

Sperrfrist: 31. Mai 2012, 10.00 Uhr

Geldpolitik ist nicht allmächtig

Jean-Pierre Danthine*

Vizepräsident des Direktoriums

Schweizerische Nationalbank

Journée Solutions Bancaires

Genf, 31. Mai 2012

*Der Referent dankt Anna Faber, Adriel Jost, Peter Kuster und Pierre Monnin für ihre Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats. Er dankt zudem Till Ebner, Rita Kobel und Claudia Strub für ihre wertvollen Kommentare.

© Schweizerische Nationalbank, Zürich 2012

Meine Damen und Herren

Es ist eine grosse Freude für mich, heute bei Ihnen zu sein. Ich möchte gleich zu Beginn den Organisatoren von Unicore danken, die mich eingeladen haben, an der 14. Journée Solutions Bancaires hier in Genf zu referieren.

Heute werde ich Überlegungen dazu anstellen, was die Geldpolitik kann und was sie nicht kann. Ich möchte hervorheben, wo die Kompetenzen und die Verantwortlichkeiten der Zentralbanken enden und wo diejenigen der Fiskalpolitik und des Privatsektors beginnen. «Weshalb spricht er jetzt von diesem Thema?», höre ich Sie fragen. «Wir stecken doch mitten in einer Krise. Sollte er nicht vielmehr unterstreichen, was Zentralbanken alles tun können, statt zu sagen, was sie nicht tun können?» Meine Antwort an Sie lautet: Auch wenn die in den letzten Jahren ergriffenen geldpolitischen Massnahmen einen stabilisierenden Effekt gehabt haben, hat die Geldpolitik heute einen Bekanntheitsgrad erreicht, der dazu führen könnte, dass ihre Kräfte und ihre Reichweite überschätzt werden. Zentralbanken sind mitnichten allmächtig. Um dies zu verdeutlichen, werde ich die verschiedenen geldpolitischen Optionen an der Nullzinsgrenze und die Risiken, die mit den gegenwärtig eingesetzten Massnahmen verbunden sind, betrachten. Ich werde das Thema zuerst allgemein behandeln, bevor ich auf den sehr ungewöhnlichen Fall der Schweiz eingehe.

Konventionelle geldpolitische Optionen an der Nullzinsgrenze

Gemäss der herkömmlichen makroökonomischen Theorie wird die Geldpolitik unwirksam, wenn die Zinssätze an die Nullzinsgrenze stossen. Wirtschaftspolitik sollte sich dann auf fiskalische Massnahmen konzentrieren. Diese Sichtweise wird in der Abbildung 1 zusammengefasst, die eine Volkswirtschaft gemäss dem Standard-IS/LM-Modell darstellt. Wie Sie sehen können, wird der Zustand der Wirtschaft durch zwei Schlüsselgrössen wiedergegeben, den Zinssatz und das Volkseinkommen (oder das Bruttoinlandprodukt, BIP). Die Wirtschaft ist dort im Gleichgewicht, wo sich die IS-Kurve und die LM-Kurve schneiden. Die IS-Kurve zeigt die Zinssätze und die Niveaus des BIP an, wo sich Ersparnisse und Investitionen ausgleichen. Die LM-Kurve bildet die Kombinationen der beiden Schlüsselgrössen ab, in denen sich die Geldnachfrage und das Geldangebot im Gleichgewicht befinden.

Eine expansive Geldpolitik entspricht einer Verschiebung der LM-Kurve nach rechts. Sind jedoch die Zinsen an der Nullzinsgrenze, ist die LM-Kurve waagrecht. In dieser Lage eine Waagrechte nach rechts zu verschieben, hat keinerlei Effekt auf den Schnittpunkt der IS- und der LM-Kurve und damit auch nicht auf das Gleichgewichtsniveau des Volkseinkommens. Konventionelle Geldpolitik wird dadurch unwirksam. Auch intuitiv lässt sich nachvollziehen, dass die Zinsen an der Nullzinsgrenze nicht mehr weiter gesenkt werden können – dabei sind es doch genau Zinssenkungen, mit denen die Geldpolitik die Realwirtschaft stabilisieren kann.

Im Gegensatz dazu ist an der Nullzinsgrenze der potenzielle Nutzen der Fiskalpolitik am ausgeprägtesten. Die gleiche Grafik legt nämlich nahe, dass der Einsatz der Fiskalpolitik dann am vielversprechendsten ist, wenn die LM-Kurve flach verläuft. Der Grund liegt darin, dass in dieser Situation die fiskalische Stimulierung keinen Zinsanstieg hervorruft, der zur Verdrängung privater Investitionen führen würde. Damit schlägt sich die Stimulierung voll in einem höheren Volkseinkommen nieder (Abbildung 2).

Die Herausforderung fiskalischer Ungleichgewichte

Natürlich zeigt das IS/LM-Modell ein vereinfachtes Bild der realen Wirtschaft. Sogar an der Nullzinsgrenze ist die Wirksamkeit der Fiskalpolitik in der Praxis unklar. Dafür gibt es mehrere Gründe. Beispielsweise können die Entscheidungsprozesse von Regierungen schwerfällig sein, sodass ein Fiskalimpuls womöglich nicht dann ausgelöst wird, wenn er am nötigsten ist.¹ Es kann auch Zeit brauchen, bis fiskalische Stimulierungsmaßnahmen tatsächlich Wirkung zeigen. Oder ihr Effekt kann im Falle einer kleinen offenen Volkswirtschaft in höheren Importen einfach verpuffen. Wie auch immer, der Ursprung der aktuellen Herausforderungen liegt woanders. Er liegt darin, dass heute viele Länder in der Fiskalpolitik nur über einen sehr kleinen Handlungsspielraum verfügen. Daher wird es für die Behörden immer schwieriger – und manchmal sogar unmöglich – die Fiskalpolitik einzusetzen, um die Wirtschaft zu unterstützen, selbst wenn dies angebracht erscheint.

Die meisten entwickelten Volkswirtschaften könnten heute besser auf die aktuellen Herausforderungen reagieren, wenn ihre fiskalische Position zu Beginn der Krise stärker

¹ Für eine Diskussion der Wirkung von fiskalischen Massnahmen in der Schweiz zwischen 2008 und 2010 siehe «Die Konjunkturmassnahmen des Bundes 2008–2010: Evaluation der Konzeption und Umsetzung der Stabilisierungsmassnahmen», Eidgenössische Finanzkontrolle, Mai 2012.

gewesen wäre. In diversen Fällen lag damals das Verhältnis der öffentlichen Schulden zum BIP nahe oder über 60%. Gleichwohl haben seit 2008 viele Regierungen eine sehr aktive Fiskalpolitik betrieben, um die Auswirkungen der Krise zu bekämpfen und die Banken zu refinanzieren. Als Folge davon sind beispielsweise die Schulden-BIP-Quotienten der G7-Staaten im ungewichteten Durchschnitt um fast 30 Prozentpunkte gestiegen (Abbildung 3). Die Option, neue fiskalische Stimuli einzusetzen, ist daher heute nahezu ausgeschlossen.

Geldpolitik: Erneut an vorderster Front

Damit sind die Zentralbanken fast zwangsläufig wieder ins Scheinwerferlicht gerückt, wenn es um wirtschaftspolitische Angelegenheiten geht.

In der gegenwärtigen Krise hat die Geldpolitik mehr Wirkung gezeigt, als dies das IS/LM-Modell nahelegen würde. Das hat ganz wesentlich damit zu tun, dass Zentralbanken auf verschiedene Kombinationen konventioneller und unkonventioneller Massnahmen zurückgegriffen haben, um Bedingungen zu schaffen, die das Wirtschaftswachstum in einem Umfeld deflationärer Risiken fördern. Angesichts des Umstands, dass es nicht mehr länger möglich war, die kurzfristigen Zinsen zu steuern, bestand das Ziel oft darin, direkt auf die Langfristzinsen Einfluss zu nehmen. Mehrere Zentralbanken haben daher Anlagen erworben, um Druck auf die Langfristzinsen auszuüben (Quantitative Easing). Andere haben mit dem gleichen Ziel die Laufzeit der Anlagen in ihren Bilanzen verlängert. Wieder andere haben Anlagen aus dem privaten Sektor erworben, um zur Lockerung der Marktbedingungen beizutragen (Credit Easing). Einige Zentralbanken tätigten Interventionen am Devisenmarkt, um den Exportsektor zu entlasten, und viele sind implizit oder explizit Verpflichtungen eingegangen, um Erwartungen auf anhaltend tiefe Zinsen zu nähren.

Die kombinierten Notenbankenbilanzen der USA, Grossbritanniens, der Eurozone, Japans, Chinas und der Schweiz zeigen beispielhaft, dass das Ausmass der Eingriffe der Zentralbanken bedeutend gewesen ist. Das Total der Bilanzsummen erreicht nun rund 14 Bio. US-Dollar (Abbildung 4), d.h. über 30% des BIP in diesen Währungsräumen. Diese ausserordentlichen geldpolitischen Massnahmen scheinen in der Tat Abwärtsdruck auf die Zinsen ausgeübt zu haben. Sie haben damit im Geist des IS/LM-Modells die Realwirtschaft unterstützt.

Was sind die Risiken solcher Massnahmen?

Ich möchte an dieser Stelle festhalten, dass trotz dieser positiven (kurzfristigen) Effekte die jüngsten Aktionen der Zentralbanken die generelle Aussage der IS/LM-Grafik nicht widerlegt haben. Wenn die Zinsen nahe null liegen, verliert die Geldpolitik an Wirkung, und es ist angezeigt, auf die Fiskalpolitik auszuweichen.

Darüberhinaus kann die derzeitige Kombination von Massnahmen Risiken bergen, auf die ich Sie nun aufmerksam machen möchte. Meine grösste Sorge ist, dass die breite Öffentlichkeit die Wirkung der Handlungen der Zentralbanken überschätzen könnte, und dass sie dazu verleitet werden könnte, in jeder als «unbefriedigend» taxierten Wirtschaftslage Zentralbankeingriffe als angemessen zu betrachten. Das könnte dazu führen, dass Zentralbanken als allmächtig wahrgenommen werden, obschon solche Erwartungen weit weg von der Wirklichkeit sind. Gestörte Finanzmärkte und gefährliche wirtschaftliche Verhältnisse haben den Einsatz von ausserordentlichen Massnahmen erfordert. Auch wenn diese Massnahmen kurzfristig eine willkommene Wirkung haben, müssen sich Zentralbanken weiterhin auf ihren Kernauftrag ausrichten, die Sicherung der Preisstabilität. Darin besteht ihr langfristiger Beitrag zum wirtschaftlichen Wohlergehen. Geldpolitik als solche schafft keinen Wohlstand. Nicht kurzfristige geldpolitische Massnahmen sind der Motor eines wirklichen und nachhaltigen Wachstums, sondern die innovativen und unternehmerischen Stärken des Privatsektors.

Könnten die kurzfristigen Massnahmen, mit denen Liquidität geschaffen wurde, ein Risiko für die Preisstabilität darstellen? Dieses Risiko wird oft angesprochen. Die Zentralbanken sind sich sehr wohl bewusst, dass jede Massnahme äusserst genau und immer wieder von neuem analysiert werden muss, um zu verhindern, dass mittelfristig Inflation aufkommt. Die Instrumente, mit denen sich die Auswirkungen einer sehr grosszügigen Liquiditätsversorgung rasch umkehren lassen, sind jedenfalls bekannt. Allerdings trifft es auch zu, dass die Wahl des richtigen Zeitpunkts für solche «Exit»-Massnahmen stets eine heikle geldpolitische Entscheidung darstellt.

Heute werden jedoch die reichliche Liquidität und ausgedehnte Perioden mit tiefen Zinsen in erster Linie als Risiko für die Finanzstabilität angesehen. Eine der Lehren der jüngsten Krise ist, dass Preisstabilität allein nicht genügt, um die Finanzstabilität zu sichern. Etliche

Zentralbanken sind daher daran, in ihren Entscheidungsprozessen mehr Gewicht auf Anliegen der Finanzstabilität zu legen. Um die Risiken für die Finanzstabilität direkt anzugehen, fassen deshalb mehrere Zentralbanken den Einsatz spezifischer neuer (makroprudenzieller) Instrumente ins Auge.

Es lohnt sich, auch darüber nachzudenken, ob der jüngste Aktivismus der Zentralbanken deren Unabhängigkeit untergraben könnte. Einige Kritiker behaupten, Zentralbanken hätten mit Massnahmen wie Quantitative oder Credit Easing zeitweise eine quasi-fiskalische Strategie verfolgt, und dadurch würden die Grenzen zwischen Fiskal- und Geldpolitik verwischt. Doch ist die Unabhängigkeit der Zentralbank ein delikates demokratisches Konzept. Sein Ziel ist es zu verhindern, dass in der Geldpolitik zeitliche Inkonsistenzen zu Ergebnissen führen, welche die Wirtschaft als Ganzes beeinträchtigen. Zentralbanken sind mit anderen Worten dank ihrer Unabhängigkeit in der Lage, sich auf die Preisstabilität auszurichten und damit dem Gesamtinteresse eines Landes zu dienen, und sie müssen nicht auf die kurzfristigen Forderungen spezifischer Interessengruppen aus der Politik oder der Wirtschaft eingehen. Zurzeit werden unkonventionelle Massnahmen vor allem deshalb eingesetzt, weil die Geldpolitik an die Nullzinsgrenze stösst und die Optionen der Fiskalpolitik sehr eingeschränkt sind. Es handelt sich um ausserordentliche Antworten auf ausserordentliche Umstände – und dabei soll es bleiben.

Schliesslich muss berücksichtigt werden, dass Zentralbanken mit der Ausweitung ihrer Bilanzen erhöhte finanzielle Risiken auf sich genommen haben. Viele Zentralbanken haben Anleihen erworben, als die Zinsen sehr tief waren. Sie sind deshalb beträchtlichen Zinsrisiken ausgesetzt, was zu erheblichen Bewertungsverlusten und sogar zu negativem Eigenkapital führen könnte. Kurzfristig ist dies kein Problem, wird doch dadurch die Fähigkeit einer Zentralbank, ihr Mandat zu erfüllen, nicht beeinträchtigt. Da eine Zentralbank über das Privileg verfügt, Banknoten herauszugeben, kann sie letztlich nicht illiquid werden. Darüberhinaus ist sie normalerweise in der Lage, ihr Eigenkapital über die Zeit wieder aufzubauen. Dennoch ist selbst für eine Zentralbank eine lange Periode negativen Eigenkapitals nicht erstrebenswert, weil dies Zweifel an ihrer Glaubwürdigkeit wecken könnte.²

² Für weitergehende Ausführungen vgl. Jordan (2011).

Die Schweiz: Ein sehr spezieller Fall

Obschon die jüngsten Krisen globaler Natur waren, musste jedes Land seine Politik auf seine spezifischen Bedürfnisse auslegen. Die Schweiz ist ein Sonderfall, da unser Land immer noch über Spielraum für fiskalische Massnahmen verfügt. Dafür sehen wir uns einer anderen grossen Herausforderung gegenüber, der aussergewöhnlichen Stärke unserer Währung. Wie wir alle wissen, trieben die gestiegenen Unsicherheiten und die daraus resultierende extreme Risikoaversion den Schweizer Franken Anfang August 2011 auf ein Allzeithoch. Dies stellte eine Bedrohung für die Wirtschaft dar und barg das Risiko einer schwerwiegenden deflationären Entwicklung. Wie ich bereits erwähnt habe, hätte man sich grundsätzlich vorstellen können, das Problem mit der Fiskalpolitik anzugehen, da in unserem Land das Verhältnis der Schulden zum BIP weniger als 40% beträgt und der öffentliche Sektor über die letzten sechs Jahre Überschüsse erzielte. Dies war jedoch nicht möglich, da der massiv überbewertete Franken in erster Linie eine Gefahr für die Nachfrage nach Schweizer Exporten darstellte und die Schweiz natürlich nicht in der Lage ist, die gesamte Weltwirtschaft zu stimulieren. In diesem sehr besonderen Fall war der Einsatz der Fiskalpolitik nicht angebracht. Daher war es an der Schweizerischen Nationalbank (SNB) zu handeln. Sie ergriff Massnahmen, um eine substanzielle und nachhaltige Schwächung des Frankens herbeizuführen. Nachdem sie die Liquidität im August aussergewöhnlich stark ausgeweitet hatte, kündigte sie am 6. September 2011 an, dass sie keinen Eurokurs unter 1.20 Franken mehr tolerieren würde. Diese Massnahme bleibt im Brennpunkt der Schweizer Geldpolitik. Die Wirtschaftslage der Schweiz lässt im gegenwärtigen globalen Umfeld keinerlei Straffung der monetären Bedingungen zu, und dies dürfte für die absehbare Zukunft weiterhin der Fall sein. Die SNB setzt daher den Mindestkurs unverändert mit aller Konsequenz um und ist nach wie vor bereit, dazu unbeschränkt Devisen zu kaufen.

Konzeptionell betrachtet ist der Mindestkurs keine Massnahme des Quantitative Easing, und die meisten meiner allgemeinen Kommentare lassen sich nicht direkt auf den Schweizer Fall übertragen. Gleichwohl weisen die Risiken des Mindestkurses bis zu einem gewissen Grad Ähnlichkeiten mit den Risiken auf, die ich gerade beschrieben habe. Das erste dieser Risiken besteht darin, dass der Mindestkurs auf den ersten Blick als gewöhnliche oder einfach umsetzbare Massnahme erscheinen mag. Das wiederum könnte den Eindruck erwecken, dass die Geldpolitik ein Allheilmittel für alle Probleme sei, d.h., dass sie allmächtig ist. Das ist

eindeutig nicht der Fall. Geldpolitik verfügt weder über die Kapazität noch das Mandat, die Schweizer Wirtschaft vor allen Schocks zu schützen, denen sie unterworfen ist. Das Ziel des Mindestkurses ist es, in einem Nullzinsumfeld schlimmste Entwicklungen abzuwenden. Er gibt jedoch nicht auf jegliche Herausforderung der Schweizer Wirtschaft eine Antwort und ist auch nicht einfach und risikolos für jedes gewünschte Niveau umsetzbar.

Das Mandat der SNB ist nach wie vor die Gewährleistung der Preisstabilität. Der Mindestkurs hat die mit der massiven Überbewertung der Währung verbundenen Deflations- und Rezessionsrisiken reduziert. Er entspricht voll und ganz unserem Mandat. Zudem gibt es in der Schweiz auf absehbare Zeit keine Inflationsrisiken. Allerdings stellt die lange Phase tiefer Zinsen, die wir derzeit durchlaufen, aus Sicht der SNB eine Gefahr für die Stabilität des Finanzsystems dar. Die inländische Kreditvergabe und der Immobilienmarkt entwickeln sich sehr lebhaft, und es gibt Befürchtungen, dass sich möglicherweise Ungleichgewichte aufbauen. Diese könnten schliesslich zu Preiskorrekturen und erheblichen Verlusten für den Schweizer Bankensektor führen. Es gibt aber keinen Zweifel daran, dass im gegenwärtigen Umfeld mit Anzeichen globaler Abwärtsrisiken für die Schweizer Wirtschaft das aktuelle Zinsniveau und der Mindestkurs unerlässlich sind. Sorgen über den Häusermarkt muss daher mit alternativen Instrumenten begegnet werden. Die SNB setzt sich daher für die Einführung eines antizyklischen Kapitalpuffers ein. Dieses makroprudenzielle Instrument nimmt auf die spezifische Lage Bezug, in der wir uns heute befinden. Werden die Empfehlungen der SNB berücksichtigt, sind Banken rechtlich verpflichtet, bestimmte Eigenkapitalvorschriften zu erfüllen, sobald bestimmte Indikatoren auf dem Immobilien- und Hypothekarmarkt ein nicht nachhaltiges Wachstum signalisieren.

Das Konzept der Unabhängigkeit einer Zentralbank geniesst in unserem Land eine breite Zustimmung. Die Tatsache, dass eine unabhängige Geldpolitik dem Landesinteresse am besten dient, wird selten bestritten. Angesichts der gegenwärtig aussergewöhnlichen Lage hat die Massnahme der Festlegung eines Mindestkurses von wirtschaftlichen und politischen Akteuren in der Schweiz und im Ausland starken Suktors erhalten. Sowohl der IWF wie auch die OECD haben jüngst bestätigt, dass es sich um eine angemessene Antwort auf das Risiko einer wirtschaftlichen Schrumpfung und einer Deflation in unserem Land gehandelt hat.^{3,4}

³ OECD (2012).

⁴ IWF (2012).

In Anbetracht dessen, dass diese aussergewöhnliche geldpolitische Massnahme perfekt mit der Ausrichtung auf das Preisstabilitätsmandat der SNB übereinstimmt, sollte man davon ausgehen dürfen, dass der Status der Unabhängigkeit der Nationalbank auch künftig so fest verankert bleibt wie in der Vergangenheit.

Schliesslich ist es wichtig, die Risiken zu betrachten, die mit der ausgeweiteten Bilanz der SNB verbunden sind. Unsere Bilanz ist volatiler geworden, v.a. weil ihr Umfang zugenommen hat – sie ist heute vier bis fünf Mal grösser als im Jahr 2007 –, aber auch weil die Volatilität im Umfeld insgesamt gestiegen ist. Im Verlauf der letzten zwei Jahre haben sich Risiken sowohl positiv als auch negativ manifestiert. Beispielsweise erlitt die SNB 2010 den grössten Verlust in ihrer Geschichte, erzielte aber 2011 einen ihrer grössten Gewinne. Die grosse Ausweitung unserer Bilanz, das mit unseren Devisenreserven unvermeidbar verknüpfte Währungsrisiko sowie eine Abhängigkeit von Entwicklungen am Gold- und am Kapitalmarkt bedeuten, dass die Jahresergebnisse der SNB auch in der näheren Zukunft von einer hohen Volatilität geprägt sein werden.

In diesem Zusammenhang ist es wichtig zu unterstreichen, dass geldpolitische Erwägungen stets Vorrang vor Überlegungen zu Risiken in der Bilanz der SNB haben. Es lohnt sich daher zu wiederholen, dass ein sehr hoher Grad an Unsicherheit in Bezug auf das internationale Umfeld herrscht. Eine Aufwertung des Frankens würde die Schweizer Volkswirtschaft erneut erheblichen Risiken aussetzen und die Preisstabilität und die Wirtschaftsentwicklung gefährden. Daher wird die SNB den Mindestkurs weiterhin mit aller Konsequenz durchsetzen. Falls die Wirtschaftsaussichten oder die Deflationsrisiken es erfordern, ist die SNB bereit, jederzeit weitere Massnahmen zu ergreifen.

Schlussbemerkungen

Zum Abschluss möchte ich meine Botschaft folgendermassen zusammenfassen: Die unkonventionellen Massnahmen, welche die SNB und andere Zentralbanken ergriffen haben und weiterhin umsetzen, sind massgeschneiderte Antworten auf aussergewöhnliche Umstände. Ihre Wirkung sollte indes nicht überschätzt werden, und die entsprechenden Risiken müssen erkannt sein. Zentralbanken sind die Hüter der Preisstabilität. Indem sie die allgemeine wirtschaftliche Lage berücksichtigen, können sie günstige Bedingungen für das Wachstum schaffen. Aber Zentralbanken sind nicht allmächtig. Geldpolitik an und für sich

kann keinen Wohlstand erzeugen. Nur die Finanz- und Wirtschaftsakteure können ihre besten innovativen, technologischen und kreativen Talente nutzbar machen und daraus Wert schöpfen sowie nachhaltiges Wachstum fördern.

Literatur

Gurria, Angel, OECD Generalsekretär, 2012. «Policy priorities for a stronger, cleaner and fairer Swiss economy.» Bemerkungen anlässlich der Vorstellung des 2012 OECD Economic Survey of Switzerland. 24. Januar 2012.

Internationaler Währungsfonds, 2012. «Switzerland: 2012 Article IV Consultation-Staff Report; Public Information Notice on the Executive Board Discussion. Statement by the Executive Director for Switzerland. IMF Country Report No. 12/106.» Mai 2012.

Jordan, Thomas J., 2011. «Braucht die Schweizerische Nationalbank Eigenkapital?» SNB. Referat vor der Statistisch-Volkswirtschaftlichen Gesellschaft Basel. 28. September 2011.

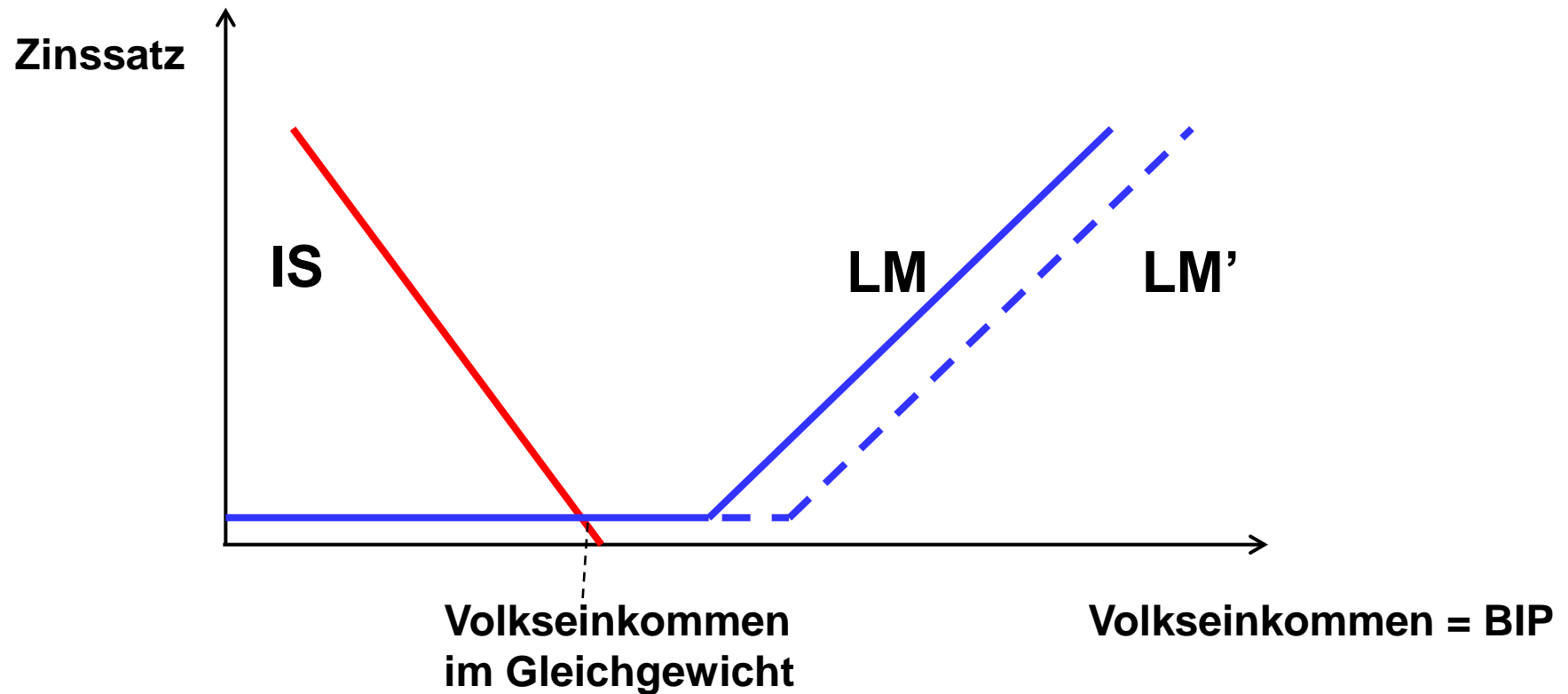
Geldpolitik ist nicht allmächtig

Jean-Pierre Danthine

Vizepräsident des Direktoriums der
Schweizerischen Nationalbank

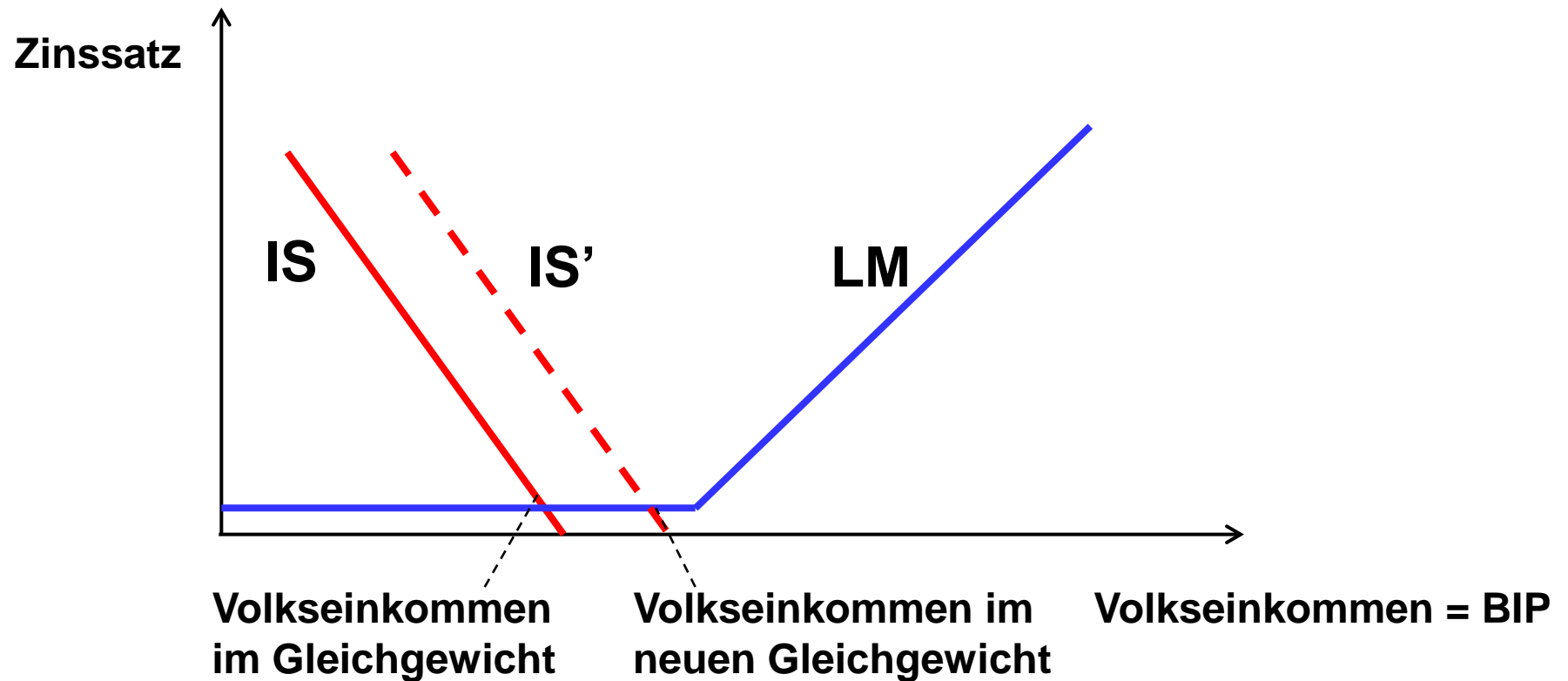
Journée Solutions Bancaires, Genf, 31. Mai 2012

Geldpolitik an der Nullzins-Grenze





Fiskalpolitik an der Nullzins-Grenze

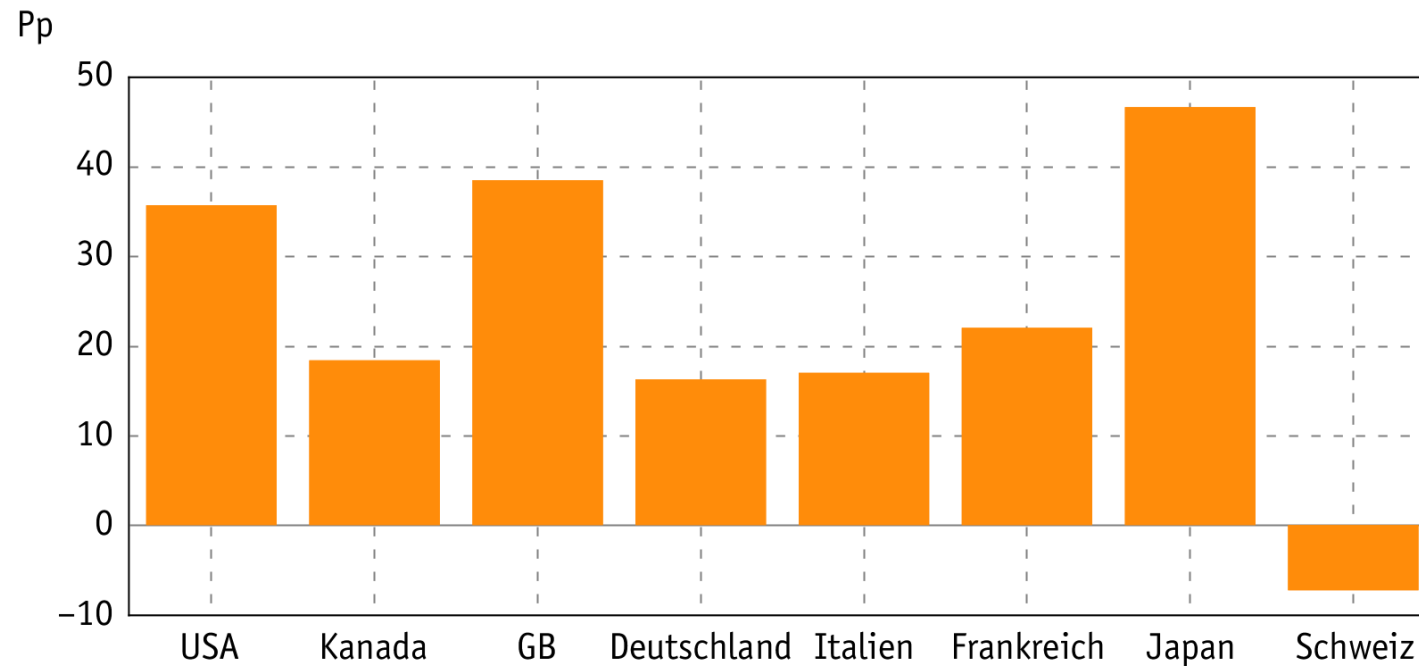




Staatsverschuldung

Staatsverschuldung in % des BIP

Veränderung in Prozentpunkten zwischen 2007 und 2011 in den G7-Ländern und der Schweiz



Quelle: SNB Markets Analysis Platform, IWF-Schätzungen

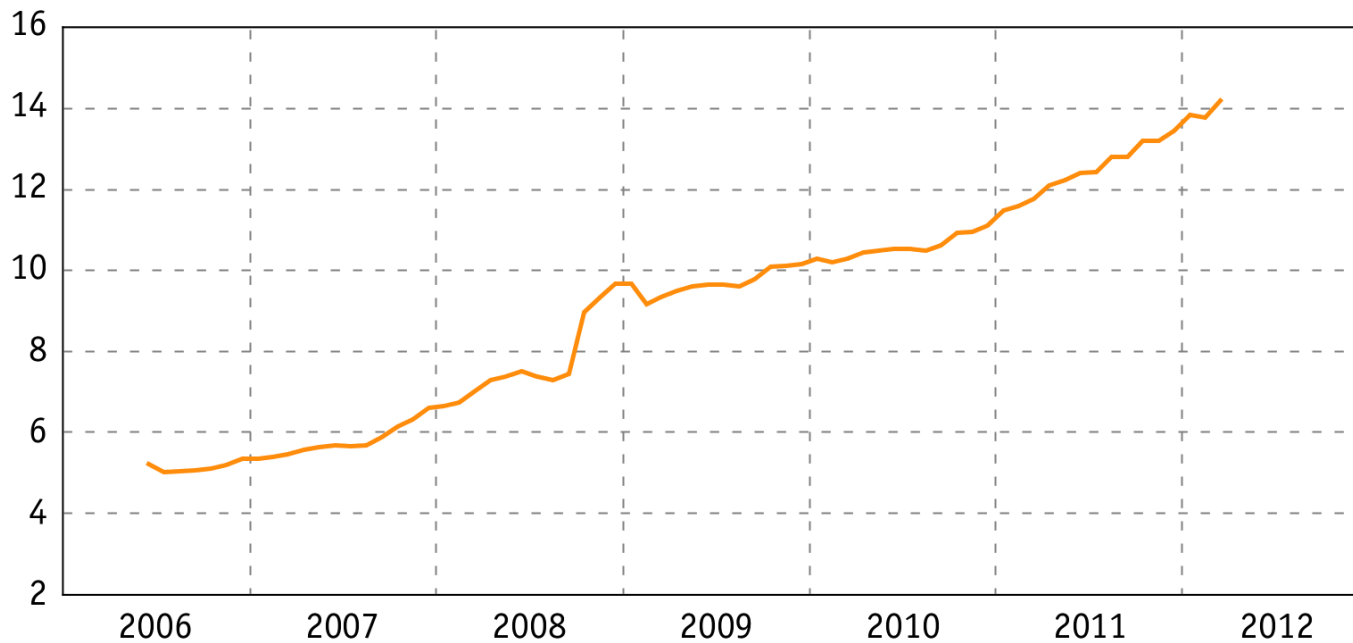


Ausgeweitete Zentralbankbilanzen

Bilanzsumme der wichtigsten Zentralbanken

— Fed, BOE, EZB, BOJ, PBC und SNB

Billionen USD



Quelle: SNB Markets Analysis Platform, Bloomberg & Datastream

30.05.2012 10:07:45