

DIE NEUE GELDPOLITISCHE REALITÄT

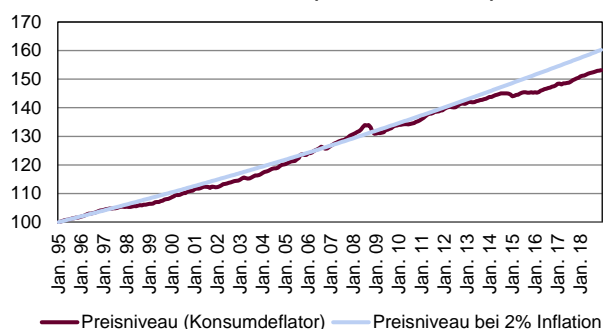
Im Euroraum wird es im laufenden Jahr keine Leitzinserhöhung geben, in den USA voraussichtlich auch nicht. Der geldpolitische Normalisierungsprozess läuft mit Zinsniveaus aus, die weit unter denen liegen, die vor der Finanzkrise des Jahres 2008 üblich waren. Dies entspricht der neuen geldpolitischen Realität, die von einem gesunkenen neutralen Zinsniveau und einer nur noch lockeren Beziehung zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation geprägt ist. Insbesondere in den USA nehmen daher die Diskussionen über eine Neuausrichtung der Geldpolitik zu. Eine Anpassung der geldpolitischen Strategie der US-Notenbank im Laufe des Jahres ist durchaus möglich.

Die **Europäische Zentralbank (EZB)** hat in der vergangenen Woche angekündigt, entgegen früheren Andeutungen im laufenden Jahr **keine Leitzinserhöhung** vornehmen zu wollen. Angesichts ihrer verhaltenen Prognosen für das Wachstum und die Inflation im Euroraum in den Jahren 2020 und 2021 bestehen berechnete Zweifel, ob es in den nächsten Jahren überhaupt zu Leitzinserhöhungen kommt. Gleichzeitig hat die EZB die Verlängerung der langfristigen Refinanzierungsgeschäfte für Geschäftsbanken angekündigt, die erstmals während der Finanzmarktkrise zur Stabilisierung des Bankensektors getätigt wurden.

Auch wenn die makroökonomischen Prognosen der EZB wenig optimistisch ausfallen, implizieren sie weder das Szenario einer Deflation noch das einer allgemeinen Rezession im Euroraum. Es mag daher verwundern, dass trotz dieses Umfelds an einer Geldpolitik festgehalten wird, die für den Krisenfall gemacht war. Müsste die Zentralbank nicht zu **einer orthodoxen Geldpolitik zurückkehren**, wenn die größten Gefahren überstanden sind?

Die Entscheidung der EZB macht deutlich, dass der geldpolitische Ausnahmefall im Euroraum zur Regel geworden ist. Auch wenn das Ankaufprogramm für Anleihen inzwischen eingestellt wurde, **verbleibt die Zins- und Kreditpolitik im Krisenmodus**. Damit besteht die Gefahr, dass die Geldpolitik nun selbst zum Problem wird. Denn zum einen mangelt es der EZB an Handlungsfähigkeit, wenn sich die ökonomischen Rahmenbedingungen weiter verschlechtern sollten. Zum anderen erzeugt die Niedrigzinspolitik selbst Verwerfungen: Viele Banken leiden unter zu geringen Zinseinnahmen, die Immobilienmärkte werden durch zu günstige Kredite aufgebläht und die Ungleichheiten in der Vermögensverteilung nehmen zu.

USA: Preisniveau (Konsumdeflator)



Doch nicht nur im Euroraum, sondern auch in den **USA** scheint es zehn Jahre nach dem Ende der Finanzkrise keine Rückkehr zur geldpolitischen „Normalität“ zu geben. Auf den ersten Blick scheinen die neun Zinserhöhungen der US-amerikanischen Fed seit Dezember 2015 und die bereits erfolgten Bilanzreduktionen gegen diese These zu sprechen. Doch es gibt Hinweise darauf, **dass sich das Denken innerhalb der Fed gewandelt hat** und sich ein neuer geldpolitischer Konsens herausbilden könnte.

Richard Clarida, Vizepräsident der Fed, hat diese neue Denkweise Ende Februar in einer Rede skizziert. Angesichts eines rückläufigen neutralen Zinsniveaus wird es aus seiner Sicht für Zentralbanken immer schwieriger, Deflationsgefahren durch eine expansive Zinspolitik zu bekämpfen. Gleichzeitig haben die Inflationsgefahren abgenommen, die sich aus niedriger Arbeitslosigkeit ergeben (ein Zusammenhang, der als Phillips-Kurve bekannt ist). Beide Argumente sprechen dafür, dass sich die Zentralbank **stärker als früher auf die Bekämpfung der Deflationsgefahren konzentrieren** sollte, und zwar selbst dann, wenn die aktuellen Inflationsraten keinen direkten Anlass dazu geben.

Aus dieser Sichtweise reicht eine Rückkehr der Inflationsraten zu ihrem Zielwert nicht aus, denn durch die ungewöhnlich niedrigen Inflationsraten seit 2012 liegt

das aktuelle Preisniveau rund 4,7 Prozent unter dem Wert, der sich bei einer konstanten Inflation in Höhe von zwei Prozent ergeben hätte. Im Rahmen der regelmäßigen Überprüfungen ihrer geldpolitischen Strategie in diesem Jahr wird die Fed daher darüber entscheiden, ob sie ihr **Inflationsziel durch ein Preisniveautil** ersetzt wird. Dies hätte zur Folge, dass Jahre mit niedriger Inflation von Jahren mit hoher Inflation kompensiert werden müssten. Eine schnelle Rückkehr zu den Leitzinsniveaus der Vorkrisenzeit wäre damit unwahrscheinlich.

Ob sich die Fed für ein Preisniveautil entscheiden wird, bleibt abzuwarten. Denn die Gefahr, dass **Inflationserwartungen** durch temporär höhere Inflationsraten negativ beeinflusst werden, ist nicht von der Hand zu weisen. Auf der anderen Seite nehmen aber in den USA die kritischen Stimmen zu, die der Fed angesichts der aktuell geringen Inflationsgefahren eine zu restriktive Politik unterstellen. Während Präsident Trump der Fed im Oktober vergangenen Jahres vorwarf, „verrückt geworden zu sein“, gibt es kritische Töne auch von linken Demokraten wie Bernie Sanders oder Alexandria Ocasio-Cortez, die sich dabei auf die sogenannte „**Modern Monetary Theory**“ (MMT) stützen. Auch in Europa wird diese „Moderne Geldtheorie“ neuerdings diskutiert. So fand Anfang Februar in Berlin die erste europäische Konferenz der MMT-Anhänger statt.

Ausgangspunkt der MMT ist die Tatsache, dass in einem modernen Geldsystem, in dem es keine Bindung an einen Goldstandard gibt, Geld nur deshalb Wert besitzt, weil es **gesetzliches Zahlungsmittel** ist. Geschäftsbanken können durch Kreditvergabe zwar Geld in Umlauf bringen, jedoch steht jedem privaten Gläubiger auch ein privater

Schuldner gegenüber, so dass es nicht zu einer Nettogeldschöpfung kommt. Nur der Staat kann „echtes“ Geld schöpfen, und zwar durch Staatsverschuldung. Er muss dazu allerdings mit der Zentralbank zusammenarbeiten, die durch den Ankauf von Staatsanleihen Zentralbankgeld schöpft.

Die Schlussfolgerungen, die die Anhänger der MMT aus dieser Analyse ziehen, sind radikal. Für den Staat gäbe es demnach **keine Budgetrestriktion**, da Ausgaben mit selbstgeschaffenem Geld bezahlt werden können. Nicht der Ausgleich des Haushalts sollte das Ziel der Fiskalpolitik sein, sondern die Sicherung der Vollbeschäftigung. Die Höhe der Staatsverschuldung wird aus Sicht der MMT erst dann zu einem Problem, wenn es zu Inflation oder einer starken Abwertung der inländischen Währung kommt. Da beides in der gegenwärtigen Situation nicht der Fall ist, fordern die Anhänger der MMT weitere staatliche Ausgaben zur Sicherung der Vollbeschäftigung.

Die Stimmen der MMT-Anhänger sind in den USA inzwischen so laut zu vernehmen, dass sich Fed-Präsident Powell während seiner jüngsten Anhörung vor dem Kongress dazu veranlasst sah, auf Distanz zu ihren Thesen zu gehen. Doch auch unabhängig von radikalen Forderungen scheint sich in der Fed zunehmend die Einschätzung durchzusetzen, **dass die US-Wirtschaft derzeit keine restriktivere Geldpolitik mehr braucht**. In diese Richtung gehen auch die jüngsten Bemerkungen des stimmberechtigten Fed-Mitglieds James Bullard, der das Ende der Leitzinserhöhungen und der Bilanzreduktion kommen sieht. Eine Rückkehr zu den Zinsniveaus der Vorkrisenzeit rückt daher auch in den USA in weite Ferne.

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319
Erik Baas, CFA (ebaas@marcard.de), Björn Block (bblock@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 2019

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.

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 Meinungsäußerungen 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. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.