

## TUT SIE ES ODER TUT SIE ES NICHT?

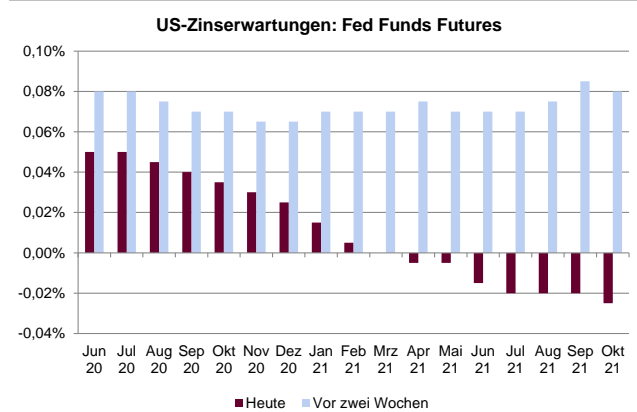
In den letzten Tagen hat die Diskussion über die Geldpolitik in den USA eine neue Note erhalten. Erstmals sind am Terminmarkt die erwarteten Leitzinsen in den USA negativ geworden. Dies ist zunächst überraschend, weil die wichtigsten Vertreter der US-amerikanischen Zentralbank bisher stets sehr deutlich gemacht haben, dass sie negative Zinsen als ein wenig effizientes Mittel der Geldpolitik betrachten. Früher oder später kann es aber zu einer Situation kommen, in der die Fed dem Druck des Terminmarktes wie schon oft in der Vergangenheit nachgeben könnte. Ein niedrigeres neutrales Zinsniveau und der konstante Aufwertungsdruck des US-Dollar, der aus den vergleichsweise höheren US-Zinsen resultiert, könnten die Fed bewegen, in der Zukunft unter Null zu gehen. Vor allem in einem deflatorischen Umfeld ist dies wahrscheinlich.

In den letzten Tagen sind die **Markterwartungen für den Leitzinssatz** der US-amerikanischen Notenbank Fed erstmals negativ geworden. Die Marktteilnehmer rechnen demnach mit einer weiteren Lockerung der Zinspolitik und im nächsten Jahr mit Leitzinsen leicht unter null Prozent. Dies kann am Terminmarkt abgelesen werden, wo die sogenannten Fed Funds Futures gehandelt werden. Diese Terminkontrakte werden von institutionellen Investoren genutzt, um sich gegen Zinsänderungen abzusichern und spiegeln demnach die Erwartung des Marktes für die Leitzinsen in der Zukunft wider. Ab April 2021 sind die erwarteten Leitzinsen nun negativ.

Ein Teil dieser Entwicklung dürfe durch technische Käufe getrieben sein, weil Banken bestimmte Positionen absichern müssen. Das treibt die Nachfrage nach Absicherungsgeschäften nach oben und die Zinsen nach unten. Allerdings sollte sich in einem effizienten Markt durch Arbitragegeschäft letztendlich die Marktmeinung durchsetzen. Dass der erwartete Leitzins nun negativ ist, überrascht zunächst, weil sich die wichtigsten Vertreter der US-Notenbank bisher eindeutig gegen eine weitere Zinssenkung ausgesprochen haben. Zwar wurde zugestanden, dass Negativzinsen eine Option sind, aber eine wenig effiziente mit möglicherweise starken Nebenwirkungen. **Drei Gründe sprechen aus Sicht der Fed zunächst gegen eine weitere Absenkung der Zinsen.**

**Erstens** gibt es rechtliche Zweifel, ob die Fed überhaupt die Zinsen in den negativen Bereich überführen darf, denn in der relevanten Gesetzespassage steht, dass die Fed den Banken auf ihre Einlagen Zinsen zahlen *kann*. Daraus kann geschlossen werden, dass sie im umgekehrten Fall einer Belastung der Einlagen nicht ohne weiteres Gebühren erheben darf. Bereits im Jahr 2016 musste die ehemalige Fed-Präsidentin Janet Yellen vor dem Kongress Stellung zu der Frage negativer Zinsen

nehmen und sagte, die Frage der Rechtmäßigkeit sei nicht abschließend geprüft worden.



**Zweitens** ist die Fed besorgt, dass Geldmarktfonds Probleme bekommen könnten, sollten die Zinsen negativ werden. Denn dann wäre es diesen Fonds nicht mehr möglich, das Versprechen einer hundertprozentigen Kapitalgarantie einhalten zu können. Sie sind eine wichtige Quelle für kurzfristige Finanzierungen von Banken und Unternehmen. Sollte es zu größeren Abflüssen kommen, droht ein Finanzierungsengpass. Dies könnte insbesondere in Zeiten systemischen Stresses im Finanzsystem zu einer zusätzlichen Verunsicherung führen. Dazu muss man wissen, dass Geldmarktfonds in den USA eine bedeutende Rolle im Finanzsystem spielen und mit 4,7 Bio. US-Dollar Anlagevolumen eine wichtige Industrie darstellen.

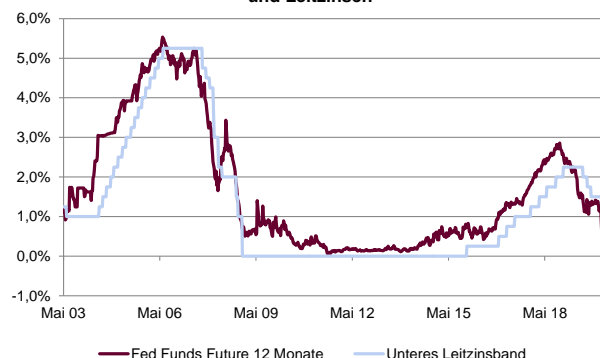
**Drittens** haben die Beispiele aus dem Euroraum und Japan bisher nicht unbedingt gezeigt, dass sich negative Zinsen auszahlen und das Vertrauen in eine wirtschaftliche Erholung festigen. Offenkundig verursacht ein negativer Zinssatz insbesondere im Bankensystem Probleme, da Banken diesen nicht ohne weiteres an ihre Kunden durchreichen können. Die Zinsmarge verringert sich oder wird für einige Banken sogar negativ, was wiederum dazu führen kann, dass die Banken nicht mehr,

sondern weniger Kredite an ihre Kunden ausreichen und den gewünschten expansiven Effekt in einen kontraktiven verkehren. Auch wenn noch nicht ganz klar ist, wie die Nettoeffekte in Japan und dem Euroraum aussehen werden, sind die Erkenntnisse aus der Zeit vor der Corona-Krise eher durchwachsen und stellen keinen Grund dar, ein solches geldpolitisches Experiment zu wagen.

Die Fed dürfte zunächst eher an ihren in der Finanzmarktkrise erprobten Mitteln festhalten und versuchen, mit einer **Mischung aus Anleihekäufen und Forward Guidance** den expansiven Impuls aufrechtzuerhalten oder zu verstärken. Dabei könnte sie schon recht bald beschließen, die Leitzinsen für einen ausgedehnten Zeitraum von möglicherweise zwei oder drei Jahren auf dem aktuellen Niveau zu belassen. Damit würden die Ängste vor mittelfristig steigenden Zinsen vorerst aus dem Markt ausgepreist, was im Prinzip einer weiteren geldpolitischen Lockerung gleichkommt.

Es könnte aber eine Situation entstehen, in der die Fed gezwungen wäre, trotz ihrer Sorgen den Schritt hin zu negativen Zinsen zu wagen. Es gibt gute Gründe, warum der **neutrale Zins in den USA** gesunken ist, was der Fed weniger Spielraum in ihrer Zinspolitik lässt. Zinsen nahe Null könnten demnach in der Zukunft häufiger auftreten. Um auch in solchen Situationen handlungsfähig zu sein, bedarf es möglicherweise auch des Einsatzes negativer Zinsen. So argumentiert die Federal Reserve Bank of San Francisco in einem Paper, dass in der Finanzmarktkrise (2007-2009) negative Zinsen geholfen hätten, schneller für mehr Wachstum und mehr Inflation zu sorgen und damit die wirtschaftlichen Schäden zu begrenzen.

Vom Terminmarkt in zwölf Monaten erwarteter Leitzinssatz und Leitzinsen



Ein Problem der Fed ist außerdem, dass die Zinsen im Vergleich zu anderen Industriestaaten in der Regel höher liegen. Der **Zinsaufschlag**, den Anleger in den USA erhalten, war in den letzten Jahren das entscheidende Argument für die Stärke des US-Dollar. Für die US-Konsumenten ist das sicherlich eine erfreuliche Nachricht, aber der starke US-Dollar behindert den Export und kostet somit Jobs. Er führt zudem zu einer tendenziell geringeren Inflationsrate, die wiederum für höhere Realzinsen sorgen könnte. Hinzu kommt aktuell ein weiterer deflatorischer Effekt durch die Corona-Krise. Ein Realzinsanstieg kann aber am besten durch weitere Zinssenkungen verhindert werden.

Momentan sieht es zwar nicht danach aus, dass die Fed bald negative Zinsen ins Auge fasst. Wie so oft in der Vergangenheit könnte es aber wieder dazu kommen, **dass der Terminmarkt ein ziemlich guter Prognostiker für den Leitzinssatz ist.** Zudem übt auch US-Präsident Trump immer mehr Druck auf die Fed aus, diesen Schritt zu gehen. Vor allem im Umfeld einer deflatorischen Entwicklung sind negative Leitzinsen wahrscheinlich.

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 2020

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.