

Liquidity trap vs Inflation Eine Aktennotiz

Josef Hunkeler, Juli 2022

1. Einführung

Wird Geld in liquider Form gehalten (cash) wird kein Zinseinkommen generiert und wenn die Preise stabil bleiben, bleibt auch die Kaufkraft dieser Gelder erhalten.

Tiefe Zinssätze und stabile Preise reduzieren so die Kosten der Tessorisierung. Dies kann als Ausgangslage für eine „Liquidity trap“-Situation im Sinne Keynes interpretiert werden. In einer solchen Situation führt die Ausweitung der Geldmenge durch die Zentralbanken kaum zu ökonomischem Wachstum, da die Anhäufung zusätzlicher Liquidität quasi zum Nulltarif zu haben ist.

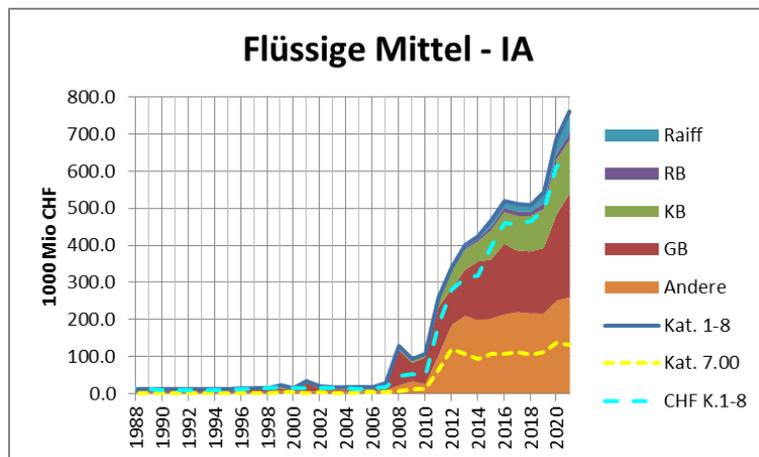
Die expansive Geldpolitik der Zentralbanken hat denn auch in den letzten Jahrzehnten v.a. zu enormen Liquiditätsanhäufungen geführt, subsidiär aber v.a. Börsenwerte und Immobilienpreise ansteigen lassen.¹

Innerhalb der Grenzen einer Währungszone trifft dies weitgehend zu. Da der CHF aber tendenziell gegen die meisten wichtigen Währungen an Wert zunimmt, gibt es immer noch Kosten für die Haltung tendenziell sinkender Währungen. Es lohnt sich also, solche Gelder in der Schweiz in Form von CHF zwischenzulagern. Um solche Wechselkursgewinne zu relativieren hat die Schweizerische Nationalbank (SNB) seit den 70er Jahren verschiedentlich mit negativen Zinsen operiert.²

2. Enormer Liquiditätszufluss seit der Finanzkrise 2008/09

Aus den Jahresbilanzen der Schweizer Banken³ zeigt sich diese Entwicklung, nach Bankengruppen aufgeschlüsselt, wie folgt:

Graphik 1 : Flüssige Mittel – Inland/Ausland (IA) – alle Währungen – 1988-2021



Flüssige Mittel spielen in den Bankbilanzen der Schweiz erst seit 2008 eine Rolle, wurden aber ab 2010, nicht zuletzt auf Initiative ausländischer Banken (Kat. 7.00 und Kat. 5.20, gelbe gestrichelte Linie) massiv erhöht. Mittlerweile machen die „flüssigen Mittel“ 20% der gesamten Bilanzsumme der CH-Banken aus. 84% davon ist in CHF verbucht (blaue gestrichelte Linie).

Die Grossbanken (GB) haben spätestens ab 2013 wieder die

Führung in diesem Markt übernommen.

Der Betrag an flüssigen Mitteln der CH-Banken übersteigt Ende 2021 das aktuelle CH-BIP.

¹ Der Versuch der Staaten, ökonomische Entwicklung über Gelddruckerei zu erreichen, erinnert an den Baron von Münchhausen, welcher sich an seinen eigenen Haaren aus dem Sumpf retten wollte.

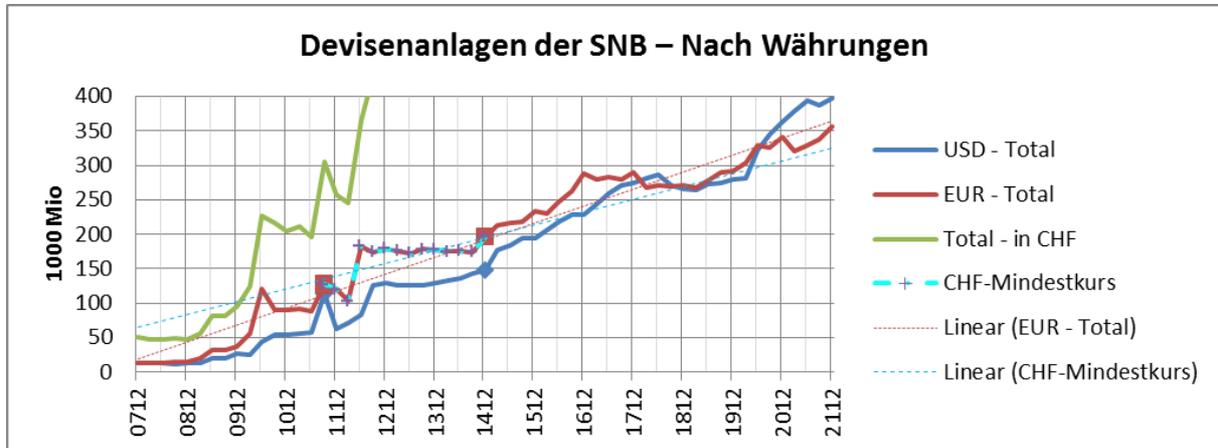
² J-P. Roth, Geldpolitik ohne Grenzen - Swiss National Bank (SNB), 6.5.2009, Fussnote 3
https://www.snb.ch/ref_20090506_jpr.de.pdf

³ Bilanzpositionen der Banken nach Bankengruppen – Jährlich,
<https://data.snb.ch/de/topics/banken#/cube/babilpobgua>

3. Die Devisenreserven der SNB

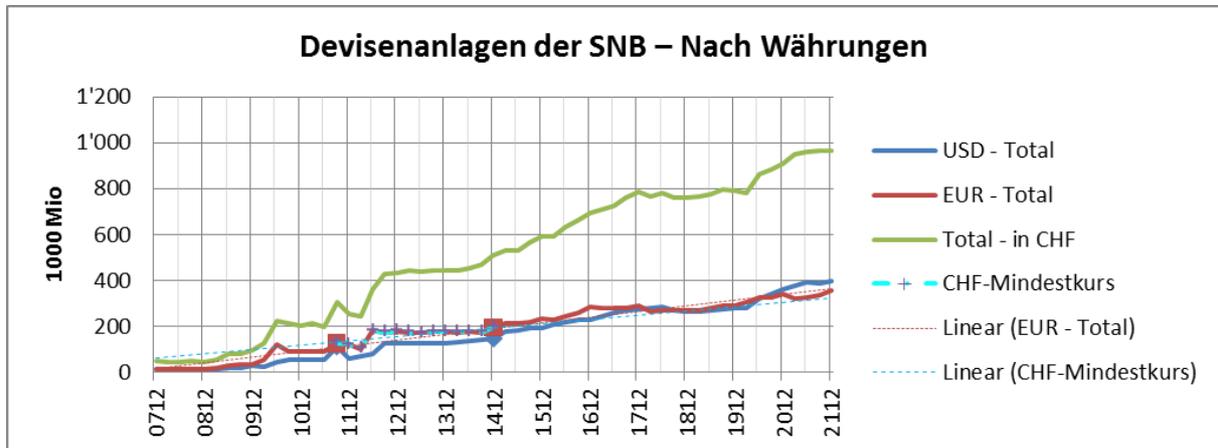
Um die Aufwertung des CHF in Grenzen zu halten, führt die SNB regelmässig Interventionen im Devisenmarkt durch, was über die Jahre zu einer beträchtlichen Ausweitung der Devisenreserven geführt hat.⁴

Graphik 2 : Devisenanlagen der SNB – Quartalswerte 2007Q4 bis 2021Q4



Die USD-Bestände stiegen von 14 auf praktisch 400 Milliarden USD (6% pro Quartal) die EUR-Bestände von 14 auf 360 Milliarden EUR (5% pro Quartal). Wegen der kontinuierlichen Aufwertung des CHF stieg der CHF-Wert dieser Anlagen „nur“ von 35 auf 732 Milliarden CHF (5% pro Quartal).

In der Periode vom 6.9.2011 bis 15.1.2015 wurde eine Politik des EUR-Mindestkurses verfolgt (rote Linie mit Kreuz-Markierung), welche glaubwürdig genug war, um Euro-Zukäufe während mehr als zwei Jahren unnötig zu machen.



Der Gesamtwert aller Devisenanlagen (inkl. CAD, GBP, JPY, etc.) stieg insgesamt von 47 auf 966 Milliarden CHF.

Ein Grossteil dieser zusätzlichen Reserven der Notenbank dürfte dem Gegenwert der eingangs diskutierten „Flüssigen Mittel“ entsprechen.

⁴ Devisenanlagen der SNB – Nach Währungen, <https://data.snb.ch/de/topics/snb#!cube/snbcurr>

4. Von der „Liquidity-Trap“ zur Inflation

Die erstaunlich lange Periode expansiver Geldpolitik und tiefer Inflation dürfte zu einem Grossteil damit begründet sein, dass die Kosten der Haltung „flüssiger Mittel“ minim blieben, die Vermögensverwalter also wenig Grund hatten, nach alternativen Anlagen Ausschau zu halten. Nur der Börsenmarkt bot eine echte Alternative, was offenbar für die Beibehaltung der Stabilität in der „realen“ Wirtschaft genügte.

Die politisch motivierte Erhöhung der Energiekosten – Streit um Marktanteile mit Hilfe politisch motivierter Sanktionen – scheint aber diese heile Welt aufgeweckt zu haben.

Geldwerte „flüssig“ zu halten wird wegen des so provozierten Kaufkraftverlustes teuer und die angekündigten Erhöhungen der Referenzzinssätze der Zentralbanken dürften diese Wahrheit auch dem letzten Anleger klar gemacht haben.⁵

Steigende Opportunitätskosten – mögliche Zinserträge, drohender Kaufkraftverlust wegen Inflation, mögliche Wechselkursverluste – werden zweifellos vermehrt als „Brandbeschleuniger“ für Inflation die Entwicklung der Märkte bestimmen.⁶

Bei der Menge der ausstehenden „flüssigen Mittel“ dürfte diese Entwicklung einige Zeit andauern und entsprechende Inflationsraten auf Dauer provozieren.

5. Fazit

Die politisch gewollte Steigerung der Öl-Preise zur Deckung der Kosten des Fracking-Prozesses hat, in Verbindung mit den Sanktionen gegen Russland, bzw. seine relativ günstigen fossilen Energieträger, eine Preisbewegung ausgelöst, welche wegen des Überhanges an „Exzess-Liquidity“ (ungenutzter „Flüssiger Mittel“) sich sehr wohl zur „Stampede“, bzw. „run-away-Inflation“ entwickeln könnte.

Die exzessive Defizit Finanzierung des FED und der EZB nach der Finanzkrise 2008/09, kombiniert mit der darauffolgenden analogen Finanzierung (aus der Druckerpresse) der Folgen der Corona-Pandemie, hat ein Inflationsarsenal geschaffen, welches durch die geplanten „korrigierenden“ Zinserhöhungen durch die Zentralbanken nur noch in seiner Zerstörungskraft bestätigt werden kann.⁷

Wie schon früher festgestellt, kann ein Fehler der Geldpolitik nicht durch einen weiteren Fehler korrigiert werden. Die politisch motivierten Preissteigerungen scheinen aber bereits jetzt die Pertinenz der Interventionen der Notenbanken in Frage zu stellen.

In der Schweiz dürften diese inflationären Auswirkungen dank der weitergehenden Aufwertung des CHF weniger gravierend ausfallen. Die Beschleunigung der Preissteigerungen bei den wichtigsten Handelspartnern dürfte auch den resultierenden Druck auf die CH-Wettbewerbsfähigkeit reduzieren.⁸

Die politisch gewollte Reduktion der internationalen Arbeitsteilung durch Wirtschaftssanktionen, kombiniert mit der jetzt losgetretenen Inflation dürfte aber in vielen Ländern zu Wohlfahrtsverlusten führen, welche nicht ohne politische Konsequenzen sein werden.

⁵ Die umsatzbedingte Geldnachfrage (income propensity to hold money, „M/Y“) sinkt, bzw. die „Zirkulationsgeschwindigkeit des Geldes“ („Y/M“) steigt. Der „nominelle“ Wert des Nationalproduktes wird durch Preissteigerungen entsprechend erhöht.

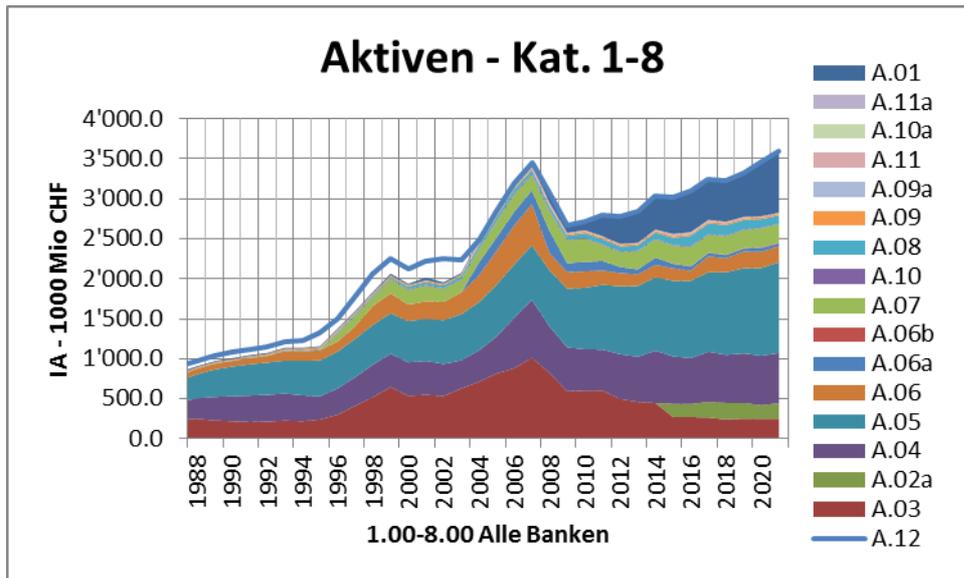
⁶ Zinsarbitrage Operationen dürften in diesem Zusammenhang kaum mehr von Bedeutung sein. Seit Jahren gehen höhere Zinsen z.B. bei Euro-Obligationen ans Steueramt, während die Wechselkursverluste dem Anleger verbucht werden. Die Portefeuilles sind entsprechend „helvetisiert“ worden. Auch ein grosses Zinsdifferential dürfte an dieser Sachlage nicht viel ändern.

⁷ Ich habe zwar die Auffassung vertreten, dass eine einmalige Covid-Defizit-Finanzierung (durch „Kredite sine die“ der SNB) gerechtfertigt werden könnte. Das Auftauchen immer neuer Begehrlichkeiten (AHV, Grundeinkommen...) lässt allerdings Zweifel an der Rationalität eines solchen Vorgehens aufkommen.

⁸ Vgl. dazu die Entwicklung der CH-Produzentenpreise im internationalen Umfeld im Anhang 3.

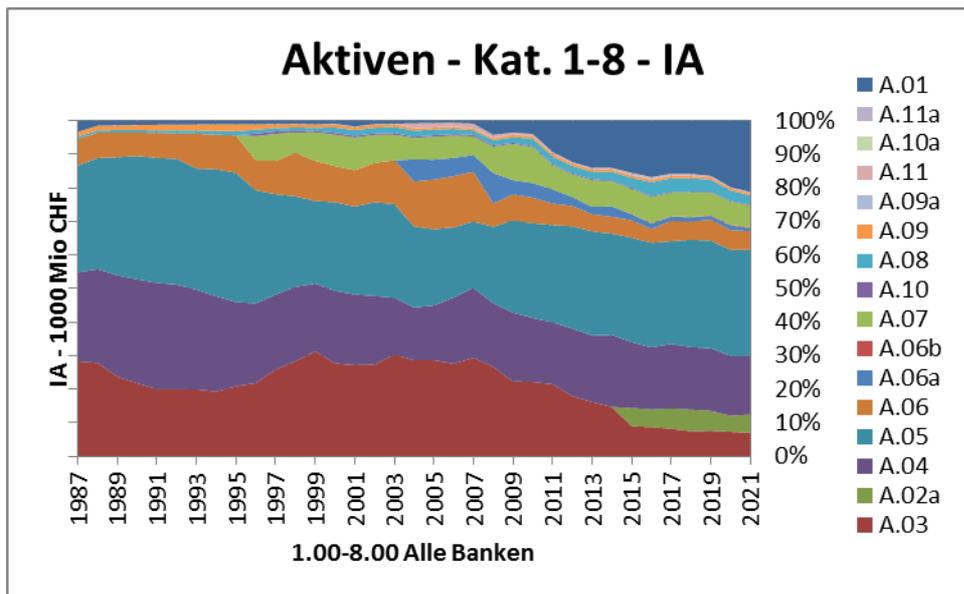
Anhang 1 : Bilanzen der CH-Banken 1988 bis 2021

Graphik 3 : Die Aktiven der aggregierten Bilanzen der CH-Banken 1988-2021



Wir haben hier die flüssigen Mittel (A.01) zuoberst aufgelistet, um das enorme Wachstum der letzten Jahre hervorzuheben.

In prozentualen Anteilen ergibt sich folgendes Bild.



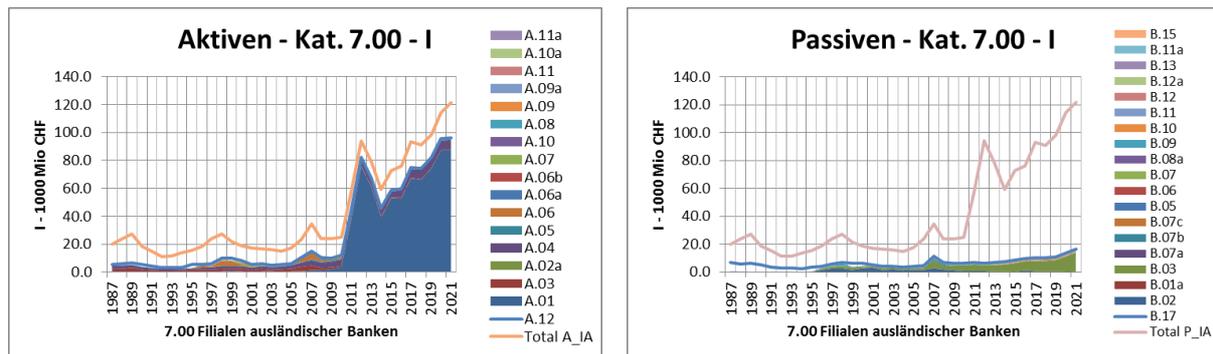
9

Aktiven			
A.01	Flüssige Mittel	A.10	Aktive Rechnungsabgrenzungen
A.03	Forderungen gegenüber Banken	A.08	Beteiligungen
A.02a	Forderungen aus Wertpapierfinanzierungsgeschäften	A.09	Sachanlagen
A.04	Forderungen gegenüber Kunden	A.09a	Immaterielle Werte
A.05	Hypothekarforderungen	A.11	Sonstige Aktiven
A.06	Handelsgeschäft	A.10a	Nicht verrechenbare Wertberichtigungen gemäss Übergangsbestimmungen (Minusposition)
A.06a	Positive Wiederbeschaffungswerte derivativer Finanzinstrumente	A.11a	Nicht einbezahltes Gesellschaftskapital
A.06b	Übrige Finanzinstrumente mit Fair-Value-Bewertung	A.12	Total Aktiven
A.07	Finanzanlagen		

9 Eigene Code-Angaben zu den Bilanzpositionen

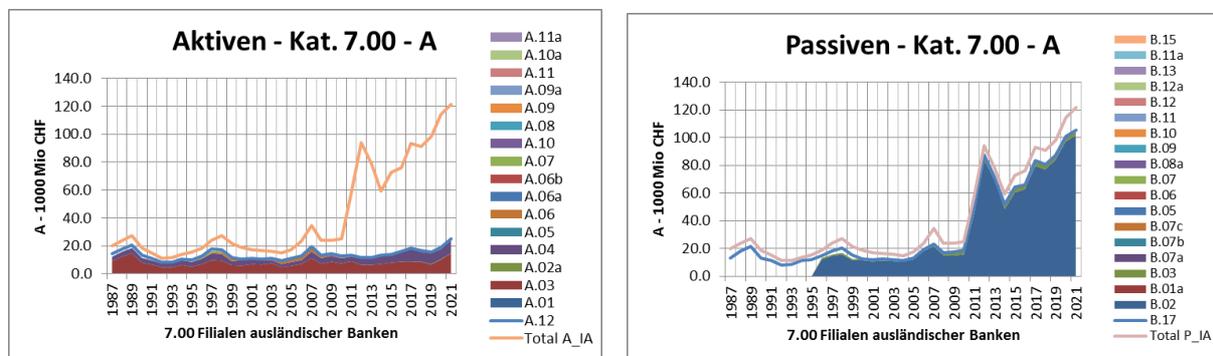
Anhang 2 : Ausländische Banken im Geschäft mit „Flüssigen Mitteln“

Graphik 4 : Filialen ausländischer Banken (Kat. 7.00) – Inlandgeschäft.



Über 90% der Aktiven im Inlandgeschäft betreffen bei diesen ausländischen Banken „flüssige Mittel“. Diese Banken nehmen kaum Gelder in der Schweiz auf.

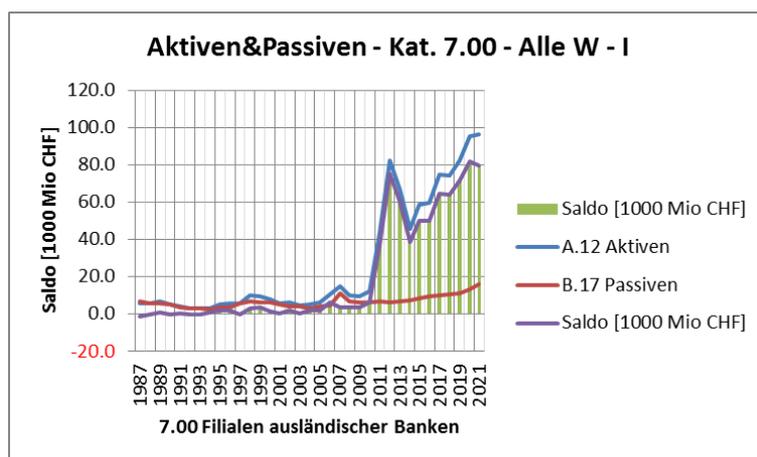
Graphik 5 : Filialen ausländischer Banken – Auslandgeschäft.



Die Finanzierung dieser Gelder stammt zu über 80% aus dem direkten Bankengeschäft.

Die folgende Graphik zeigt die Zusammenfassung dieses „Staubsaugergeschäfts“.¹⁰

Graphik 6 : Inlandgeschäft „Filialen ausländischer Banken“ – 1987-2021



Die blaue Linie zeigt die Aktiven, die rote Linie die Passiven im Inlandgeschäft. Der Saldo von 80 Milliarden CHF per 2021 betrifft fast ausschliesslich „flüssige Mittel“ im Interbankgeschäft.

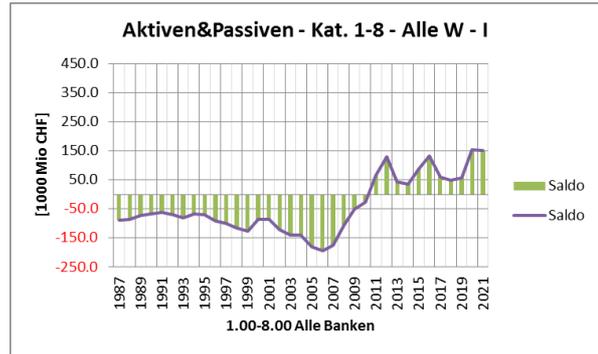
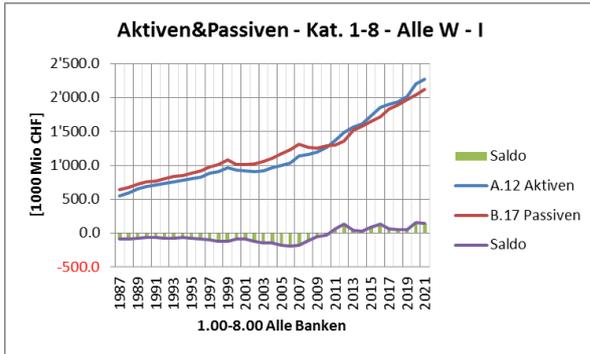
Bei den anderen Bankengruppen ist diese Fokussierung auf „flüssige Mittel“ weniger ausgeprägt,

Die Tendenz ausländische Gelder in der CH zu „parkieren“ kann aber auch in anderen Bankengruppen vermehrt beobachtet werden.

Bei den Grossen Bankengruppen [Kat. 1-8, GB, KB, RB, Raiffeisen] werden diese Daten in der SNB-Statistik auch nach Währungen aufgeschlüsselt. Wir haben diese Werte auch für die „Anderen Banken“ als Residualgrösse hochgerechnet.

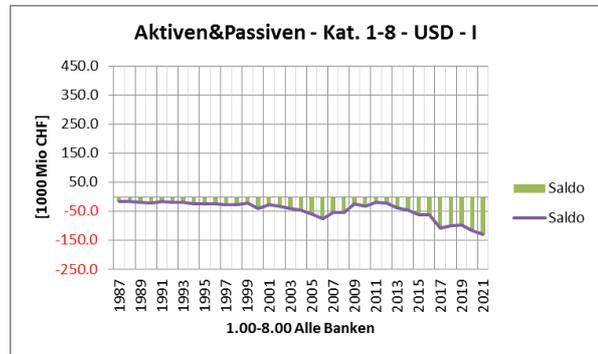
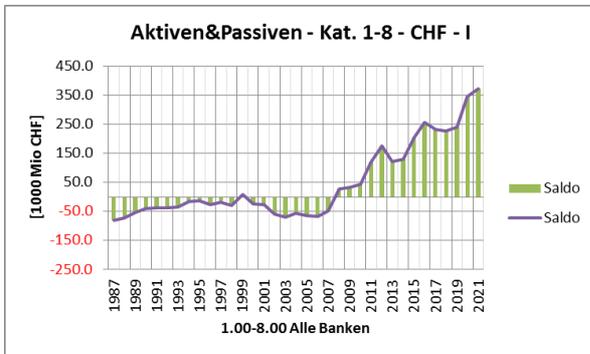
¹⁰ Ausdruck aus der Zeit der CH-Hypothekarkrise, als günstige Spargelder aus ländlichen Kantonen verwendet wurden, um hochrentable Hypotheken in den städtischen Zentren zu finanzieren. Hier geht es aber im wesentlichen, um Wechselkurspekulation.

Graphik 7 : Inlandgeschäft „Alle Banken“ – Nettositionen gegenüber dem „Rest der Welt“

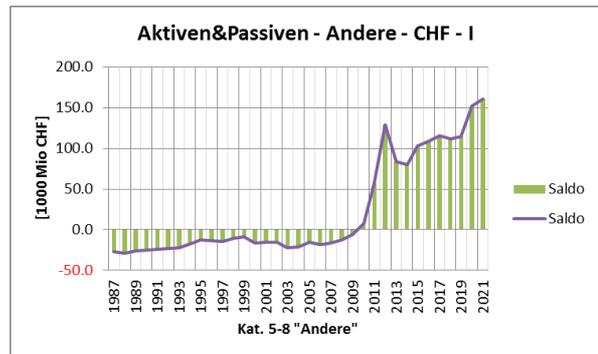
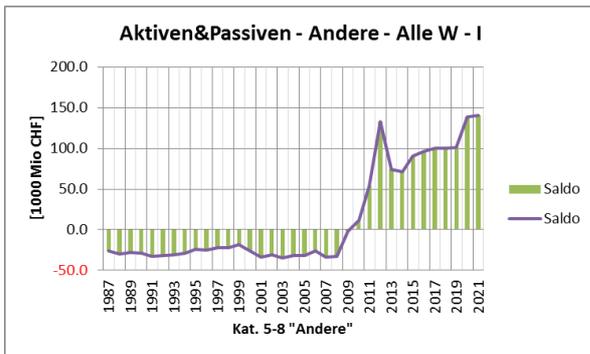


Bei Bilanzsummen von etwas über 2000 Milliarden CHF ergibt sich per Ende 2021 ein Aktivenüberschuss im Inlandgeschäft von etwa 150 Milliarden CHF (Tendenz steigend).
 Der Überschuss im CHF-Bereich von 350 Milliarden CHF, wird durch Nettositionen in Devisen im Auslandgeschäft z.T. kompensiert (davon 130 Mia USD und 90 Mia EUR).

Graphik 8 : Inlandgeschäft „Alle Banken“ – Nettositionen nach Währungen



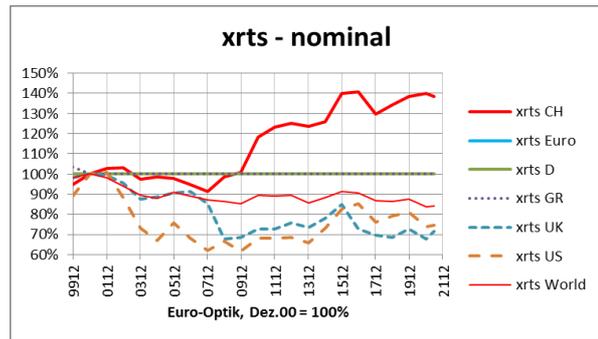
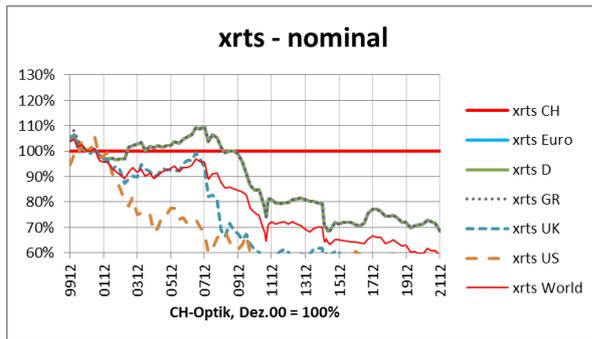
Bei den „Anderen“ Banken wird nur ein kleiner Teil der CHF-Nettositionen (161 Mia CHF) durch „Exporte“ von Devisen kompensiert.



Die beiden Kurven sind fast deckungsgleich.

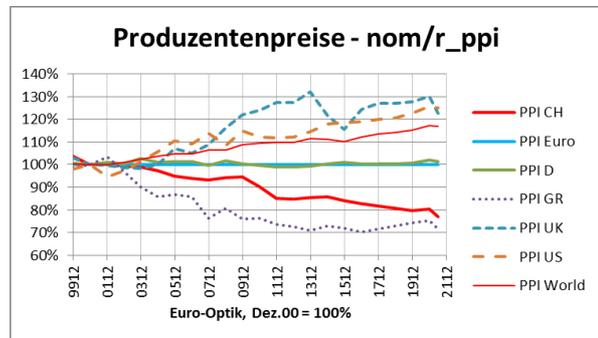
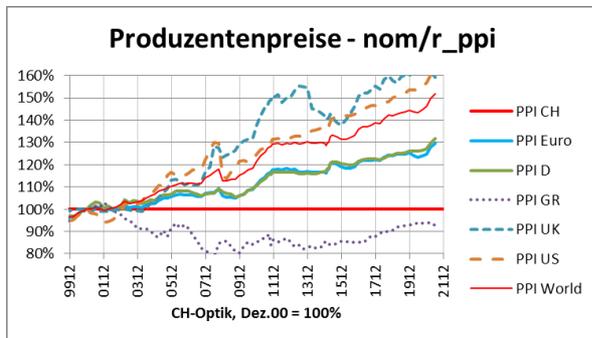
Anhang 3 : Wechselkurse und Preise

Graphik 9 : Wechselkurs-Indices – Dez. 2000 = 100% – CHF vs Euro-Optik



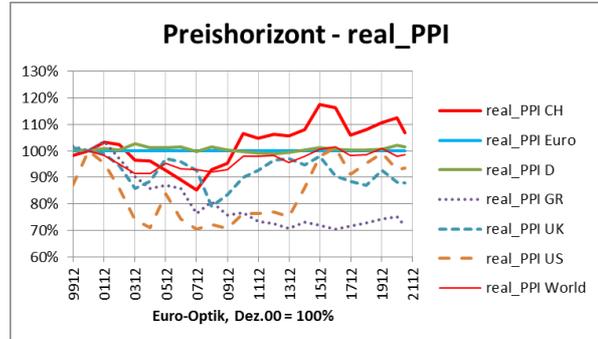
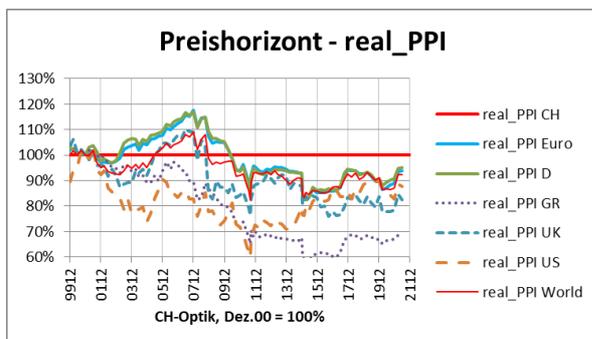
Der EUR ist gegenüber dem CHF 30% günstiger geworden (Graphik links). Der CHF hat sich in bezug auf den Euro 40% verteuert (Graphik rechts).

Graphik 10 : Produzentenpreise – Dez. 2000 = 100% – CHF vs Euro-Optik



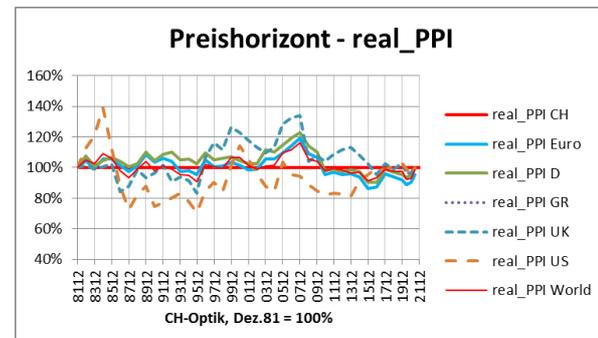
Die Produzentenpreise haben in der Euro-Zone 30% mehr zugenommen als in der Schweiz. CH-Herstellerpreise nahmen 20% weniger zu als in der Euro-Zone.¹¹

Graphik 11 : „Reale“ Produzentenpreise – Dez. 2000 = 100% – CHF vs Euro-Optik



Der aus der Kombination der Wechselkursänderungen und differenzierten Kostensteigerung resultierende „Preishorizont“ zeigt, dass sich der Verlust der Wettbewerbsfähigkeit der CH-Anbieter gegenüber der Euro-Zone in Grenzen hält. Im Vergleich zu 2015 sind die effektiven CH-Produzentenpreise im Vergleich zu Europa um fast 10% gesunken.

Der langfristige Vergleich 1982-2022 zeigt sogar Perioden mit CH-Wettbewerbsvorteil.



¹¹ Die SNB publiziert die Produzentenpreise mit einem Jahr Verzögerung.
[https://data.snb.ch/de/topics/ziredev/cube/devwkieffim?fromDate=1973-01&toDate=2022-12&dimSel=D1\(G,E\),D0\(N,K,P\),D2\(I\)](https://data.snb.ch/de/topics/ziredev/cube/devwkieffim?fromDate=1973-01&toDate=2022-12&dimSel=D1(G,E),D0(N,K,P),D2(I))