

# Keine Rückkehr zur Normalität

02.05.2017 | [Prof. Dr. Thorsten Polleit](#)

Die Überlegungen der US-Zentralbank (Fed), ihre Bilanz zu schrumpfen, heißt nicht, dass die Zinsen wieder auf "normale" Niveaus zurückkehren.

Die US-Zentralbank (Fed) zieht nicht nur die Zinsen weiter an. Am 15. März 2017 hat sie ihren Leitzins um 0,25 Prozentpunkte erhöht, so dass das "Zinsband" nun 0,75 bis 1,0 Prozent beträgt. Sie überlegt jetzt auch, ihre Bilanz ab Ende 2017 zu schrumpfen. Dazu muss man wissen, dass die Fed im Zuge der Finanzmarktkrise Anleihen gekauft hat. Das hat ihre Bilanzsumme von 750 Mrd. US-Dollar Ende 2007 auf 4,2 Billionen Mrd. US-Dollar im März dieses Jahres anschwellen lassen.

## Anleihekäufe und Geldmengenvermehrung

Man nehme an, die Fed kauft den Banken Wertpapiere in Höhe 100 US-Dollar ab. In der Bilanz der Geschäftsbanken kommt es zu einem „Aktivtausch“: Wertpapiere in Höhe von 100 US-Dollar nehmen ab, in gleichem Betrag steigt die Basisgeldmenge in den Händen der Geschäftsbanken. Bei der Fed gibt es eine „Bilanzverlängerung“: Die gekauften Wertpapiere werden auf der Aktivseite ausgewiesen, und im Gegenzug wird den Banken ein Basisgeldguthaben eingeräumt.

Aktiva	Fed-Bilanz		Passiva
Wertpapier	+100	Basisgeldmenge	+100

Aktiva	Geschäftsbanken-Bilanz		Passiva
Wertpapier	-100		
Basisgeldmenge	+100		

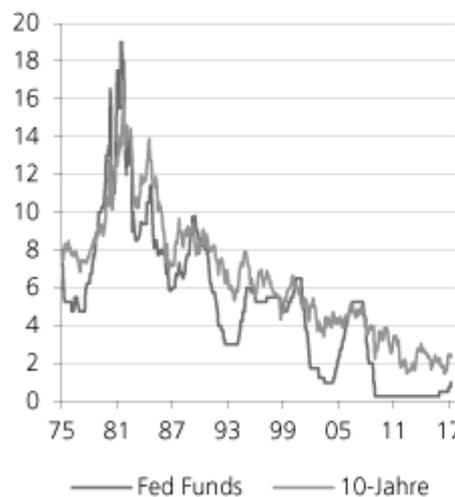
Wenn die Fed nun die Wertpapiere, die sie zuvor gekauft hat, wieder verkauft, wird den Geschäftsbanken die zuvor verabreichte Basisgeldmenge entzogen, und gleichzeitig weisen sie die Wertpapiere wieder auf der Aktivseite ihrer Bilanz aus. Die Fed-Bilanz schrumpft: Die Wertpapiere verschwinden aus ihrer Bilanz, und gleiches gilt auch für die Basisgeldmenge.

Mittlerweile wird diskutiert, wie die Fed ihre aufgeblähte Bilanz wieder verringern kann. Dies kann dadurch geschehen, dass sie (1) aufhört, die Tilgungsbeträge die ihr regelmäßig zugehen, im Anleihemarkt zu reinvestieren; oder dass sie (2) Wertpapiere, die sie zuvor erworben hat, wieder in den Markt verkauft. In beiden Fällen würde die Gesamtnachfrage nach Anleihen sinken, und das spräche für sich genommen für höhere Zinsen. Zudem würde die Basisgeldmenge im Bankensektor abnehmen. Dies sollte auch den Renditen im Anleihemarkt Auftrieb verleihen.

Wäre also die Politik des Schrumpfens der Fed-Bilanz mit einer Rückkehr zu „normalen Zinshöhen“ gleichzusetzen? Nicht notwendigerweise. Die Finanzmärkte wissen nämlich, dass die Fed "Gewehr bei Fuß" steht, um neuerliche Krisenentwicklungen mit aller Entschiedenheit zu "bekämpfen". Sollte es "hart auf hart" kommen würde sie, so das Kalkül der Investoren, wieder ein "Sicherheitsnetz" aufspannen, um drohende Zahlungsausfälle von überdehnten Schuldern abzuwehren.

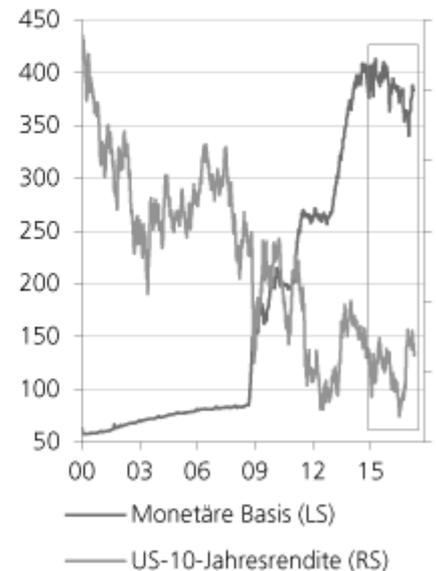
### Der langfristige Zinstrend zeigt nach unten

Rendite der 10-jährigen Staatsanleihen und Leitzins in Prozent



### Trotz geschrumpfter Basisgeldmenge ist der Zins niedrig geblieben

Monetäre Basis in den USA (Mrd. US-Dollar) und Rendite 10-Jahre USA in Prozent



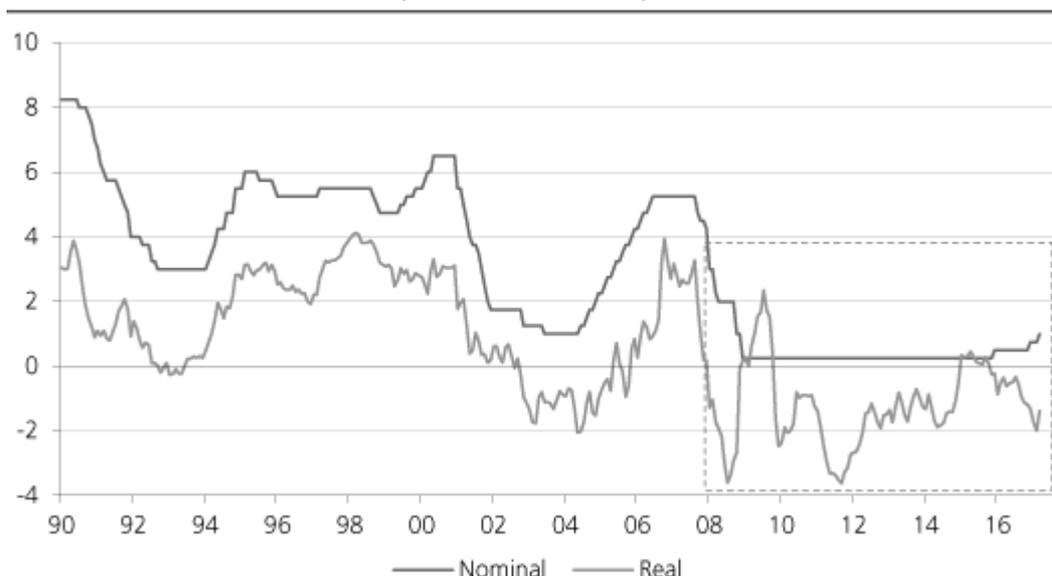
Quelle: Thomson Financial

Ein weiterer, gewichtiger Aspekt kommt hinzu: Aus (wirtschafts-)politischen Gründen werden die Amerikaner nicht wollen, dass die heimischen Zinsen "zu stark" ansteigen. Schließlich fußt ihr konjunktureller Aufschwung auf einer Politik der extrem niedrigen Zinsen. Eine Erhöhung der Kreditkosten würde private wie öffentliche Schuldner rasch in Bedrängnis bringen - und dadurch letztlich Wachstums- und Beschäftigungsverluste nach sich ziehen. Denn steigende Zinsen würden vor allem die Schuldenfähigkeit Amerikas verschlechtern.

An dieser Stelle sei darauf hingewiesen, dass seit etwa Ende 2008 die amerikanischen Kurzfristzinsen in inflationsbereinigter Rechnung negativ sind: Das heißt, dass Schuldner - allen voran Banken und staatliche Stellen -, die sich mit kurzfristigen Krediten finanzieren, sich auf Kosten der Sparer entschulden. Genau diese Politik hat jedoch in entscheidendem Maße dafür gesorgt, dass die Kreditmärkte und mit ihnen die Konjunktur nicht zusammengebrochen sind.

### Seit fast zehn Jahren ein negativer Realzins

US-Leitzins, nominal und real, in Prozent<sup>1)</sup>



Quelle: Thomson Financial; eigene Berechnungen.

1) Realzins wurde errechnet, indem vom Nominalzins die laufende Inflation der Konsumgüterpreise abgezogen wurde.

## Zinskontrolle

Selbst wenn die Fed ihre Bilanz zurückführt, hätte sie noch Möglichkeiten das Zinsumfeld nach politischen Erwägungen zu beeinflussen. Dazu zählt in erster Linie ihre Fähigkeit, die Kurzfristzinsen (perfekt) steuern zu können. Und wenn sie die Kurzfristzinsen kontrolliert, kann sie auch die Langfristzinsen kontrollieren: Schließlich ergibt sich der Langfristzins letztlich aus den Erwartungen, die die Finanzmarktakteure über den künftigen Verlauf der Kurzfristzinsen haben.

Sollte der Langfristzins gewissermaßen "ausbrechen", kann die Zentralbank ihn direkt steuern, indem sie zur Politik der Wertpapierkäufe zurückkehrt. Vermutlich würde sie in solch einem Fall die Wertpapiere nicht einmal aktiv kaufen müssen. Schon die Erwartung der Finanzmärkte dürfte ausreichen, die Renditen auf das von der Zentralbank anvisierte Niveau zurückkehren zu lassen.

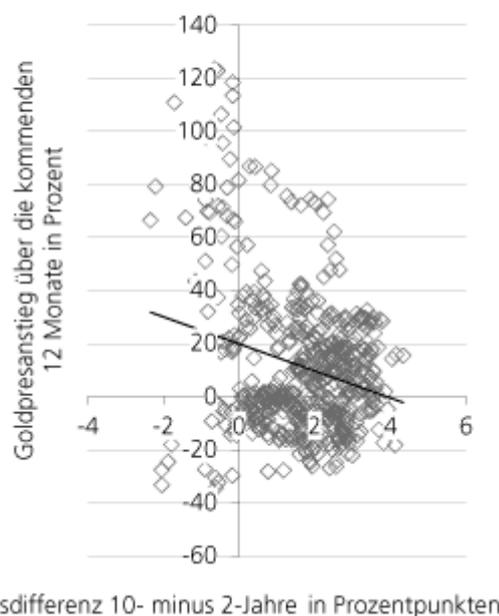
Signalisiert die Zentralbank beispielsweise, dass sie den Langfristzins bei, sagen wir, 2,5 Prozent sehen möchte, und dass sie auch bereit ist, dafür in das Marktgeschehen einzugreifen, wird sich die Markttrendite bei 2,5 Prozent einpendeln.

Denn kein Händler, kein Investor wird unter diesen Bedingungen gegen die Zentralbank "wetten". Die Zentralbank hat schließlich unbegrenzte "Kaufmacht", um die gewünschten Renditen im Kapitalmarkt durchzusetzen. Mit anderen Worten: Ein Schrumpfen der Zentralbankbilanz allein, sorgt vermutlich noch nicht für eine Rückkehr zu "normalen Zinshöhen". Dazu wäre vielmehr erforderlich, dass die Zentralbank von weiteren Eingriffen im Zinsmarkt strikt Abstand nimmt.

Doch ist ein solches Szenario wahrscheinlich? Vermutlich nicht. Denn angesichts der hohen Schulden - nicht nur in den Vereinigten Staaten von Amerika, auch in Europa und Japan - ist die Zinskontrolle unverzichtbar geworden. Die Zentralbanken werden daher auf absehbare Zeit nicht zulassen, dass sich der Zins frei auf dem Kapitalmarkt bilden kann.

## Goldpreis "reagiert" auf die Steilheit der Zinskurve

Goldpreisveränderung in Prozent in Abhängigkeit der Steilheit der US-Zinskurve<sup>1)</sup>



Quelle: Thomson Financial. 1) 10-Jahre minus 2-Jahre in Basispunkten. Periode: 1972 bis 2017

Wenn der Langfristzins über dem Kurzfristzins liegt, spricht man von einer "steilen Zinskurve". Wenn der Kurzfristzins nur knapp unter dem Langfristzins liegt, spricht man von einer "flacher Zinskurve". Wenn der Langfristzins unter dem Kurzfristzins liegt, ist die Zinskurve "invertiert". Zwischen der Zinskurve und der Veränderung des Goldpreises gab es in der Vergangenheit einen negativen Zusammenhang: Je steiler die Zinskurve war, desto geringer fiel der Goldpreisanstieg aus; und je flacher die Zinskurve war, desto stärker fiel der Goldpreisanstieg aus. Was verbirgt sich dahinter?

Eine gute Konjunkturlage geht in der Regel mit einer steilen Zinskurve einher: Die Wachstums- und Inflationserwartungen nehmen zu, und das treibt den Langfristzins relativ zum Kurzfristzins in die Höhe. In Rezessionsphasen kann die Zinskurve sogar invertieren.

Vor diesem Hintergrund wird die Reaktion des Goldpreises in Abhängigkeit der Zinskurve ersichtlich: Bei steiler Zinskurve und positiver Wirtschaftslage fällt die Goldnachfrage entsprechend gedämpft aus. Das ändert sich in einem Umfeld der Wirtschaftsschwäche und -rezession: Die Goldnachfrage und damit der Preis des gelben Metalls nehmen stärker zu. Die aktuelle US-Zinskurve ist nach wie vor positiv für den Goldpreis.

© Prof. Dr. Thorsten Polleit

Quelle: Auszug aus dem Marktreport der [Degussa Goldhandel GmbH](#)

---

Dieser Artikel stammt von [GoldSeiten.de](#)

Die URL für diesen Artikel lautet:

<https://www.goldseiten.de/artikel/329430--Keine-Rueckkehr-zur-Normalitaet.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](#).