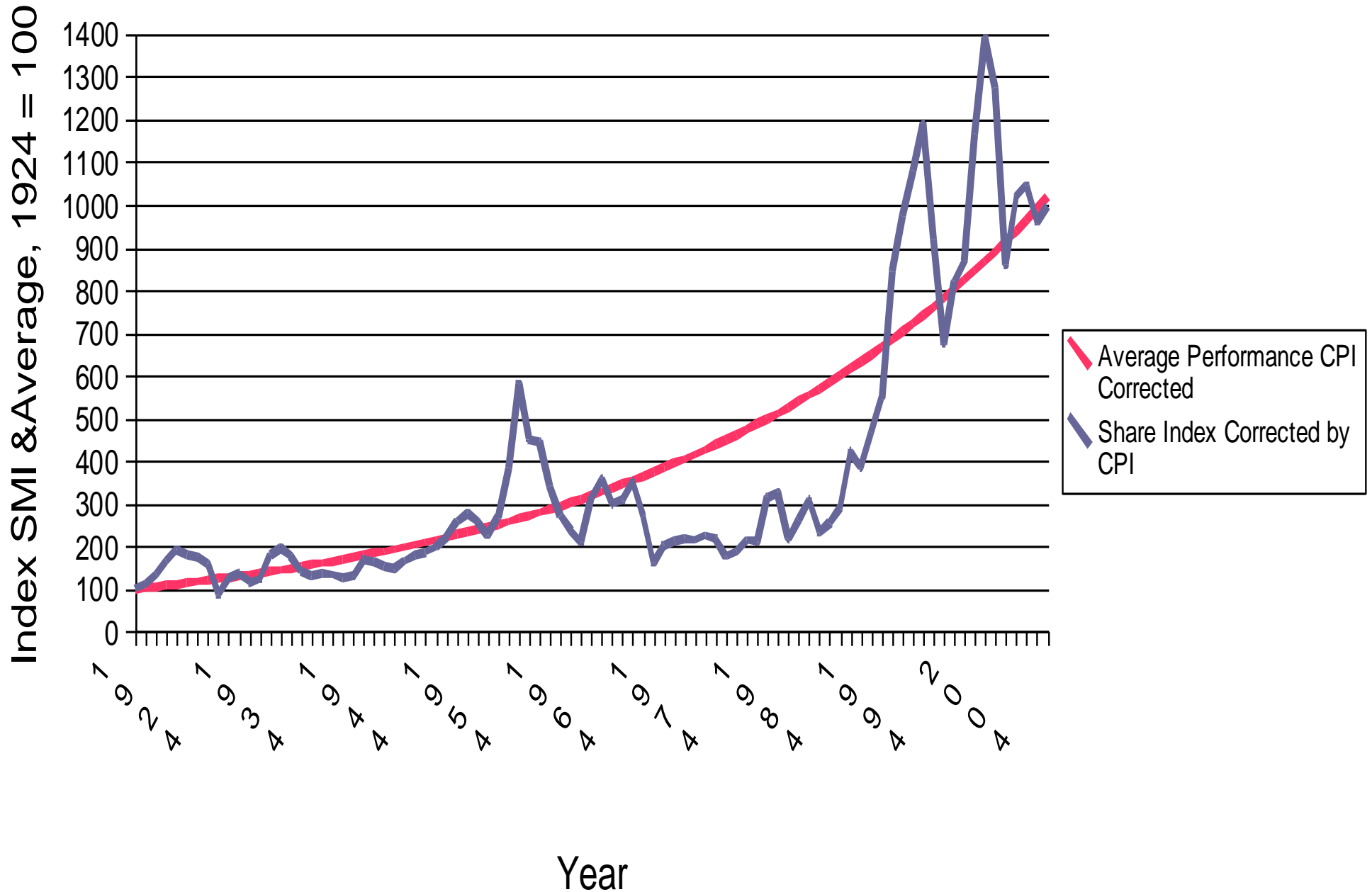
Entwicklung des Log des BSP je Kopf in Deutschland und den USA, 1870 - 2008



Entwicklung der 3-Monatszinsen in USA, Euro-Gebiet und Schweiz, 1998-2012



Inflation Corrected Swiss Share Price Index, 1924-2012



Eine Aufgabe des Finanzsystems in einer dezentralisierten Marktwirtschaft:

Koordinierung der Ersparnisse (einschliesslich Pensionskassen etc.) mit den Nettoinvestitionen der Produktionsunternehmungen (einschliesslich Hausbau):

Real werden auf diese Weise Produktionsmittel von der Herstellung von Konsumgütern zu der von Produktionsmitteln umgeleitet, was später die Erhöhung der Produktion der bisherigen Konsumgüter und die Entwicklung ganz neuer Güter ermöglicht.

Dabei muss real für die Welt immer Ersparnisse gleich Nettoinvestitionen ($S=I$) gelten. [Für einzelne Länder gilt: $S-I = X-M$]
Der Zinssatz informiert die Unternehmungen und investierenden Haushalte (Hausbau) darüber, welche Nettoinvestitionen sich vermutlich lohnen.

Wird nun der nominelle Zinssatz unter den natürlichen, der $S=I$ herbeiführen würde und der bei 3-4 % liegen dürfte, gesenkt, so werden aufgrund der entstehenden Kreditexpansion zu lange Produktionswege eingeschlagen, die real nicht durchgehalten werden können. Das war z. B. beim Hausboom in den USA, Grossbritannien, Irland und Spanien der Fall.

Wie kann das gestörte Gleichgewicht wieder hergestellt werden?:

1. Die Zentralbank erhöht die Zinssätze (wie das Fed letztmals auf über 5%. Dann müssen viele reale Investitionen aufgegeben werden. I wird auf S gesenkt: $S=I$;
2. Die Zentralbank lässt den Zinssatz niedrig und die Zentralbankgeldmenge hoch. Dann ergibt sich eine Inflation, die den Konsum der Haushalte durch Entwertung ihres Einkommens und ihres Nominalvermögens so weit senkt, dass wieder $S=I$ gilt.

Auch Entwicklungen dazwischen sind möglich.

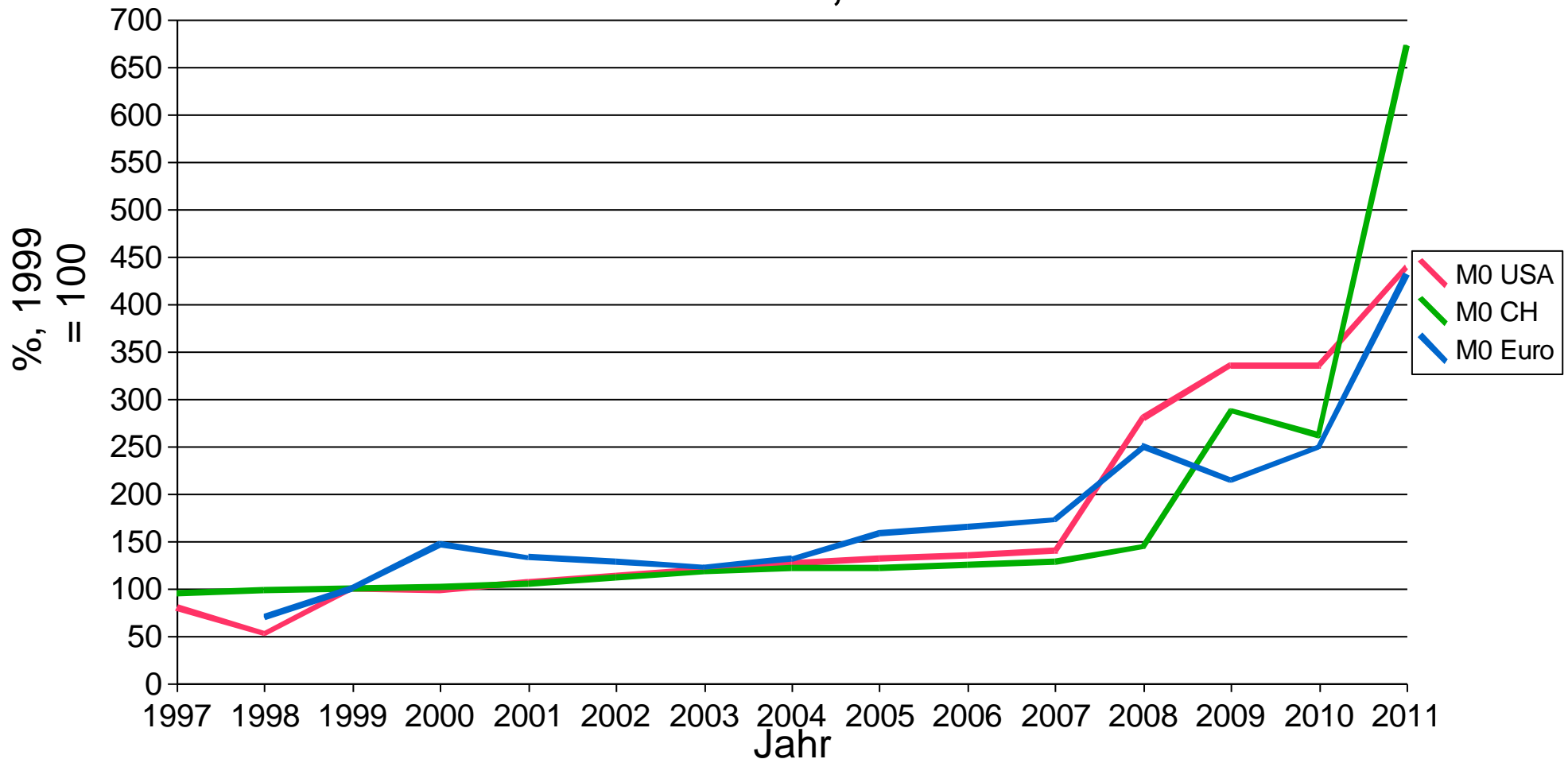
Die zweite Kategorie makroökonomischer Ursachen hat ihren Ursprung in der seit 2001 andauernden langen Phase niedriger realer Leitzinsen und niedriger langfristiger Realzinsen. Dieses geringe Zinsniveau hatte eine Reihe bedeutsamer Auswirkungen, wie etwa einen sprunghaften Anstieg der Kreditvergabe an private Haushalte in vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften, der in einigen Ländern zu einem eindeutig unhaltbaren Boom bei den Wohnimmobilienpreisen beitrug. Eine weitere Konsequenz war das Streben nach Rendite, das bei institutionellen Anlegern zur Übernahme erheblicher zusätzlicher Risiken führte, selbst wenn sie damit nur geringfügig höhere Erträge erzielen konnten.

1. Die Banken haben nicht genügend auf ein diversifiziertes Portfolio geachtet.
2. Die nur auf kurzfristigen Erfolg ausgerichteten Bonussysteme begünstigten das Eingehen zu grosser Risiken.
3. Das Kontrollsystem der Banken hat versagt.
4. Die Ratingagenturen versagten ebenfalls, auch weil ihre Erträge von den zu beurteilenden Unternehmungen abhängig waren.
5. Die staatlichen amerikanischen Massnahmen zur Erleichterung des Erwerbs von Häusern für Minderbemittelte waren kontraproduktiv.
6. Das amerikanische Haftungsrecht bei Unfähigkeit, die Hypothekarzinsen zu zahlen, begünstigt übermässige Verschuldung.
7. Die Haftung des Managements ist zu begrenzt.
8. Die durch internationale Regulierungen vorgeschriebenen Eigenkapitalsätze trugen wie die Bewertung nach Tageswerten zur Verstärkung der Krise bei.
9. Die Erlaubnis für Finanzinstitute, gemäss Basel II, eigene Risikobewertungsmodelle zu verwenden, war ein Fehler.
10. Die Finanzaufsicht der Staaten hat weitgehend versagt.
11. Es herrschte eine weit verbreitete Unkenntnis der Wirtschaftsgeschichte.

Gründe für die Grösse der Krise und ihre Länge:

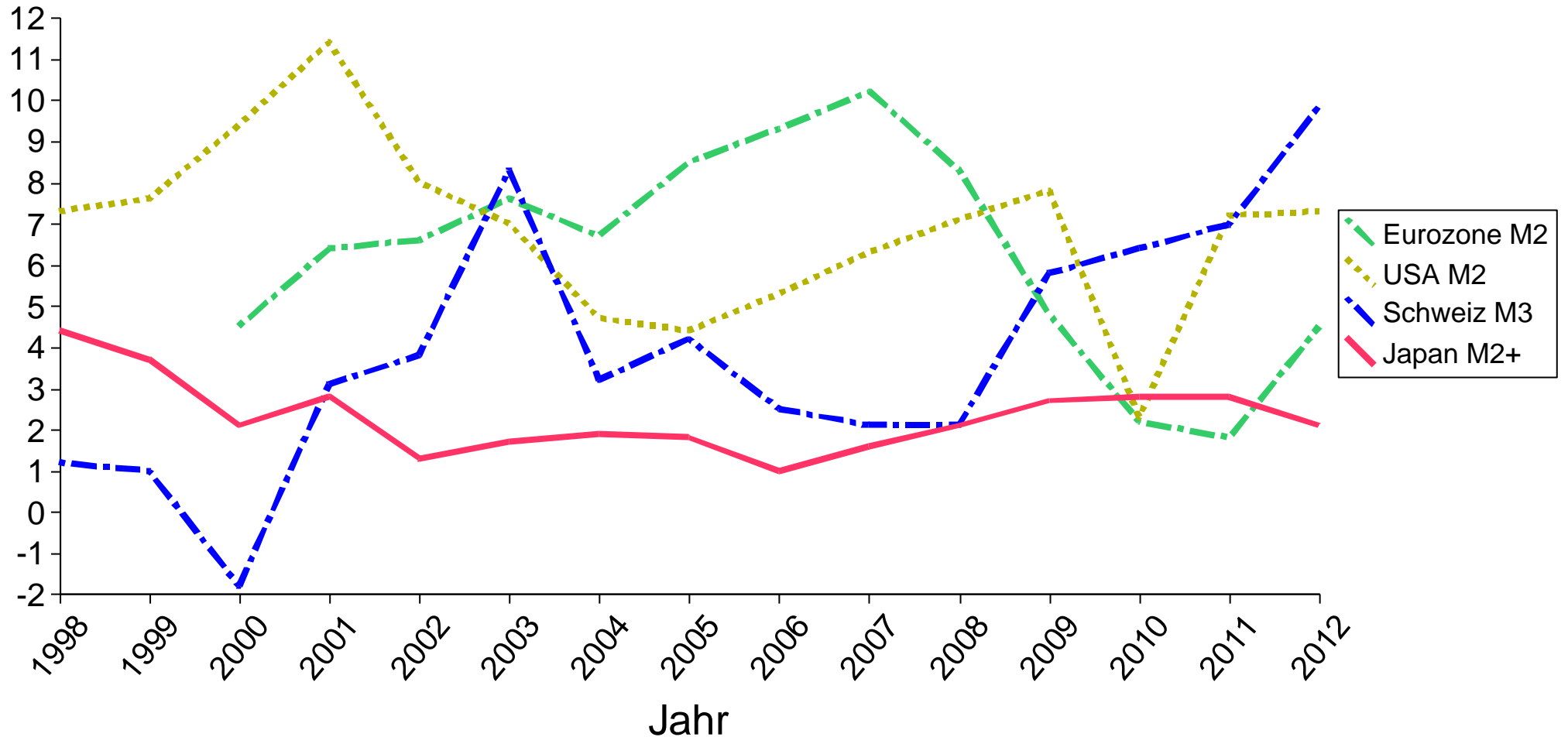
1. Die Niedrigzinspolitik der Zentralbanken, angeführt vom Federal Reserve System;
2. Der dadurch, die staatliche Förderung in den USA und die *kreativen Instrumente* der Finanzinstitute ausgelöste Boom bei Immobilien und Wertpapieren. Ersterer war besonders ausgeprägt in den USA, Irland, Spanien und Grossbritannien.
3. Damit verbunden war eine starke Verschuldung der Banken und privaten Haushalte.
4. Die unhaltbare Überschuldung der öffentlichen Haushalte. Nach Reinhart und Rogoffs historischen Studien hat das immer zu längerem Anhalten von Krisen beigetragen.
5. Da die Immobilien etwa 50 % des Volksvermögens ausmachen, dauert es nach einer Überinvestition in diesem Bereich länger bis Bevölkerung und Wirtschaft in diesen zu grossen Rahmen hineinwachsen. Bis dahin bleiben die entsprechenden Investitionen im Bausektor gering.

Entwicklung von Mo in den USA, Euro-Raum und Schweiz, 1997-2012



Δ M0 from 12,2007 bis 12,2012: SNB: 694 %;
Fed: 222 %: ECB: 133 %.

Jährliche Zunahme (in %) der breiteren Geldmenge beim Publikum, 1998-2012

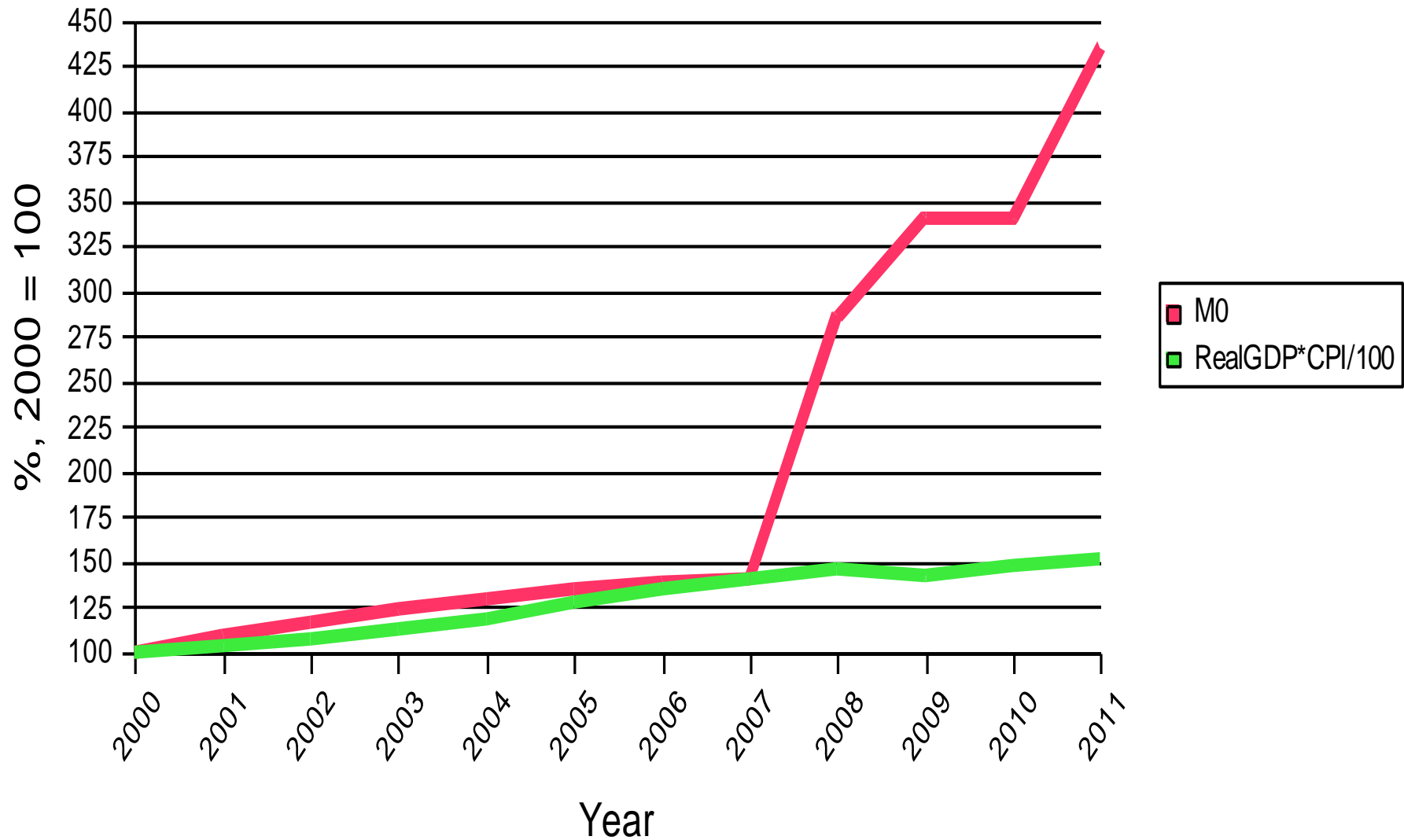


Inzwischen hat die EZB am 5.9.2012 angekündigt, dass sie unbegrenzt Staatsanleihen von Ländern kaufen werde, die unter den europäischen Rettungsschirm geflüchtet seien und dessen Bedingungen (gemäss dem Bericht der Troika) erfüllen würden. Dem permanenten Rettungsschirm hat das deutsche Bundesverfassungsgericht Mitte September unter der Bedingung zugestimmt, dass die Belastungen für Deutschland ohne Zustimmung des Bundestags nicht über 190 Mrd. Euro ansteigen dürften.

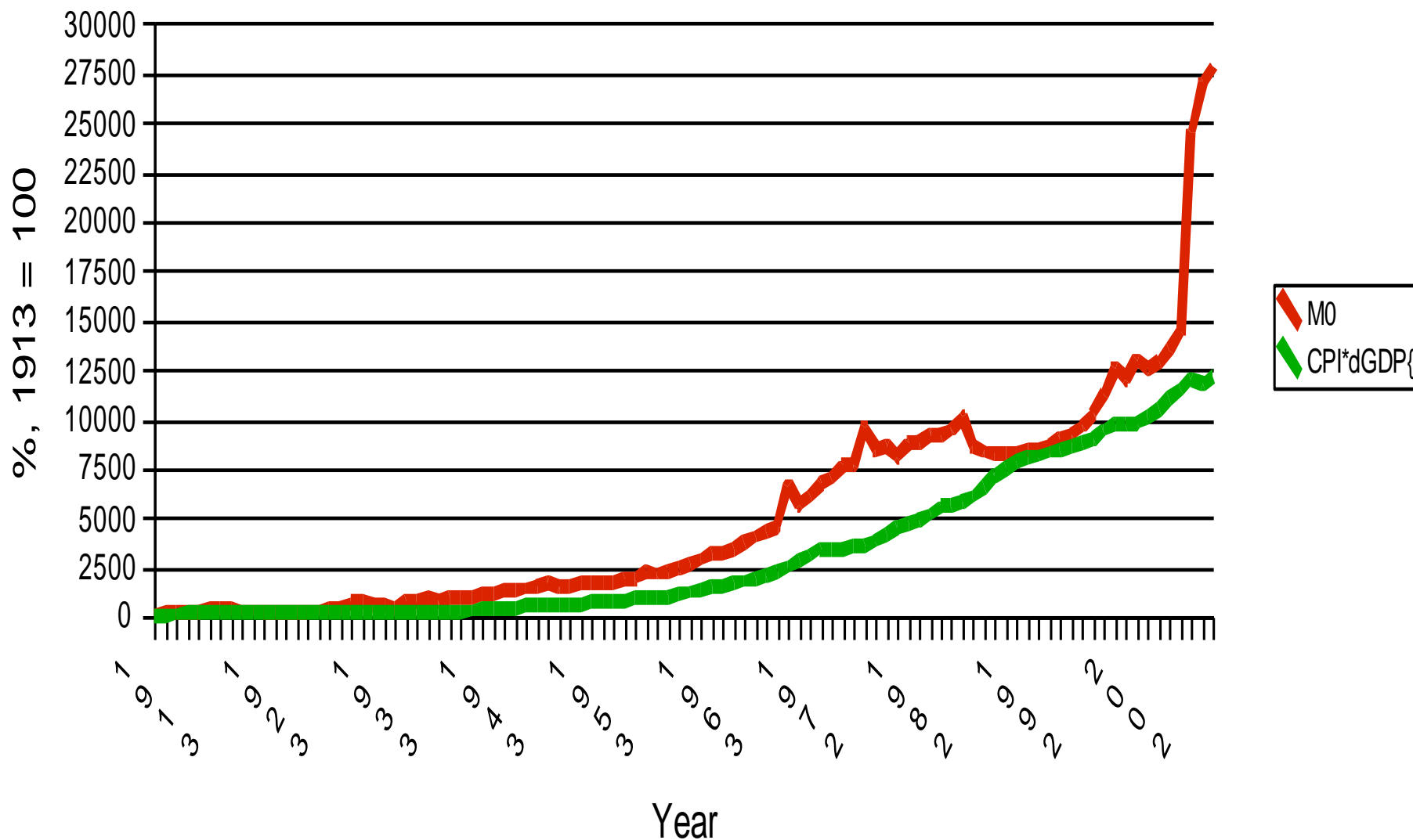
Am 13. 9. 2012 hat das Federal Reserve System seinerseits eine dritte Runde des Quantitative Easing (ein verschleiender Begriff für eine entsprechende Erhöhung der Zentralbankgeldmenge) angekündigt. Sie will monatlich für 40 Mrd. Dollar Hypotheken von Fannie Mae und Freddie Mac kaufen. Dieses Programm ist im Gegensatz zum zweiten nicht befristet. Die Operation Twist soll fortgeführt werden. Den Leitzins nahe Null will man bis Mitte 2015 beibehalten.

Was lehrt uns diese unterschiedliche Entwicklung von M0, M2 und M3?
Werden die Kredite von den Banken nicht weitergeleitet? Sind die **Erwartungen** bei Produktions- und Dienstleistungsunternehmen und bei Haushalten **so schlecht, dass sie** selbst bei derartig niedrigen Zinsen **keine Kredite aufzunehmen wagen?** Oder ist das nach Ländern verschieden? Und wie sieht es im Immobilienbereich aus?
Was geschieht, wenn die Erwartungen einmal umschlagen und (oder) die Wirtschaft stärker wächst? Sind dann die Zentralbanken in der Lage und willens, die übermässige Zentralbankgeldmenge, die jetzt der vor Hochinflationen entspricht, rechtzeitig zu beseitigen?
Wie sieht es dann **mit dem politischen Druck gegen Zinserhöhungen** angesichts der durch sie stark steigenden **staatlichen Defizite** und einer noch hohen **Arbeitslosigkeit** von ca. 8 % aus? Sind Politiker nicht froh, **Schulden durch Inflation** zu reduzieren?

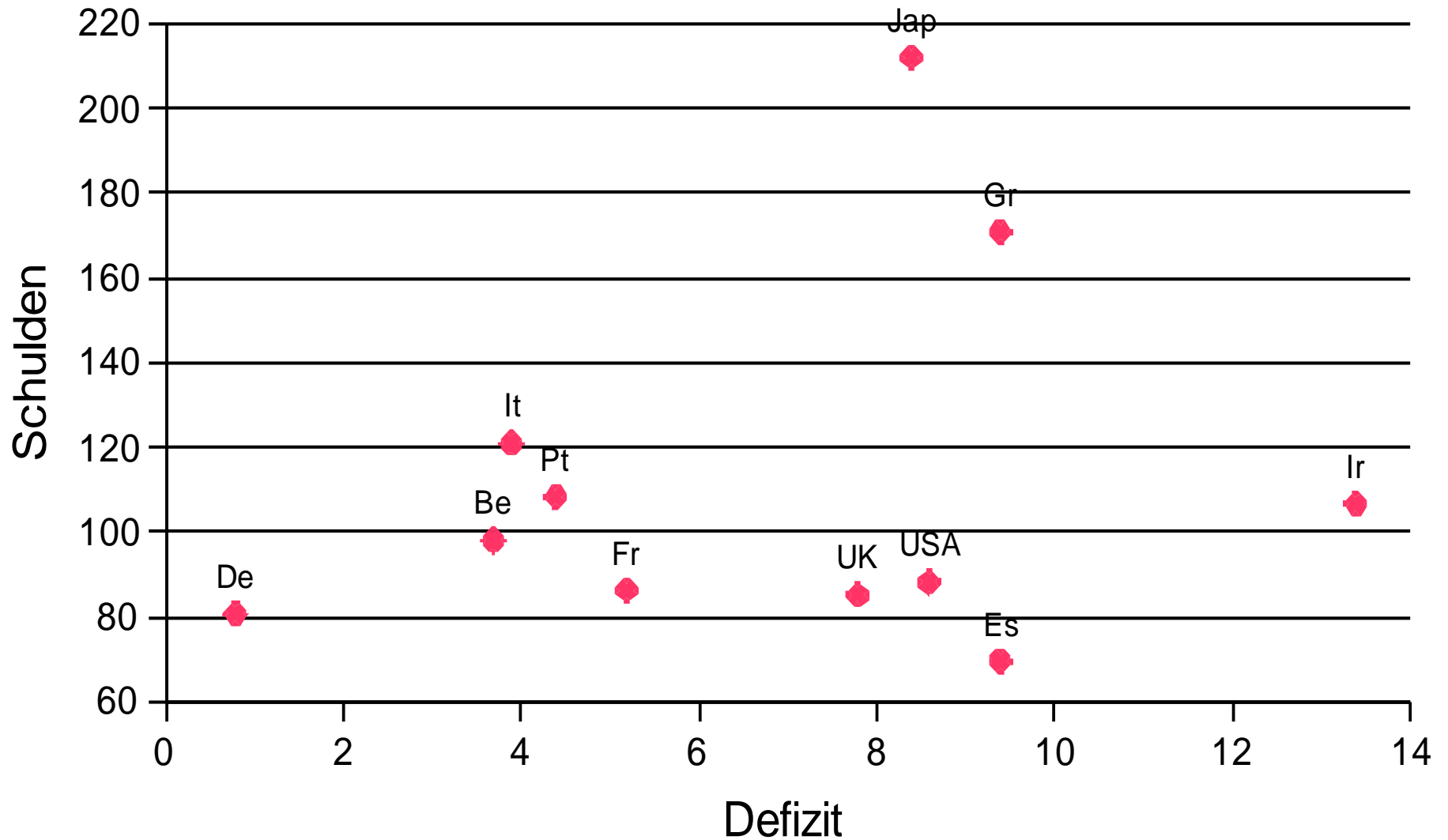
Development of Mo and Real GDP Corrected by CPI in USA, 2000-2011



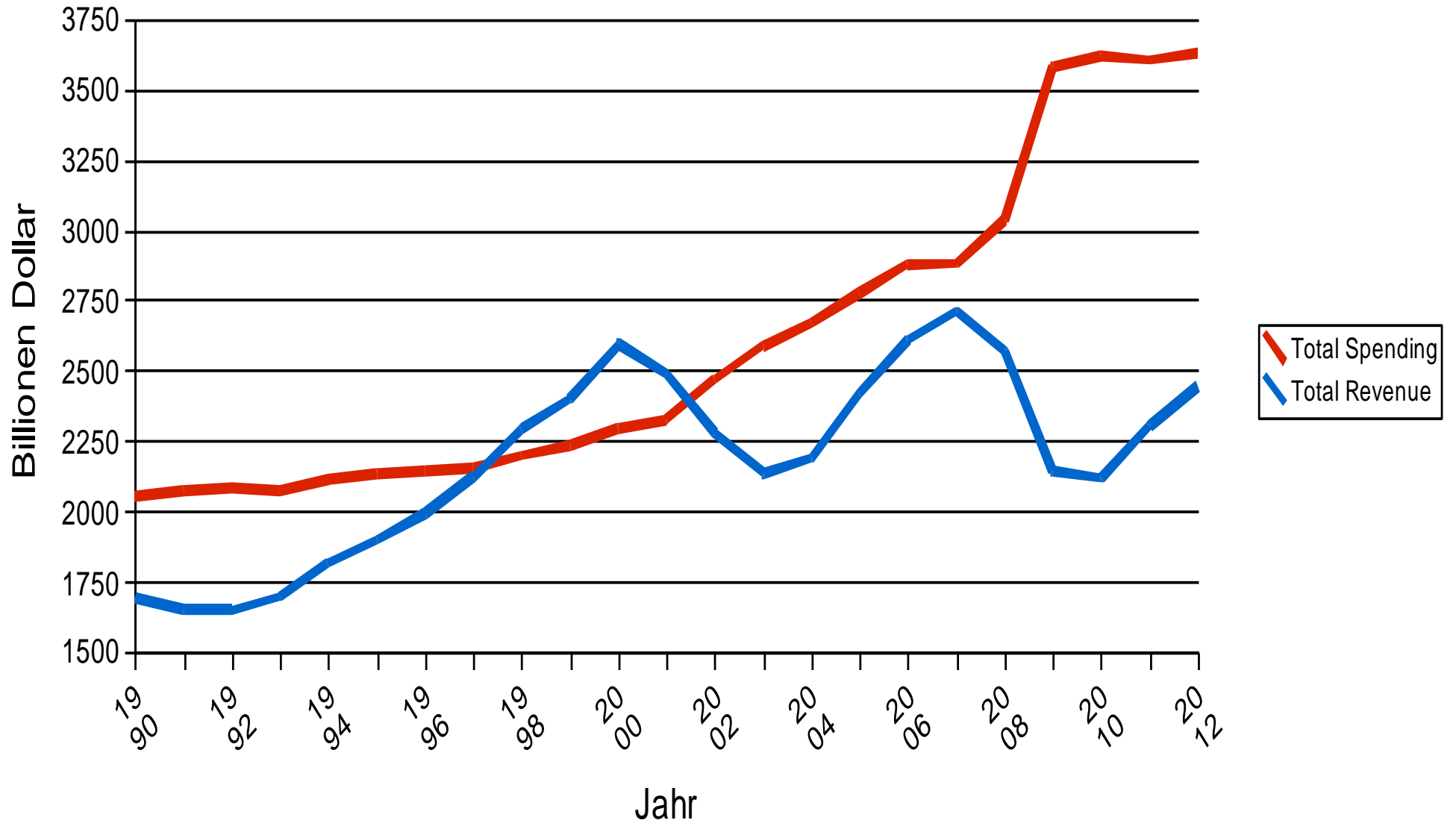
Development of Monetary Base and Cost of Living Index Times GDP Growth in Switzerland 1913-2010



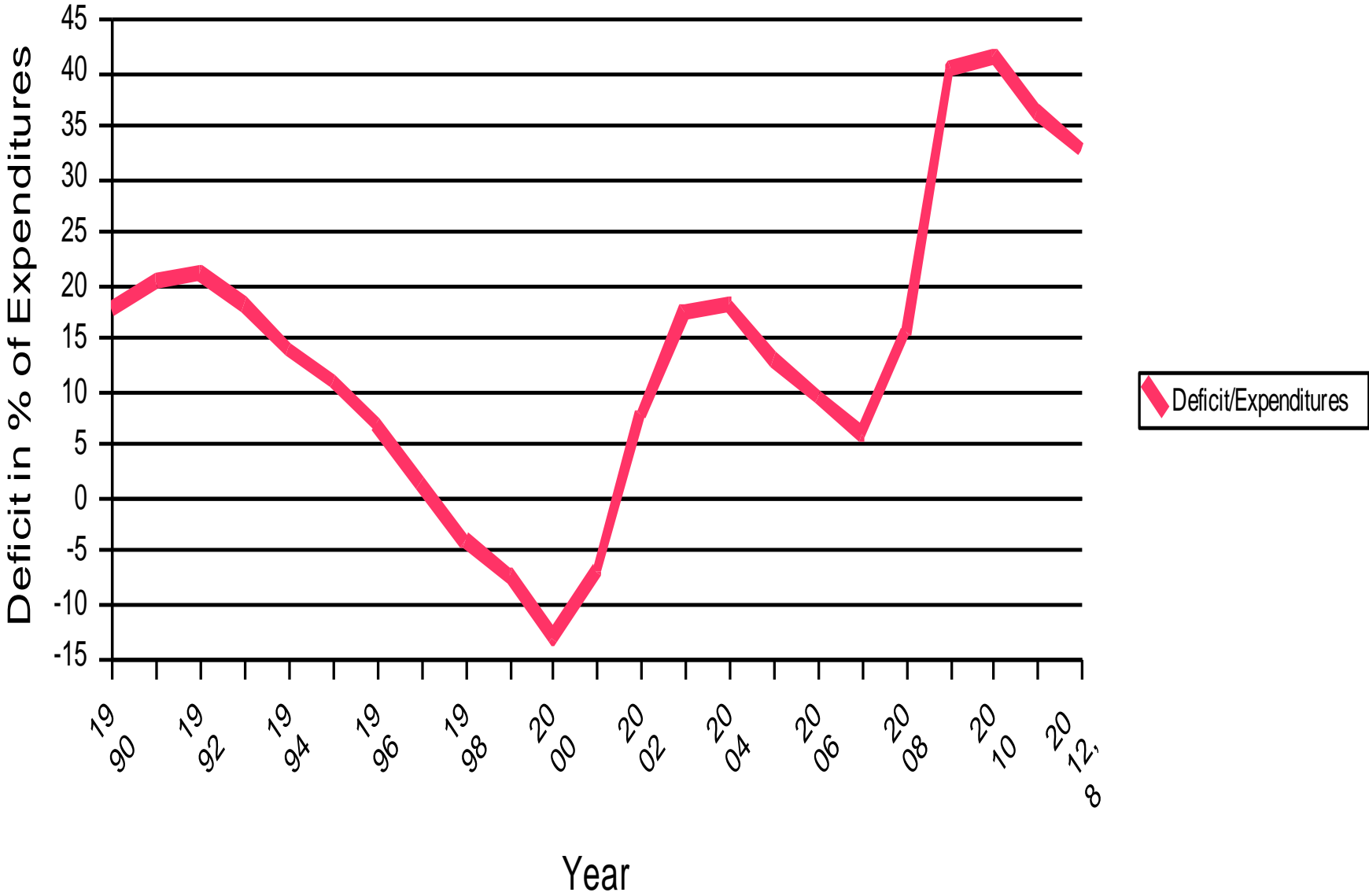
Defizite und Schulden entwickelter Länder 2011



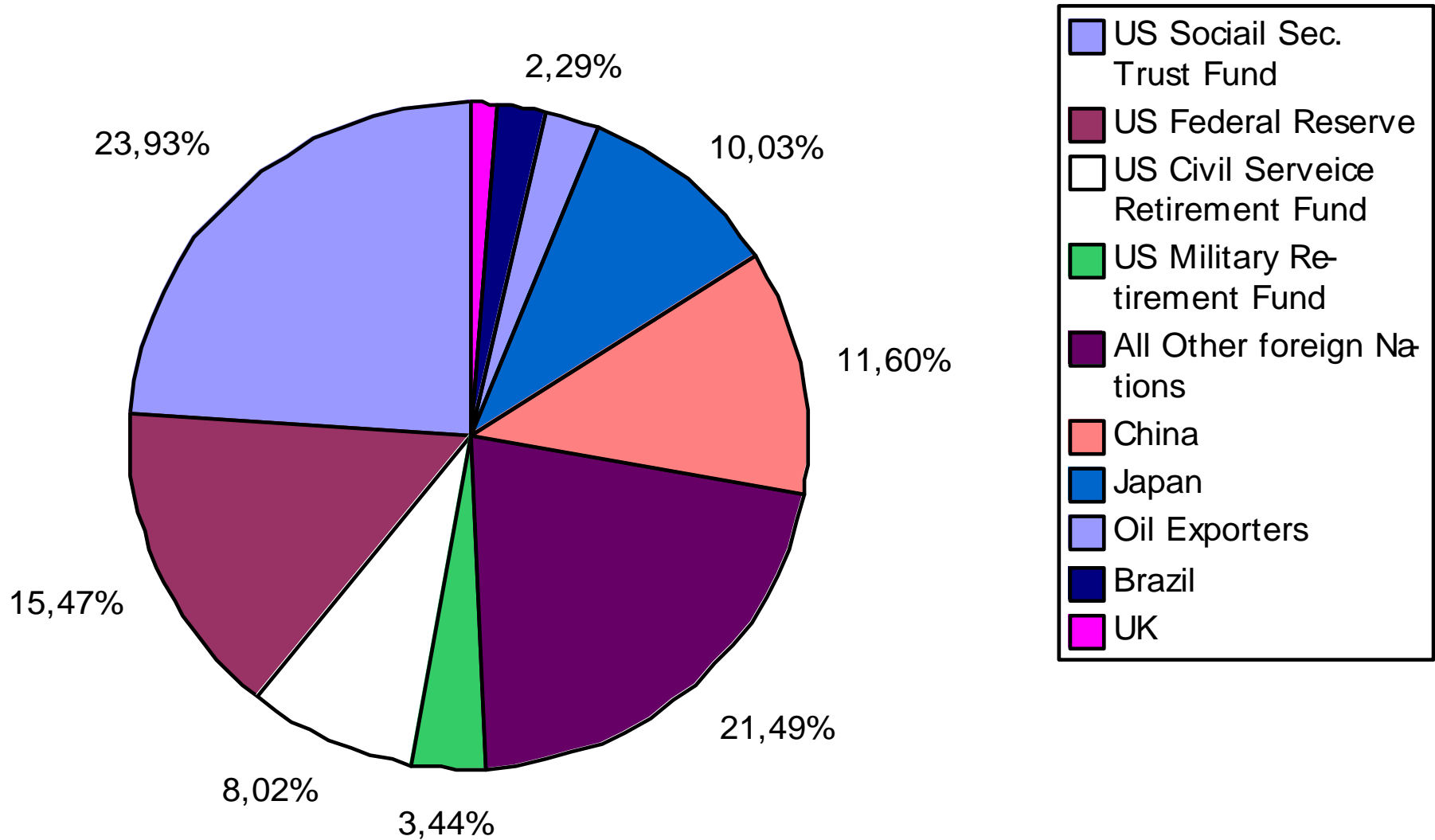
US Bund: Ausgaben und Einnahmen, 1990-2012



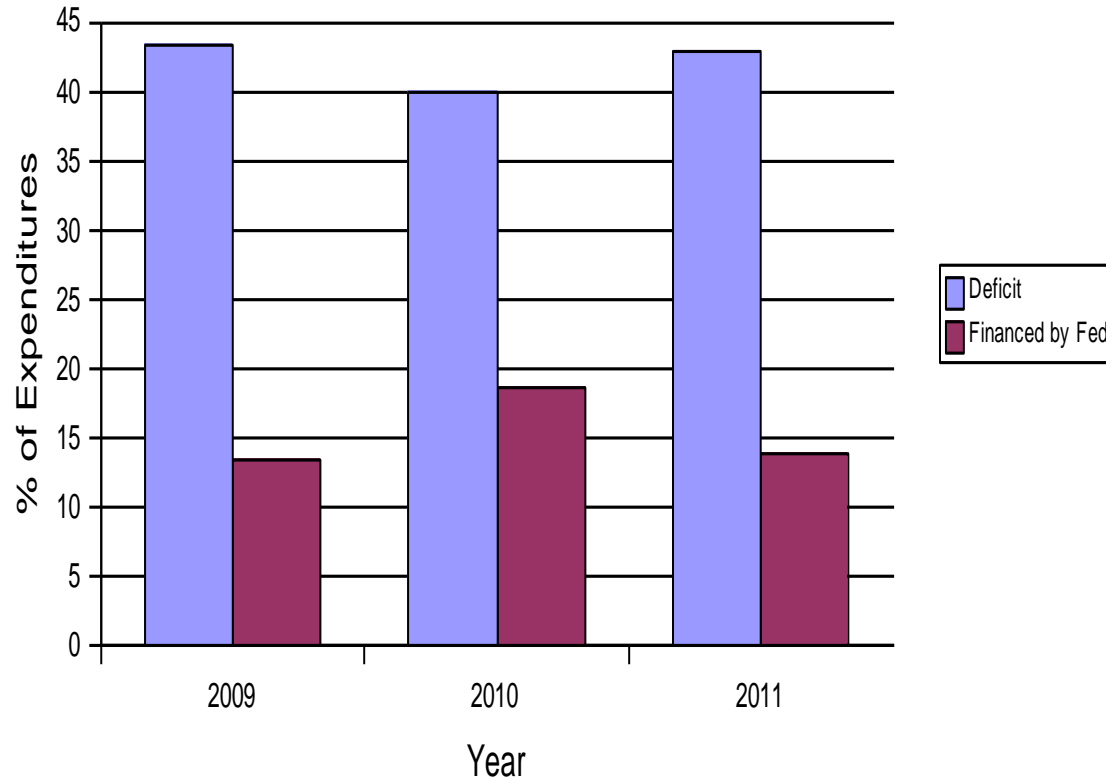
US Federal Deficit/Expenditures 1990-2012



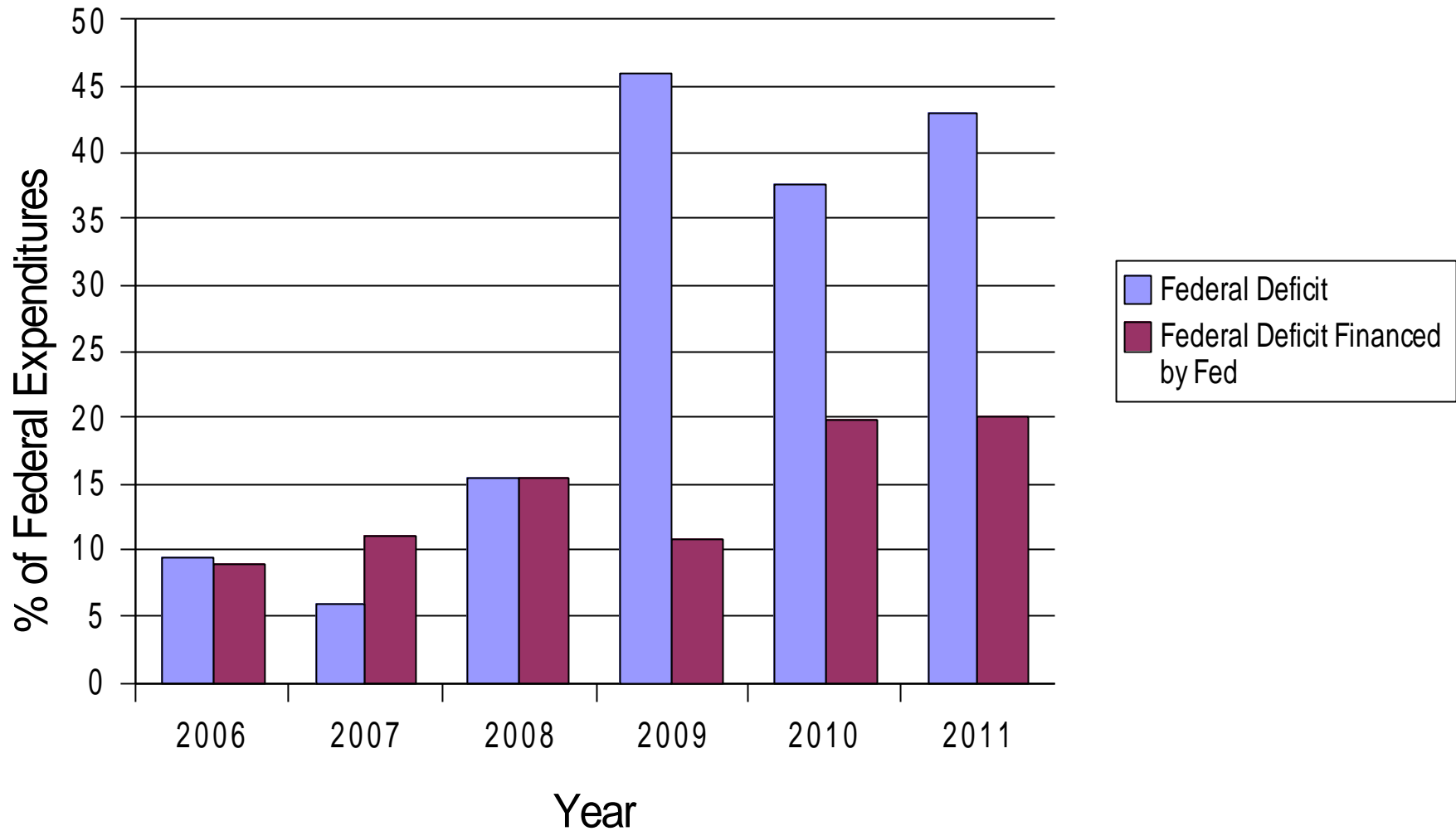
Gläubiger der US Staatsschuld 2012 von \$ 16,027 Billionen



US Deficit/Expenditures and % of Expenditures Financed by Fed, 1009-2011 (estimated)



US Federal Deficit and Deficit as Financed by Fed as % of Total Expenditures

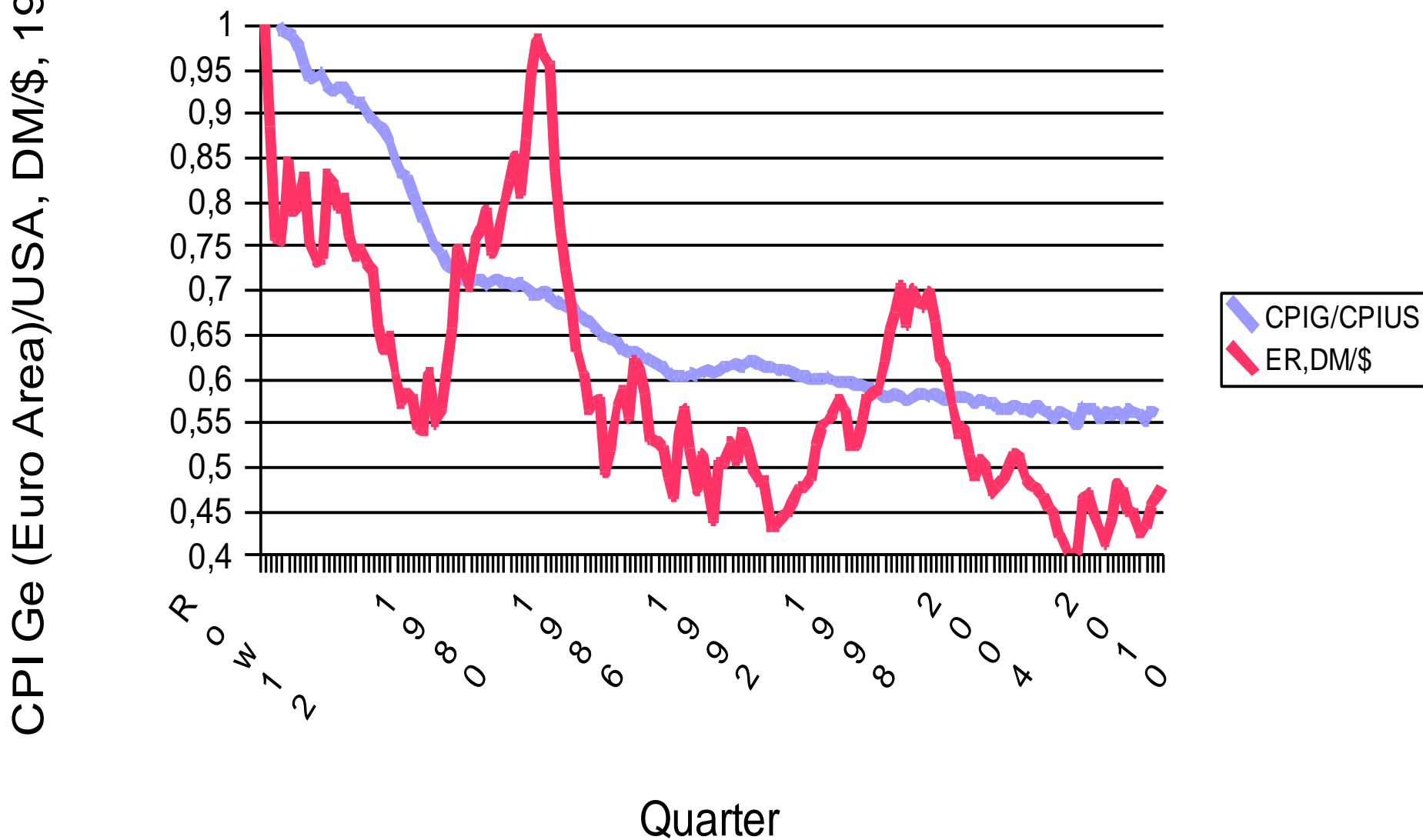


Finanzierung staatlicher Defizite durch führende Zentralbanken:

1. Die **Bank of England** hält *gilts* für etwa **375 Mrd. Pfund** (ca. ein Drittel der Staatsschulden). In den **letzten drei Jahren** hat sie damit **80 % der Nettoneuverschuldung** Grossbritanniens finanziert.
2. Die **Bank von Japan** hat ihr Programm zum Aufkauf von **Staatsanleihen** um 10 Bio. auf **80 Bio. Yen (950 Mrd. Franken)** aufgestockt. Damit nähert sich der Betrag den für 2012-13 geplanten neuen **Staatsausgaben von 90 Bio. Yen, die zur Hälfte durch Kreditaufnahme gedeckt werden** sollen. Die neue Regierung hat eine weitere erhebliche Erhöhung und eine Inflation von 2 % gefordert.
3. Das **Fed** besitzt gegenwärtig **Staatsanleihen über 1.7 Bio. \$**, also über **10 % der Staatsschulden**. Dieser Betrag macht den grössten Teil der Nettoneuverschuldung des Bundes in den letzten Jahren aus. Zusammen mit den entsprechenden Forderungen von staatlichen Trusts wie Medicare und dem Social Security Fund **befinden sich damit rund 40 % der Schulden in Staatsbesitz.**

Zum Vergleich: China hält 1.2 Bio. \$, die Schweiz ist mit 177 Mrd. \$ der siebgrösste ausländische Gläubiger.

Relative Purchasing Power and Exchange Rate DM (Euro)/Dollar, 1972-2012



President Franklin D. Roosevelt pronounced on April 5, 1933:

All persons are hereby required to deliver on or before May 1, 1933, to a Federal Reserve Bank or branch or agency thereof or to any member bank of the Federal Reserve System all gold coin, gold bullion, and gold certificates.

Souverän ist, wer über den Ausnahmezustand entscheidet.

Carl Schmitt 1993 [1922], p. 13)

Table 5

Emergencies Leading to an Erosion of Stable Monetary Regimes (Incomplete)

Country	Period	Cause	Kind of Erosion
European Countries	1790-1817	French Revolution Napoleonic Wars	Abolishment of Silver or Gold Convertibility
Austria (-Hungary), Russia	Several times in 19 th century	Wars leading to over-indebtedness	Abolishment of Silver Convertibility
Italy	1866	War with Austria	Abolishment of Silver and Gold Convertibility
Greece	1886	Government Bankruptcy	Abolishment of Gold Convertibility
Argentina	1890	Government Bankruptcy	Abolishment of Gold Convertibility
European Gold Convertibility	1914	World War I	Abolishment of
Most Countries	1931-1936	Great Depression	Abolishment of Gold Convertibility
USA	1933	Great Depression	Devaluation of Dollar against Gold, Prohibition of Owning Gold
UK, F, It too Expansive Policies	1958-1973	Deficits of Balance of Payments, Franc and Lira in Bretton	Devaluations of Pound, Woods System
USA, World Wide,	1971-1973	Too Expansive US Monetary and Fiscal Policies	End of Bretton Woods System with Fixed Exchange Rates

The Fed is already monetizing a substantial part of the US federal deficit, as has been shown above. This amounted in 2010 to about 13 % of US expenditures. Since then the situation has worsened, for the so-called „Quantitative Easing 2“ in the amount of 600 billion \$ in the first half of 2010 served mainly to buy treasury bonds. And “Quantitative Easing 3” intends now to add 40 billion \$ per month by buying mortgage backed securities from Fannie Mae and Freddie Mac, which are now owned by the US government. Given these facts, how much independence is still enjoyed by the Fed?

Der ungarische Ökonom **Janos Kornai** hat in den 1970er Jahren darauf hingewiesen, dass eine der grossen Schwächen der Planwirtschaft darin besteht, dass Unternehmen und andere Organisationen **keinen bindenden Budgetrestriktionen unterworfen** sind. Das ist heute bei den führenden Zentralbanken der Fall, da diese unbegrenzte Mengen von ihrem eigenen Geld schaffen können.

Für den politischen Ökonomen ist es daher nicht erstaunlich, wenn Politiker und Regierungen bei kritischer Haushaltslage ihre Zentralbank unter Kontrolle bringen wollen, um ihrer eigenen Budgetrestriktion, die durch ihre Steuereinnahmen und die Kreditgewährung durch die Finanzmärkte bestimmt wird, auszuweiten.

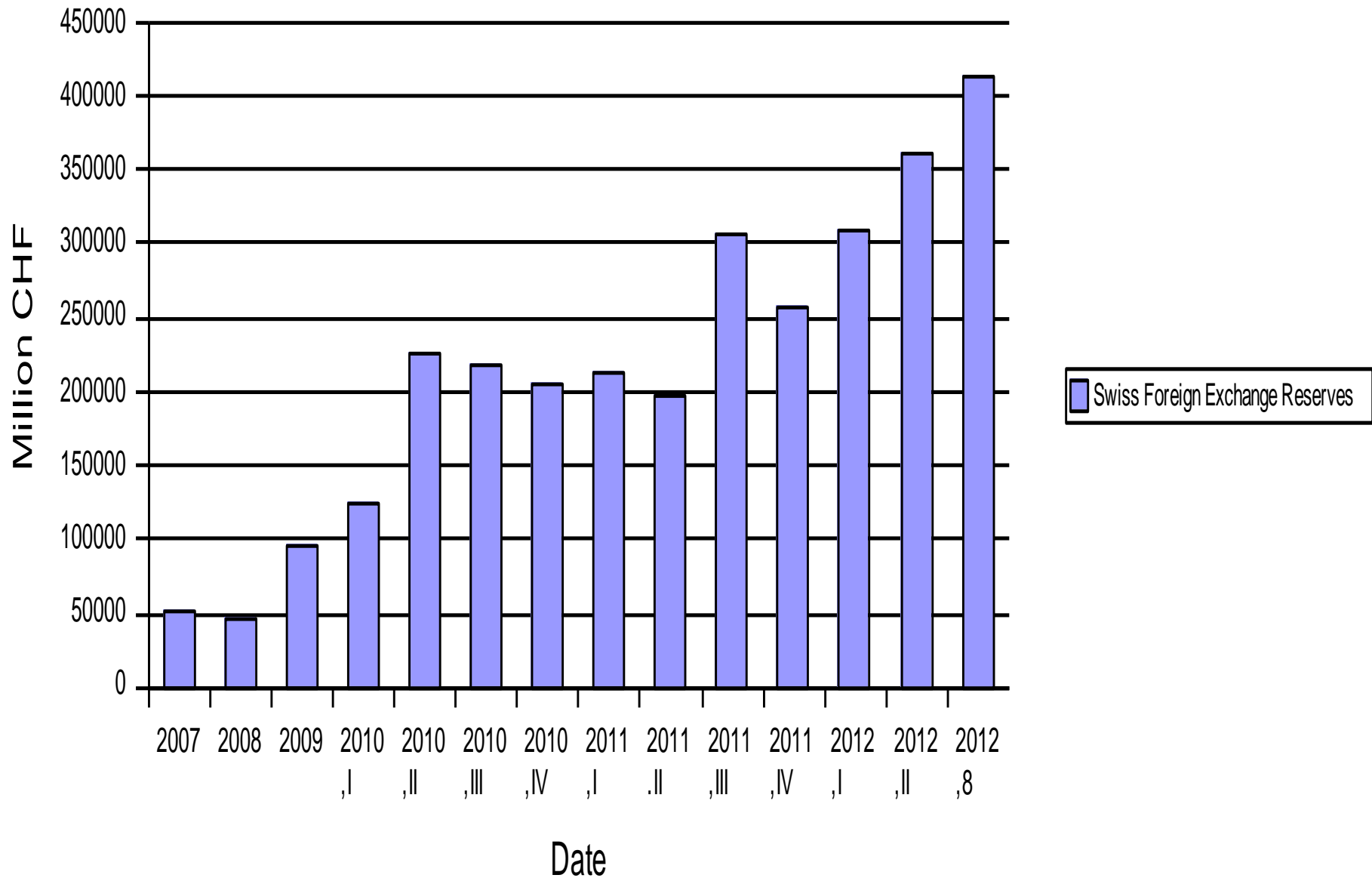
Das ist z.Zt. mit Hilfe der Zentralbanken in Form des Aufkaufs von Staatsanleihen, Target 2- Verschuldung südeuropäischer Banken und “Quantitative Easing” voll im Gang. Dies erklärt einen grossen Teil des Wachstums der monetären Basis.

Die Schweiz ist davon trotz gesunder Haushalte indirekt betroffen, da die SNB zur Vermeidung von unerträglicher Überbewertung des Frankens bei einer Untergrenze für den Euro in grossem Masse Devisen gegen die Schaffung von Zentralbankgeld aufkaufen muss. Die Bail-out Programme des Eurogebiets weichen ebenfalls die Budgetrestriktionen auf schwacher Schuldnerstaaten unter Bruch des Vertrages von Lissabon auf.

Nicht nur die Schweiz ist von der Politik der USA und der EU betroffen, sondern auch Länder wie Australien, Dänemark Brasilien, Norwegen und Schweden. Mehrere haben unterschiedliche Massnahmen gegen die Überbewertung ihrer Währung ergriffen. Bekanntlich hat die SNB am 6.9.2011 eine **Untergrenze für den Euro von 1.20 Franken** festgelegt und angekündigt, dass sie diesen Kurs mit allen Mitteln verteidigen wird und dafür unbegrenzte Mittel zur Verfügung hat.

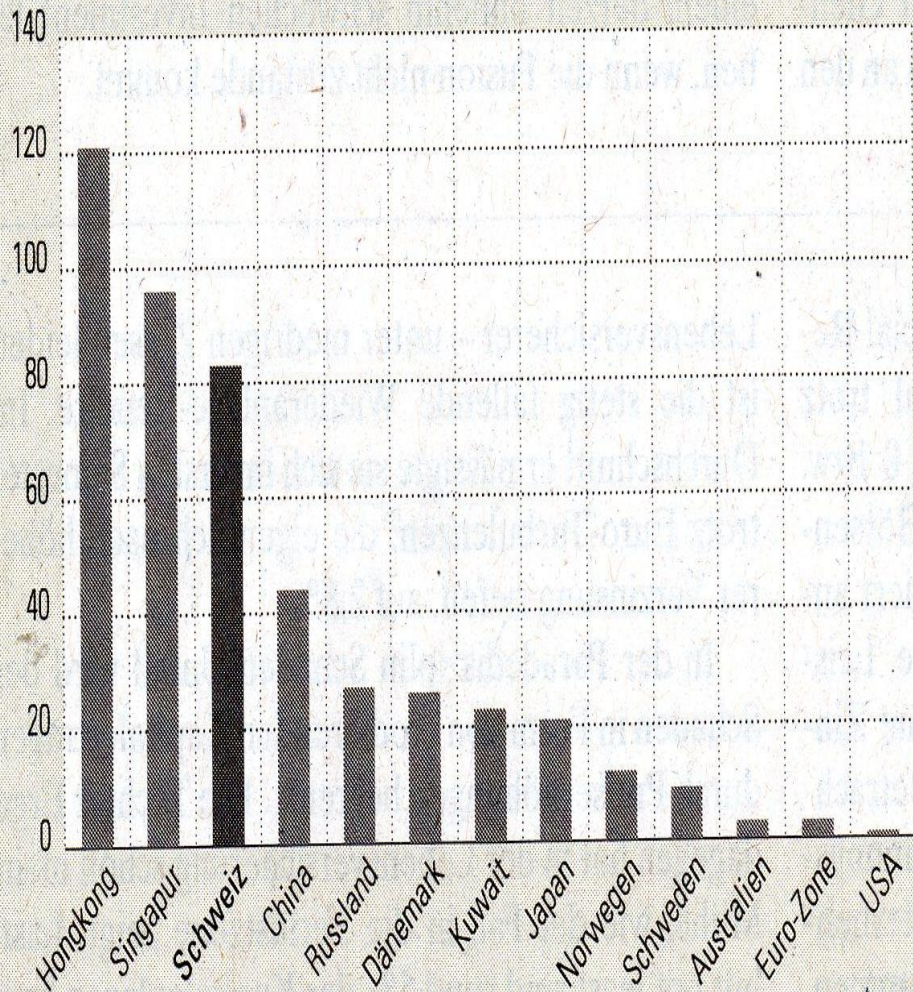
Durch die damit erfolgte Beeinflussung der Erwartungen hat sie acht Monate lang nicht mehr intervenieren müssen. Seit Mai hat sich das jedoch stark geändert, wenn auch zuletzt wieder im geringeren Ausmass. Das kann nach Meinung der Öffentlichkeit und einer wachsenden Zahl von Politikern zur **Gefahr von Verlusten und Inflation** führen. Dieser Ansicht sollte rechtzeitig entgegengetreten werden.

Foreign Exchange Reserves of SNB, 2007-2012

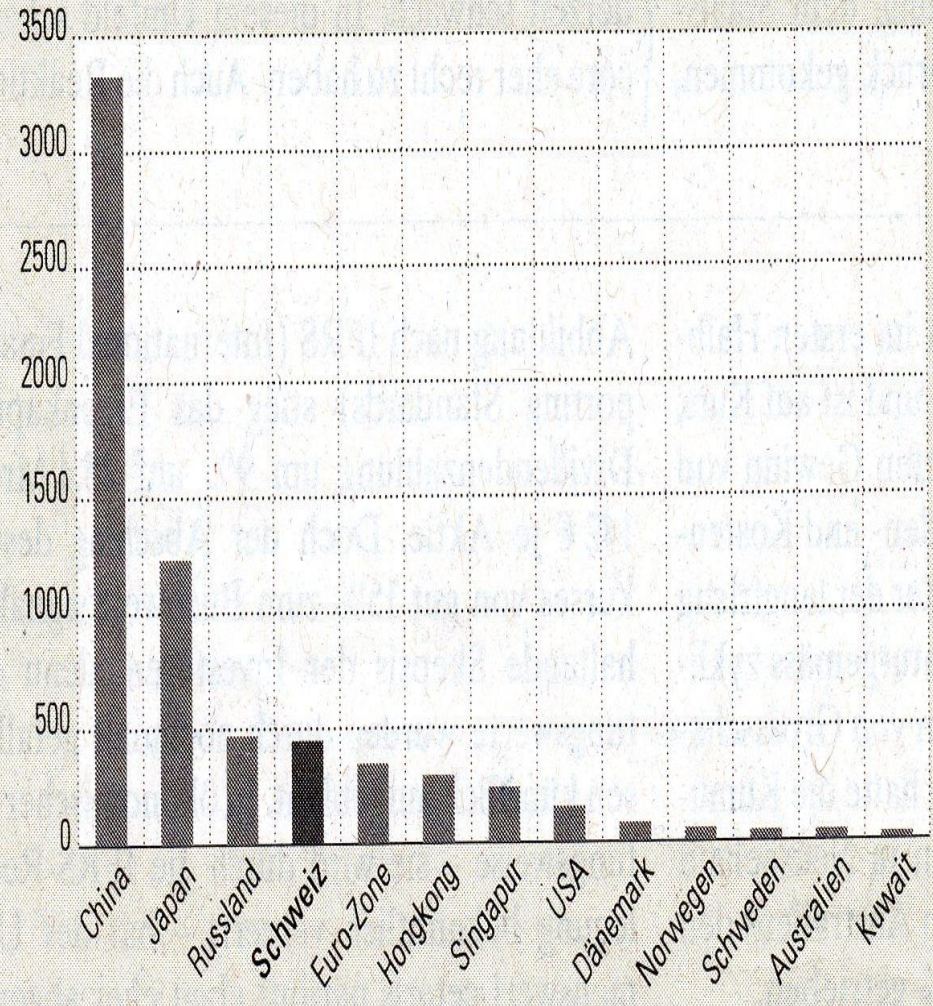


Die Schweizer Devisenreserven in der Spitzenliga

Währungsreserven inklusive Gold, in % des Bruttoinlandprodukts¹



Währungsreserven inklusive Gold, in Mrd. \$



QUELLE: INTERNATIONALER WÄHRUNGSFONDS, EIGENE BERECHNUNGEN

¹ Letzte verfügbare Angaben.

NZZ-INFOGRAFIK / tcf.

Stand Ende Juli 2012

There is another aspect to alchemy proving its impossibility. This is as follows: It was God's wise plan that gold and silver, being rare, should be the standard of value by which the profits and capital accumulation of human beings are measured. (Now,) if it were possible to obtain (gold and silver) artificially, God's wise plan in this respect would be foiled. Gold and silver would exist in such large quantities that it would be no use to acquire them.

Ibn Khaldun (1967): *The Muqqadimah*. An Introduction to History. Translated from the Arabic by Franz Rosenthal in three volumes. Bollingen Series XLIII, Princeton, N. J.: Princeton University Press, vol. 3, p. 277.

It is this structure, in which risky long-term assets are funded by short-term deposits, that makes banks so hazardous. Yet many treat loans to banks as if they were riskless. In isolation, this would be akin to a belief in alchemy – risk-free deposits can never be supported by long-term risky investments in isolation. **To work, financial alchemy requires the implicit support of the tax payer.** (p. 9)

And **eliminating fractional reserve banking explicitly recognizes that the pretence that risk-free deposits can be supported by risky assets is alchemy.** (p. 17)

But changes in expectations [about the future] can create havoc with the banking system because it relies so heavily on transforming short-term debt into long-term risky assets. **For a society to base its financial system on alchemy is a poor advertisement for its rationality.**

Mervin King, Governor of the Bank of England (25.10.2010):
Banking from Bagehot to Basel, and Back again. The Second Bagehot Lecture. Buttonwood Gathering, New York City.
Manuscript.