

# Dritte und finale Transformation der US-Geldpolitik

30.04.2015 | [John Mauldin](#)

Das Gesetz der unbeabsichtigten Konsequenzen gewinnt im Bereich der Ökonomie immer mehr an Bedeutung, da die Komplexität in der Welt mit jedem Jahr exponentiell ansteigt. So wie die Komplexität und der Wert von Netzwerken mit der wachsenden Anzahl von Netzwerkverbindungen wachsen, so wird auch die Weltwirtschaft komplexer, interessanter und schwieriger zu handhaben: Nicht nur die Menge der Individuen, Unternehmen, staatlichen wie anderen Institutionen schwillt an, sie sind zudem durch Verträge und Sicherheitsinstrumente sowie finanz- und Informationsflüsse untereinander verbunden.

Es wäre überheblich, davon auszugehen (was die derzeitige ökonomische Denkweise aber tut), dass die gesamte Wirtschaftswelt durch die Manipulation einer (wenn auch wesentlichen) Teilmenge dieses Netzwerkes gelenkt werden kann, ohne das damit unbeabsichtigte Konsequenzen in den anderen Teilen des Netzwerkes entstehen würden.

Um es klarzustellen: Unbeabsichtigte Konsequenzen können positiv, neutral oder negativ sein. Ich schreibe diesen Newsletter hier nun seit über 15 Jahren und er erreicht mehr Menschen, als ich mir jemals habe träumen lassen. Und das ist zum Teil das Ergebnis einer für mich glücklichen, unbeabsichtigten Konsequenz.

Doch wie jeder Programmierer weiß, kann eine kleine Veränderung des Codes innerhalb eines sehr komplexen Programms signifikante Folgewirkungen haben, so dass am Ende vielleicht das Programm abstürzt. Ich habe ein neues Microsoft Surface Pro 3 Tablet, an das ich mich zu gewöhnen versuche, allerdings spielt mein bislang immer verlässlicher Mozilla-Browser nicht mit wirklich mit diesem Computer zusammen. Ich bin mir sicher, dass es nur an einem einfachen Bug liegt oder dass irgendwas nicht kompatibel ist, allerdings waren ich und mein Team nicht in der Lage, herauszufinden was es genau ist.

Das ist aber ein relativ geringes Problem verglichen mit den unbeabsichtigten Konsequenzen, die durch quantitative Lockerungen, Nullzinspolitik und die Spielereien anderer Zentralbanken hervorgerufen werden. Wir hatten schon an anderer Stelle diskutiert, inwieweit die Federal Reserve große Dollarmengen in den Rest der Welt drückte und mit den Kapitalflüssen in die und aus den Schwellenmärkten Chaos und Zerstörung anrichtet. Von mehr als nur einem Zentralbanker der Schwellenländer sind aggressive Beschuldigungen zu hören.

Dr. Woody Brock, ein guter Freund, argumentiert nun, dass die unbeabsichtigten Konsequenzen von QE derart wären, dass die traditionelle Gestaltung der US-Geldpolitik (und zwar durch periodische Änderungen der Fed Funds Rate, des US-Leitzinses) unbrauchbar und hinfällig geworden ist. Er kommt zu dem Schluss, dass wir uns bald schon nicht mehr um diese Fed Funds Rate kümmern werden und stattdessen andere Zinssätze/ Raten in den Mittelpunkt rücken.

Es geht also um ein wichtiges Thema, das häufig nicht wirklich durchdrungen wird. Woody hat mir die Erlaubnis gegeben, seinen quartalsmäßig erscheinenden "Abriss" erneut zu veröffentlichen. Für seine Verhältnisse ist es eigentlich eine recht kurze Abhandlung, allerdings wird man sie möglicherweise zweimal lesen wollen (und das ist nicht ungewöhnlich für seine Arbeiten).

Woody Brock ist einer der hervorragendsten Ökonomen, die ich kenne, und ich versuche immer Zeit mit ihm zu verbringen, wenn unsere Terminkalender es zulassen. Er baut seine Firma um, um mehr Zeit zum Schreiben zu haben und nicht so oft reisen zu müssen, er beabsichtigt auch, den Preis für sein Abonnement zu senken. Es wird immer noch recht kostenintensiv für die meisten Leser sein, doch für Fonds und Institutionen sollte es zur Grundausstattung gehören. Sie finden seine Webseite unter [www.SEDinc.com](http://www.SEDinc.com) oder können ihm schreiben: [SED@SEDinc.com](mailto:SED@SEDinc.com). [...]

## Die Fed Funds Rate - Möge der Leitzins in Frieden ruhen: Die dritte und finale Transformation der US-Geldpolitik

*Von Woody Brock Ph.D  
Strategic Economic Decisions, Inc.*

Keine andere globale Finanzvariable wird mehr auseinandergenommen und genauer analysiert als die

geldpolitischen Aussagen der Federal Reserve. Das sogenannte "Fed-Watching" ist in den letzten 30 Jahren in der Tat zu einem Geschäftsfeld geworden, denn alle blicken auf die Federal Reserve. Schon in ein paar Jahren wird dieser Begriff nur noch selten in Mitteilungen und Artikel auftauchen. Denn die Fed wird jetzt anstelle der Funds Rate zwei neue Leitvariablen anvisieren. Eine Folge davon ist, dass sich Prognosen zur Fed-Politik anstrengender gestalten werden.

Um diese Aussage verstehen zu können, sollten wir ein wenig in die Geschichte zurückgreifen. In den letzten neun Jahren hat sich die Geldpolitik der USA in dreifacher Hinsicht verändert. Bis zum heutigen Tag wurden aber nur die ersten beiden Transformationen allgemein diskutiert und verstanden. Die dritte Entwicklung vollzieht sich gerade; und sie wurde noch wirklich verstanden. Dazu ein Rückblick:

ERSTENS: Die Fed senkte ihren Leitzins (die Fed Funds Rate) auf praktisch 0% - aber nicht nur während der Weltfinanzkrise 2008/09, sie hielt ihn auch in den folgenden sechs Jahren der ökonomischen Erholung unverändert. Während der letzten 12 Konjunkturzyklen hatte die durchschnittliche Höhe des US-Leitzinses - analog zur aktuellen Phase der Konjunkturerholung - im Durchschnitt bei ca. 4% gelegen. Nie lag sie bei 0% wie in diesem Zyklus.

In unseren vorhergehenden Essays hatten wir verdeutlicht, dass diese Übernutzung "ultralockerer Geldpolitik" ein Zeichen staatlichen Scheiterns hinsichtlich einer korrekten Ausschöpfung der fiskalpolitischen Möglichkeiten der Regierung sei (profitable Infrastrukturausgaben mit hohem Arbeitsplatz-Multiplikator) sowie längst überfälliger Reformen der Anreizstruktur. Somit fielen der Geldpolitik die Wiederaufbauarbeiten nach der globalen Krise von 2008 zu. Diese Entwicklung gab es übrigens in fast allen anderen G7-Ländern, nicht nur in den USA.

ZWEITENS führte die Fed ihre Politik der quantitativen Lockerungen ein, wobei sie ihre Bilanzen um das Fünffache erhöhte - von 900 Mrd. \$ auf 4.500 Mrd. \$. In den Jahrzehnten vor der globalen Finanzkrise wäre eine derartige Ausweitung für jeden "Fed-Watcher" ganz und gar unvorstellbar gewesen. In den USA ist QE derzeit inaktiv, es stellt sich nur noch die Frage (die unten beantwortet wird), wie und wann die Fed ihre aufgeblähten Bilanzen wieder auf normalere Stände schrumpfen wird.

DRITTENS: Die Art und Weise, wie die Fed standardmäßig Geldpolitik betreibt (periodische Veränderungen des Leitzinses) unterliegt aktuell einem grundlegenden Transformationsprozess. So funktioniert insbesondere das traditionelle Instrument der Leitzinsänderungen via Offenmarktoperationen, die vom Schalter der New York Fed aus umgesetzt werden, nicht mehr. Denn wie wir sehen werden, hat die enorme Ausweitung der Fed-Bilanz (hier besonders der Bankenreserven) dazu geführt, dass die traditionellen geldpolitischen Maßnahmen unbrauchbar geworden sind. Aus diesem Grund wird die Fed von jetzt an ihre Geldpolitik mithilfe zweier Instrumente gestalten, die vor 2008 noch nicht einmal auf dem Reißbrett der Fed gelegen hatten.

#### **Ablauf:**

In diesem Abriss werden wir im TEIL A erklären, warum die traditionelle Geldpolitik (d.h. ohne QE) durch die quantitativen Lockerungen zunichtegemacht wurde. In TEIL B bzw. C werden wir die neuen Instrumente erörtern, die in Zukunft für die Durchführung standardmäßiger Geldpolitik (d.h. ohne QE) genutzt werden. Die Fragen sind: Um welche Instrumente handelt es sich dabei genau, und wie funktionieren sie?

In TEIL D werden wir erörtern, warum die Europäische Zentralbank, die über eine andere institutionelle Struktur als die Fed verfügt, diese Instrumente nicht brauchen wird. In TEIL E werden wir uns abschließend den QE-Programmen zuwenden und erörtern, wann und wie die Fed in den kommenden Jahren ihre Bilanzen wieder auf herkömmlichere Größe schrumpfen wird.

Der vorliegende Bericht stützt sich zum großen Teil auf Aussagen des Fed-Vizechefs Stanley Fischer (ehemaliger Chefökonom des IWF, früherer Gouverneur der israelischen Zentralbank und Professor für Ökonomie an der MIT), die er in einem jüngst [veröffentlichten Dokument](#) dargelegt hatte. Wir haben zudem auf die entsprechenden Erläuterungen von Professor Benjamin Friedman von der Harvard University zurückgegriffen.

### **TEIL A: Tschüss sagen zur Leitzinssteuerung durch Offenmarktgeschäfte**

Vor der Finanzkrise lagen die bei der Fed hinterlegten Bankenreservenguthaben im Durchschnitt bei 25 Mrd. \$. Bei so niedrigen Reserveständen - deren Höhe allein von der Fed kontrolliert wird - reichen kleine Änderungen der Reservemengen durch Offenmarktkäufe/-verkäufe von Wertpapieren aus, um die Fed

Funds Rate wie gewünscht nach oben oder unten zu bewegen.

Analytisch betrachtet, bestand der Markt für Bankenreserven (Fed funds) aus einer NACHFRAGEKURVE für Bankenreserven, die die Kreditnachfrage der Nation widerspiegelte, und einer ANGEBOTSKURVE, die das Angebot an Reserven durch die Fed widerspiegelte. Die sogenannte Fed Funds Rate ist der Schnittpunkt beider Kurven (der Zinssatz). Wenn die Fed, sagen wir, einen Leitzins von 2% anstrebe, konnte sie diesen Leitzins erreichen und halten, indem sie die Angebotskurve durch Erhöhung oder Verringerung der Reservemengen nach links oder rechts verschob. Da die Fed ein echter Monopolist auf dem Gebiet der Schöpfung und Vernichtung von Reserven war, konnte sie jederzeit jede gewünschte Fed Funds Rate anpeilen und halten.

Viele Jahrzehnte lang bestand "Geldpolitik" aus diesen Operationen. Das ist aber nicht mehr der Fall, was erstmalig in einer Erklärung zur Politik des Offenmarktausschusses vom September 2014 deutlich wurde. Um Dr. Fisher aus einer Rede von 2015 zu zitieren: "In Anbetracht von fast 3 Billionen \$ freien Bankenreserven (vor der Krise waren es im Durchschnitt nur 25 Mrd. \$) ist der traditionelle Mechanismus - mittels einer Regulierung der Reserveguthabemengen - für das Erreichen der gewünschten Leitzinshöhe möglicherweise nicht mehr praktikabel oder hinreichend berechenbar."

Welche neuen Mechanismen werden also den alten ersetzen? Es sind zwei an der Zahl.

### **TEIL B: Die Nutzung der Zinssätze, die die Fed für freie Bankenreserven zahlt**

"Statt der Funds Rate werden wir den Zinssatz, der auf Überschussreserven gezahlt wird, zu unserem Hauptinstrument machen, um den Leitzins zu bewegen."

Seit 2008 hat die Fed per Gesetz die Möglichkeit, freie Bankenreserven zu verzinsen. Seit einigen Jahren liegt dieser Zinssatz nun schon bei 0,25%. ("Überschuss-" oder "freie" Bankenreserven werden definiert als die arithmetische Differenz zwischen den Gesamtreserven und den Mindestreserven. Derzeit, nach Stand vom 30. März, betragen die Mindestreserven 142 Mrd. \$, die Gesamtreserven hingegen 2,79 Billionen \$.)

Die Logik: Ungeachtet der Höhe des von der Fed gewählten Reservezinsses werden die Banken kaum oder keinen Anreiz verspüren, Kredite an private Gegenparteien zu einem NIEDIGEREN Zinssatz zu vergeben als den, den sie von der Fed auf ihre freien Reserveguthaben gezahlt bekommen. Je höher also der Vergütungssatz für Bankenreserven, desto größer der Aufwärtsdruck im gesamten kurzfristigen Zinssatzspektrum.

### **TEIL C: Die Nutzung des Repo-Satzes bei Rückkaufvereinbarungen (reverse repo rate)**

"Da nicht alle Institutionen Zugang zu den Überschussreservezinssätzen der Fed haben, werden wir darüber hinaus, bei Bedarf, eine Fazilität für kurzfristige Rückkaufvereinbarungen (overnight reverse repurchase agreement facility) schaffen."

Bei einem solchen Rückkaufgeschäft können berechnete Gegenparteien kurzfristig (overnight) Kapital bei der Fed zum gegebenen Zinssatz anlegen. Zu den berechtigten Gegenparteien zählen 106 Geldmarktfonds, 22 Broker-Händler, 24 Depotinstitute, 12 staatlich geförderte Unternehmen darunter Federal Home Loan Banks, Fannie Mae, Freddie Mac und Farmer Mac."

Die Logik: Wieder Zitat Fischer: "Mit dieser Einrichtung sollen diese Institutionen dazu bewegt werden, an den Geldmärkten nach Möglichkeit keine Kredite an private Gegenparteien zu einem GERINGEREN Zinssatz zu vergeben, als ihn die Fed im Rahmen kurzfristiger Rückkaufgeschäfte bietet. Die bisherigen Tests haben in der Tat gezeigt, dass diese Rückkaufvereinbarungen im Allgemeinen erfolgreich bei der Schaffung einer elastischen Untergrenze für die Geldmarktzinsen eingesetzt werden können."

### **Zusammenfassung:**

Aufgrund der Explosion ihrer Bilanzen (hier besonders der Bankenreserven) sieht sich die Fed gezwungen, die Gestaltung des Leitzinses nicht mehr mithilfe der traditionellen Offenmarktgeschäfte zu steuern. Diese Aktivitäten werden jetzt durch zwei neue geldpolitische Instrumente ersetzt, welche beide gewissermaßen "weicher" als das alte Instrument sind.

Erstens werden die freien Reserven der Banken mit einem Zinssatz für Überschussreserven verzinst, der für

die Banken mit Zugang zur Fed-Reservefazilität zur Verfügung steht. Zweitens werden auch Finanzinstitutionen wie Geldmarktfonds, die nicht zugangsberechtigt sind, die Möglichkeit haben, Gelder kurzfristig (und nicht notwendigerweise nur über eine Nacht) bei der Fed zu hinterlegen, wofür sie den von der Fed gebotenen Repo-Satz für Rückkaufgeschäfte erhalten.

#### **TEIL D: Warum diese Entwicklungen für die EZB irrelevant sind**

Interessanterweise braucht die Europäische Zentralbank die geldpolitischen Innovationen, die die Fed gerade einführt, nicht. Sie wird sie wahrscheinlich auch nicht einführen. Das hat folgenden Grund: In Europa ist die Kreditvergabe deutlich stärker durch Banken dominiert als in den USA. Zudem können tatsächlich fast alle europäischen Finanzinstitutionen Kapital bei der Zentralbank deponieren.

Und schließlich ist die EZB schon seit Langem in der Lage, den (Zins)Satz für Reservevergütungen, den sie für Überschussreserven zahlt, zu variieren. Folglich benötigt die EZB auch nicht das Zinsinstrument bei Rückkaufgeschäften, das die Fed gerade einführt.

Es bedarf noch einer abschließenden Bemerkung. Während Professor Fischer der Meinung ist, dass der veränderliche Vergütungssatz für Bankenreserven das eigentliche Hauptinstrument der Fed sein wird, so gehen andere Wissenschaftler davon aus, dass der Repo-Satz bei Rückkaufgeschäften zum Hauptinstrument der US-Geldpolitik werden wird. Und das liegt teilweise daran, dass die Banken bei der Kreditvergabe an Gläubiger aus dem Privatsektor eine immer geringere Rolle spielen.

Diese schon seit Längerem zu beobachtende Entwicklung wurde im Rahmen der neuen Regulierungen seit der Weltfinanzkrise noch beschleunigt.

#### **TEIL E: Wird die Fed ihre Bilanzen wieder einschrumpfen? Und wenn ja, wie?**

Professor Fischer beantwortet diese Fragen ganz direkt. Ja, die Fed wird ihre Bilanzen wieder einschrumpfen, aber nicht auf die Größe der vergangenen Zeiten. Genauer gesagt:

“Hinsichtlich einer Bilanznormalisierung hat der Offenmarktausschuss (FOMC) darauf verwiesen, dass er keine Direktverkäufe von hypothekarisch gesicherten Wertpapieren der Hypothekenagenturen vorsieht. Er plant zudem eine Normalisierung der Bilanzgröße in erster Linie durch Verzicht auf Reinvestition der Kapitalauszahlungen für die derzeitigen Wertpapierbestände, wenn es soweit ist [...].

Die im Zeitraum bis Ende 2025 anstehenden Kapitalrückzahlungen für unsere derzeitigen Wertpapierbestände werden sich voraussichtlich auf 3,2 Billionen \$ belaufen. Wenn der Offenmarktausschuss auf Reinvestitionen dieser Kapitalauszahlungen verzichtet, wird die Bilanzsumme auf natürlichem Weg zurückgehen verbunden mit einer entsprechenden Verringerung der Reserveguthaben.”

Ich hoffe, dass ich mit diesen Anmerkungen die vergangenen und zukünftigen Veränderungen der Geldpolitik der Fed verdeutlichen konnte. Diese Veränderungen kommen einer extremen Transformation der US-Geldpolitik gleich, die noch vor einem Jahrzehnt undenkbar gewesen wäre.

Wir vermuten, dass sich die Presse in Zukunft bei ihren Analysen der künftigen geldpolitischen Entwicklungen darauf konzentrieren wird, welche "Rückkaufsätze" die Fed anpeilt anstatt die Federal Funds Rate zu betrachten.

© John Mauldin

*Dieser Artikel wurde am 29. April 2015 auf [www.financialsense.com](http://www.financialsense.com) veröffentlicht und exklusiv für GoldSeiten übersetzt.*

Dieser Artikel stammt von [GoldSeiten.de](https://www.goldseiten.de)

Die URL für diesen Artikel lautet:

<https://www.goldseiten.de/artikel/242403--Dritte-und-finale-Transformation-der-US-Geldpolitik.html>

Für den Inhalt des Beitrages ist allein der Autor verantwortlich bzw. die aufgeführte Quelle. Bild- oder Filmrechte liegen beim Autor/Quelle bzw. bei der vom ihm benannten Quelle. Bei Übersetzungen können Fehler nicht ausgeschlossen werden. Der vertretene Standpunkt eines Autors spiegelt generell nicht die Meinung des Webseiten-Betreibers wieder. Mittels der Veröffentlichung will dieser lediglich ein pluralistisches Meinungsbild darstellen. Direkte oder indirekte Aussagen in einem Beitrag stellen keinerlei Aufforderung zum Kauf-/Verkauf von Wertpapieren dar. Wir wehren uns gegen jede Form von Hass, Diskriminierung und Verletzung der Menschenwürde. Beachten Sie bitte auch unsere [AGB/Disclaimer!](#)

---

Die Reproduktion, Modifikation oder Verwendung der Inhalte ganz oder teilweise ohne schriftliche Genehmigung ist untersagt!  
Alle Angaben ohne Gewähr! Copyright © by GoldSeiten.de 1999-2025. Es gelten unsere [AGB](#) und [Datenschutzrichtlinien](#).