

17. Januar 2017

## Medienmitteilung

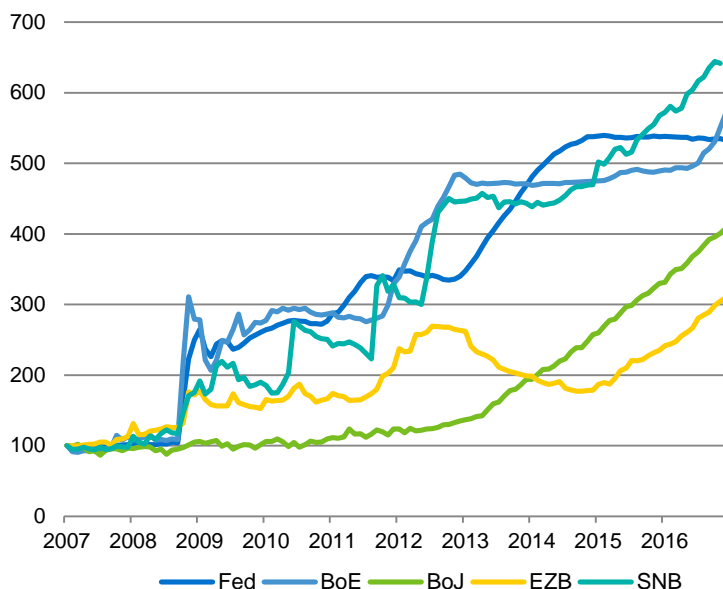
### Die Zukunft der Geldpolitik – Normalisierung oder neue Normalität?

Das Credit Suisse Research Institute beurteilt die wichtigsten Herausforderungen für die Zentralbanken in den nächsten Jahren

**Das Credit Suisse Research Institute untersucht in «The Future of Monetary Policy» die weitreichenden Veränderungen, welchen die Zentralbanken in den Industrieländern seit 2008 unterworfen waren. Die Analyse kommt darin zum Schluss, dass die Grundrichtung der Geldpolitik weiterhin die Kernfrage für globale Entscheidungsträger darstellt.**

Aufgrund des ausserordentlich schwierigen Umfelds unmittelbar nach der globalen Finanzkrise von 2008 hat sich das Mandat der Zentralbanken führender Industrieländer erweitert: Neben relativ eng definierten makroökonomischen Zielen wie Preisstabilität und Beschäftigung geht es nun auch vermehrt darum, die Stabilität des Finanzsystems zu sichern. Um ihre Ziele zu erreichen, haben die Zentralbanken überdies ein immer breiteres Spektrum von bisher nicht erprobten «unkonventionellen» geldpolitischen Instrumenten eingesetzt, darunter quantitative Lockerungsmassnahmen und negative Zinsen. Dadurch wurden sie zu wichtigen Anbietern von Liquidität, was sich in einer Vervielfachung ihrer Bilanzvolumen niederschlug.

#### Entwicklung der Zentralbankbilanzen



Quelle: Credit Suisse

Oliver Adler, Leiter Economic Research International Wealth Management, Credit Suisse:  
 «Seit 2008 haben die Zentralbanken ihre Geldpolitik auf dramatische Weise verändert, zunächst um unmittelbar nach der Finanzkrise eine grosse Destabilisierung des Finanzsystems zu verhindern und danach um aufkommende Deflationsrisiken abzuschwächen. Je nach den wirtschaftlichen und politischen Entwicklungen werden die kommenden Jahre für die künftige Ausrichtung der

Zentralbankpolitik entscheidend sein. Auch wenn die Einflussfaktoren schwer vorherzusagen sind, glauben wir, dass die Diskussion über die Zukunft der Geldpolitik intensiviert werden muss.» Da sich geldpolitische Massnahmen erst mit grosser Verzögerung auf die Wirtschaft auswirken, ist es – selbst jetzt – schwierig, die Erfolge oder Misserfolge der geldpolitischen Massnahmen nach 2008 abschliessend zu beurteilen. Die heute veröffentlichte Analyse des Credit Suisse Research Institute (CSRI) bietet dennoch eine detaillierte Beurteilung der Politik der Zentralbanken in den grossen Industriestaaten seit der Finanzkrise und erörtert einige der grundsätzlichen und operativen Herausforderungen der Zukunft, darunter auch die Frage, ob die Zentralbanken zum Normalzustand aus der Zeit vor der Krise zurückkehren können. Er stellt zwei denkbare Szenarien vor: zum einen eine Normalisierung und zum anderen eine neue Normalität.

### **Das Szenario «Normalisierung»**

- Die Beschleunigung der Wirtschaftstätigkeit seit Mitte 2016 sowohl in den Industrie- als auch in den Entwicklungsländern deutet darauf hin, dass die These von der Unwirksamkeit der Geldpolitik und der anhaltenden «säkularen Stagnation» gute Chancen hat, widerlegt zu werden. Die Dynamik im Arbeitsmarkt scheint in den meisten Ländern zuzunehmen, und es mehren sich die Anzeichen, dass die anhaltende Schwäche bei den Unternehmensinvestitionen einem leichten Aufwärtstrend weicht. Sollte dies der Fall sein, würden auch die Chancen steigen, dass weitere Zentralbanken der Federal Reserve bei der schrittweisen Normalisierung der Geldpolitik folgen.
- Einzelne Finanzmarkturbulenzen wären in einem solchen Szenario durchaus möglich, doch der Gesamtausblick für Anleger wäre aus Sicht der Analysten der Credit Suisse tendenziell positiv. Die hohen Bewertungen aus der Zeit der äusserst expansiven Geldpolitik dürften den Anlagerenditen Grenzen setzen, doch Extreme sollten vermeidbar sein.
- Allerdings ist auch in einem solchen Fall die Frage zu stellen, ob einer Normalisierung der Geldpolitik Grenzen gesetzt sind. Die Antwort wird einerseits vom Ausmass der zyklische Wachstumserholung und der Inflation abhängen und andererseits vom zu erwartenden «natürlichen» oder dauerhaften Gleichgewichtszinssatz. Wenn letzterer vergleichsweise tief ist, müssten die Zentralbanken im Fall eines neuen Wirtschaftsabschwungs möglicherweise auf unkonventionelle geldpolitische Instrumente zurückgreifen. Die Frage, welche der in den vergangenen Jahren erprobten Instrumente dann wirksam wären, wird folglich sehr relevant bleiben.
- Ausserdem könnten das neue regulatorische Umfeld die Zentralbanken selbst in einem Szenario der geldpolitischen Normalisierung zwingen, ihren Modus Operandi zu ändern. Beispielsweise werden die Zentralbanken unweigerlich für längere Zeit vergleichsweise grosse Bilanzen beibehalten müssen, damit die Finanzinstitute die Liquiditätsanforderungen des Basel-III-Regelwerks erfüllen können. Zudem dürften sie noch einige Zeit lang eine wichtige Rolle als Market Maker und Marktstabilisierer spielen.

### **Das Szenario «neue Normalität»**

- Im alternativen Szenario würde eine Normalisierung der Zentralbankpolitik verhindert, sei es aus wirtschaftlichen, aus politischen oder auch aus beiderlei Gründen.

- Sollte sich die Hypothese von der säkularen Stagnation bewahrheiten, so würde sich der Druck auf die Zentralbanken, an ihrer expansiven Geldpolitik festzuhalten, weiter verstärken. Eine Entscheidung, beispielsweise die Zinssätze noch weiter in den negativen Bereich zu senken, würde schon früher drohen und damit technische Probleme aufwerfen und könnte die Zentralbanken gleichzeitig neuen Forderungen aussetzen. Alternativ, oder auch zusätzlich, könnten in einigen Ländern Bestrebungen zunehmen, fiskalische Expansionsmassnahmen durch eine Art «Helikoptergeld» zu finanzieren.
- Auch ohne einen solchen wirtschaftlichen Hintergrund könnte der vor der Krise entstandene Spielraum, den die Zentralbanken bei der Verfolgung einer unabhängigen Geldpolitik hatten, durch politische Interventionen eingeschränkt werden. Ein derartiges Szenario birgt für die Eurozone – und damit auch für die Schweiz – gewisse Stabilitätsrisiken, denn die Mitglieder des gemeinsamen Währungsraums dürften sich über den geeigneten geldpolitischen Ansatz uneinig zeigen. In diesem Fall könnten widersprüchliche Auffassungen zu erheblichem Marktstress führen. Die internationale Koordination der Geldpolitik dürfte in diesem Szenario wohl (weiter) geschwächt werden.

Die Studie «The Future of Monetary Policy» des CSRI steht unter [www.credit-suisse.com/researchinstitute](http://www.credit-suisse.com/researchinstitute) zum Download bereit.

Über die Beurteilung alternativer Szenarien für die künftige Ausrichtung der Geldpolitik beschreibt der Bericht, wie die Notenbanken auf die Krise reagiert haben, wie die quantitative Geldpolitik verschiedener wichtiger Zentralbanken im Einzelnen aussieht, wie sich die Negativzinspolitik der Zentralbanken ausserhalb der USA auswirkt und wie die Zentralbanken an der Regulierung des Finanzsektors mitwirken.

Das Kapitel über die Auswirkungen der quantitativen Geldpolitik stammt von Stefani Kostadinova, einer 22-jährigen Wirtschaftsstudentin von der America University in Bulgarien. Die Veröffentlichung ihrer Arbeit war Teil des Preises für den Gewinn der im Sommer 2016 ins Leben gerufenen CSRI Academy Challenge. Stefani Kostadinovas Artikel über die Zukunft der Geldpolitik stach als klarer Sieger aus Hunderten von Beiträgen hervor, die Teilnehmer von 115 Universitäten aus 51 Ländern zu diesem Thema eingereicht hatten.

Der Bericht geht aber nicht nur auf kurzfristige Entwicklungen ein. So befasst sich etwa ein Kapitel von David L. Yermack, Professor of Finance and Business Transformation an der Stern School of Business der New York University, mit den zukünftigen digitalen Währungen und ihren möglichen Auswirkungen auf die Geldpolitik.

#### **Kontakt**

Credit Suisse Media Relations

Tel.: +41 844 33 88 44

E-Mail: [media.relations@credit-suisse.com](mailto:media.relations@credit-suisse.com)

#### **Über das Credit Suisse Research Institute**

Das Credit Suisse Research Institute ist der hauseigene Thinktank der Credit Suisse. Das Institut wurde nach der Finanzkrise 2008 eingerichtet, um langfristige wirtschaftliche Entwicklungen zu untersuchen, die nicht nur im Bereich Finanzdienstleistungen, sondern auch darüber hinaus weltweite Auswirkungen

haben bzw. voraussichtlich haben werden. Weitere Informationen finden Sie hier: [www.credit-suisse.com/researchinstitute](http://www.credit-suisse.com/researchinstitute).

#### **Die Autoren der Studie «The Future of Monetary Policy»**

Oliver Adler, Leiter Economic Research International Wealth Management, Credit Suisse

Zoltan Pozsar, Director Global Strategy and Economics, Credit Suisse

David Yermack, Professor of Finance and Business Transformation an der Stern School of Business der NYU

Stefani Kostadinova

#### **Credit Suisse AG**

Die Credit Suisse AG ist einer der weltweit führenden Finanzdienstleister und gehört zur Unternehmensgruppe der Credit Suisse (nachfolgend die «Credit Suisse»). Als integrierte Bank kann die Credit Suisse ihren Kunden ihre Expertise aus Private Banking, Investment Banking und Asset Management aus einer Hand anbieten. Sie bietet Unternehmen, institutionellen Kunden und vermögenden Privatkunden weltweit sowie Retailkunden in der Schweiz fachspezifische Beratung, umfassende Lösungen und innovative Produkte. Die Credit Suisse mit Hauptsitz in Zürich ist in über 50 Ländern tätig und beschäftigt etwa 47'690 Mitarbeitende. Die Namenaktien (CSGN) der Credit Suisse Group AG, der Muttergesellschaft der Credit Suisse, sind in der Schweiz sowie, in Form von American Depositary Shares (CS), in New York kotiert. Weitere Informationen über die Credit Suisse finden Sie unter [www.credit-suisse.com](http://www.credit-suisse.com).

#### **Disclaimer**

Das vorliegende Dokument wurde von der Credit Suisse erstellt. Die darin geäußerten Meinungen sind diejenigen der Credit Suisse zum Zeitpunkt der Redaktion und können sich jederzeit ändern. Das Dokument dient nur zu Informationszwecken und für die Verwendung durch den Empfänger. Es stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung seitens oder im Auftrag der Credit Suisse zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar. Ein Bezug auf die Performance der Vergangenheit ist nicht als Hinweis auf die Zukunft zu verstehen. Die in der vorliegenden Publikation enthaltenen Informationen und Analysen wurden aus Quellen zusammengetragen, die als zuverlässig und glaubwürdig gelten. Die Credit Suisse gibt jedoch keine Gewähr hinsichtlich deren Zuverlässigkeit und Vollständigkeit und lehnt jede Haftung für Verluste ab, die sich aus der Verwendung dieser Informationen ergeben.

Copyright © 2017 Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.