

# Neue Zürcher Zeitung

NZZdomizil + executive  
IMMOBILIEN + KADERSTELLEN

NZZ – GEGRÜNDET 1780

Samstag/Sonntag, 27./28. Februar 2016 · Nr. 48 · 237. Jg.

AZ 8021 Zürich · Fr. 4.90 · € 4.90

## Geldpolitik im Blindflug

Den Zentralbanken kommt das Vertrauen der Öffentlichkeit abhanden. Wenn Zinsen immer tiefer ins Negative fallen, erkennt auch der Laie, dass den Währungshütern die Kontrolle entgleitet. Von Thomas Fuster

Die Weltwirtschaft steht kopf, und zwar schon seit geraumer Zeit. Deutlich zeigt sich dies im Phänomen der Negativzinsen. Knapp acht Jahre nach Ausbruch der Finanzkrise ist es nichts Aussergewöhnliches mehr, dass bestraft wird, wer Geld einem Dritten zur Verfügung stellt, und belohnt wird, wer fremdes Geld bezieht. Dies mag dem gesunden Menschenverstand ebenso widersprechen wie dem Einnaleins des Kreditwesens. Doch besondere Zeiten, so der Tenor der Zentralbanken, verlangten besondere Massnahmen. Seit beim geldpolitischen Wettlauf nach unten auch Japan in den Minusbereich vorgestossen ist, wird bereits knapp ein Viertel des weltweiten Outputs in Ländern mit Negativzinsen erwirtschaftet. Ein Ende der Abwärtsspirale ist nicht in Sicht. So dürfte die Europäische Zentralbank in knapp zwei Wochen ihren Einlagesatz noch etwas tiefer ins zinspolitische Schattenreich drücken.

### Nur ratlos oder schon verzweifelt?

Doch wie an einem heissen Sommertag der erste Schluck Wasser weit mehr Erfrischung spendet als der zehnte oder hundertste, nimmt auch bei der ultraexpansiven Geldpolitik der Grenzertrag mit fortlaufender Dauer und Dosierung ab. Nachdem die Finanzmärkte in den vergangenen Jahren in beispiellosem Ausmass mit Liquidität geflutet worden sind, schwindet die belebende Wirkung weiterer Geldspritzen. Das gilt auch für Negativzinsen. Immer mehr Ökonomen sehen in negativen Einlagesätzen daher nicht länger eine willkommene Ankerbildung einer trägen Kreditwirtschaft, sondern ein Zeichen wachsender Ratlosigkeit oder gar Verzweiflung. Die Stimmung scheint zu kippen: Als Japans Währungshüter vor vier Wochen die Einführung von Negativzinsen ankündigten, stimulierte dies die Anleger nur noch sehr kurzzeitig. Und selbst einem Mario Draghi fällt es zusehends schwerer, mit ein paar magischen Worten die Finanzmärkte zu beflügeln.

Ist der Kaiser nackt, ist er mit seinem Latein am Ende? Der Verdacht liegt nahe. Die Diagnose der geldpolitischen Erschöpfung macht die Runde. Laut diesem Krankheitsbild ist – wie bei jedem Drogenstüchtigen – eine ständig höhere Dosis notwendig, um eine gleichbleibende Beruhigung zu bewirken. Doch Zinsen lassen sich nicht beliebig senken. Irgendwann setzt die Flucht ins Bargeld ein, und zwar dann, wenn die Strafzinsen schwerer wiegen als die Aufbewahrungs- und Versicherungskosten für Bargeld. Wo diese Marke liegt, ist unklar und von Land zu Land verschieden. Offenkundig ist aber, dass die Grenze bei einer Abschaffung von Bargeld im Nu verschwände und der Handlungsspielraum der Geldpolitik wieder massiv zunähme. Der Enteignung des Sparerers wäre dann kein Limit mehr gesetzt – ein beklemmendes Szenario, das Wachsamkeit verlangt gegenüber jedem noch so harmlos scheinenden Versuch der Bargeldbeschränkung.

Negative Sätze stossen aber nicht nur an eine Untergrenze. Sie scheinen geldpolitisch auch wenig Positives zu bewirken. Wer darauf hoffte, die rekordtiefen Zinsen würden zu einem Anheizen der Inflationserwartungen führen, wie dies die ökonomischen Lehrbücher eigentlich vorsehen, sieht sich eines Besseren belehrt. So zeigt eine Untersuchung der Bank of America Merrill Lynch, dass Negativzinsen – anders als die Politik der quantitativen Lockerung – die erwartete Teuerungsrate nicht nach oben korrigieren. Von allen untersuchten Ländern verzeichnete nur Schweden einen minimalen Anstieg der

Inflationserwartung nach der Ankündigung (oder weiteren Senkung) der Negativzinsen. In den übrigen Fällen – etwa in der Euro-Zone, Japan und der Schweiz – ging der Markt nach dem vermeintlichen Befreiungsschlag gar von einer künftig noch tieferen Teuerung oder einer noch höheren Deflation aus, und zwar unabhängig vom Effekt sinkender Energiepreise.

Während der Nutzen der unkonventionellen Medizin schleierhaft bleibt, sind die Nebenwirkungen augenscheinlich. Vier Nachteile stehen im Fokus: Erstens steigt die Gefahr eines Währungskriegs, da Notenbanken mit Negativzinsen auch darauf abzielen, ihre Währungen zu schwächen. In einer globalisierten Welt gibt es bei einem solchen Abnutzungskampf nur Verlierer. Zweitens gerät die ohnehin fragile Bankbranche unter zusätzlichen Druck: Aus Furcht vor einer Flucht ins Bargeld schreckt sie davor zurück, Spargelder mit Negativzinsen zu belasten. Also sinkt die Zinsmarge, was die Kreditvergabe, die man mit tiefen Zinsen eigentlich ankurbeln will, zusätzlich lähmt. Drittens kommt es zu einem Anlagenotstand: Wenn weltweit bereits Staatsanleihen im Wert von gegen sieben Billionen Dollar negativ rentieren, sind künftige Pensionen oder Versicherungsleistungen immer schwieriger zu finanzieren. Viertens resultieren eine Blasenbildung bei Vermögenswerten wie Immobilien und eine Fehlallokation von Kapital, zumal das viele Gratisgeld auch in unproduktive Projekte fliesst, die man sich mit «normalen» Zinsen nie leisten könnte.

### Bares aus dem Helikopter werfen

Viel Hoffnung sollte man in Negativzinsen daher nicht setzen. Doch existieren Alternativen? Und wie kann man an der Zinsuntergrenze auf künftige Rezessionen reagieren? Eine immer öfter ins Spiel gebrachte, indes noch giftigere Option ist das sogenannte Helikoptergeld. Dabei würde frisch gedrucktes Geld direkt an Haushalte und Staaten verteilt, unter Umgehung der Banken und Finanzmärkte. Geld würde quasi in einen Helikopter geladen und über der Bevölkerung und dem Staat abgeworfen. Dies wäre zwar monetäre Staatsfinanzierung in Reinkultur und vielerorts illegal. Wer die Idee deswegen aber als Hirngespinnst abtut, unterschätzt die Biegsamkeit von Gesetzen und vergisst, dass vor zehn Jahren auch die Vorstellung negativer Zinsen bestenfalls als Scherz am Rand eines kalten Buffets taugte. Helikoptergeld, von der «Financial Times» bereits aktiv propagiert, dürfte manchem Geldpolitiker nicht mehr nur als surreales Gedankenexperiment erscheinen.

Angesichts solcher Ideen erstaunt es nicht, wenn Gold derzeit steile Wertzuwächse verzeichnet und aus Japan boomende Geschäfte mit Tresoren vermeldet werden. Eine Geldpolitik, die dem Geld keinen Wert mehr beimisst, wird von vielen Bürgern offenbar ebenfalls als wertlos betrachtet und daher mit Misstrauen bestraft. Mit Blick auf das Ziel einer stabilen Finanzordnung muss dies alarmieren. Einen einfachen Ausweg aus der Welt des Gratisgeldes, das zu einem Auftürmen gigantischer Schuldenberge geführt hat, gibt es zwar nicht. Doch dass das Experiment mit Negativzinsen mehr Schaden als Nutzen bringt und besser heute als morgen beendet wird, liegt nahe. Der Zins muss wieder seine ursprüngliche Signalfunktion zurückgewinnen und für eine effiziente Allokation von knappem Kapital sorgen. Tut er dies nicht, agiert die Weltwirtschaft – und mit ihr die Zentralbanken – in gefährlichem Blindflug, ohne funktionierenden Kompass.

## Notkandidat wird Fifa-Präsident

Gianni Infantino will viel Geld verteilen

Auf Joseph Blatter folgt ein weiterer Walliser an der Spitze des Weltfussballverbands. Der 45-jährige Gianni Infantino hat sich gegen den umstrittenen Scheich Salman Al Khalifa aus Bahrain 115:88 durchgesetzt.

FLURIN CLALÜNA, ZÜRICH

In nur fünf Monaten ist aus dem Verlegenheitskandidaten Gianni Infantino der neue Fifa-Präsident geworden. Gewählt ist er bis 2019. Mit einer Rede am Fifa-Kongress, die die Geldverteilung ins Zentrum stellte, gewann der Walliser im zweiten Wahlgang die Mehrheit der 207 Stimmen – vor allem aus Europa und Südamerika. «Die Fifa generiert 5 Milliarden Dollar Einnahmen. Warum sollen davon nicht 1,2 Milliarden in Entwicklungsprojekte fliessen?», fragte er. Unmittelbar nach der Wahl lobte Joseph Blatter ihn als «würdigen Nachfolger». Infantino stammt aus Brig, Blatter aus dem Nachbarort Visp.

Ohne die Suspendierung des Uefa-Präsidenten Michel Platini wäre Infantino nicht in die Position gekommen, sich überhaupt um das Präsidium des Weltfussballverbandes zu bewerben.

Der bisherige Uefa-Generalsekretär wird sich in Zukunft von Übervater Platini emanzipieren müssen. Infantino hat bereits angekündigt, die Zahl der Mannschaften an Weltmeisterschaften von 32 auf 40 zu erhöhen. Europäische Grossklubs haben dagegen bereits Widerstand angekündigt.

Die Fifa hofft mit Infantinos Amtsantritt auf den Beginn einer neuen Zeitrechnung. Der Kongress hat am Freitag auch Reformen für die Bekämpfung von Korruption befürwortet. Damit signalisiert der Weltverband, dass er die Vergangenheit hinter sich lassen will. Dass sich die Fussballverbände gegen den wegen Menschenrechtsvorwürfen umstrittenen Scheich Salman Al Khalifa entschieden haben, bestärkt diesen Eindruck.

### Fifa-Kongress

**Der Gewinner** Ein Uefa-Vertreter übernimmt jetzt die Führung Seite 2

**Der Verlierer** Was gegen den Scheich aus Bahrain gesprochen hat Seite 3

**Kommentar** Das Schlimmste ist abgewendet, viel Arbeit bleibt Seite 3

## Bewegung im Mordfall Nisman

Argentinisches Berufungsgericht prüft neuen Bericht

tjb. São Paulo · Laut Einschätzung des argentinischen Staatsanwalts Ricardo Sáenz muss im Fall Nisman von einem Tötungsdelikt ausgegangen werden. Der Staatsanwalt Alberto Nisman war im Januar 2015 tot in seiner Wohnung aufgefunden worden – vier Tage nachdem er einen abschliessenden Untersuchungsbericht zum Anschlag auf das jüdische Gemeindezentrum in Buenos Aires im Jahr 1994 vorgelegt hatte. Im Bericht beschuldigte Nisman die damalige Präsidentin Cristina Fernández de Kirchner und Mitglieder ihrer Regierung, die hochrangigen iranischen

Drahtzieher hinter dem Anschlag zu schützen, um im Gegenzug die Handelsbeziehungen mit Teheran zu vertiefen und iranisches Erdöl zu erhalten. Die Ermittler im Fall Nisman gelangten zum Schluss, dass der Staatsanwalt Selbstmord begangen hatte, konnten ein Delikt aber nie vollständig ausschliessen. Staatsanwalt Sáenz hingegen erklärt, es gebe genügend Beweise, die für einen Mord sprächen. Er fordert, dass das argentinische Bundesgericht die Ermittlungen neu aufnehmen soll.

International, Seite 6  
Meinung & Debatte, Seite 13

### HOHE WAHLBETEILIGUNG

Frauen sind ein entscheidender Faktor in Iran SEITE 5

### KALIFORNIEN

Ein Gasleck gefährdet die Klimaziele des US-Gliedstaats SEITE 6

### ENERGIESTRATEGIE 2050

Die Vorlage hat in der kommenden Session gute Chancen SEITE 15



### SEEOFRELLEN

Der Fischbestand im Bodensee hat sich erholt, aber der Mensch muss beim Nachwuchs nachhelfen SEITE 19

### HEIMATSCHUTZ

Zürcher Gemeinden schauen oft nicht genau hin SEITE 21

### THOMAS STRAUBHAAR

Der Ökonom warnt vor Dramatisierung der Flüchtlingsfrage SEITE 31

### EISHOCKEY

Kloten und Bern schaffen es in die Play-offs SEITE 55



### FRONT NATIONAL

Marine Le Pens Partei hat Berührungspunkte mit der SVP wie auch mit den Jusos SEITE 43

### WETTER



-3°/6°

Sonnig, zeitweise dichtere Wolken. In den Walliser Alpen Schneefall, in den Tälern Föhn. Im Süden bedeckt, zeitweise einige Niederschläge. Seite 25

Traueranzeigen 20, Kino 27  
TV/Radio 52, 53, Sportresultate 54

NZZ www.nzz.ch

Redaktion und Verlag: Neue Zürcher Zeitung, Falkenstrasse 11, Postfach, 8021 Zürich, Telefon: +41 44 258 11 11, Leserservice/Abonnements: +41 44 258 1000, weitere Angaben im Impressum Seite 46

