

Gutes, Schlechtes und drohende Gefahren

21.06.2016 | [Axel Merk](#)

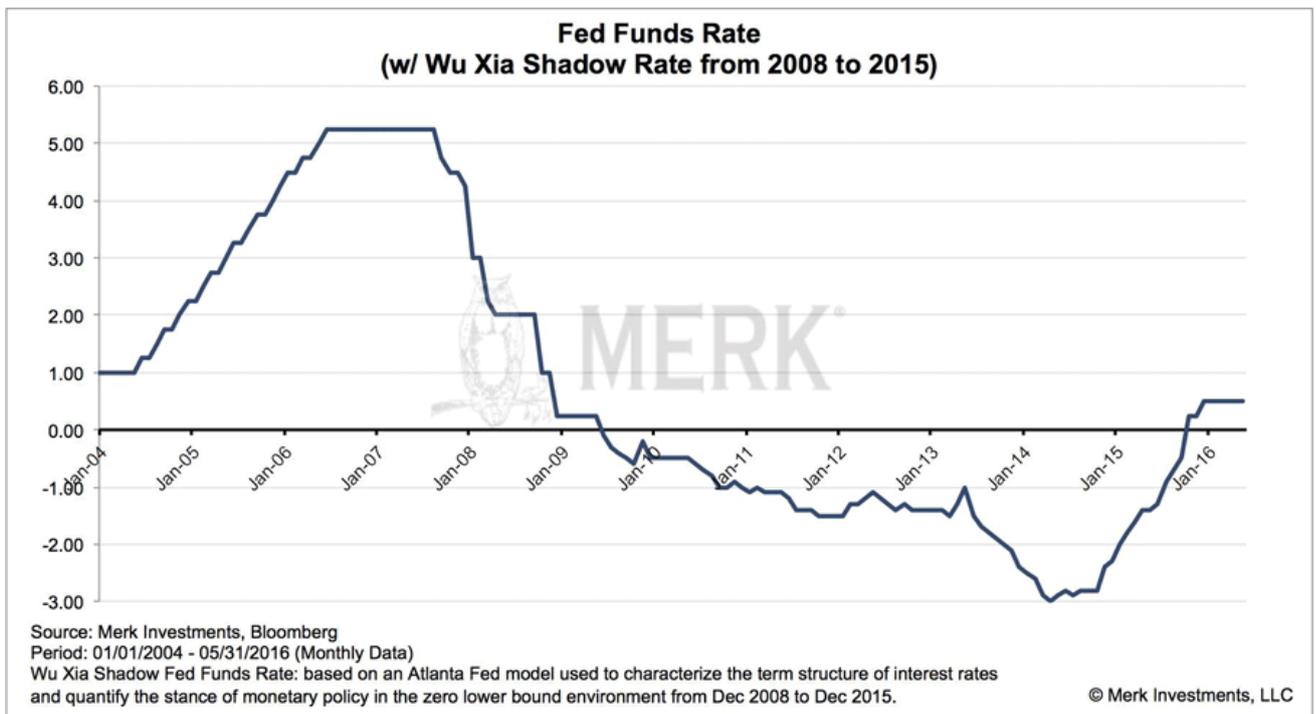
Sind wir mit QE, der ultra-akkommodierenden Geldpolitik der Zentralbanken auf der ganzen Welt gut beraten? Können wir sagen "Mission accomplished" oder haben wir es vielmehr mit einer tickenden Zeitbombe zu tun? Ist es überhaupt gerechtfertigt, die unkonventionelle Geldpolitik der letzten Jahre so zu beschreiben? Und welche Folgen hat der aktuelle Kurs für Investoren?



Das Gute

Wenn die Zinssätze bei Null Prozent oder knapp darüber liegen und die Zentralbanken die Geldpolitik weiter lockern wollen, dann ist nicht klar, ob Negativzinsen die passende Lösung sind. Der Ausdruck "quantitative Lockerungen" oder "QE" wurde gemünzt, um die Käufe von Staatsanleihen durch die Zentralbanken zu bezeichnen. Das wurde mit "Forward Guidance" kombiniert, mit der die Zentralbanken signalisierten, dass die Zinsen für einen längeren Zeitraum so niedrig bleiben würden.

Das Hauptziel beider Strategien war unserer Einschätzung nach die Senkung der langfristigen Zinsen. (Historisch betrachtet kontrollierten die Notenbanken die kurzfristigen Zinsen, überließen die Festlegung der langfristigen Zinsen aber den Märkten.) Mit diesem Kurs sollte die gewünschte geldpolitische "Lockerung" erzielt werden. Es gibt einen Index, der versucht die Federal Funds Rate, den Leitzins der USA, unter Einbeziehung von QE zu berechnen:



Wie Sie sehen hat nach dem Ende von QE diesem Index zufolge eine deutliche Straffung der Geldpolitik stattgefunden. Ich möchte an dieser Stelle nicht die Methodologie des Index beurteilen, sondern nur zeigen, unter welchem Blickwinkel manche Ökonomen die quantitativen Lockerungen betrachten.

Habe ich gerade wirklich das "Ende von QE" geschrieben? Zuletzt hatte die US-Notenbank zwar aufgehört, ihr Arsenal an Staatsanleihen weiter aufzustocken, doch das hielt sie nicht davon ab, die Erlöse aus fällig werdenden Papieren zu reinvestieren. Die Federal Reserve besitzt diese Anleihen, d. h. sie werden in der Bilanz der Notenbank unter "Aktiva" aufgeführt.

Unserer Ansicht nach wollen die Zentralbanken nie den Eindruck erwecken, als hätten sie keine Munition mehr. Die Anleihenkäufe sind für sie daher ein Instrument, das in ihren Augen zu jeder Zeit gleichwertig mit Zinssenkungen ist, sollte der Bedarf danach bestehen.

Das Schlechte

Die Maßnahmen der Fed mögen in den Nachwehen der Finanzkrise von 2008 vielleicht verhindert haben, dass noch mehr Unternehmen pleite gehen und eventuell sogar das gesamte Finanzsystem zusammenbricht, aber die Wirtschaft ist seitdem nicht gerade mit Vollgas durchgestartet. Historisch gesehen folgt auf einen plötzlichen Einbruch für gewöhnlich eine rasante Erholung. Diesmal ging es in wirtschaftlicher Hinsicht allerdings nur äußerst schleppend wieder aufwärts. Die folgenden Punkte könnten zu den Gründen für den kraftlosen Wiederaufschwung zählen:

- Die Zinsen sind in Wirklichkeit gar nicht so niedrig. Nominal betrachtet zwar schon, doch die Inflationsrate ist ebenfalls sehr gering. Zudem wurde die Geldpolitik in den USA nach dem Ende von QE womöglich relativ stark gestrafft, wie der oben abgebildete Chart nahelegt. In Europa hat der EZB-Chef Mario Draghi sogar gesagt, dass die realen, inflationsbereinigten Zinsen heute höher seien, als vor 20 Jahren.
- Die eingeschränkte Handlungsfähigkeit der Banken. Die Politik wollte, dass die Banken weniger Risiken eingehen. Das mag ein sinnvolles Anliegen sein, doch es hat auch seinen Preis: In einer auf Kreditwachstum basierenden Gesellschaft kann man erwarten, dass das Wachstum schwächer ausfällt, wenn die Kreditgeber gewissen Restriktionen unterliegen. Im Prinzip stimmen wir diesem Argument zu, möchten jedoch darauf hinweisen, dass das Wirtschaftswachstum in den letzten Jahren nicht durch ein unzureichendes Angebot an Krediten ausgebremst wurde, sondern durch die fehlende Nachfrage nach Darlehen. Man kann ein Pferd zum Wasser führen, aber man kann es nicht zwingen zu trinken. Genauso kann eine Zentralbank Kredite extrem günstig machen, aber sie kann weder Unternehmen noch Verbraucher zwingen Geld zu leihen.

- Steuern und Regulierungen sorgen für Gegenwind. Es wird oft argumentiert - und ich kann das durchaus nachvollziehen - dass wir mittlerweile viel umfangreichere Reglementierungen und Auflagen haben, die Investitionen weniger attraktiv machen. Das Gegenargument ist, dass es schon immer politische Gruppen gab, die sich über zu umfassende Vorschriften beschwert haben, und dass diese Klagen nichts Neues sind. Ich bin jedoch ebenfalls der Meinung, dass die Reglementierungen das vielleicht größte Hindernis für ein stärkeres Wachstum darstellen. Unglücklich ist allerdings, dass diese Debatte so stark politisiert wird.
- Verhaltene Wachstum der Weltwirtschaft und der starke Dollar. Ich fasse diese beiden Punkte zusammen, weil sie beide die wahrscheinlich auf globaler Ebene verbreitete Einstellung widerspiegeln, dass erst einmal die anderen Staaten ihre Probleme lösen sollten, um uns zu helfen. Ich sehe die Sache anders: Sicherlich können globale Faktoren eine negative Wirkung entfalten, doch beeinflussen können wir in erster Linie die Lage im Inland. Unsere Politiker wären gut beraten, wenn sie sich auf das konzentrieren würden, was sie ändern können, statt anderen die Schuld zu geben. Es scheint ein charakteristisches Symptom unserer aktuellen politischen Landschaft zu sein, dass die Führungskräfte zunehmend versuchen, die Schuld auf andere abzuwälzen - und damit meine ich nicht nur eine bestimmte Partei oder die Wahlen in den USA, sondern die weltweite politische Elite.
- Die demografische Entwicklung. Wenn eine Gesellschaft altert, kann sich das in einem verminderten Wirtschaftswachstum niederschlagen, weil die erwerbstätige Bevölkerung langsamer wächst oder sogar abnimmt. Ich bin ebenfalls der Ansicht, dass die Demografie womöglich unterschätzt wird, aber auf der anderen Seite schneiden die Vereinigten Staaten im Vergleich zu vielen anderen Industrieländern in dieser Hinsicht deutlich besser ab. Doch auch die USA leiden unter der sinkenden Erwerbsquote. Das Problem sind meiner Meinung nach jedoch nicht die älteren US-Bürger, denn die arbeiten zum größten Teil (weil sie nicht genügend Ersparnisse haben, um sich zur Ruhe zu setzen), sondern die Menschen in ihren besten Jahren, die die Reihen der Erwerbstätigen verlassen. Ein Teil des Problems ist die steigende Zahl an Amerikanern, die aufgrund von Arbeitsunfähigkeit oder körperlichen Einschränkungen staatliche Leistungen beziehen. Erst vor Kurzem habe ich mit jemandem gesprochen, der sich darüber beklagte, dass er zu Hause sitzt und sich langweilt, sich aber keine Arbeit suchen könne, weil er dann die staatliche Unterstützung verlieren würde. Auch die Zunahme an staatlichen Sozialleistungen bremst das Wachstum aus.
- Technologie. Ich höre immer wieder, dass "alle lohnenswerten Erfindungen bereits gemacht wurden". Ähnlich pessimistische Ansichten lassen sich alle paar Jahrzehnte wieder in den Medien finden. Ich glaube das nicht. Quantencomputer könnten unsere Rechenleistung exponentiell steigern, mit Hilfe technologischer Entwicklungen könnten sich die Herausforderungen des Klimawandels bewältigen lassen und im Gesundheitswesen sind zweifelsohne ebenfalls noch enorme Verbesserungen möglich.
- Die Globalisierung. Meiner Ansicht nach stellt die Globalisierung kein Hindernis für das Wachstum dar, doch sie schafft ein ausgeglicheneres Spielfeld. Für diejenigen, die für ihre Leistungen bislang Höchstpreise verlangt haben, sind das natürlich schlechte Nachrichten, denn plötzlich gibt es Millionen andere, die die gleiche Leistung für einen geringeren Preis anbieten. In gewisser Hinsicht stellt uns die Technologie vor ähnliche Herausforderungen, da immer komplexere Aufgaben von Maschinen übernommen werden können. So wie ich es sehe, haben die Politiker auf beiden Seiten des Spektrums bisher wenig getan, um der Gesellschaft zu helfen, mit diesen Entwicklungen Schritt zu halten und sich anzupassen.
- Fehlende Perspektiven. Auf dem Höhepunkt der europäischen Schuldenkrise hat Jeroen Dijsselbloem, der Vorsitzende der Euro-Gruppe, darauf hingewiesen, dass man von den Investoren nicht erwarten könne, dass sie die Staatsanleihen der Peripherieländer der Eurozone kaufen, wenn die Politik nicht in der Lage ist aufzuzeigen, welche Situation man in zehn Jahren anstrebt. Diese Kritik ist meiner Meinung nach nicht nur in der Eurozone, sondern im Großteil der Industrienationen berechtigt, und zwar sowohl in finanz- als auch in geld- und währungspolitischer Hinsicht. Das Fehlen eines klaren Kurses für die Zukunft kommt ebenfalls einer Wachstumsbremse gleich.

- Geringe Produktivität. In einer [Rede](#) im Jahr 2005 argumentierte Janet Yellen, die damals Vorsitzende der Zweigstelle der US-Notenbank in San Francisco war, das höhere Zinsen trotz der geringen Produktivität gerechtfertigt seien. Heute, als Vorsitzende der gesamten Federal Reserve, scheint sie eine gegenteilige Meinung zu vertreten. Dieser offensichtliche Widerspruch liegt in der Tatsache begründet, dass die geringe Produktivität das Ergebnis anderer Entscheidungen und Maßnahmen ist und keine Variable, die direkt beeinflusst werden kann - auch wenn manche Ökonomen vielleicht versucht sind, das zu probieren.

Bei einer Debatte zwischen den noch lebenden (ehemaligen und aktuellen) Vorsitzenden der Fed am 7. April argumentierte Alan Greenspan, dass eine Wirtschaft, in der fast Vollbeschäftigung herrscht, durch eine Erhöhung der Produktivität angekurbelt werden muss. Das ließe sich seiner Ansicht nach durch Investitionsanreize für Unternehmen erreichen. Ben Bernanke schloss sich im Gegensatz dazu einer wachsenden Zahl von Stimmen an, die stattdessen höhere Ausgaben fordern. Greenspan lehnt diese Herangehensweise jedoch ab und argumentiert, dass eine Erhöhung der Staatsausgaben das Wachstum nur kurzfristig fördert, auf der anderen Seite aber zum Anwachsen des Haushaltsdefizits und des Lohndrucks führt.

- Die niedrigen Zinssätze. Im Gegensatz zum Argument des ersten Anstrichs könnten auch die geringen Zinsen selbst Teil des Problems sein. Meiner Einschätzung nach hat die Geldpolitik es zahlreichen unproduktiven Unternehmen ermöglicht im Geschäft zu bleiben, während sie unter anderen Umständen bankrott gegangen wären. Hätte man die Insolvenzen zugelassen, wäre der Abschwung noch stärker gewesen, doch dann wäre auch eine marktbasierende Neuverteilung von Ressourcen zu Gunsten der produktiveren Unternehmen möglich gewesen.

Anders gesagt denke ich, dass die Zentralbanken den kreativen Zerstörungsmechanismus beeinträchtigt haben, auf dem der Kapitalismus beruht, und wir jetzt den Preis dafür zahlen, unter anderem in Form von geringer Produktivität und schwachem Wachstum. Allgemein ausgedrückt glauben wir, dass die möglicherweise zu niedrigen Zinsen die Fehlallokation von Kapital fördern und dadurch zu der unterdurchschnittlichen Wachstumsrate beitragen.

Warum habe ich hier eine Liste mit möglichen Faktoren zusammengestellt, die das Wachstum behindern? Mit Ausnahme des ersten und des letzten Punktes haben sie wenig oder gar nichts mit der Geldpolitik zu tun. Doch die Zentralbanker fühlen sich heutzutage oftmals verantwortlich, alles in ihrer Macht Stehende zu tun, um die Wirtschaft zu unterstützen, selbst wenn sich die zugrundeliegenden Probleme mit geldpolitischen Anpassungen nicht beheben lassen. Quantitative Lockerungen mögen ein verlockendes Instrument sein, doch sie sind nicht das Heilmittel, das benötigt wird.

Drohende Gefahren

Unangenehm wird es dann, wenn man darüber nachdenken muss, wie die QE-Maßnahmen beendet werden können - falls das überhaupt möglich ist. Die Federal Reserve sollte sich auf die Inflation und die Maximierung nachhaltigen Wachstums konzentrieren, doch uns scheint, als würde sie den Blick zunehmend auf die Finanzmärkte richten. Warum sollte es die Notenbank interessieren, wie die Märkte reagieren? Ein ehemaliger Fed-Mitarbeiter hat mir vor Kurzem gesagt, dass sie nur dann Grund zur Sorge hat, wenn sie eine Spekulationsblase verursacht hat. Dabei beließ er es, ohne zu sagen, ob das zur Zeit der Fall ist.

Ich würde jedoch gern einen Schritt weiter gehen. Was geschieht mit all den Anleihen, die die Zentralbanken gekauft haben? Eine wachsende Zahl an Wirtschaftswissenschaftlern und Kommentatoren behauptet, die Anleihenkäufe wären eine gute Sache, weil dadurch faktisch die Staatsschulden reduziert werden. Die Schulden sind von privaten Besitzern an die Zentralbanken übergegangen.

Wir haben tatsächlich bereits Berichte gelesen, in denen erklärt wurde, dass Japan vielleicht schon bald zu den Staaten mit der geringsten Verschuldung im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt zählen wird, weil die Bank of Japan einen immer größeren Teil der japanischen Staatsanleihen besitzt. Wenn das wahr ist, wäre es das beste "free lunch" in der Finanzgeschichte. Ich bezweifle allerdings stark, dass dieses kostenlose Lunch bekömmlich wäre. Lassen Sie mich zwei Argumente anführen:

Erstens sollten die Bilanzen der Zentralbanken und der jeweiligen Regierungen zur Analyse der wirtschaftlichen Auswirkungen unserer Ansicht nach zusammengefasst werden. Wenn die Fed, die Bank of Japan oder andere Notenbanken Staatsanleihen kaufen, ersetzen sie im Prinzip nur langfristige Verbindlichkeiten (Anleihen mit langer Laufzeit) durch kurzfristige Verbindlichkeiten (Barmittel), d. h. sie reduzieren die Laufzeit der Staatsschulden. Während das Finanzministerium der USA in den letzten Jahren also eifrig versucht hat, die niedrigen Zinsen auszunutzen, indem es die durchschnittliche Dauer der

amerikanischen Schuldverschreibungen verlängerte, hat die Federal Reserve diese Bemühungen durch ihre umfangreichen Anleihekäufe mehr als zunichte gemacht.

Stellen Sie sich einen Hausbesitzer vor, der seine langfristige Festzinshypothek in eine variabel verzinsliche Hypothek umwandelt. Das kann gutgehen, solange die Zinssätze niedrig sind, aber in einem Desaster enden, wenn sie steigen. Da die Zentralbanken außerdem die Zinsen festlegen, schaffen sie mit ihrem eigenen Vorgehen selbst einen Anreiz, die Zinssätze über längere Zeit hinweg niedrig zu halten. Das könnte jedoch unbeabsichtigte Konsequenzen nach sich ziehen.

Zweitens, und dies hatten wir bereits angedeutet, erhöht eine Zentralbank mit dem Kauf von Anleihen nicht nur ihre Aktiva. Die doppelte Buchführung bedeutet, dass auch auf Seiten der Passiva ein Posten erhöht werden muss. In diesem Fall sind das insbesondere die überschüssigen Reserven der Geschäftsbanken. Die Banken sitzen also auf einem Berg von Barmitteln, die basierend auf den Mindestreserveanforderungen genutzt werden können, um sie bei der Kreditvergabe zu unterstützen. Wenn es in der Wirtschaft eine ausreichende Nachfrage nach Krediten gibt, kann sich die Inflationsrate auf diese Weise unter Umständen deutlich erhöhen lassen. Das ist einer Gründe dafür, warum wir hier in unbekanntes Terrain vorstoßen.

Die Federal Reserve behauptet, Geldpolitik mit Hilfe sogenannter Repo-Geschäfte machen zu können, d. h. indem sie bei Rückkaufvereinbarungen die Position des Kreditnehmers einnimmt und so mittels kurzfristiger Geschäfte am Markt die Liquidität verringert. Sorgen bereitet uns indes nicht der Mechanismus an sich, sondern der potentielle politische Fallout, denn diese Strategie läuft darauf hinaus, dass die Notenbank den Finanzinstitutionen womöglich zwei- bis dreistellige Milliardensummen zahlen würde, um ihnen einen Anreiz zu geben, ihre Reserven nicht zur Kreditvergabe zu nutzen. Wenn die Fed die Zinssätze erhöht, hat das die direkte Folge, dass sie selbst Zinsen auf ihre Verbindlichkeiten zahlen muss, die sie bei den Repos eingegangen ist.

Der nachhaltigere Ansatz wäre es unserer Meinung nach, das QE-Programm tatsächlich zu beenden, d. h. die Anleihen auslaufen zu lassen oder möglicherweise zu verkaufen. Die Notenbank könnte sich auch aus der Lage befreien, indem sie ihr Anleiheportfolio beim Finanzministerium gegen Barmittel oder kurzfristige Anleihen tauscht, denn so könnte sie schneller zur traditionellen Geldpolitik zurückkehren. Der Verkauf von großen Mengen an Staatsanleihen könnte die Preise der Papiere durchaus nach unten drücken und die Rendite erhöhen, d. h. die Kreditkosten für Regierungen, aber auch für Unternehmen und Privatpersonen würden steigen.

Das hätte wiederum zur Folge, dass das Schuldenniveau der Regierung von den Märkten womöglich als weniger tragfähig bewertet wird. Eine solche Entwicklung würde also eine scharfe Umkehr des bisherigen Trends bedeuten, bei dem die Kreditkosten trotz steigender Staatsschulden kontinuierlich gesunken sind.

Wie wird das alles enden?

Wenn die Schulden im Verhältnis zu den Einnahmen zu hoch sind, dann stellen höhere Kreditkosten ein Problem dar. Regierungen haben in diesem Fall verschiedene Optionen, z. B.:

- die Kürzung der Ausgaben
- die Erhöhung der Einnahmen
- die Steigerung des Wirtschaftswachstums, sodass sich die Schulden im Verhältnis zum BIP verringern

Ausgabenkürzungen könnten beispielsweise so aussehen:

- Verringerung der Sozialleistungen
- Verringerung der Rüstungsausgaben
- Schuldenumstrukturierungen oder Insolvenzerklärungen

Verschiedene Länder werden unterschiedliche Ansätze zur Lösung dieser Probleme entwickeln. Manche werden womöglich auf immer kreativere und komplexere Strategien zurückgreifen, um den Anschein der Legitimität zu wahren. In der Praxis werden einige harte Entscheidungen letzten Endes wohl von den Märkten gefällt werden müssen, während die Politiker womöglich zunehmend darauf hoffen, dass sich eine stagnierende Wirtschaft mit Hilfe höherer Ausgaben stimulieren lässt.

Leider muss ich immer wieder daran denken, wie die Große Depression schließlich endete. Durch eine Erhöhung der Staatsausgaben, ja - aber mit diesen Ausgaben wurde ein Krieg finanziert. Ich will damit nicht

sagen, dass ein Land zwangsläufig einen Krieg erklären wird, aber bedenken Sie auch, dass höhere Militärausgaben zum Zwecke der Verteidigung in Ländern ohne große parlamentarische Mehrheit unter Umständen leichter zu beschließen sind, als Investitionen in die Infrastruktur. Dazu kommt noch, dass populistische Strömungen und Politiker weltweit an Einfluss gewinnen. Diese bedrohliche Kombination der einzelnen Faktoren lässt mich annehmen, dass sich die Geschichte wiederholen könnte, wenn wir nicht fähig sind, aus ihr zu lernen.

Ich überlasse es dem Leser zu entscheiden, ob die Zentralbanken Teil der Lösung oder Teil des Problem sind. Investoren sollten sich jedoch nicht darauf verlassen, dass sich die Notenbanken und die Regierungen um ihr finanzielles Wohlergehen kümmern werden, denn die haben ihre eigenen Probleme. Und die Interessen und Prioritäten einer verschuldeten Regierung können den Interessen der Anleger durchaus völlig zuwiderlaufen.

© Axel G. Merk
Founder, Portfolio Manager at Merk Investments LLC
www.merkfund.com

Dieser Artikel wurde am 14.06.2016 auf www.merkinvestments.com veröffentlicht und exklusiv für GoldSeiten übersetzt.

Dieser Artikel stammt von GoldSeiten.de
Die URL für diesen Artikel lautet:
<https://www.goldseiten.de/artikel/290198--Gutes-Schlechtes-und-drohende-Gefahren.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 1999-2024. Es gelten unsere [AGB](#) und [Datenschutzrichtlinien](#).