

Perspektiven 2. Quartal 2023

Notenbanken: Die Rückkehr zu den Kernaufgaben



Eine notwendige Gesundung

Geschätzte Anlegerin, geschätzter Anleger

«Kein Alkohol ist auch keine Lösung» – in diesem Lied einer deutschen Punkmusikgruppe versucht der Protagonist seine Alkoholsucht vor sich zu rechtfertigen. Wie bei allen Abhängigkeiten ist auch er, obwohl er sich der Problematik durchaus bewusst ist, weder willens noch fähig, gegen die Sucht anzukämpfen – erst noch grössere Probleme könnten allenfalls den Druck hinreichend erhöhen.

Verschiedene Volkswirtschaften sind in den vergangenen Jahren in eine ähnliche Situation wie dieser Protagonist gerutscht: Die Geldpolitik wurde zum süssen Gift der konjunkturellen Stützung und nach und nach hat sich eine gewisse Abhängigkeit eingestellt.

Mit der Finanzkrise 2008 setzte ein Paradigmenwechsel in der Geldpolitik ein: Einstweilen blieb die Inflationsbekämpfung zwar zentral. Da die Inflation in den Jahren nach 2008 allerdings kaum spürbar war, wurde die Geldpolitik immer mehr auch ein

Mittel zur konjunkturellen Stimulierung – mit teils äusserst kreativen Auswüchsen, denen intellektuelle Rechtfertigungen auf dem Fuss folgten. Staatliche Verschuldung oder gar der mögliche Staatsbankrott waren plötzlich kein Thema mehr, da die Geldpolitik die Akteure in jedem Fall auch wieder rausbauen könne – wurde argumentiert. Und sollte die Inflation vielleicht doch mal noch ein Problem werden, so würde dies die Fiskalpolitik gleich auch noch im Vorbeigehen lösen. Die Anhänger der «Modern Monetary Theory» (MMT) erinnern sich heute wohl eher ungerne an diese Aussagen und Vorhersagen.

Wie ist es zu dieser Verschiebung gekommen? Warum ist diese Abhängigkeit entstanden und wieso ging es so lange gut? Welche Entzugserscheinungen werden wir zu gewärtigen haben – jetzt, nachdem die Rückkehr der Inflation die Notenbanken wieder auf ihre eigentliche Funktion zurückfallen lässt?

Diesen Fragen wollen wir in der aktuellen Ausgabe der Perspektiven nachgehen. Ausgehend von dieser allmählichen Normalisierung der Geldpolitik stellt sich die Frage, was dies für die weitere wirtschaftliche Entwicklung und auch für die Entwicklung an den Finanzmärkten bedeutet.

So sehr die Situation in den letzten Jahren wirtschaftlich ansprechend gewesen sein mag, so sehr ist die aktuelle Entwicklung in der Geldpolitik langfristig gesehen eine Gesundung. Oder wie es Homer Simpson in gewohnt zweideutiger Art zu sagen pflegt: «Auf den Alkohol – die Ursache und die Lösung aller Probleme!»

Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre.



Christoph Boner
Chief Investment Officer

Die Rolle der Notenbanken im Wandel der Zeit

Als Währungshüter haben die Notenbanken im Wirtschaftssystem eine zentrale Rolle inne. Mit der Steuerung der Geldmenge stellen sie sicher, dass der Geldwert stabil bleibt. Dies vor allem, da Inflation wie auch Deflation überaus negative Effekte auf die wirtschaftliche Entwicklung und den Wohlstand eines Landes haben können.

Während die Notenbanken im Rahmen von fixen Wechselkursen – wie dies nach dem 2. Weltkrieg in grossen Teilen der Welt der Fall war – eine

passive Rolle einnahmen, kam mit der Flexibilisierung der Wechselkurse das Bewusstsein auf, dass über die Geldpolitik auch eine Steuerung der konjunkturellen Entwicklung möglich sein könnte, nachdem dies seit den 30er-Jahren vor allem über die Fiskalpolitik und die staatliche Ausgabenpolitik vorgenommen worden war. Es bot sich ein neues Instrument zur konjunkturellen Steuerung.

Damit gewannen die Notenbanken und ihre Politik an Bedeutung, auch wenn das primäre Ziel der Erhaltung

der Geldwertstabilität weiterhin zentral blieb. Dennoch wurde beispielsweise der US-amerikanischen Fed ein Doppelmandat gegeben: Neben der Erhaltung der Kaufkraft des USD soll sie auch auf die wirtschaftliche Entwicklung Rücksicht nehmen und versuchen, diese gegebenenfalls zu stützen.

Während ein solches Konjunkturziel naturgemäss nur zweitrangig sein kann, bekam dieser Aspekt der neuen Notenbankpolitik mit der Finanzkrise 2008 eine ganz zentrale

Bedeutung. Basierend auf der Erkenntnis, dass zur Stützung eines Finanzsystems in erster Linie sicherzustellen ist, dass die Liquidität weiter hinreichend vorhanden ist, wurden durch die Notenbanken Milliarden um Milliarden in das Wirtschaftssystem gepumpt.

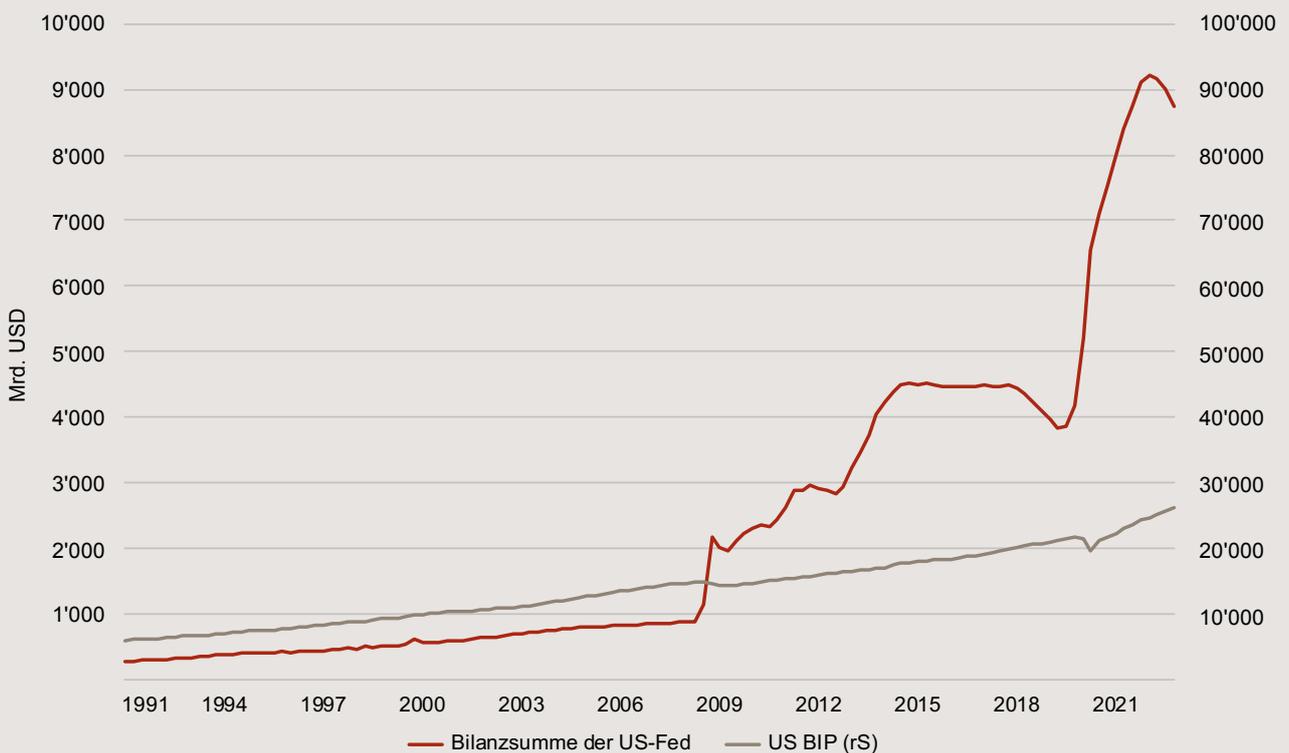
Betrachtet man die Entwicklung der US-Notenbankbilanz, so ist dieser Paradigmenwechsel in der Geldpolitik unschwer zu erkennen. Während die Notenbankbilanz lange Jahre im Bereich von wenigen Prozent der Wirtschaftsleistung lag und somit mit der

Grösse der Wirtschaft mitwuchs, brach das Geldmengenwachstum mit der Finanzkrise aus diesem Muster aus. Zu Spitzenzeiten machte die Bilanz der US-Notenbank beinahe 40% der gesamten Wirtschaftsleistung des Landes aus.

Die 2008 eingeleiteten Massnahmen der Notenbanken halfen entscheidend, das Finanzsystem zu stabilisieren und brachten erwartungsgemäss auch eine Stützung der Konjunktur und einen wirtschaftlichen Aufschwung – mit sich und gleichzeitig

folgte entgegen den Erwartungen kein Inflationsschub. Das süsse Gift der Notenbankliquidität war geboren.

US-Notenbankbilanz



Von einem Ausbleiben der Inflation konnte nur insofern gesprochen werden, als die Konsumentenpreise nicht unmittelbar anzusteigen begannen; auf diese stützen sich Notenbanken in ihren Entscheiden gemeinhin ab. Preise von Anlagegütern wie etwa Aktien oder auch Immobilien zeigten bereits in den Jahren nach der Finanzkrise einen deutlichen und teils inflationären Anstieg. Als Gründe für das lange Ausbleiben der Konsumgüterinflation wird oftmals die dämpfende Wirkung

der zunehmenden Internationalisierung wie auch der Digitalisierung und die lange Zeit moderater oder sogar rückgängiger Preise für Energieträger angeführt.

Damit war es 2022 schlagartig vorbei. Angebots- und Nachfrageverzerrungen nach den Covid-Einschränkungen wie auch deutlich höhere Preise für Energie liessen die Inflation auch im Konsumgüterbereich deutlich ansteigen. Damit wurden die Zentralbanken und vor allem

auch die Advokaten einer neuen Theorie der Geldmengensteuerung auf den harten Boden der Realität zurückgeholt. Letztere propagierte insbesondere die Irrelevanz der Staatsverschuldung aufgrund der Möglichkeiten des beliebigen Gelddrückens durch die Notenbanken. Die Geldpolitik hat sich seither mit grosser Vehemenz wieder auf ihre eigentliche Aufgabe der Sicherstellung der Geldwertstabilität zu fokussieren. Zinsen werden kräftig angehoben und Notenbankbilanzen sukzessive abgeschmolzen.

5.70%

So gross war die Bilanz der US-Fed durchschnittlich im Verhältnis zur US-Wirtschaft (BIP) in den 90er-Jahren und bis zum Ausbruch der Finanzkrise 2008.

9'203 Mrd. USD

betrug die Bilanzsumme der US-Fed im Höchststand von März 2022. Dies entspricht 37% des US-BIP.

Eine Normalisierung der Geldpolitik muss das Ziel sein

Die Flexibilisierung der Wechselkurse hat der Geldpolitik der Notenbanken neue Möglichkeiten eröffnet. Die Grundaufgabe der Sicherstellung der Preisstabilität bleibt allerdings davon unberührt. Entsprechend wichtig und zentral ist der Umstand, dass Notenbanken von einer politischen Einflussnahme möglichst abgeschirmt werden und autonom entscheiden können.

Die Kernfunktion der Notenbanken bleibt damit allen Unkenrufen zum Trotz unverändert. Die primäre konjunkturelle Steuerung hat über die Fiskal- und Ausgabenpolitik der Staaten zu erfolgen – Antizyklizität

ist hier das Stichwort. In Zeiten eines konjunkturellen Abschwungs soll über Steuererleichterungen und Investitionsprogramme von staatlicher Seite die Wirtschaft gestützt werden; tendiert eine Wirtschaft zur Überhitzung, soll der Staat negativ auf die Nachfrage einwirken und gegebenenfalls Steuern anheben.

Die letzten Jahre der ausbleibenden Inflation trotz äusserst expansiver Geldpolitik haben verführerische Aussichten eröffnet. Die aktuelle Entwicklung zeigt aber überdeutlich, dass einfache Grundregeln – überproportional mehr Geld bedeutet Inflation – nicht plötzlich ausser Kraft sind.



Vor diesem Hintergrund ist eine Normalisierung der Geldpolitik und ein noch konsequenterer Fokus auf die Preisentwicklung – nicht nur von Konsumgütern, sondern auch von Anlagen – nur zu begrüßen. Klar ist, dass dieser Prozess schmerzhaft sein kann und nicht alle Wirtschaftssubjekte für einen derart starken Zinsanstieg, wie wir ihn aktuell erleben, gerüstet sind. Die auftretenden Probleme führen uns dies eindrücklich vor Augen – auch wenn angeführt werden kann, dass die Konkursraten über die letzten Jahre unnatürlich tief ausfielen und ein gewisser Nachholeffekt nur konsequent ist.

Die Herausforderungen für die Notenbanken sind riesig; und die Vergangenheit zeigt, dass sie oftmals das Ziel nicht wirklich erreicht haben. Konkret wurde oftmals deutlich übersteuert; eine harte Landung ist dann die unweigerliche Folge. Dennoch: Es gibt keine andere Möglichkeit und die Normalisierung der Geldpolitik ist mittel- und langfristig der richtige Weg für eine Gesundung der Volkswirtschaft.

Die Normalisierung der Geldpolitik wird nicht ohne ökonomische Schmerzen vor sich gehen. Schlussendlich ist sie aber sinnvoll und notwendig.

Konjunkturelle Schwankungen sind unvermeidlich. Die Geldpolitik zu deren Vermeidung einzusetzen ist weder sinnvoll noch zielführend.





Notenbanken sind weiter gefordert, Preisstabilität sicherzustellen.

Christoph Boner
Chief Investment Officer

Was ist eine Noten- oder Zentralbank und wie unterscheidet sie sich von einer Geschäftsbank?

Eine Noten- oder auch Zentralbank ist die wichtigste Institution in einem Währungsraum. Als Währung ist in diesem Zusammenhang das gesetzliche Zahlungsmittel eines Landes (oder einer Währungsunion) zu verstehen. Entsprechend handelt es sich bei Notenbanken im Gegensatz zu Geschäftsbanken um staatliche Institutionen.

Die Hauptaufgabe der Notenbanken besteht in der Steuerung der Geldmenge, womit ihr eine zentrale Aufgabe in der Sicherstellung der Preisstabilität zukommt. Vereinfacht gesagt ist Preisstabilität dann erreicht, wenn die Geldmenge im richtigen Verhältnis zur Grösse der Wirtschaft steht. Mit diesem Ziel hat die Notenbank die Geldmenge zu steuern, wobei der sogenannte Leitzins- oder auch Referenzzinssatz das wichtigste Instrumentarium darstellt.

Zu diesem Zinssatz können Geschäftsbanken als gewinnorientierte privatwirtschaftliche Einheiten bei ihrer Notenbank Gelder anlegen oder auch beziehen. Liegt der Leitzins tiefer, werden die Geschäftsbanken eher Geld beziehen und beispielsweise in Form von Krediten an ihre Kunden weitergeben. Die Geldmenge weitet sich dadurch aus und zwar überproportional, da die Geschäftsbanken für einen bei der Notenbank

bezogenen Franken immer auch mehrere Franken an Krediten vergeben können. Hebt die Notenbank den Zins an, so nimmt die Nachfrage nach Krediten tendenziell ab und die Geldmenge geht entsprechend zurück.

Warum ist die Steuerung der Geldmenge so anspruchsvoll?

Der Leitzins stellt das wichtigste Instrument in der Steuerung der Geldmenge dar – gleichzeitig ist dieses aber auch sehr ungenau. Zum einen gibt es einen doppelten Adaptions-effekt: Erstens ist nicht klar, wie die Geschäftsbanken ihr Verhalten bei einer Änderung des Leitzinses anpassen; zweitens besteht eine zeitliche Verzögerung im Verhalten aller Wirtschaftssubjekte. Die Notenbanken sind also gewissermassen in einem permanenten Blindflug und müssen versuchen, unter Einbeziehung einer Vielzahl von Indikatoren ihre Entscheide zu fällen – ohne den Effekt ihres Handelns direkt beobachten zu können.

Weiter beeinflussen strukturelle Veränderungen den Geldumlauf wie auch die Geldschöpfung durch die Geschäftsbanken. Mit zunehmender Digitalisierung und entsprechenden Zahlungsmethoden dreht das bestehende Geld schneller im System. Zudem beeinflussen das Aufkommen von Parallelwährungen wie auch die zunehmende Bildung eines Para-Bankensystems den Umlauf des Geldes.

Tatsächlich stehen den Notenbanken neben dem Leitzins weitere Instrumente zur Verfügung. Insbesondere seit der Finanz- und der Euro-Krise sind dabei immer wieder neue Mechanismen zur Steuerung der Geldmenge, der Zinsstruktur und auch der Geldschöpfung implementiert worden.

Wieso ist die Unabhängigkeit der Notenbanken so zentral?

Unter Unabhängigkeit der Notenbanken versteht man den Umstand, dass diese möglichst losgelöst werden vom übrigen Staatsapparat und insbesondere von politischen Entscheidungsträgern. Nachdem die Notenbanken über die Steuerung der Geldmenge nicht unwesentlich den Fortgang der Wirtschaft beeinflussen, sollten sie möglichst frei von politischer Einflussnahme agieren können – dies zumal die Politik ein offensichtliches Interesse an einer zumindest kurzfristig gut laufenden Konjunktur hat, ohne sich dabei mittelfristig um potenziell daraus resultierende negative Folgen wie beispielsweise Inflation und Fehlallokationen kümmern zu müssen. Weiter ist die Notenbank unabhängig zu halten, da ansonsten die Budgetdisziplin leiden könnte – wieso nicht einfach Schulden mit neu gedruckter Valuta begleichen? Auch hier: Die negativen Konsequenzen würden nicht unmittelbar auftreten, aber mittelfristig durchaus drastische negative Konsequenzen nach sich ziehen.

Inwiefern hat die Notenbankpolitik über die Jahre Veränderungen erfahren?

Mit dem Ende des Bretton-Woods-Systems Anfang der 70er-Jahre übernahmen die Notenbanken eine grundlegend neue Funktion: Nachdem das System eine Kombination aus fixen und flexiblen Wechselkursen vorsah, waren Notenbanken vor allem mit der Pflege des Wechselkurses beauftragt. Mit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen verlor die Kurspflege an Bedeutung und die Erhaltung der Kaufkraft und Bekämpfung allfälliger deflationärer Tendenzen wurden zentral.

Diese Zielfunktionen sind weiterhin zentral; dennoch kam spätestens mit der Finanzkrise 2008 eine Erkenntnis hinzu, die fortan den Notenbanken mit der immerwährenden Sicherstellung einer hinreichenden Liquidität im Finanzsystem eine weitere zentrale Funktion zuschrieb. So haben in den vergangenen Jahren die Notenbanken mehr und mehr in Krisen über Liquiditätsspritzen die Wirtschaft zu stützen begonnen, was zumindest in Teilen klar über ihr Mandat hinausgeht. Mit der im letzten Jahr schlagartig auftretenden Inflation in verschiedenen Währungsräumen ist das eigentliche Mandat – Preisstabilität sicherstellen – wieder ins Zentrum gerückt.

Privatbank IHAG Zürich AG
Bleicherweg 18
Postfach
8022 Zürich

Telefon +41 44 205 11 11

info@pbihag.ch
pbihag.ch

PDF-Download



Disclaimer: Dieses Dokument dient ausschliesslich zu Werbe- und Informationszwecken des Empfängers und ist nicht zur Weitergabe an Dritte bestimmt. Es stellt keine Offerte, keine Einladung zur Offertstellung und keine Empfehlung dar und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit und Richtigkeit. Dieses Dokument stellt insbesondere keine Anlageberatung dar, berücksichtigt keine persönlichen Umstände des Empfängers und enthält keine Investitions-, Rechts- oder Steuerberatung, und es sollten keinesfalls Anlageentscheide alleine gestützt auf dieses Dokument gefällt werden. Bei Fragen steht Ihnen Ihre Kundenbetreuerin oder Ihr Kundenbetreuer gerne zur Verfügung, vor allem auch, wenn Sie spezifisches Informationsmaterial wie allfällige Prospekte und Basisinformationsblätter einzusehen wünschen. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen beruhen auf den gegenwärtigen Annahmen und Erwartungen, die ausserhalb des Einflussbereichs der Privatbank IHAG Zürich AG (nachfolgend «Bank» genannt) liegen und daher einer Vielzahl von Ungewissheiten unterliegen. Die tatsächlichen zukünftigen Ereignisse und Fakten können somit wesentlich von den getroffenen Annahmen und Erwartungen abweichen (sowohl negativ als auch positiv). Die Bank übernimmt keine Verpflichtung und beabsichtigt auch nicht, die in diesem Dokument gemachten zukunftsgerichteten Angaben zu aktualisieren, soweit solche vorhanden sind, oder bei einer anderen als der erwarteten Entwicklung zu korrigieren. Die Quellen, auf die sich dieses Dokument stützt, gelten zwar in der Regel als zuverlässig, die Bank lehnt aber jede Haftung oder Verantwortung für die Auswahl solcher Quellen ab. Ebenso ist jede Haftung oder Verantwortung für den Inhalt dieses Dokuments ausgeschlossen. Dieses Dokument richtet sich in erster Linie an Personen mit Domizil in der Schweiz und nicht an Personen mit Domizil im Ausland. Insbesondere richtet sich dieses Dokument keinesfalls an US-amerikanische, kanadische oder britische Bürger oder natürliche oder juristische Personen mit Wohnsitz oder Sitz in den Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada oder Grossbritannien, noch an Personen, die irgendwelchen Restriktionen (zum Beispiel aufgrund ihrer Nationalität oder ihres Wohnsitzes) bezüglich in diesem Dokument festgehaltener Informationen unterliegen.