

IM INTERVIEW: THORSTEN POLLEIT, BARCLAYS CAPITAL

„Inflationspolitik wird den Euro nicht retten“

Deutschland-Chefvolkswirt: Hohe EZB-Reserven der Banken haben Potenzial für Verdopplung der Preise

Wie die umstrittenen Ankäufe von Staatsanleihen durch die Europäische Zentralbank (EZB) die Inflation anheizen können, selbst wenn sich das wirtschaftliche Umfeld im Euroraum weiter eintrübt, erklärt im Interview der Börsen-Zeitung Thorsten Polleit, Deutschland-Chefvolkswirt bei Barclays Capital und Professor an der Frankfurt School of Finance.

Börsen-Zeitung, 1.12.2011

- Herr Polleit, die Europäische Zentralbank (EZB) hat mittlerweile für mehr als 200 Mrd. Euro Staatsanleihen von Krisenländern gekauft. Was werden die Folgen dieser Politik sein?

Die Anleihekäufe werden letztlich zu höherer Inflation führen.

- Weshalb?

Weil die EZB so die Geldmenge – also das im Euroraum umlaufende Bargeld sowie die kurzfristigen Einlagen bei Kreditinstituten – ausweiten wird.

- Wie überhaupt steigt denn die Geldmenge durch die Anleihekäufe? Der Großteil läuft ja über das Bankensystem und gelangt gar nicht in den Wirtschaftskreislauf.

Das ist richtig, wenn die EZB die Staatsanleihen von den Geschäftsbanken kauft. Dann steigt die Zentralbankgeldmenge in den Händen der Geschäftsbanken und das erhöht die sogenannte Überschussreserve des Bankensektors. Sie setzt sich derzeit aus etwa 256 Mrd. Euro in der Einlagenfazilität plus weitere 195 Mrd. Euro Termineinlagen zusammen. Dieser Gesamtbetrag reicht theoretisch aus, um per Kreditvergabe die Geldmenge M 3 und damit auch das Preisniveau ungefähr zu verdoppeln. Wenn die Notenbank jedoch die Anleihen direkt von Nichtbanken kauft, etwa von privaten Anlegern, Versicherungen oder Pensionsfonds, überweist die EZB den Kaufpreis auf das Konto der Verkäufer. Das erhöht nicht nur die Überschussreserven im Bankensektor, sondern unmittelbar auch die Geldmengenaggregate M 1, M 2 und M 3.

- Die EZB sagt, sie „neutralisiere“

die Geldmengenausweitung, die aus Anleihekäufen resultiert.

Formal stimmt das, ökonomisch zeigt sich ein anderes Bild. Die EZB bietet Banken zwar Termineinlagen an, in denen sie ihre Überschussreserven anlegen können. Jedoch sind diese Termineinlagen nur mit einer Laufzeit von sieben Tagen versehen. Nach wenigen Tagen werden sie also wieder in frei verfügbare Überschussreserven umgewandelt. Vor allem sind die Termineinlagen auch während ihrer Laufzeit als Besicherung für EZB-Offenmarktgeschäfte verwendbar und damit jederzeit in frei verfügbare Zentralbankgeldgut haben umwandelbar. De facto werden also die zusätzlichen Zentralbankguthaben, die aus Anleihekäufen entstehen, nicht neutralisiert.

- Die EZB kann also nicht verhindern, dass die Überschussreserven weiter anwachsen?

Die „regulären“ Guthaben der Banken bei den Zentralbanken im Eurosystem sind die Mindestreserven. Sie belaufen sich derzeit auf gut 208 Mrd. Euro. Dieser Betrag wird im Wesentlichen durch reguläre Offenmarktoperationen bereitgestellt. Bis zu diesem Betrag kann die EZB also vereinfacht ausgedrückt Anleihen kaufen und gleichzeitig fällig werdende Offenmarktoperationen nicht erneuern. Auf diese Weise bliebe die Zentralbankgeldmenge unverändert. Alles, was darüber hinausgeht, erhöht jedoch die Überschussreserven. Der Modus der Vollzuteilung – also der unbeschränkten Vergabe von Krediten an die Geschäftsbanken durch die EZB – bedeutet jedoch, dass ein unbegrenztes Anwachsen der Überschussreserven prinzipiell in Kauf genommen wird.

- Heißt das, die EZB kann ihre Anleihekäufe überhaupt nicht sterilisieren, solange sie den Banken unbegrenzt Liquidität bereitstellt?

Doch, aber dazu müsste sie die Mindestreserve anheben. Das aber beeinträchtigt die Gewinnpotenziale der Banken empfindlich, es könnte sogar für einzelne Banken das Aus bedeuten. Alternativ müsste die EZB Wertpapiere emittieren und die Zentralbankgeldmenge reduzieren. Angesichts der Größe der Beträge

wäre das aber wohl kein gangbarer Weg.

- Ist angesichts der ausstehenden Anleihevolumina – allein in Italien beträgt die ausstehende Staatsschuld ungefähr 1900 Mrd. Euro – die „Inflationsgrenze“ bald erreicht?

So ist es. Steigen die Aufkäufe weiter an, und beginnen insbesondere Nichtbanken, ihre Anleihen an die EZB zu verkaufen, wird der Weg in die Inflationspolitik beschritten. Dabei sollte man zusätzlich nicht aus dem Auge verlieren, dass auch die wachsende Refinanzierung der Geschäftsbanken im Euroraum erhebliche Inflationspotenziale freisetzt.

- Warum das?

Viele Banken im Euroraum sind kaum mehr in der Lage, ihre Anleihen im Kapitalmarkt zu platzieren, um so ihre längerfristigen Kreditengagements zu finanzieren. Eigentlich müssten sie, wenn ihre Anleihen, also ihre Verbindlichkeiten, fällig werden, den Investoren der Bankschuldverschreibungen den Rückzahlungsbetrag auf deren Konto gutschreiben. Das ist zwar möglich, jedoch hätten die Banken dann keine fristenkongruente Refinanzierungsstruktur mehr: Sie würden sich kurzfristig bei der Notenbank und möglicherweise durch Kundeneinlagen refinanzieren, hätten aber weiterhin langfristige Forderungen.

- Wieso soll das zu Inflation führen?

Weil in einem solchen Fall wohl abermals die EZB einspringen wird. Sie kauft die neu emittierten Bankschuldverschreibungen. Die Folge: Die Überschussreserve im Bankensektor steigt noch weiter an, und gleichzeitig steigt die Zahlungsmittelmenge M 1, die nun für zusätzliche Investitionen und Käufe zur Verfügung steht. Das Inflationspotenzial steigt also auch hier.

- Der Wirtschaftsweisen Peter Bofinger sagt, Inflation kann es erst dann geben, wenn die Konjunktur wieder kräftig anzieht. Das aber ist derzeit nicht in Sicht. Übertreiben Sie also nicht, wenn Sie jetzt vor Inflation warnen?

Nein. Die Stagflation in den 70er und 80er hat gezeigt, dass zu viel

Geld im Umlauf die Inflation in die Höhe treibt, selbst wenn die Volkswirtschaften nicht stark wachsen. Aktuell ist vor allem zu bedenken, dass Banken die Wertpapiere, die sie an die EZB verkaufen, zuvor durch Depositen oder Ausgabe von Bankschuldverschreibungen finanziert haben. Auf diese Verbindlichkeiten müssen sie einen Zins zahlen. Die Überschussreserven, die durch die Wertpapierkäufe der EZB entstehen, bringen aber keinen Zins. Also müssen Banken mit ihren Überschussreserven etwas tun. Kreditvergabe ist eine Möglichkeit. Eine andere Möglichkeit ist der erneute Aufkauf von zum Beispiel Staatsanleihen im Primär- oder Sekundärmarkt. Dadurch steigt aber die Zahlungsmittelmenge in der Volkswirtschaft – die Banken bezahlen ja durch neu ausgegebenes Geld –, und das neue Geld steht für zusätzliche Käufe zur Verfügung.

■ **Was ist so schlimm an einer etwas erhöhten Inflation, wenn man dafür die Eurozone retten kann?**

Damit Inflation ihr tückisches Werk verrichten kann – die Vermögen vom Sparer zu Gunsten des Schuldners umzuverteilen – muss sie unerwartet kommen. Das aber

wird zu immer weiter steigender Inflation führen müssen, weil sich die Inflationserwartungen nach oben anpassen werden. Im Extremfall führt es zur Hyperinflation. Wer also mit Inflation flirtet, wird von ihr geheiratet, so sagte der ehemalige Bundesbankpräsident Otmar Emminger. Eine Inflationspolitik wird den Euro nicht retten, sondern es schwört vielmehr politische Zentrifugalkräfte herauf.

■ **Aber versuchen die Banken nicht gerade, die Aktivseiten ihrer Bilanzen zu verkürzen, also das ausstehende Geschäftsvolumen durch Deleveraging und Derisking zu schrumpfen?**

Das ist in der Tat so. Ein Rückführen der Bankkredite schrumpft natürlich die Geldmenge. Erfolgt das fortgesetzt, so ist das eine deflationäre Entwicklung. Nun ist aber damit zu rechnen, dass die EZB zu weiteren Maßnahmen greift, wenn die Preise infolge einer solchen Rosskur der Banken beginnen sollten zu sinken. Die Geldmenge könnte vor dem Schrumpfen bewahrt werden, indem noch mehr Staatsanleihen gekauft werden. Oder es können Konsumgutscheine ausgegeben werden, die mit neu gedruckten Banknoten finanziert werden. Im heutigen Pa-

piergeldsystem – und das sollte allen klar sein – kann die Geldmenge jederzeit in jeder beliebigen Menge ausgeweitet werden, wenn es denn politisch gewünscht wird. Die Effekte von Deleveraging und Derisking können, wenn es gewollt ist, überkompensiert werden.

■ **Derzeit fließt freie Liquidität an den Finanzmärkten nicht zuletzt in die Rohstoffmärkte. Kann man sagen, dass die Zentralbanken der Industrieländer durch ihre ultra-expansive Politik die Preise für Agrargüter nach oben treiben und damit den Hunger in der Welt anheizen?**

Für die Rohstoffpreissteigerungen sind eine Reihe von Faktoren verantwortlich. Zum einen sind sie Folge der Knappheit. Zum anderen sind die Preissteigerungen jedoch auch die Folge der weltweiten Ultraniedrigzinspolitik und Geldmengenausweitung durch die Zentralbanken. Investoren, auf der Suche nach attraktiven Renditen und Inflationsschutz, fragen verstärkt Rohstoffe nach.

.....
Das Interview führte Stephan Balling