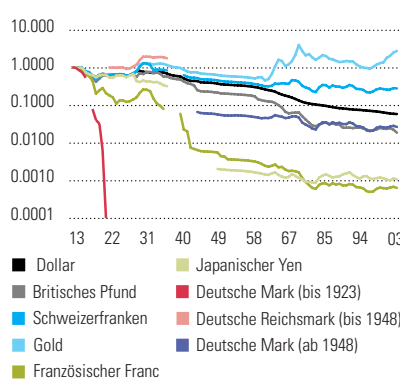




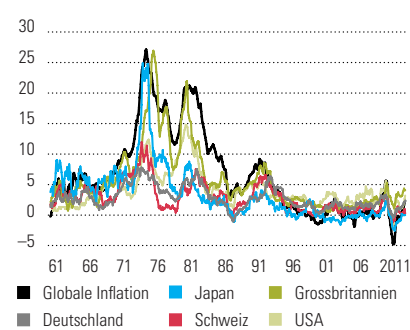
Seit der Gründung der US-Notenbank Federal Reserve 1913 hat der Dollar rund 95% seines Werts verloren. DENNIS BRACK / BILDMASCHINE

Papiergeld-Währungen und Inflation

Kaufkraftschwund ausgewählter Währungen und Gold
Indexiert, 1913 = 1, logarithmische Skalen



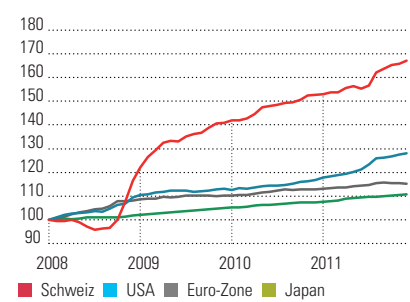
Internationale Korrelation von Inflationsraten
Konumentenpreisindex, im Jahresvergleich, in %



Der Kaufkraftverfall des Dollars



Entwicklung der Geldmenge M2, (indexiert, 2008 = 100)



QUELLEN: AMERICAN INSTITUTE OF ECONOMIC RESEARCH / UBS / SWISSCANTO

NZZ-INFOGRAFIK/eff.

Gefahren des Systems mit ungedecktem Papiergeld

Ökonomen fürchten mittelfristig deutlich höhere Inflationsraten – Folgen des Gelddrucks der internationalen Zentralbanken

Die Verwendung von Papiergeld hat aus Sicht mancher Ökonomen zu einer Aufblähung des Finanzsektors und zu rasanten Auf- und Abschwungs-Zyklen beigetragen. Die Geldschwemme der Zentralbanken könnte höhere Inflation nach sich ziehen.

Michael Ferber

«Inflation ist ein periodisch wiederkehrender Beweis für die Tatsache, dass bedrucktes Papier bedrucktes Papier ist.»
Helmar Nahr, deutscher Wirtschaftswissenschaftler und Mathematiker

«LTRO», «quantitative Lockerung», «Operation Twist» – mit solchen kryptischen Ausdrücken haben die internationalen Zentralbanken in den vergangenen Jahren das Vokabular der Finanz-Interessierten vergrössert. Dahinter verstecken sich Entscheide, mit denen vor allem die amerikanische Federal Reserve (Fed) und die Europäische Zentralbank (EZB) Geld drucken und marode Banken stützen. Dies soll die Krise in den Industriestaaten bekämpfen und hat die Zuspitzung beispielsweise der Euro-Schuldenkrise schon mehrmals abgemildert. Das Pumpen von Milliarden und Abermilliarden an Euro und Dollars in den Geldkreislauf dürfte die Krise aber nicht lösen.

Medizin oder Gift?

Es werde versucht, den Patienten mit der Medizin zu heilen, die ihn erst krank gemacht habe: immer mehr billigem Geld, sagte Kuno Kennel, Chef von Barclays Capital Schweiz, an einer Veranstaltung in Zürich. Doch was werde passieren, wenn der Markt das Vertrauen in diese Heilungsmethode verliere? In der Geschichte gebe es dafür Beispiele mit schrecklichem Ausgang. Schon jetzt gingen manche Marktteilnehmer für die Zukunft von deutlich höheren Inflationsraten aus.

Laut Thorsten Polleit, Chefökonom von Degussa Goldhandel und Honorarprofessor an der Frankfurt School of Finance & Management, hat die Verwendung von Papiergeld in der Geschichte oft «mit Tränen geendet». Er befürchtet, dass derzeit erst der Beginn einer politisch gewollten Monetisierung von Staatsschulden zu beobachten ist. Dabei würden Schulden von Zentralbanken aufgekauft und so überschuldete Staaten vor dem Kollaps «gerettet». Ihr eigentlicher Bankrott werde dadurch aber nur verdeckt. – Vor allem in den USA hat die Fed in den vergan-

genen Jahren bereits mehr Geld denn je gedruckt. Gelingt es bei einer wirtschaftlichen Erholung nicht, das viele Geld rasch genug wieder abzuschöpfen, könnte die Inflation als Folge beträchtlich steigen.

Christof Reichmuth, Chef der Luzerner Bank Reichmuth, glaubt nicht, dass jedes Papiergeldsystem automatisch «in Tränen» endet. Dies zeige beispielsweise die Geschichte des Schweizerfrankens. Allerdings sieht auch er aufgrund der Anreizstruktur von Politikern einen Hang von Papiergeldsystemen zu inflationären Entwicklungen. Die extrem expansiven Geldpolitik der US-Notenbank nach dem Kollaps der Bank Lehman Brothers im September 2008 hält Reichmuth für gerechtfertigt. Schliesslich sei es darum gegangen, eine Deflation bzw. Depression in den USA zu verhindern. Die Kehrseite der extrem expansiven Geldpolitik sei aber, dass es deshalb zu keiner Bereinigung in der Wirtschaft gekommen sei. Dies erkläre, weshalb kaum Wachstumsimpulse zu erkennen seien.

Dass das viele bereits gedruckte Geld bisher zu keinem nennenswerten Anstieg der Konsumentenpreise geführt hat, liegt wohl daran, dass die Zins- und Kreditkanäle weiterhin verstopft sind. Banken horten das Geld lieber, als sie es weitergeben. Berücksichtigt man allerdings andere Daten als die Konsumentenpreise, so zeigen sich bereits erhebliche Auswirkungen der ultraexpansiven Geldpolitik. So hat es in einigen Ländern bereits deutliche Erhöhungen von Vermögenspreisen gegeben. Beispielsweise sind in der Schweiz und in Deutschland die Immobilienpreise in guten Lagen in den vergangenen Jahren stark gestiegen.

Das Gelddrucken der Zentralbanken dürfte für Sparer, Altersvorsorgende und Investoren erhebliche negative Konsequenzen haben. So könnten die in den vergangenen Jahrzehnten entstandenen Kosten und Schulden sozialisiert werden, indem die Kaufkraft des Geldes der Bürger verringert wird. Ökonomen der UBS schreiben dazu in einer Studie, Inflation wirke im Prinzip wie eine Steuer – und noch dazu handle es sich bei ihr um eine, die heimlich erhoben werden könne. Die Inflation entzieht Bürger, welche sich davor nicht schützen (können), einfach nach und nach. Dies ist besser systemverträglich als andere Massnahmen, weil die meisten Bürger die Zusammenhänge nicht verstehen.

In jüngster Zeit hat sich die Debatte darüber vor allem in Deutschland zugepunkt. Dort steigen die Inflationsängste, da die Leitzinsen der EZB für die derzeit boomende deutsche Wirtschaft zu

niedrig sind. Vergangene Woche hat eine Gruppe von Wirtschaftsprofessoren einen Aufruf gegen eine Politik der «etwas höheren Inflation» gestartet. Darin hiess es, Bundesbank-Präsident Jens Weidmann erhalte von der Bundesregierung mit seiner antiinflationären Haltung keine öffentliche Rückenbedeckung mehr. Der Versuch, die Probleme der Schuldenkrise durch mehr Inflation zu lösen, werde aber misslingen und die Wirtschaft zunehmend belasten. Sei der «Inflationsgeist» erst einmal aus der Flasche, dann sei die Währung schnell gefährdet. Für die Reduktion der realen Schuldenlast sei aber nichts gewonnen.

«An die «Titanic» gekettet

Dass sich die Schweiz diesen internationalen Entwicklungen nicht entziehen kann, hat sich bereits in dem starken Anstieg des Werts des Frankens gezeigt, auf den die Schweizerische Nationalbank (SNB) im September 2011 mit der Einführung der Kursuntergrenze gegenüber dem Euro von Fr. 1.20 reagiert hat. Ausserdem druckte die SNB ebenfalls erheblich Geld, um den Franken nicht noch stärker werden zu lassen (vgl. Grafik). Aus Sicht von Polleit gleicht die Schweiz derzeit einem schönen Segelboot, das an die «Titanic» gekettet sei – also an die Euro-Zone mit ihrer tiefgreifenden Schuldenkrise. Die Bilanz der SNB stehe vor grossen Herausforderungen, wenn sich die Krise in Europa noch stärker zuspizt, da sich das Festhalten an der Mindestgrenze als sehr teuer erweisen könne. Ausserdem könnte die Teuerung steigen. Da Inflation global stark korreliert ist, ist es auch aus Sicht der UBS für einzelne Länder schwierig, sich von der internationalen Entwicklung abzukoppeln. Die Ökonomen der Grossbank gehen davon aus, dass die weitere Entwicklung stark von der Geldpolitik der USA abhängt.

Wie Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff in ihrem Buch «Dieses Mal ist alles anders. Acht Jahrhunderte Finanzkrisen» ausführen, wurde Inflation mit der Verbreitung des Papiergelds zu Beginn des 20. Jahrhunderts zu einem «weitverbreiteten und chronischen Problem». Bevor das ungedeckte Papiergeld eingeführt wurde, bedienten sich Monarchen und Herrscher allerdings anderer Tricks, um Schuldenrückzahlungen zu vermeiden: Sie verringerten den Edelmetallgehalt der zirkulierenden Münzen oder liessen kleinere Münzen mit demselben Wert prägen.

Vor dem Hintergrund der gegenwärtigen Lage in Griechenland wirkt es ironisch, dass – wie in dem Buch von Reinhart und Rogoff erwähnt – der Herr-

scher Dionysios im griechischen Syrakus bereits im 4. Jh. v. Chr. unter Androhung der Todesstrafe das in Umlauf befindliche Geld einziehen und anschliessend auf jede 1-Drachme-Münze den Wert von 2 Drachmen prägen liess. Ein weiteres Beispiel für eine historische Währungsabwertung lieferten Heinrich VIII. und sein Nachfolger Edward VI. in England in den Jahren nach 1542. Während dieser Zeit verlor das englische Pfund gemäss Reinhart und Rogoff 83% seines Silbergehalts.

In Schweden wurde laut den Autoren die Währung im Jahr 1572 um 41% abgewertet und der russische Rubel 1798 um 14% – in letzterem Fall ging es um die Finanzierung eines Kriegs. Russland wertete seine Währung 1810 erneut um 41% ab, Österreich die seine 1812 um 55%. Beide Abwertungen standen gemäss Reinhart und Rogoff in Zusammenhang mit den Belastungen, die durch die napoleonischen Kriege ausgelöst wurden.

Die Bürger wurden also schon in früheren Jahrhunderten mittels Gewalt und Tricks der jeweiligen Herrscher um die Kaufkraft ihres Geldes gebracht. Aus Sicht von Reinhart und Rogoff sind «die modernen Notenpressen lediglich eine technisch fortschrittlichere und effizientere Methode zur Erreichung desselben Ziels» – der Umgehung von Schuldenrückzahlungen. Wie ihre Statistiken zeigen, ist die Inflation im 20. Jahrhundert tatsächlich sehr stark angestiegen. In vielen Industrieländern galt das Phänomen Inflation in den vergangenen Jahrzehnten als besiegt, angesichts der immensen Verschuldung zahlreicher Staaten könnte sich dies nun allerdings wieder ändern.

Murray Rothbard, US-amerikanischer Ökonom und Vordenker der Libertarian Party, sah die Wurzel des Papiergeld-Übels im Federal Reserve System, das 1913 durch die Unterzeichnung der Federal Reserve Act unter dem US-Präsidenten Woodrow Wilson geschaffen wurde. Die amerikanische Wirtschaft leide unter chronischer Inflation, die von der Fed geschaffen werde, schrieb Rothbard. Es sei die Aufgabe der Fed, private Geschäftsbanken bei der Inflationierung zu unterstützen, ihnen Reserven zukommen zu lassen und sie, wenn nötig, zu retten. So hat der Dollar seit der Gründung der Fed im Jahr 1913 ungefähr 95% seines Werts verloren (vgl. Grafik). Im Jahrhundert davor war die Kaufkraft des Dollars hingegen weitgehend stabil geblieben.

Die Verwendung von durch nichts gedecktem Papiergeld sorgt aus Sicht mancher Ökonomen nicht nur für Inflation, sondern auch für eine Aufblähung des Finanzsektors sowie für rasante

Auf- und Abschwungs-Zyklen. Historisch gesehen haben Staaten besonders von Inflation Gebrauch gemacht, wenn sie in den Krieg gezogen sind. Dies zeigte sich in den USA etwa im Vietnamkrieg. Im Jahr 1971 erklärte Präsident Richard Nixon, dass der Dollar nicht mehr länger in Gold konvertierbar sei, und brachte so das Bretton-Woods-System und den Goldstandard zu Fall. Da Gold als «Anker» für das Geld fehlte, hätten die Zentralbanker in der Folge stärker darauf achten müssen, eine übermässige Geldmengenausweitung zu verhindern. Wie die derzeitige Entwicklung zeigt, hat dies nicht funktioniert.

Beim Blick auf die heutige Lage lässt sich argumentieren, dass aufgrund des bereits fortgeschrittenen Stadiums des Gelddrucks die Auf- und Abschwungs-Zyklen derzeit in immer kürzeren zeitlichen Abständen aufeinanderfolgen. So gab es im vergangenen Jahrzehnt mit dem Börsencrash nach dem Platzen der Internet-Blase 2000 bis 2003 und dem Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2007 innerhalb weniger Jahre zwei sehr tiefgreifende Finanzmarktkrisen. Die Rettungsaktionen der Staaten haben die Verschuldung noch stärker nach oben getrieben, und die Zentralbanken haben mit der Schaffung von noch mehr Papiergeld reagiert. Diese Entwicklung macht weitere, fundamentale Krisen wahrscheinlich.

Inflation um jeden Preis

Polleit rechnet mit einem Kollaps des derzeitigen Systems. Das Papiergeldsystem werde nicht mehr zur «Normalität» zurückkehren. Gegen ein Deflations-Szenario spricht aus seiner Sicht unter anderem die Entschlossenheit von Fed-Chef Ben Bernanke, eine solche Entwicklung unter allen Umständen zu bekämpfen. In seiner berühmten Rede «Deflation: Making Sure «It» Doesn't Happen Here» im Jahr 2002 hatte Bernanke geäussert, in einem Papiergeldsystem könne eine entschlossene Notenbank immer für höhere Ausgaben und folglich positive Inflation sorgen.

Als Ausweg aus der derzeitigen Schuldenkrise hält Polleit eine Entwicklung in Richtung eines «Bretton Woods III»-Systems mit einer international koordinierten Inflationpolitik für denkbar. Gold und Silber dürften dabei eine Rolle spielen. Auch aus Sicht von Reichmuth ist eine globale Währungsreform zur Lösung des Schuldenproblems nicht mehr ausgeschlossen. Für wahrscheinlicher hält er aber eine Kombination aus höherer Inflation, höheren Steuern für Vermögende und Schuldenrestrukturierungen.