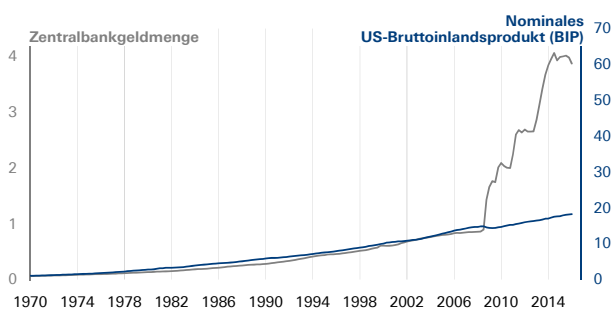


Metzler: Die Rückkehr der Inflation oder die Lehren aus früheren Prognosefehlern

Die massive Expansion der Zentralbankgeldmenge der wichtigsten Notenbanken seit der Finanzmarktkrise weckte Ängste vor einem merklichen Anstieg der Inflation, da früher in Krisenzeiten oft die Notenpresse eingesetzt wurde, um sich mithilfe einer Geldentwertung der Schulden zu entledigen. So stieg beispielsweise die Zentralbankgeldmenge in den USA von etwa 850 Mrd. USD Ende 2007 auf derzeit etwa 4,0 Bio. USD.

Die Geldmenge der US-Zentralbank hat seit der Finanzmarktkrise so stark expandiert wie nie zuvor in Bio. USD

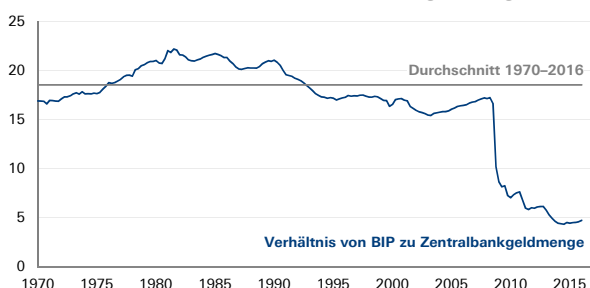


Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler; Stand: 31.3.2016

Von den 1970er-Jahren bis zur Finanzmarktkrise war in den USA der Zusammenhang zwischen Zentralbankgeldmenge und nominaler Wirtschaftsleistung einigermaßen stabil. So stand einer Zentralbankgeldmenge von 1 USD ein nominales Bruttoinlandsprodukt (BIP) von etwa 18,5 USD gegenüber. Seit 2009 hat sich dieses Verhältnis auf nur noch etwa das Fünffache verringert.

Das nominale US-BIP schwankte bis 2009 mehr oder weniger stabil um das 18,5-Fache der Zentralbankgeldmenge

Verhältnis von nominalem BIP zu Zentralbankgeldmenge



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler; Stand: 31.3.2016

Die berechtigte Sorge war, dass sich nach der schnellen Rettung der Banken und mit der ab 2009 einsetzenden Wirtschaftserholung der Zusammenhang zwischen Zentralbankgeldmenge und nominaler Wirtschaftsleistung langsam wieder normalisieren könnte, was die Inflation merklich angefacht hätte – im Extremfall wäre das nominale BIP von etwa 18 Bio. USD auf über 70 Bio. USD gestiegen. Der befürchtete Inflationsschub ist jedoch bislang ausgeblieben.

Die Zentralbankgeldmenge setzt sich aus Bargeld, Mindestreserven und Überschussreserven zusammen. Im Endeffekt ist sie eine Verbindlichkeit der Zentralbank und ein Vermögenswert der Geschäftsbanken, der als Cash-Position in den Bilanzen der Geschäftsbanken auftaucht¹. Bis zur Finanzmarktkrise gab es kaum Überschussreserven, sondern fast nur Mindestreserven. Die Mindestreserven wurden am Interbankenmarkt gehandelt, und der Interbankenzins bestimmte sich aus der Nachfrage nach und dem Angebot an Mindestreserven – mit den Geschäftsbanken und der Zentralbank als Marktakteuren. So bestimmten die Zentralbanken bis 2008 in einem ersten Schritt den Leitzins und versorgten im nächsten Schritt den Interbankenmarkt mit ausreichenden Mindestreserven, sodass im Monatsdurchschnitt der Interbankenzins dem Leitzins entsprach. Damit kontrollierte die Zentralbank die Kreditvergabe² der Geschäftsbanken und indirekt das nominale Wirtschaftswachstum.

Seit der Finanzmarktkrise haben die Zentralbanken jedoch in erheblichem Umfang Staats- und Unternehmensanleihen gekauft und die Transaktionen über das Bankensystem abgewickelt. Die Geschäftsbanken erhalten somit den Kaufpreis einer Anleihe auf ihrem Guthaben bei der Zentralbank gutgeschrieben, was die Überschussreserven erhöht, da die Geschäftsbanken ihre neuen Guthaben bei der Zentralbank nicht benötigen, um ihre Mindestreservepflicht zu erfüllen.

¹ Genau genommen entspricht die Cash-Position der Geschäftsbanken der Zentralbankgeldmenge abzüglich des von der Bevölkerung gehaltenen Bargelds.

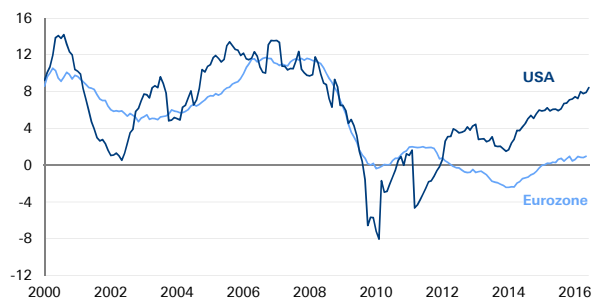
² Die Zentralbank kann jedoch nicht kontrollieren, ob die Kredite etwa für sinnvolle Unternehmensinvestitionen oder für spekulative Wohnimmobilienkäufe verwendet werden.

Wenn die Geschäftsbanken die üppige Zentralbankliquidität in ihren Bilanzen nicht für Kredite verwenden, sondern sie einfach bei der Zentralbank liegen lassen, kann die Zentralbankliquidität nicht die gesamtwirtschaftliche Nachfrage in Form eines höheren nominalen BIPs beeinflussen – mit der Folge, dass die Inflation niedrig bleibt. Entgegen den traditionellen volkswirtschaftlichen Modellen ist nicht nur die Zentralbankgeldmenge ein die Kreditvergabe bestimmender Faktor, sondern auch die Eigenkapitalausstattung der Banken, das regulatorische Umfeld sowie die Kreditnachfrage des Staates und des Privatsektors.

In den USA hat sich die Kreditvergabe aufgrund der frühzeitigen Rettung der Banken und der Erholung der staatlichen und privaten Kreditnachfrage schon wieder normalisiert. Schärfere Eigenkapitalanforderungen an die Geschäftsbanken, die Dodd-Frank-Reform³ und eine höhere Risikoaversion der Banken haben allerdings bisher ein stärkeres Wachstum der Kreditvergabe und des nominalen BIPs verhindert – trotz der exzessiven Zentralbankliquidität. Darüber hinaus zahlt die US-Notenbank seit der Finanzmarktkrise den Geschäftsbanken auf ihre Überschussreserven Zinsen, sodass die Geschäftsbanken nicht unter dem Druck stehen, die Überschussreserven in Form von Krediten oder Wertpapierkäufen abzubauen zu müssen.

Dank frühzeitiger Rettung der Banken hat sich die Vergabe von Bankkrediten in den USA wieder schnell erholt

Bankkredite in % ggü. Vj.



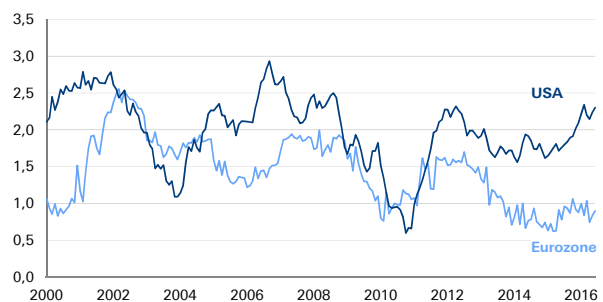
Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler; Stand: 15.6.2016

³ Die Dodd-Frank-Reform ist ein US-amerikanisches Bundesgesetz, das als Reaktion auf die Finanzmarktkrise von 2007 das Finanzmarktrecht der Vereinigten Staaten umfassend ändert. Gemäß der Präambel verfolgt das Gesetz die Ziele der Förderung der Stabilität des Finanzmarkts der Vereinigten Staaten von Amerika. Das soll erreicht werden durch eine Verbesserung der Verantwortlichkeit und der Transparenz im Finanzsystem und durch die Beendigung der Problematik des faktischen Zwangs zur Rettung von Finanzdienstleistungsunternehmen, die zu bedeutend für das Finanzsystem sind, um sie untergehen lassen zu können („too big to fail“). Siehe Richard G. Anderson, Michael Bordo und John V. Duca (2015): Money and Velocity During Financial Crisis: From the Great Depression to the Great Recession, Federal Reserve Bank of Dallas, Working Paper Nr. 1503

In der Eurozone erholte sich die Kreditvergabe erst seit dem Stresstest und den Anstrengungen zur Rekapitalisierung der Banken im Jahr 2014 wieder langsam. Dementsprechend ist die Kerninflation⁴ in den USA aufgrund der sich erholenden Kreditvergabe wieder auf das Vorkrisenniveau zurückgekehrt, während sie in der Eurozone seit 2013 um einen Wert von nur 0,9 % schwankt.

Die Inflation in den USA hat sich inzwischen wieder normalisiert

Konsumentenpreisindex ohne Energie und Lebensmittel in % ggü. Vj.



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler; Stand: 15.6.2016

Die Frühindikatoren signalisieren eine sich anhaltend erholende Kreditvergabe in der Eurozone, was einen moderaten Anstieg der Kerninflation in den kommenden Monaten nach sich ziehen sollte. Die Turbulenzen im europäischen Bankensektor, ausgelöst durch das Brexit-Referendum, sind jedoch ein nicht zu unterschätzender Risikofaktor für die Kreditvergabe. Die Deflationssorgen und das Gefühl der Wirkungslosigkeit der Geldpolitik (neudeutsch: QF – Quantitative Failure) sind demnach unbegründet, solange die Wachstumsrate der Kreditvergabe weiter steigt.

Darüber hinaus wird oft der dominierende Einfluss des Ölpreises auf die kurzfristige Inflationsentwicklung unterschätzt. Schon im vergangenen November und Dezember wäre die Inflation in der Eurozone bei stabilen Ölpreisen merklich gestiegen. Der Rückgang des Ölpreises von etwa 50 USD pro Barrel im Herbst 2015 bis auf etwa 25 USD pro Barrel im Januar 2016 setzte jedoch die Inflation erneut unter Druck. Der Ölpreis befindet sich aber seit Januar 2016 wieder in einem Aufwärtstrend, der sich noch bis etwa 60 USD pro Barrel in den kommenden zwölf Monaten fortsetzen könnte. Bei einem stabilen Wechselkurs des US-Dollar gegenüber dem Euro wird der Ölpreiseffekt auf die Inflation in den kommenden Monaten stetig zunehmen – in der Spitze

⁴ Kerninflation = Inflation ohne Energie- und Lebensmittelpreise

Spezial: Inflationsperspektiven

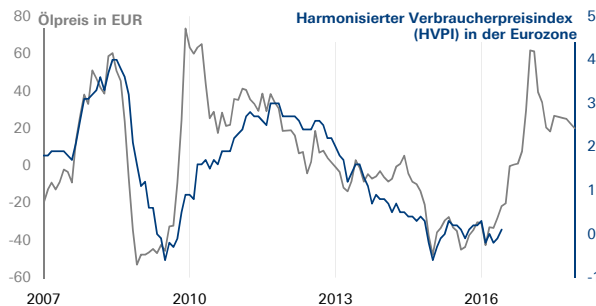
26. Juli 2016

könnte sich der Ölpreis in Euro gerechnet um mehr als 60 % erhöhen.

expansiven Geldpolitik der Zentralbanken spricht für tendenziell steigende Inflationsraten.

Der wieder gestiegene Ölpreis wird in der Eurozone deutliche Spuren bei der Inflation hinterlassen

Konsumentenpreisindex ohne Energie und Lebensmittel
in % ggü. Vj.

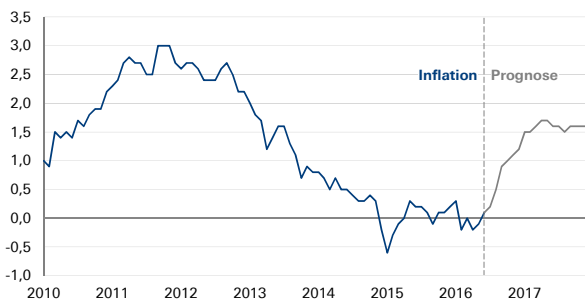


Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler; Stand: 15.6.2016

Dementsprechend dürfte die Preissteigerung im April 2017 mit 1,7 % nur knapp unter dem Inflationsziel der Europäischen Zentralbank (EZB) liegen. Im Dezember 2016 könnte die Inflationsrate schon wieder etwa 1,2 % erreichen.

Infolge des sich wieder erholenden Ölpreises dürfte sich die Inflation in der Eurozone merklich beschleunigen

Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) in der Eurozone
in % ggü. Vj.



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Berechnungen Metzler; Stand: 30.6.2016

Grundsätzlich stellt sich die Frage, wie gut die Zentralbanken zukünftig den gesunden Mittelweg in ihrer Geldpolitik finden werden, sodass einerseits die Banken und Finanzmärkte ausreichend mit Liquidität versorgt sind, um eine neue schwere Rezession zu verhindern, und andererseits die Überschussliquidität nicht zu starke Effekte auf die Realwirtschaft entwickeln kann und damit einen merklichen Inflationsanstieg bewirkt. Derzeit überwiegen bei den Zentralbanken eher die Konjunktursorgen und die Bereitschaft, höhere Inflationsrisiken einzugehen. Die anhaltende Gesundung des Bankensystems in Kombination mit einer im Zweifel zu

Anhang: Fragen und Antworten

Wirkt eine hohe Verschuldung inflationär oder deflationär?

Das Beispiel Japan zeigt, dass eine hohe Verschuldung deflationär wirken kann: Die Banken hatten bis zu ihrer Rettung, die 2001 in Angriff genommen wurde, aufgrund der großen Zahl an notleidenden Krediten auf ihren Bilanzen nur geringen Spielraum, Kredite zu vergeben. Zugleich war die Nachfrage aus dem Privatsektor nach Krediten nur sehr gering, da der Fokus der Unternehmen auf dem Schuldenabbau lag. Somit bestand immer wieder das Risiko einer deflationären Abwärtsspirale, da eine Deflation die reale Schuldenlast aller Schuldner und damit die Wahrscheinlichkeit von Kreditausfällen erhöht. Nur die ständig steigende Kreditnachfrage des Staates zur Finanzierung von Konjunkturprogrammen verhinderte einige Male eine größere Deflation und Wirtschaftskrise.

Eine hohe Verschuldung kann jedoch auch inflationär wirken, wenn die Kreditvergabefähigkeit der Banken infolge von Staatshilfen wieder hergestellt ist, sich die Kreditnachfrage normalisiert und die Inflation wieder moderat steigt. Die Kreditnachfrage kann sich in einem Umfeld hoher Verschuldung wieder normalisieren, wenn viele neue Unternehmen entstehen, junge Menschen auf den Arbeitsmarkt drängen und die Nachfrage aus dem Ausland steigt. Die Zentralbank kann dann in einen Zielkonflikt zwischen Inflationsbekämpfung und Schuldentragfähigkeit geraten. Dabei dürfte die Zentralbank vorrangig versuchen, die Schuldentragfähigkeit mit künstlich niedrigen Zinsen zu erhalten, was oft auch als fiskalische Dominanz bezeichnet wird.

Warum gibt es immer noch so viele Deflationssorgen?

Der Inflationsausblick steht und fällt mit der Verfassung des Bankensystems, das durch den Kreditvergabeprozess nahezu die gesamte Geldproduktion einer Volkswirtschaft verantwortet. Die hohe Verschuldung in vielen Volkswirtschaften bedeutet, dass im Falle einer Rezession vermehrt Kredite ausfallen und die Banken infolgedessen die Kreditvergabe mit deflationären Auswirkungen einschränken könnten. Auch könnte ein geopolitischer oder externer Schock wie der überraschende Ausgang des Brexit-Referendums dem Bankensystem schaden – umso mehr, als die Aktienkurse

der europäischen Bankentitel seitdem bereits deutlich gefallen sind.

Darüber hinaus besteht eine große Unsicherheit über die Kreditnachfrage. Haben die Unternehmen und Konsumenten schon überall ihre Bilanzen wieder ausreichend repariert, um wieder neue Kredite aufzunehmen? Entstehen viele neue Unternehmen? So sorgte unter anderem der Ölpreisverfall für Ängste, dass Ölunternehmen in den USA vermehrt in Konkurs gehen und es damit zu vermehrten Kreditausfällen bei Banken kommen könnte. Die Ölunternehmen finanzieren sich jedoch überwiegend über die Emission von Unternehmensanleihen und nur zu einem geringen Teil über Bankkredite, sodass sich die Kürzungen bei Produktion und Investitionen sowie die Konkurse einiger Firmen nur moderat negativ auf die US-Wirtschaft ausgewirkt haben. Auch in der Eurozone scheinen die europäischen Banken gemäß den Ergebnissen einer Umfrage der EZB trotz der Unsicherheiten nach dem Brexit-Referendum eine anhaltend ausgeprägte Kreditvergabe-bereitschaft zu haben und eine hohe Kreditnachfrage zu sehen.

Ist ein Deflationsschock aus China möglich?

Viele Finanzmarktteilnehmer haben die Sorge, dass die chinesische Währung infolge einer Wirtschaftskrise im Reich der Mitte stark gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner abwerten könnte. In diesem Fall würden die Rohstoffpreise weltweit merklich fallen, da China in diesem Markt zu den wichtigsten Nachfragern gehört. Darüber hinaus ist China die Werkbank der Welt und der größte Exporteur, der unter anderem in manchen Industriebranchen mit Überkapazitäten zu kämpfen hat. Eine merkliche Abwertung der chinesischen Währung würde daher einen globalen Preiskampf im Industriesektor auslösen mit deflationären Folgen. Chinas Regierung hat jedoch genug Instrumente, um das Wirtschaftswachstum moderat abschwächen und die Währung kontrolliert abwerten zu lassen. Daher hat das Risikoszenario einer Währungs- und Wirtschaftskrise in China für uns nur eine geringe Eintrittswahrscheinlichkeit.

Gibt es einen Zusammenhang zwischen Alterung der Gesellschaft und Inflation?

Eine Alterung der Gesellschaft scheint auf den ersten Blick eine deflationäre Entwicklung zu begünstigen. So gibt es immer weniger junge Menschen, die Wohnraum, Autos, Möbel etc. nachfragen. Die nur geringen Wachstumsperspektiven bewirken zudem eine strukturelle Investitionszurückhaltung bei den Unternehmen. Japan scheint gut in dieses Bild zu passen. Auf den zweiten Blick kann eine Alterung der Gesellschaft durchaus inflationär wirken, da immer mehr Arbeitnehmer in Ruhestand gehen und als Produktionsfaktor ausfallen. Beispielsweise könnte der Konsum eines Neupensionärs von 100 % im Arbeitsleben auf etwa 60 % in der Rente zurückgehen, während gleichzeitig die Produktion des Neupensionärs von zuvor 100 % auf 0 % fällt. Somit entsteht ein Nachfrageüberhang in der Gesamtwirtschaft mit inflationären Folgen. Der Preisdruck lässt sich jedoch mit staatlich verordneten Rationierungen verringern, beispielsweise bei den Gesundheitsdienstleistungen. In einer empirischen Studie über viele Länder kommen die Forscher unter anderem zu dem Ergebnis, dass die inflationären Tendenzen in Ländern mit alternden Bevölkerungen überwiegen⁵, wobei diese Schlussfolgerung noch nicht sehr belastbar erscheint.

Welchen Einfluss hat die Zentralbankliquidität auf die Vermögens- und Konsumentenpreise?

Die Zentralbanken können nur die Liquidität im Bankensystem und die Kurse von Finanzwerten beeinflussen, haben aber keine Möglichkeit, Liquidität direkt in die Realwirtschaft zu pumpen. Daher sind die Reaktionen auf eine gelockerte Geldpolitik an den Finanzmärkten sofort zu beobachten – und in der Realwirtschaft erst verzögert. So war es unter anderem auch ein explizites Ziel der US-Notenbank, mit ihrem Wertpapierkaufprogramm die Kurse an den US-Finanzmärkten nach oben zu treiben, damit sich die US-Bevölkerung reicher fühlt und wieder mehr Geld ausgibt. Seit der Finanzmarktkrise funktioniert der Vermögenseffekt in den USA jedoch nicht mehr so gut wie früher, da die Sparquote der Privathaushalte trotz höherer Vermögen moderat gestiegen ist. Eine Studie der Bank von England zu den Auswirkungen ihres Staatsanleihekaufprogramms (2009 bis 2012) kommt zu dem Ergebnis, dass beispielsweise Versicherungen als eine Folge dieses Programms ihr Anlageverhalten veränderten und in ihrer Portfolioallo-

kation von Staatsanleihen auf Investmentgrade-Unternehmensanleihen auswichen. Es ist wahrscheinlich, dass damalige Anleger am Markt für Unternehmensanleihen als eine Reaktion darauf verstärkt in High-Yield-Anleihen und Aktien investierten. Somit verursachte das Staatsanleihekaufprogramm der Bank von England nicht nur eine Vermögenspreisinflation bei Staatsanleihen, sondern auch bei vielen anderen Finanzwerten. Das Risiko dieser Geldpolitik ist, dass „zu“ billiges Geld zu einer Fehlallokation von Kapital führt. So bestand erst kürzlich die Sorge, dass zu billiges Geld eine Überinvestition in Schieferölprojekte in den USA begünstigen und damit infolge eines Überangebots zu einem Ölpreiskollaps beitragen könnte. Insgesamt ist bei einer gelockerten Geldpolitik zunächst mit einer Vermögenspreisinflation zu rechnen – und erst verzögert mit einem Anstieg der Konsumentenpreis-inflation, wenn es bis dahin nicht zu einer Fehlallokation von Kapital und Überkapazitäten in wichtigen Branchen einer Volkswirtschaft gekommen ist.

Was ist Helikoptergeld?

Zentralbanken können mit den ihnen zur Verfügung stehenden Instrumenten nur einen direkten Einfluss auf die Liquidität im Bankensektor und auf die Kurse von Finanzwerten nehmen. Die Idee von Helikoptergeld ist, dass die Zentralbanken ihr Instrumentarium dahingehend erweitern, dass sie direkt Geld in die Realwirtschaft pumpen können. In diesem Zusammenhang ist beispielsweise schon vorgeschlagen worden, dass die EZB an jeden Steuerzahler in der Eurozone einen Scheck von 500 Euro verschickt. Oder die Zentralbank könnte ein staatliches Investitionsprogramm finanzieren, indem sie eine Staatsanleihe mit einem Zinssatz von 0 % und unendlicher Laufzeit kauft und diese permanent auf ihrer Bilanz hält. Im Endeffekt würde die Zentralbank damit außerhalb ihres Mandats agieren und fiskalpolitische Aufgaben übernehmen. Eine harmlosere Variante von Helikoptergeld wäre eine enge Koordination von Geld- und Fiskalpolitik, im Rahmen derer die Zentralbank ein staatliches Konjunkturprogramm mittels gleichzeitig gelockertem Geldpolitik indirekt finanziert.

Können die US-Notenbank und die EZB jemals wieder ihre Bilanz verkürzen?

Technisch ist das kein Problem, weil die Zentralbanken die gekauften Anleihen wieder über das Bankensystem verkaufen können. Die Banken können dafür mit den bisher ungenutzten Überschussreserven zahlen. Allerdings würde dadurch die Cash-Position in den Bankbi-

⁵ Mikael Juselius und Elöd Takáts (2015): Can Demography Affect Inflation and Monetary Policy?, Bank for International Settlements (BIS), Working Paper Nr. 485

lanzen sinken, was eine höhere Risikoaversion der Geschäftsbanken bewirken könnte. So hatte die Bilanzreduktion der Bank von Japan 2006 überraschend negative Folgen für die japanische Wirtschaft, obwohl die Geschäftsbanken nur ihre bis dahin ungenutzten Überschussreserven verloren. Die EZB und die US-Notenbank werden daher voraussichtlich ihre Bilanzen stabil halten und versuchen, die Überschussreserven dort mithilfe von Zinszahlungen zu binden. Derzeit müssen die Banken in der Eurozone jedoch noch einen Strafzins von -0,4 % auf ihre Überschussreserven zahlen. Wenn Banken einen attraktiven Zins auf ihre Überschussreserven erhalten, werden sie diese bei der Zentralbank liegen lassen und nicht für Kredite oder Wertpapierkäufe nutzen. Zudem könnten die Zentralbanken mit der Ankündigung von Anleiheverkäufen erhebliche Turbulenzen an den Anleihemärkten verursachen, wenn Anleger plötzlich mit einer großen Verkaufswelle der Zentralbanken rechnen. Die Zentralbanken sind somit gewissermaßen in ihren aufgeblähten Bilanzen gefangen.

Was haben negative Zinsen mit der Abschaffung von Bargeld gemeinsam?

Der ehemalige US-Finanzminister und Wirtschaftsprofessor Larry Summers entwickelte die These der „säkularen Stagnation“. Seine These lautet: Seit der Finanzmarktkrise ist die Sparneigung weltweit gestiegen – mit einer starken Präferenz für „sichere“ Finanzinstrumente; dem steht eine deutlich geringere Investitionsbereitschaft der Unternehmen gegenüber. Der Gleichgewichtszins, der Ersparnisse und Investitionen wieder in Einklang bringen würde, liege daher deutlich im Minus. Wenn die Zentralbanken den Zins auf -3 % bis -6 % senken könnten, würde weniger gespart werden, und die Investitionen würden steigen. Dementsprechend könnte dann die Weltwirtschaft wieder dynamischer wachsen. Derzeit dürfte der Zins jedoch nicht signifikant unter 0 % fallen⁶, was Summers' Meinung nach zu einem strukturellen Ungleichgewicht mit weltweit hohen Ersparnissen und geringen Investitionen führt – was wiederum eine langanhaltende Stagnation bewirkt. Natürlich ist ein nachhaltiger Anstieg der Inflation für die Vertreter dieser These undenkbar. Die Existenz von Bargeld verhindert derzeit, dass die Zentralbanken den Leitzins deutlich stärker ins Minus senken können. Denn in einer Welt ohne Bargeld könnte sich kein Sparer mehr dem Negativzins entziehen, da das Finanzsys-

tem zu einem geschlossenen System werden würde und nur noch Zahlungen in elektronischer Form möglich wären. Das Horten von physischem Geld fiel flach. Der Rückgang der Arbeitslosenquote in allen entwickelten Volkswirtschaften widerspricht jedoch der These der säkularen Stagnation, die eine anhaltend hohe strukturelle Arbeitslosigkeit unterstellt. Unberücksichtigt bleibt in solchen Thesen aber auch die Rolle der Banken und Versicherungen in der Volkswirtschaft und die möglichen belastenden Effekte von Negativzinsen auf ein reibungsloses Funktionieren des Finanzsystems.

Warum kann die Überschussliquidität nicht in die Realwirtschaft fließen?

Eine Geschäftsbank, die Überschussreserven auf dem Konto der Zentralbank liegen hat, kann diese entweder dort liegen lassen bzw. damit Kredite vergeben oder Wertpapiere kaufen. In den USA erhalten die Banken von der US-Notenbank Zinsen auf ihre Überschussreserven, während sie in der Eurozone einen Strafzins von derzeit -0,4 % zahlen müssen. Bei einer Kreditvergabe wird ein kleiner Teil des Kredits von einer Überschussreserve in eine Mindestreserve umgewandelt. Der andere Teil der Überschussreserve verbleibt jedoch im Bankensystem, da der Kredit dem Kreditnehmer auf seinem Konto gutgeschrieben wird und somit der Bank als Liquidität wieder zur Verfügung steht. Zudem kann die Bank mit ihrer Überschussliquidität ein Wertpapier kaufen. Auch in diesem Fall verbleibt die Überschussliquidität im Bankensystem, da der Kaufpreis des Wertpapiers dem Konto des Verkäufers gutgeschrieben wird und der Betrag somit der Bank als Liquidität zur Verfügung steht. Die Geschäftsbanken können also als Ganzes nicht das Volumen an Zentralbankgeldmenge beeinflussen, sondern nur die Zentralbank selbst. Dennoch kann jede einzelne Bank versuchen, durch Kreditvergabe und den Handel von Wertpapieren das Volumen der von der Bank gehaltenen Überschussreserven zu beeinflussen. So kann es durchaus sein, dass die Überschussreserven stabil bleiben, sich aber die Überschussreserven der einzelnen Banken verändern, weil sie Wertpapiere gehandelt haben. Somit begünstigen Strafzinsen, die das Halten von Überschussreserven unattraktiv machen, und hohe Überschussreserven eine Vermögenspreisinflation an den Finanzmärkten und eine lockere Kreditvergabe, da die Banken nach Ausweichmöglichkeiten für ihre Überschussreserven suchen.

⁶ In ihren Schätzungen gehen die Experten aus den volkswirtschaftlichen Abteilungen unterschiedlicher Banken davon aus, dass die EZB im gegenwärtigen Umfeld den Einlagesatz maximal auf -1,5 % senken könnte.

Metzler Asset Management

Metzler Asset Management GmbH
Untermainanlage 1
60329 Frankfurt am Main
Telefon (0 69) 21 04 - 5 32
Telefax (0 69) 21 04 - 11 79
asset_management@metzler.com
www.metzler-fonds.com

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird.

Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.