

zfsö

ZEITSCHRIFT FÜR SOZIALÖKONOMIE

- Gerhard Scherhorn **3** Das Finanzkapital zwischen Gier und Verantwortung
- Bernd Senf **14** Geldfluss, Realwirtschaft und Finanzmärkte aus der Sicht verschiedener Wirtschaftstheorien
- Helmut Creutz **23** Geldspritzen und Leitzinskorrekturen
- Andreas Rams **28** "Subprime"-Kreditkrise – finanz- und realwirtschaftliche Entwicklungen
- Eckhard Behrens **35** Die Notenbanken, die Kapitalmärkte und der Boden
- Fabian Thiel **45** Sharia-kompatibles Landmanagement für den Nahen und Mittleren Osten
- Oliver Arndt **53** Die Transformation des Bodenrechts auf den Malediven
- Gerhard Senft **58** Zum Verhältnis von Geschichte und Ökonomie
- 63** Bücher – Personalie – Veranstaltungen
- 75** 42. Mündener Gespräche

Geldspritzen und Leitzinskorrekturen

Von den Kriseninstrumenten der Zentralbanken

Helmut Creutz

„Leitzinsen sind Zinssätze, die eine Zentralbank im Rahmen ihres geldpolitischen Instrumentariums festsetzt, um damit die Zinsen am Geldmarkt und darüber auch die allgemeine Zinsentwicklung in einer Volkswirtschaft maßgeblich zu beeinflussen.“

*Deutsche Bundesbank,
Geld und Geldpolitik 2007, Auszüge aus dem Glossar.*

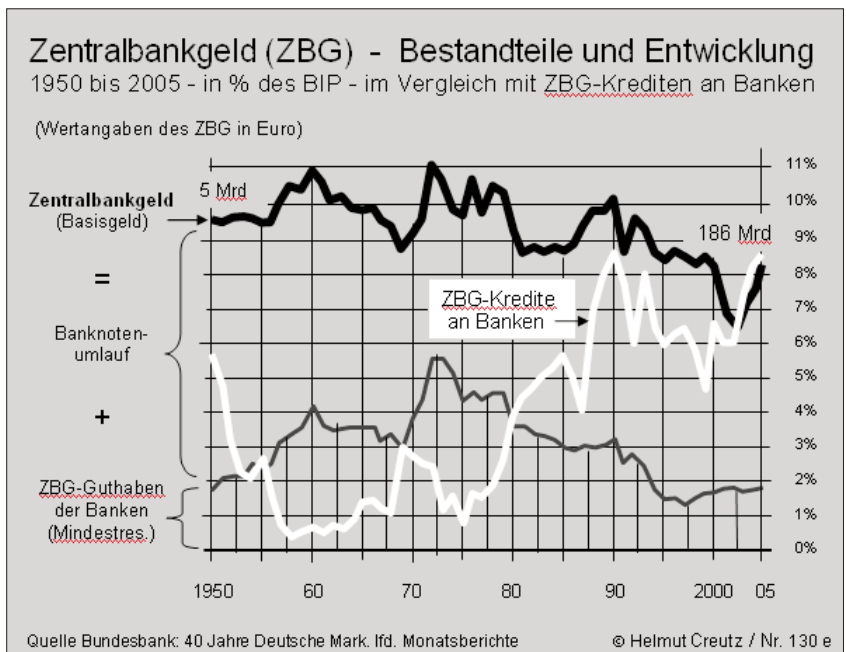
„Die Leitzinsen haben sicher das höchste Niveau in der Geschichte der Bundesrepublik erreicht. Sie waren aber auch noch nie so unwirksam wie heute.“

*Prof. Helmut Hesse
ehem. Präsident der Landeszentralbank Niedersachsen, 1992*

Auslöser der derzeitigen Bankenprobleme ist bekanntlich die Krise der Hypothekenbanken in den USA, mit erheblichen weltweiten Auswirkungen auch auf deutsche Finanzinstitute. Welche Bedeutung dabei den Zentralbanken und ihren geldpolitischen Maßnahmen zukommt, sowohl im positiven als auch im negativen Sinne, findet weniger Beachtung. Dagegen sorgten die im zweiten Halbjahr 2007 den Banken zugeteilten „Geldspritzen“ für etliche Schlagzeilen, meist aber auf Kosten genauerer Hintergrundinformationen.

Was ist Zentralbankgeld?

Das von den Zentralbanken den Banken zur Verfügung gestellte Zentralbankgeld (ZBG) – auch als Geldbasis oder Basisgeld bezeichnet – ist bekanntlich die Voraussetzung aller Geldgeschäfte in Wirtschaft und Gesellschaft. Wie aus der Darstellung 1 ersichtlich, besteht dieses ZBG einmal aus den Banknoten, die im Laufe der Zeit in Umlauf gegeben wurden, und zum anderen aus den ZBG-Guthaben, die von den Banken bei der Zentralbank als Mindestreserven gehalten werden müssen. Wie aus der Überschneidung dieser Mindestreserven mit den an die Banken vergebenen Krediten hervorgeht, mussten die Banken zwischen 1955 und 1980 diese Reserven sogar durch Bargeld auffüllen, das sie den Einzahlungen ihrer Kunden am Schalter entnehmen mussten.



Auf diese Weise wurde ein Teil des durch Dollar-Aufkäufe zuviel herausgegebenen Bargeldvolumens wieder eingezogen. Wie der Darstellung zu entnehmen wird inzwischen das gesamte ZBG über Kredite an die Banken zur Verfügung gestellt.

Die von den Banken zu haltenden ZBG-Guthaben bzw. Mindestreserven benötigen diese jedoch nicht nur zum laufenden Ausgleich des Bargeldbedarfs in der Wirtschaft, sondern vor allem auch zur Abwicklung aller bankinternen Verrechnungen. Das gilt in einem besonderen Maße für die millionenfachen täglichen Überweisungsaufträge der Bankkunden. Denn alle diese Verrechnungen werden von den empfangenden Banken jeweils nur akzeptiert, wenn sie am gleichen Tag mit ZBG-Übertragungen ausgeglichen werden.

Geregelt wird der ZBG-Bedarf der Banken durch die Europäische Zentralbank (EZB) über Dreimonatskredite und zum größeren Teil über Kredite von einer Woche. Konkret: Der größere Teil des ausgegebenen Zentralbankgeldes wird bereits nach sieben Tagen wieder eingezogen und am gleichen Tag durch eine ähnlich hohe Summe ersetzt. Dabei gibt die EZB den beteiligten Banken sowohl den Umfang der geplanten Neuausgabe als auch den geforderten Mindestzinssatz vorweg bekannt. Die Banken müssen dann jeweils ihre gewünschten Geldmengen und ihre Zinsangebote nennen. Es findet also jede Woche eine Art sich wiederholender Geld-Versteigerung statt, bei der die EZB nicht nur die Mengen und Konditionen korrigieren, sondern aus den unterschiedlichen Geboten der Banken auch Schlüsse für ihre weitere Geldpolitik ziehen kann.

Aufgrund der mit diesen Geldausgaben verbundenen Zinsen, versuchen die Banken ihre Geldaufnahmen bei der Zentralbank so gering wie möglich zu halten. Ebenso sind sie bestrebt, alle Fehlbeträge an Zentralbankgeld erst einmal auf dem Geldmarkt auszugleichen, auf dem die Banken ihre Überschüsse an ZBG täglich anbieten können.

Die Reaktion der Banken und Zentralbanken in Krisenlagen

Kommt es – wie im Sommer 2007 der Fall – zu plötzlichen Verlusten oder drohenden Zahlungsausfällen im Kreditgeschäft, dann versuchen alle

Banken, im Interesse ihrer Liquidität ihre sowie so möglichst knapp gehaltenen Zentralbankgeld-Reserven im eigenen Haus zu halten. Denn angesichts der vielfältigen Verknüpfungen der Geldgeschäfte weiß man ja nie genau, ob, wann und in welcher Höhe am Ende auch das eigene Haus von den Verlusten betroffen sein könnte! Außerdem schränken die Banken in solchen Situationen oft auch die Vergaben neuer Kredite ein, mit denen – direkt oder indirekt – fast immer Zentralbankgeld aus den eigenen Beständen abfließt.

Da sich durch diese Zurückhaltungen wiederum die Refinanzierungsmöglichkeiten anderer Banken verringern, kann sich aus diesem Vorsichtsverhalten sehr rasch eine Kettenreaktion an Knappheiten aufschaukeln. Als Folge kommt es zu rapiden Zinsanstiegen am Geldmarkt, mit denen die Zentralbanken ab einer bestimmten Höhe ihre Kontrollfunktionen verlieren bzw. zum Anheben ihrer Leitzinsen gezwungen werden könnten. Um solche Gefahren erst gar nicht entstehen zu lassen, stellen die Zentralbanken den Banken bzw. dem Geldmarkt – wie im zweiten Halbjahr 2007 geschehen – kurzfristig zusätzliches Zentralbankgeld zur Verfügung.

Wie hoch waren diese Geldzuschüsse bei der EZB?

In Presseveröffentlichungen wurde für diese Zuschüsse häufig ein Betrag von mehr als 200 Milliarden Euro genannt. Ein solcher Betrag kommt jedoch nur zustande, wenn man die zwischenzeitlichen Rücknahmen der Zuschüsse außer Acht lässt. Denn in Wirklichkeit wurden im Euro-Raum als höchste Summe 95 Milliarden Euro als zusätzliche Gutschrift zur Verfügung gestellt, ein Betrag, der bei elf Prozent der vorhandenen Zentralbankgeldmenge lag. Doch dieser Liquiditätszuschuss wurde nur für einen Tag gewährt und bei der Rückzahlung am nächsten Tag durch einen Betrag von 61 Milliarden ersetzt, dieser dann durch 48 Milliarden, usw. Auf diese Weise wurden die entstandenen Liquiditätsspannungen im Eurosystem flexibel Schritt für Schritt abgebaut. Deshalb nahm auch die gesamte Zentralbankgeldmenge im Jahr 2007 nur in ähnlicher Höhe wie in den Vorjahren zu.

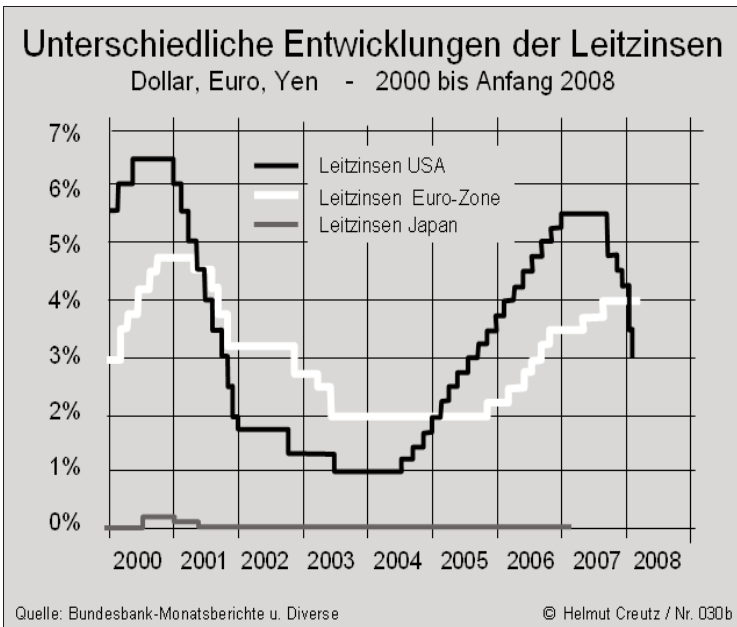
Zwar haben die Banken die Möglichkeit, ihre gehaltenen Zentralbankguthaben bzw. Mindestreserven jederzeit zu überziehen. Sie müssen jedoch diese Bestände bis zum Ende der jeweils laufenden vierwöchigen Mindestreserve-Periode wieder so auffüllen, dass im Perioden-Durchschnitt das Soll erfüllt wird. Unabhängig von diesen Rückgriffen auf die Reserven können Banken auch noch über die so genannten Spitzenrefinanzierungsfazilitäten jederzeit an weiteres Zentralbankgeld gelangen. Allerdings nur zu einem Zinssatz, der einen Prozentpunkt über dem normalen Refinanzierungssatz liegt. Deshalb greifen die Banken auf diese Möglichkeit nur im äußersten Notfall zurück und dann meist nur für Übernachtskredite. Die im letzten Jahr zusätzlich eingeräumten „Geldspritzen“ wurden dagegen zu den Sätzen der normalen wöchentlichen Refinanzierungen ausgegeben.

Hat es ähnliche Krisensituationen schon einmal gegeben?

Sonderzuteilungen an Zentralbankgeld wie im letzten Sommer haben die Zentralbanken schon mehrmals ausgegeben. So z. B. nach dem Terror-

anschlag im September 2001, aber auch bei der Ostasienkrise oder den Angriffen der Großspekulanten auf Pfund und Franc Anfang der 1990er Jahre. Die Zentral- oder Notenbanken sind also immer in der Lage, Engpässe im Geldmarktbereich durch zusätzliche Ausgaben von Zentralbankgeld kurzfristig zu beheben.

Mit dem Auslöser der derzeitigen Bankenkrise – als Folge der Verlustabschreibungen bei den Immobilienkrediten in den USA – haben diese „Geldspritzen“ der Zentralbanken direkt aber nichts zu tun. Die aus diesen Bankgeschäften resultierenden Verluste fallen in das Risiko der Banken und müssen von diesen selbst aufgefangen werden, notfalls mit Hilfe ihres haftenden Eigenkapitals. Reicht das nicht aus und drohen Bankenpleiten, springen notfalls andere Banken ein, manchmal auch Kreditinstitute der Länder oder des Staates, soweit sie nicht selbst in diese Vorgänge verwickelt sind. Ansonsten trifft das die Eigentümer oder Aktionäre, bei staatlichen Banken letztlich die Steuerzahler. Das heißt, die Verluste treffen letztlich die Allgemeinheit, während die vorausgegangenen und oft überzogenen Gewinne meist nur für Minderheiten von Vorteil waren.



Das Instrument der Leitzinsen

Drohen solche Schocks die Konjunktur zu gefährden oder Überhitzungen der Konjunktur die Kaufkraftstabilität, sind Veränderungen des Leitzinses das allgemeine Gegenmittel der Zentralbanken. In welchem Maße dieses Mittel in den letzten acht Jahren eingesetzt wurde, geht aus der Darstellung 2 hervor: Während die US-Zentralbank jeweils auf aggressive Weise reagierte, ging die EZB wesentlich moderater und meist etwas verzögert vor. Er-

sichtlich wird jedoch vor allem aus der Grafik, zu welcher Handlungsunfähigkeit eine Zentralbank verurteilt werden kann, wenn – wie in Japan seit Ende der 1990er Jahre und ebenfalls nach einer Immobilienkrise der Fall – die Entwicklungen in eine Deflation umschlagen!

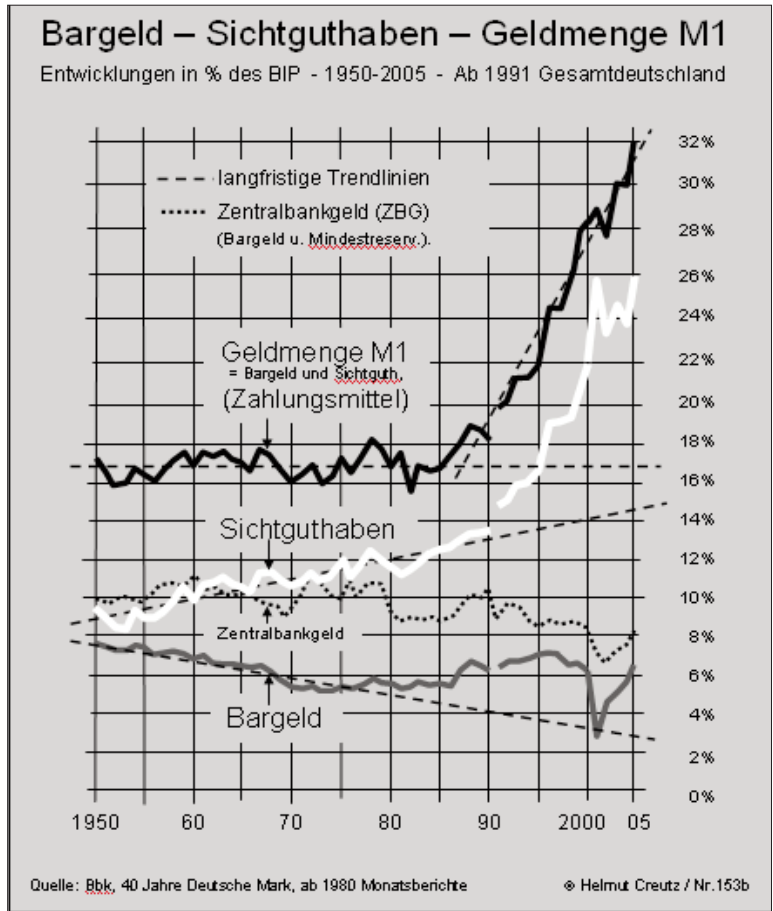
Besonders radikal war die Leitzins-Absenkung der US-Zentralbank im Jahr 2001 von 6,5 auf 4 Prozent als Reaktion auf den Einbruch der Börse und die sich daran anschließenden Auswirkungen in der Wirtschaft. Diese Absenkungen wurden nach dem 11. September noch einmal bis unter 2 Prozent fortgesetzt und in den nachfolgenden Jahren sogar bis auf 1 Prozent und damit in die direkte Nähe japanischer Verhältnisse.

Diese radikale Zinsabsenkung der US-Zentralbank, mit der sie die Konjunktur beleben wollte, wird mit Recht als Ursache jener Immobilienkrise diskutiert, die fast alle Volkswirtschaften der Industrienationen in Schwierigkeiten gebracht hat. Denn diese extrem niedrigen Zinsen mussten zwangsläufig zu jenem Boom auf dem Häusermarkt führen, dessen Folgen uns heute zu schaffen machen. Gerade der Immobilien- und Baumarkt reagiert bekanntlich besonders empfindlich auf alle Zinssatzveränderungen.

Zinskorrekturen der Zentralbanken können also nicht nur hilfreich sein, sondern – falsch dosiert oder zu lange eingesetzt – auch weltweite Krisen auslösen. Das vor allem, wenn es den Hypothekenbanken gelingt (bzw. es geduldet wird!), ihre Risiken mit oft fragwürdigen

Mitteln in Wertpapiere zu verpacken und in die ganze Welt zu verteilen. Ursächlich für diesen oft radikalen Wechsel der Leitzinsen ist vor allem der ständige Spagat der Zentralbanken zwischen Konjunkturbelebung und Erhalt der Kaufkraftstabilität. Denn zur Konjunkturbelebung müssen die Zinsen gesenkt, zur Inflationsvermeidung jedoch erhöht werden! Wie die erneuten radikalen Absenkungen der US-Leitzinsen Ende 2007 zeigen, siegt meist die Konjunktur, und das trotz der bis heute nicht überwundenen Dauerinflationen!

Der für diese letzte Korrektur des Leitzinses verantwortliche US-Zentralbankchef Ben Bernanke hat für diese abrupten Reaktionen und Kurswechsel in der Geldpolitik einmal einen entwaffnenden Vergleich gebracht: „Unterstellt, Geld-



politik betreiben wäre wie Autofahren, dann ist es ein Auto mit ungenauem Tacho, trüber Windschutzscheibe und einer Tendenz, der Steuerung nicht zu gehorchen.“ (aus: „Münchner Merkur“ vom 4/5. Febr. 2006) Betrachtet man vor dem Hintergrund dieser Aussage noch einmal die Leitzinskurven, dann ist tatsächlich zu befürchten, dass ein auf diese Weise gesteuertes Geldsystem immer mehr ins Schleudern gerät!

Und die Konsequenzen?

Angesichts der raschen Beruhigung der Märkte scheint das Problem der US-Immobilienkrise und der ihr folgenden Bankenkrise für manche bereits halbwegs überwunden zu sein. Andere dagegen vermuten, dass das „dicke Ende“ noch kommt. Bedenkt man jedoch die Größenordnungen der heutigen Geldvermögen, die Anlage suchend und mit immer komplizierteren Finanzkonstrukten die Welt überschwemmen und dabei Kartenhäuser an Kreditketten aufbauen, bleibt allerdings die Frage, wie weit und wie lange die Absicherungen durch die Zentralbanken überhaupt noch reichen können! Und diese Frage stellt sich besonders im Hinblick auf den „Hebel“, der den Zentralbanken für die Bewältigung von Krisen zur Verfügung steht: Die Menge des begrenzt zu haltenden Zentralbankgeldes! Denn während diese z.B. in Deutschland 1950 noch bei 30 Prozent der Bankeinlagen lag, ist sie inzwischen unter 4 Prozent gesunken! Oder in Zahlen: Den gesamten Bankeinlagen in Höhe von 5.516 Milliarden Euro und den gesamten Geldvermögen von 7.442 Milliarden Euro standen in Deutschland Ende 2006 nur noch 204 Milliarden Euro an Zentralbankgeld gegenüber! (Vgl. hierzu die Darstellung 3)

Hinzu kommt noch, dass die von den Wirtschaftsteilnehmern gehaltenen Zahlungsmittel (also die „umlaufende Bargeldmenge“ und die gehaltenen Sichtguthaben) seit Ende der 1980er Jahre das marktnotwendige Zahlungsmittel-Volumen immer mehr übersteigen. Während diese Zahlungsmittelmengen – auch Geldmenge M1 genannt – in den ersten drei bis vier Jahrzehnten unserer Wirtschaftsepoche konstant um 17 Prozent des BIP schwankte, liegt sie inzwischen

beim Doppelten dieser Größe! Das heißt, die für die Konjunkturen wie die Kaufkraftstabilität entscheidenden Zahlungsmittelmengen haben die Zentralbanken nicht mehr im Griff. Das gilt vor allem für die immer noch so genannte „umlaufende Bargeldmenge“, die schon lange nicht mehr mit der tatsächlich umlaufenden und nachfrageaktiven Bargeldmenge identisch ist!

Wenn die Zentralbanken aus diesem Wechsel fieber von überhöhter und zu schwacher Konjunktur und ihrem Zinsspagat zwischen Kaufkraftstabilität und Konjunkturbelebung heraus kommen wollen, dann ist als erstes eine Rückführung der Zahlungsmittelmengen auf den tatsächlichen Bedarf erforderlich. Und zum zweiten müssten die Zentralbanken dafür Sorge tragen, dass die explosiven Zunahmen der spekulativen Geldvermögensmassen und der daraus resultierenden Überschuldungen, die alle Welt in einen immer schnelleren Wettlauf und Wachstumswahn zwingen, abgebremst werden. Denn ohne diese Abbremsung steht am Ende der heutigen Entwicklungen nicht nur das wirtschaftliche und soziale Chaos, sondern auch die Zerstörung unserer eigenen Lebensgrundlagen.

Adam Smith über zu hohe Löhne und zu hohe Gewinne

„Unsere Kaufleute und Unternehmer klagen zwar über die schlimmen Folgen höherer Löhne, da sie zu einer Preissteigerung führen, wodurch ihr Absatz im In- und Ausland zurückgehe. Doch verlieren sie kein Wort über die schädlichen Auswirkungen ihrer hohen Gewinne. Sie schweigen einfach über die verwerflichen Folgen der eigenen Vorteile und klagen immer nur über die anderen Leute.“

Wohlstand der Nationen (1776), München 1978, S. 85.