

FALKEN, TAUBEN UND SCHOSSHUNDE

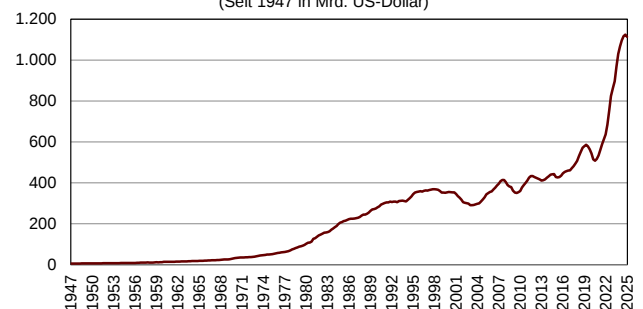
Was sind die Gründe für die jüngsten Attacken von Donald Trump und US-Finanzminister Bessent auf die Fed? Es geht nicht um die Inflationsbekämpfung und auch nicht in erster Linie um eine Beschleunigung des Wirtschaftswachstums. Es geht um fiskalische Dominanz, denn die Kosten für die enorm gestiegene US-Staatsverschuldung sollen gesenkt werden. Hohe Zinssätze können bei fiskalischer Dominanz sogar selbst zur Inflation beitragen. Eine fiskalische Dominanz der Geldpolitik birgt aber die Gefahr, die Glaubwürdigkeit der Zentralbank bei der Inflationsbekämpfung zu zerstören, das Vertrauen in die Währung zu untergraben und zu einer krisenanfälligen kurzfristigen Fälligkeitsstruktur der Staatsschulden zu führen.

Als die ersten Zentralbanken im 17. Jahrhundert gegründet wurden, waren ihre Aufgaben vor allem die **Staatsfinanzierung** und die Emission von durch Gold gedeckten **Banknoten**. Anfangs waren Zentralbanken private Unternehmen, die nicht unabhängig agierten. Durch die Golddeckung war der Geldschöpfung Grenzen gesetzt, während sich der Staat bei den Zentralbanken weitgehend unbeschränkt refinanzieren konnte.

In den USA wurde kurz nach der Unabhängigkeit von Großbritannien Ende des 18. Jahrhunderts die erste Zentralbank gegründet. **Mehr noch als in anderen Ländern war die US-Zentralbank von Anfang an sehr umstritten.** Von 1837 bis kurz nach Beginn des Bürgerkriegs im Jahr 1862 gab es keine zentrale Notenbank. In dieser „Free Banking Era“ konnten private Geschäftsbanken ihr eigenes Geld schaffen. Das Federal Reserve System wurde 1913 als vom Staat unabhängige Notenbank gegründet, jedoch kurz nach der Weltwirtschaftskrise 1929 dem US-Finanzministerium unterstellt. Im Jahr 1951 erlangte die Fed ihre formale Unabhängigkeit zurück. Doch auch danach war die US-Notenbank nicht wirklich unabhängig, denn nach der Wiedereinführung des Goldstandards mit fixen Wechselkursen im Bretton-Woods-System war keine eigenständige Geldpolitik möglich.

Erst mit dem Ende des Bretton-Woods-Systems Anfang der 1970er Jahre waren die Voraussetzungen für eine unabhängige Geldpolitik durch unabhängige Zentralbanken gegeben. Mit dem Ende der Golddeckung wurden die globalen Währungen zu Fiatgeld, was bedeutet, dass sie Geld per staatlicher Definition und durch allgemeine Anerkennung sind. Verantwortlich für das Vertrauen in eine Fiatwährung ist in erster Linie die emittierende Notenbank. Bis Ende der 1990er Jahre wurden die meisten Zentralbanken unabhängig, um die Glaubwürdigkeit von Fiatwährungen garantieren zu können.

USA: Staatliche Ausgaben für Zinszahlungen
(Seit 1947 in Mrd. US-Dollar)



Mit der Unabhängigkeit von Zentralbanken geht eine enorme Macht einher. Zudem sind natürlich auch Zentralbanker nicht vor Fehlern gefeit. Daher gibt es immer wieder Forderungen, die Unabhängigkeit der Notenbanken einzuschränken, sowie mehr oder weniger subtile Versuche der Einflussnahme auf geldpolitische Entscheidungen.

Was sind die Gründe für die jüngsten Attacken von US-Präsident Trump und US-Finanzminister Bessent auf die Fed? Es geht nicht um die Inflationsbekämpfung, denn der Rückgang der US-Inflation seit 2022 ist zweifelsfrei ein Erfolg der restriktiven Geldpolitik. Auch eine Beschleunigung des Wirtschaftswachstums ist nicht das primäre Ziel, denn trotz vieler Unsicherheiten herrscht in den USA Vollbeschäftigung und die Rezessionsgefahren sind gering. Tatsächlich geht es um die Kosten der enorm gestiegenen US-Staatsverschuldung, die die finanzielle Handlungsfähigkeit der US-Regierung zunehmend einschränken. Die Leitzinsen sollen demnach gesenkt werden, um die Kosten für den Schuldendienst zu verringern. Donald Trump hat den fiskalischen Vorteil niedrigerer Zinssätze genau beziffert: Ein Prozentpunkt weniger Zinsen erspare dem Staat 360 Mrd. US-Dollar an Zinszahlungen pro Jahr.

Für die fiskalisch motivierte Einflussnahme auf die Geldpolitik haben Thomas Sargent und Neil Wallace den

Begriff der „fiskalischen Dominanz“ geprägt. In einem einflussreichen Artikel aus dem Jahr 1981 wiesen die beiden renommierten Ökonomen darauf hin, dass ein hoher fiskalischer Druck die Notenbank dazu zwingen kann, die Staatsfinanzierung auf Kosten des Inflationsziels zu priorisieren. Hohe Zinssätze können bei fiskalischer Dominanz sogar selbst zur Inflation beitragen. Sind Staaten hoch verschuldet, erhöhen sich durch eine Anhebung der Zinssätze die Einnahmen der Besitzer von Staatsanleihen, was wiederum expansiv wirkt.

In einem Regime fiskalischer Dominanz kehren die Zentralbanken in gewisser Weise zu ihren historischen Ursprüngen zurück, als sie vor allem die Aufgabe hatten, den Staat mit Geld zu versorgen. **In einem Fiatgeld-System ist eine solche Degradierung der Zentralbank allerdings fatal, denn sie untergräbt das Vertrauen in die Währung.** „Bei der Bewahrung der Unabhängigkeit der Fed von der Politik geht es nicht um den Schutz einiger weniger Personen oder einer Washingtoner Bürokratie“, schrieben die beiden ehemaligen Fed-Vorsitzenden Ben Bernanke und Janet Yellen kürzlich in der New York Times. „Es geht darum, Amerikas Wohlstand zu schützen.“

Eine unabhängige und glaubwürdige Zentralbank ist in einem Fiatgeld-System kein Luxus, sondern eine zwingende Notwendigkeit. Schon die Erweiterung der Zentralbankziele um die Sicherung der Vollbeschäftigung kann zu Zielkonflikten und Inkonsistenzen führen. Denn es ist für eine Zentralbank verlockend, nach außen das Ziel der Preisstabilität zu postulieren, während sie in Wirklichkeit die Inflation ansteigen lässt. Dieser unerwartete Inflationsanstieg senkt die Reallöhne und erhöht die Beschäftigung. Wenn die Gewerkschaften das

inkonsistente Verhalten der Notenbank jedoch antizipieren, führt dies zu höheren Nominalöhnen und somit zu höherer Inflation, zu Arbeitslosigkeit und zu geringerem Wachstum.

Damit eine Zentralbank die Inflation erfolgreich bekämpfen kann, muss sie sich glaubwürdig diesem Ziel verpflichten. **Um glaubwürdig zu sein, müssen die Entscheidungen einer Zentralbank unabhängig getroffen werden. In den USA könnte dies schon bald nicht mehr der Fall sein.** Im geldpolitischen Entscheidungsgremium einer Zentralbank stehen sich üblicherweise „Falken“, die für eine restriktive Geldpolitik eintreten, und „Tauben“ gegenüber, die eine expansive Linie vertreten. Der Nachfolger des derzeitigen Fed-Chefs Powell dürfte allerdings, in den Worten von Paul Krugman, der Gattung der „Schoßhunde“ angehören, also ein gehorsamer Ausführer fiskalischer Befehle sein ([Link](#)).

Die Folgen einer solchen Politik werden schmerzhaft sein. Je kürzer die Laufzeiten der Staatsschulden sind, desto direkter profitieren diese von Leitzinssenkungen. In den USA haben bereits zwei Drittel der ausstehenden Staatsanleihen eine Laufzeit von weniger als fünf Jahren. Im vergangenen Jahr hatte etwa ein Drittel der ausgegebenen Schuldtitel sogar eine Laufzeit von weniger als einem Jahr. Eine kurzfristige Staatsverschuldung muss jedoch permanent refinanziert werden, was den Kapitalmarkt belastet und die Krisenanfälligkeit erhöht. Ein schwacher US-Dollar, der sich aus einer fiskalisch dominierten Geldpolitik zwangsläufig ergibt, würde die Fragilität der US-Staatsverschuldung ebenso wie die Inflationsgefahren noch weiter erhöhen.

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319, Dr. Tariq Chaudhry (tchaudhry@marcard.de), Yannick Düring (yduering@marcard.de), Ralph Groß (rgross@marcard.de), Maximilian Völpel (mvoelpel@marcard.de)

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de

© Copyright 2025

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Haftungsausschluss

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine aktuelle anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren. Voraussetzung für eine kunden- und produktgerechte Beratung ist, dass Sie uns auf unsere Fragen bezogen auf Ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse aktuelle, richtige und vollständige Angaben machen. Nur so sind wir in der Lage, Ihnen Empfehlungen entsprechend Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten zu geben. Im Rahmen der Geeignetheitsprüfung gleichen wir unsere Empfehlungen mit Ihren Anlagezielen und finanziellen Möglichkeiten ab. Insbesondere die Risikobereitschaft, Verlusttragfähigkeit und der bevorzugte Anlagehorizont bilden essentielle Bausteine für eine erfolgreiche und individuell zugeschnittene Anlageberatung.

Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsansagen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gewähr.