

# Zweifel an den „Exit-Strategien“ sind angebracht

Börsen-Zeitung, 11.12.2010

Die Geldpolitiker sind bemüht, der Öffentlichkeit zu versichern, sie würden so bald wie möglich zur „Exit-Strategie“ schreiten. Darunter wird zum einen das Beenden der de facto Nullzinspolitik verstanden, die die Zentralbanken im Zuge der „Kreditmarktkrise“ eingeleitet haben, zum anderen das Zurückführen der drastisch ausgeweiteten „Überschussreserven“ – also der Kassenbestände, die den Banken zur Kredit- und Geldschöpfung zur Verfügung gestellt wurden.

In den Vereinigten Staaten haben die Überschussreserven im November 2009 einen Rekordwert in Höhe von 1 077 Mrd. Dollar erreicht – im Vergleich zu einem Niveau von etwa 44 Mrd. Dollar vor Ausbruch des Finanzmarktdebakels. Bislang haben die Banken ihre Überschussreserven jedoch noch nicht dazu verwendet, um Kredite zu vergeben und dadurch neues Geld in Umlauf zu bringen. US-Banken haben vielmehr begonnen, ihre Kreditengagements per saldo zurückzuführen und ihre Bilanzsummen gesundzuschrumpfen („Deleveraging“ und „Derisking“).

Diese Entwicklung schürt Deflationssorgen. Im heutigen Papiergeldsystem wird Geld durch Bankkreditvergabe produziert: Wenn Banken Kredite vergeben, steigt die Geldmenge. Werden Bankkredite zurückgezahlt, nimmt die Geldmenge ab. Das (Trend-)Wachstum der Geldmenge bestimmt dabei das Preisniveau, und zwar nicht nur das der laufenden Konsum- und Investitionsgüter, sondern auch das der Vermögenspreise von Aktien, Häusern,

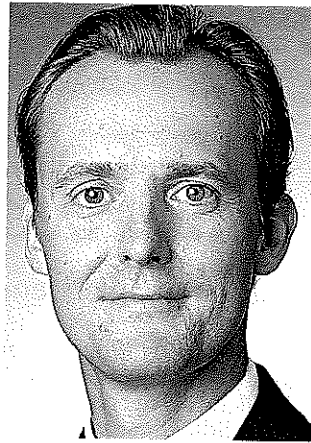
Grundstücken und Rentenpapieren. Schrumpft die Geldmenge dauerhaft, werden früher oder später auch die Preise auf breiter Front sinken. Auch das Konjunktur- und Wirtschaftsgebäude, das durch immer mehr Kredit und Geld aufgerichtet wurde, würde in sich zusammenbrechen. Denn in einem Geldsystem, das die Geldmenge durch das Ausweiten der Kredit- und Geldschöpfung produziert, wird die Produktionsstruktur maßgeblich beeinflusst: Durch das Absenken der Marktzinsen – die Konsequenz des Ausweizens der Kredit- und Geldmenge – wird die gesamtwirtschaftliche Produktion künstlich „umwegsintensiver“: Knappe Ressourcen werden zusehends von der Konsumgüter- in die Investitionsgüterindustrie umgewidmet.

## Entschuldung mildern

Das ist vermutlich auch ein Grund, warum das Ausweiten der Überschussreserven oft als richtig angesehen wird: Durch sie soll der Entschuldungsprozess, der zu einem Schrumpfen der Geldmengen führt, verhindert, zumindest doch abgemildert werden. Eine solche Intervention wird auch deshalb begrüßt, weil sie als „nichtinflationär“ eingestuft wird. Ist das angemessen?

Banken werden früher oder später die Überschussreserven einsetzen, um Gewinne zu erzielen. Sie müssen die Zins- und Tilgungszahlungen einspielen, die sie ihren Investoren und Kunden auf Termin- und Spareinlagen und Bankschuldverschreibungen versprochen haben, und sie brau-

## Ansichtssache



Von Thorsten Polleit\*)

chen Gewinne, um neues Eigenkapital aufzubauen. Banken werden daher neue Kredite vergeben oder, wenn dies aufgrund des knappen Eigenkapitals nicht möglich ist, Staatsanleihen kaufen und monetarisieren.

Technisch gesprochen ist es für Zentralbanken zwar jederzeit möglich, die Überschussreserven zu reduzieren – schließlich halten sie das Geldangebotsmonopol. Das Beenden der Geldmengenvermehrungspolitik dürfte sich jedoch dann als heikel erweisen, wenn sich Zentralbanken das Ziel „Finanzmarktstabilität“ und damit de facto die Förderung der Geschäftssituation der Banken zur Aufgabe gemacht haben –

wie dies in den letzten Jahren geschehen ist.

Banken haben im Zuge der Finanzmarktkrise eine erhöhte Nachfrage nach „Vorsichtskasse“. Und damit die steigende Zentralbankgeldnachfrage nicht die (Kurzfrist-)Zinsen in die Höhe treibt und Bankgewinne schmälert, haben die Zentralbanken das Zentralbankgeldangebot ausgeweitet. Wenn die Kassenhaltung der Banken sich wieder „normalisiert“ und Vorsichtskasse abgebaut wird, kann die Zentralbankgeldmenge „geräuschlos“ zurückgeführt werden: Banken nehmen die Wertpapiere, die zu Absicherungszwecken an die Zentralbank übertragen wurden, zurück, und gleichzeitig zahlen sie das Zentralbankgeld an die Zentralbank zurück. Auf diese Weise verschwindet die Überschussreserve und damit auch das Inflationspotenzial.

Was aber, wenn die Überschussreserven nicht die Vorsichtskassenhaltung widerspiegeln, sondern wenn sie vor allem dadurch entstanden sind, dass die Zentralbanken den Banken „wertgeminderte Papiere“ oder „Troubled Assets“ im Tausch gegen neues Zentralbankgeld abgenommen haben, um so zu verhindern, dass Abschreibungen das Eigenkapital der Banken vermindern oder gar aufzehren? Würden Banken dann aufgefordert, ihre Papiere zurückzunehmen, würde ihr Eigenkapital wieder „belastet“.

Mit einem Zurückführen der Überschussreserven würden also genau die Probleme (Pleiten und Kreditklemme) wiederkehren, die mit dem Ausweiten der Zentralbankgeldmenge entschärft werden sollten.

Die Überschussreserven könnten zwar „stillgelegt“ werden, indem die Mindestreservepflicht der Banken angehoben wird. Da aber mit Mindestreservehaltung nichts zu verdienen ist, würden sich die Kosten der Bankenrefinanzierung erhöhen – und damit unweigerlich auch die Kreditkosten für Unternehmen, Konsumenten und staatliche Kreditnehmer –, ein derzeit (geld)politisch wohl nicht gewünschtes Ergebnis; und vor allem würde sich so die Gewinnsituation der Banken nicht verbessern.

## Auffüllen von Bilanzlöchern

Sollte also das Auffüllen von Bankbilanzlöchern mit Zentralbankgeld den Großteil der Überschussreserven erklären, dürfte eine (präventive) Exit-Strategie wohl auf sich warten lassen. Und vermutlich würde es dann erst „sichtbarer“ Inflation(sschäden) bedürfen, bis die Geldpolitiker zu Zinserhöhungen und einem Eindämmen der Überschussreserven schreiten.

Die Faustformel in einem solchen Szenario lautet: Je höher (kleiner) die (geld)politische Bereitschaft ist, einzelne Banken pleitegehen zu lassen, desto geringer (höher) wird die Inflation sein, die aus dem Ausweiten der Überschussreserven resultiert.

.....  
\*) Der Autor ist Chief German Economist von Barclays Capital, Frankfurt. In dieser Rubrik veröffentlichen wir Kommentare von führenden Vertretern aus der Wirtschafts- und Finanzwelt, aus Politik und Wissenschaft.