

«Diese Strategie endet in Tränen»

Seit Jahren überschwemmen die Notenbanken die Finanzmärkte mit Geld. Der Ökonom William White sah die letzte Finanzkrise kommen und denkt bereits über die nächste nach. Er erklärt auch, warum die Nationalbank die Euro-Franken-Kursuntergrenze aufgab. Von Florian Schwab und Basile Bornand (Bild)

Wir treffen William White, den ehemaligen langjährigen Chefökonom der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), in der Bar des «Trois Rois» in Basel. Der 71-jährige Kanadier kennt die Welt der Zentralbanken aus jahrzehntelanger Praxis. Der Entscheid der Schweizerischen Nationalbank (SNB), die Kursuntergrenze aufzuheben, hat ihn trotzdem überrascht. Er fällt für ihn in eine Zeit, in der sich die dunklen Wolken am Wirtschaftshimmel nur mit Galgenhumor aufhellen.

Herr White, warum hat die SNB die Kursuntergrenze aufgegeben?

Der «Cap» wurde zu einer Zeit eingeführt, als der Franken sich rasch aufgewertet hatte und das unbegrenzt weiterzugehen schien. Das hat grosse Sorgen über die konjunkturelle Entwicklung ausgelöst, insbesondere im Aussenhandel. Die Absicht war wohl, den Firmen etwas Zeit zu verschaffen, um sich an den erstarkten Franken zu gewöhnen. Ein Beweggrund mag nun gewesen sein, dass nach Ansicht der SNB diese Anpassung in der Zwischenzeit möglich war. Noch wichtiger ist aber, dass der Euro in letzter Zeit gegenüber dem Dollar rasch an Wert

verloren hat und sich diese Entwicklung mit dem angekündigten Quantitative Easing-Programm (QE) der Europäischen Zentralbank (EZB) noch beschleunigen dürfte.

Mit welchen Folgen für die SNB?

Sie hätte in immer grösserem Umfang intervenieren müssen, was zu wachsenden Verlusten geführt hätte. Offenbar war sie nun der Meinung, dass es dies nicht wert war.

Was sind nun die Herausforderungen für die Schweiz nach der Wiederherstellung eines flexiblen Wechselkurses?

Es ist zu früh, um von frei schwankenden Kursen zu sprechen. Immerhin hat die Nationalbank Negativzinsen eingeführt. Denkbar sind weitere Massnahmen, um

die Kapitalzuflüsse in die Schweiz zu senken. Die hohen Überschüsse in der Schweizer Zahlungsbilanz deuten auf anhaltendes Aufwertungspotenzial des Frankens hin. Die natürliche Entwicklung wäre nun ein Strukturwandel weg von internationalen Handelsgütern. Die Schweizer Regierung sollte sich dem nicht in den Weg stellen.

Was ist die wichtigste Botschaft des EZB-Entscheids?

Es ist ein Weckruf an andere Zentralbanken, die noch immer versuchen, die Markt-

Ja, und im relativen Vergleich zu anderen Währungen verbilligt sich der Euro zweifelsohne. Die EZB will einen schwächeren Euro, aber ein eskalierender Vertrauensverlust wäre nicht in ihrem Interesse.

In einer Publikation haben Sie kürzlich festgestellt, dass sich die Welt an einer Art Währungskrieg entlanghangelt.

Wir leben momentan in einem internationalen Währungs-Nichtsystem, einer «Rette sich wer kann»-Welt, in der jeder seinen kurzfristigen Interessen nachlebt. Im Ge-

gensatz zu früher, als wir den Goldstandard oder das Bretton-Woods-System hatten. Ein System stellt Regeln auf, an die sich alle halten müssen und die die Integrität des Systems insgesamt sicherstellen. Auf lange Sicht bringt das Vorteile für alle.

Worin genau besteht das Problem?

Blenden wir zurück ins Jahr 2000. Damals öffnete die US-Notenbank Federal Reserve die geldpolitischen Schleusen und führte so eine Abwertung des US-Dollars herbei. Weil fast alle anderen Währungen gegenüber dem Dollar aufwerteten, sagten die anderen Teilnehmer: Wir werden

das nicht akzeptieren, weil unsere Exporte sich verteuern et cetera. Wenn die USA durch die Notenpresse ihre Währung auf einen Sinkflug schicken können, dann können wir durch dieselbe Massnahme das Ansteigen unserer Währung verhindern. Am Ende druckten alle Geld, was eine Ausweitung der Geldmenge und der Schulden in Gang setzte. Das globale System wird damit auf eine gefährliche Weise ankerlos. Jetzt gibt es mehr und mehr Leute, die ein neues, regelbasiertes Geldsystem fordern, das irgendwo verankert ist.

Sprechen Sie über einen grossen Wurf?

Ja, wir müssen innehalten. Ich kann Ihnen derzeit nicht detailliert sagen, was getan



«Wir leben momentan in einer «Rette sich, wer kann»-Welt.»

schwankungen möglichst zu unterdrücken. Das kann zu grossen Verwerfungen führen.

Hat die EZB Ihres Erachtens mit dem Entscheid gerechnet oder ihn, wie teilweise gemutmasst wird, gar herbeigewünscht?

Ich weiss nicht, wer mit wem im Vorfeld gesprochen hat. Es gibt die Theorie, laut der die Wechselkursgrenze der SNB die Wirkung des QE-Programms der EZB verstärkt hätte. Aber es gibt auch Argumente für die gegenteilige Wirkung. Ohne die Ansicht der EZB zu dieser Frage zu kennen, kann man darüber schwer etwas sagen.

Eine Schwächung des Euro scheint auf jeden Fall beabsichtigt.

werden müsste. Aber es gibt eine Reihe kluger Bücher zu dem Thema. Besonders empfehle ich «The Money Trap» von Robert Pringle, in dem er einige konkrete Empfehlungen abgibt, wie man mit bescheidenen Eingriffen den eingeschlagenen Pfad verlassen kann. Bereits früher hat die sogenannte Gruppe Palais Royal ihre Empfehlungen formuliert, die einer Generalüberholung des Währungs- und Finanzsystems nahekommen. Beteiligt waren sehr wichtige und erfahrene Funktionäre. Das «Jeder ist sich selbst der Nächste» kann nicht ewig gutgehen. Das ist das genaue Gegenteil eines Systems, das auf den langfristigen Nutzen aller getrimmt ist. Ich habe grosse Angst, vor dem, worauf das Ganze zuläuft.

Woher kommt diese Angst?

Daher, dass das Problem keine Grenze kennt. Der Himmel ist die Grenze. In ihrem Abwertungswettbewerb haben die Notenbanken keine natürliche Beschränkung. Die Schweiz illustriert diese Problematik

sehr gut. Als kleines Land ist sie mit dieser währungspolitischen Grosswetterlage konfrontiert. Der Schweizerischen Nationalbank (SNB) blieb nichts anderes übrig, als dem nachzuleben, so gut es eben ging. Ich habe keinerlei Zweifel, dass die Verantwortlichen die Risiken der Wechselkursgrenze erfassten. Sie machten das Beste aus einer verzwickten Lage.

Wird das Euro-Währungsgebiet unverändert bleiben?

Das hoffe ich. Man kann auf die Euro-Gründung zurückblicken und Gedanken darüber anstellen, was versäumt wurde. Aber heute sind wir, wo wir sind. Jedes Land, das den Euro-Raum verlassen möchte, wird einen hohen Preis dafür zahlen. Das ist vermutlich unglücklich, aber so wurde die Euro-Zone nun einmal konstruiert.

Man spricht derzeit wieder über die Möglichkeit eines Austritts Griechenlands.

Auch im Falle Griechenlands, dessen Staatshaushalt kürzlich endlich wieder einen Primärüberschuss verzeichnet hat, wäre die Folge eines Austritts eine sehr, sehr tiefbewertete Währung. Dazu kommt das Risiko, dass die Währungsabwertung sich nicht in der gewünschten Weise ent-



«Wir gehen in die falsche Richtung»: Ökonom White.

wickelt, der reale Wechselkurs unverändert bleibt und man am Schluss nichts anderes hat als eine hohe Inflation im Inland, und die Schuldenlast in Euro wird drückender als zuvor. Gar nicht zu reden von den ganzen rechtlichen und vertraglichen Fragen.

Ist die Euro-Zone heute nicht besser auf den Austritt eines Landes vorbereitet als noch vor zwei Jahren?

Ja, da wurden in der Zwischenzeit unter dem Titel Ring-Fencing Vorkehrungen getroffen. Trotzdem muss man sehr kühn sein, um sich das herbeizuwünschen.

Wäre es nicht einen Versuch wert?

In einem komplexen System wie der Wirtschaft können Sie die Konsequenzen nicht von vornherein kennen. Gemeinsam mit der BIZ empfehle ich den Politikern, aber auch uns Funktionären in den Zentralbanken und internationalen Organisationen: Seien wir uns bewusst, wie wenig wir eigentlich wissen. Die Hybris des «Natürlich verstehen wir das alles!» ist aber schwer zu überwinden. Das hat mit dem Wesen des Menschen zu tun und das Wesen des Menschen ändert man nicht so leicht.

Was bedeutet dies für die Politik?

Anstatt mit dem grossen Wurf zu versuchen, irgendwelche Kennzahlen zu maximieren,

sollten wir uns darauf konzentrieren, die Wahrscheinlichkeit zu senken, dass die ganz schlimmen Dinge passieren.

Welche drei Bücher über Wirtschaft sollte man gelesen haben?

Um auf der Argumentationslinie dieses Gesprächs zu bleiben: Hans-Werner Sinns «Gefangen im Euro», dann die bereits erwähnte «Money Trap» (Geldfalle) von Robert Pringle und schliesslich die Ausführungen der BIZ in ihrem Jahresbericht über das Thema Schuldenfalle.

Schuldenfalle?

Dank der tiefen Zinsen ist der Schuldendienst erträglich, und man häuft immer mehr Schulden an. Irgendwann stellt man dann fest, dass es kaum noch möglich ist, die Zinsen auf ein «normales» Niveau anzuheben, ohne einen riesigen Flurschaden anzurichten.

Über Inflation wird derzeit nicht gesprochen.

Zu Unrecht! Man hört vielfach, es könne derzeit keine Inflation geben, weil es überschüssige Produktionskapazitäten in der Weltwirtschaft gibt. Dabei zeigt die Geschichte in Lateinamerika oder Russland nach dem Zusammenbruch der Sowjetunion, dass der Prozess anders funktioniert.

Wie funktioniert er denn?

Man kann sehr viel Geld ins System pumpen. Alles ist gut, solange die Leute nach Liquidität lechzen und ängstlich auf dem Geld sitzen. Wenn sie aber zu einem bestimmten Moment das Geld loswerden wollen, weil sie beispielsweise pessimistischer werden oder weil sie sich um die Kaufkraft ihrer Währung sorgen, dann können sich die Dinge sehr, sehr schnell in Richtung Inflation wenden.

Sie gelten als eine Art Cassandra des Finanzsystems. Wie wird das Jahr 2015?

Die Wirtschaft ist keine Maschine. Voraussagen im Stil von: «Wenn wir dies hineingeben,

«Die Verantwortlichen der SNB machten das Beste aus einer verzwickten Lage.»

dann kommt jenes heraus», sind schwierig. Es kann über lange Zeit, wie in den Jahren vor der Krise, scheinbar reibungslos laufen, und dann – urplötzlich! – geht alles in die Brüche. **Worüber sollten wir uns derzeit Sorgen machen?**

Die fortwährende Anhäufung von Schulden. In ihrem letzten Jahresbericht legt die BIZ

dar, dass die Gesamtverschuldung unter Ausblendung des Finanzsektors heute zwanzig Prozentpunkte des Bruttoinlandproduktes (BIP) höher ist als vor Ausbruch der Finanzkrise nach 2007. Eine Entschuldung hat noch nicht einmal begonnen. Wir gehen entschieden in die falsche Richtung.

Das letzte Mal war der US-Hypothekenmarkt die Quelle des Unheils. Wo droht heute Ungemach?

Die schockierendsten Zahlen sehe ich bei der japanischen Staatsverschuldung. Diese beträgt mittlerweile 250 Prozent des BIP. Das ist eine sehr, sehr grosse Zahl. Die japanische Notenbank finanziert mit ihrer neuen Auflage der geldpolitischen Lockerung vierzig Prozent der japanischen Staatsausgaben.

Wo sehen Sie sonst noch gefährliche Entwicklungen?

Ein relativ neues Element, das auch die BIZ als Erste angesprochen hat, ist die Entwicklung bei der grenzübergreifenden Verschuldung. Die Banken haben seit der Finanzkrise ihr grenzüberschreitendes Kreditgeschäft massiv heruntergefahren. An die Stelle der Banken sind jetzt andere Finanzinstitutionen getreten, hauptsächlich grosse Vermögensverwaltungsfirmer, die in Schwellenländern exponiert sind.

Warum rücken diese grenzüberschreitenden Kreditbeziehungen jetzt wieder ins Zentrum der Aufmerksamkeit?

Weil bei vielen dieser Firmen die Kreditwürdigkeit fragwürdig ist. Und jetzt geraten sie in Schwierigkeiten. Der US-Dollar ist seit dem Sommer erheblich angestiegen. Wer sich in Dollars verschuldet hat, muss jetzt in heimischer Währung mehr bezahlen. Ich weiss nicht, wo das enden wird, aber man sollte es im Auge behalten. Das Traurige daran ist, dass solche Währungsschwankungen auch bei vielen früheren Krisen eine wichtige Rolle gespielt haben. Man hätte daraus lernen können. Aber das ist nicht passiert. Offenbar vergessen die Leute bei solchen Transaktionen immer wieder die einfache Tatsache, dass die Schuldenlast in der Heimwährung stark ansteigen kann. Da sind wir wieder bei der Natur des Menschen.

Haben die Zentralbanken solche Risiken heute im Griff?

Ich bin nicht sehr zuversichtlich, dass die Zentralbankengemeinschaft verstanden hat, dass ihre analytischen Instrumente intellektuell bankrott sind. Viele Notenbanken vertrauen immer noch auf grosse Modelle der Volkswirtschaft. Alle Schlüsse, welche die Notenbanken daraus ziehen, sind falsch, weil die Modelle nicht in der Lage sind, die Realität abzubilden. Die meisten dieser Modelle kommen ohne

einen Bankensektor, ohne Geld, ohne Verschuldung oder das Konzept der Pfadabhängigkeit aus.

Sie empfehlen Ihren ehemaligen Kollegen aus Zentralbankkreisen, intellektuellen Bankrott anzumelden?

Das ginge zu weit. Immer mehr Zentralbanker hinterfragen die früheren Modelle. Sie wurden in ihre heutige Rolle hineingedrängt. Was sie in den Jahren 2008 und 2009 unternahmen, um die Finanzmarktstabilität wiederherzustellen, war zweifelsfrei richtig und hat uns vor dem Abgrund gerettet. Doch danach ging es nicht mehr um die Finanzmarktstabilität, sondern um die Stimulie-

«Die schockierendsten Zahlen sehe ich bei der japanischen Staatsverschuldung.»

rung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage durch die Notenpresse – eine Entwicklung, die in den USA begann und jetzt fast überall stattfindet. Der Druck auf die Notenbanken, weiterzumachen, ist immens.

Weshalb?

Weil die Regierungen ihre Aufgaben nicht wahrnehmen. Sie mögen den Gedanken, dass das auf Dauer funktionieren wird, weil sie dann um schmerzhaftes Massnahmen herumkämen. Ich denke hingegen, dass es in der jetzigen Situation falsch ist, Hoffnungen auf Notenbankprogramme zur monetären Stimulierung zu setzen. Nicht zuletzt aufgrund der Tatsache, dass damit der Druck zur Schuldenreduktion verringert wird und die Akteure im Gegenteil dazu verleitet werden, noch mehr Schulden zu machen. Damit kann man vielleicht erreichen, dass die Lage kurzfristig etwas rosiger aussieht. Auf lange Sicht richtet man Schaden an.

Die Rechnung scheint bislang aufzugehen.

Es gibt da einen alten Witz: Ein Mann fällt aus dem Fenster im zwanzigsten Stockwerk. Als er das zweite Stockwerk erreicht, ruft jemand aus dem Fenster: «Wie geht es?» Die Antwort: «Noch geht es gut.» In dem komplexen System, das die Wirtschaft ist, gilt die alte Regel: Das Spiel ist nicht aus, bis das Spiel aus ist. Und das Spiel ist noch nicht aus.

Was wäre die bessere Strategie?

Die Lösung liegt eher bei den Regierungen als bei den Notenbanken. Eine erste Antwort wäre eine international koordinierte Anstrengung, um den Spielraum für Infrastrukturinvestitionen auszuschöpfen. Fast überall auf der Welt braucht es viel mehr Investitionen in die Infrastruktur. Auch in entwickelten Marktwirtschaften wie Deutschland.

Was könnten oder sollten Regierungen sonst noch tun?

Punkt eins: Es gibt da draussen einen Haufen Schulden, die nie zurückgezahlt werden

können. Aus der Geschichte wissen wir: Je früher die Geldgeber dies anerkennen, desto besser. Das kostet etwas, aber es kostet deutlich weniger als die Verschleppung des unhaltbaren Zustandes immer weiter in die Zukunft. Diese Vogel-Strauss-Strategie endet in Tränen.

Und Punkt zwei?

Strukturelle Reformen, welche das Wachstum ankurbeln. Aus meiner Erfahrung beim zuständigen Komitee der OECD kann ich sagen: Da gibt es viele tiefhängende Früchte zu ernten!

Zum Beispiel?

Blicken wir nach Europa: Wie weit ist Europa immer noch von einem einheitlichen Markt entfernt, der grosse Skalenerträge in sehr vielen Bereichen erschliessen würde! Den Dienstleistungssektor müssen viele Länder wirklich für die ausländische Konkurrenz öffnen. Es ist kein Zufall, dass diejenigen Länder mit den abgeschottetsten Dienstleistungssektoren am meisten von ihren Exporten abhängen – also Deutschland, Japan, China und Südkorea.

Hat Ihnen Ihr Einblick in wirtschaftliche Zusammenhänge eigentlich persönliche Vermögensvorteile gebracht?

Ich bin von Natur aus kein Spekulant. Deswegen bin ich zur Notenbank gegangen. ○

