

# Was bedeutet der neue Kurs der Geldpolitik für Gold und die Märkte?

18.07.2017 | [Axel Merk](#)

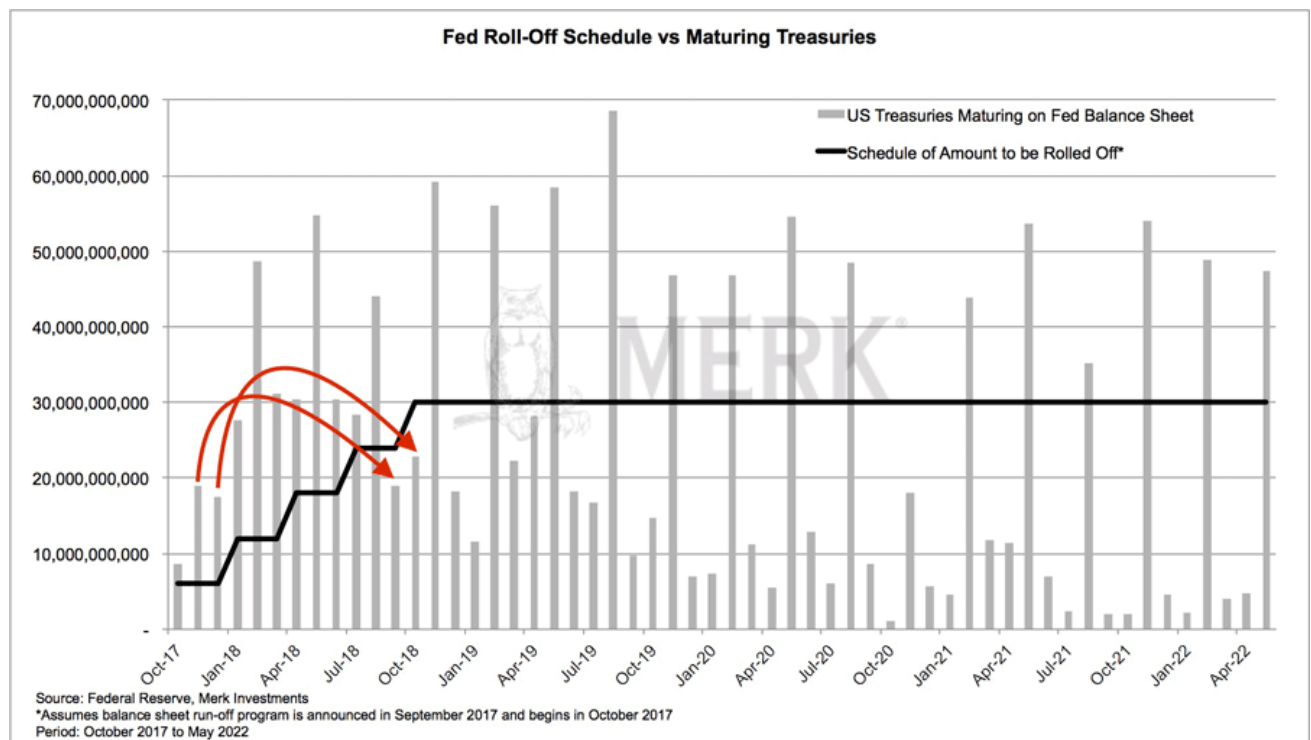
Der Bilanzabbau der US-Notenbank Federal Reserve wird tiefgreifende Auswirkungen auf den Dollar, den Goldpreis, die Aktienmärkte und die Anleihemärkte haben. Im vorliegenden Artikel möchten wir einen Ausblick geben. Es heißt, Vorhersagen seien schwierig, vor allem wenn sie sich auf die Zukunft beziehen. Anleger sollten dennoch Acht geben - nicht, weil ich glaube, dass ich eine unfehlbare Kristallkugel besitze, sondern weil es beim Investieren immer um Risikomanagement geht. Und es besteht das Risiko, dass ich richtig liege.

## Quantitative Straffungen

Es gibt viel zu besprechen, also beginnen wir mit dem Offensichtlichen - der Fed. Als die Vorsitzende Janet Yellen zu verstehen gab, dass die US-Notenbank demnächst beginnen würde, ihre Bilanzsumme zu kürzen, deutete sie an, dass es sich dabei um einen völlig uninteressanten, ereignislosen Vorgang handeln würde. In ihrer zuvorkommenden, aufmerksamen Art, stimmten ihr zahlreiche Kommentatoren der Finanzbranche zu. Bei allem Respekt, aber das ist der reinste Unsinn. Doch beurteilen Sie das selbst.

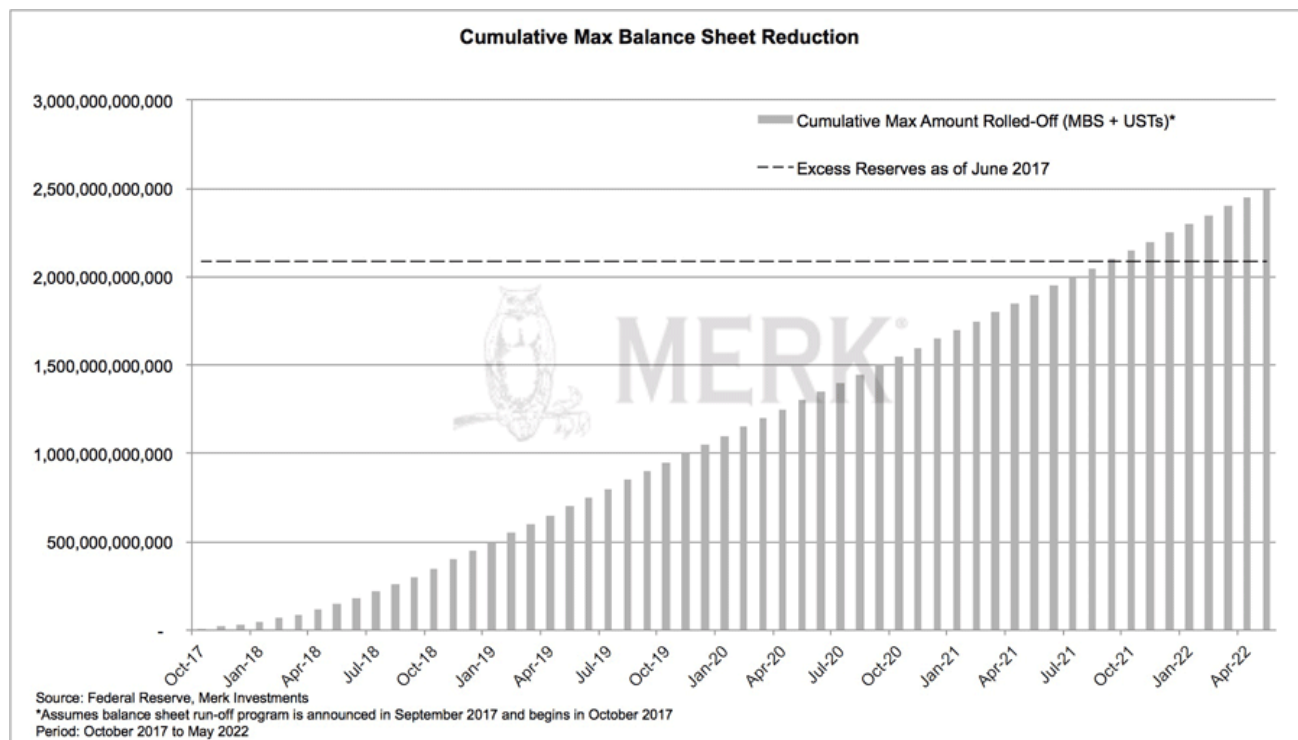
Vorausgesetzt die Märkte brechen in den kommenden Wochen nicht heftig ein, gehen wir davon aus, dass die offizielle Ankündigung der Bilanzverkürzung im September erfolgen wird. Der monatliche Umfang der Reduzierung wird dabei wahrscheinlich schrittweise erhöht werden, d.h. die Fed wird eine zunehmende Anzahl an Anleihen fällig werden lassen, ohne den Erlös zu reinvestieren. Viele Details sind noch offen, doch wenn wir zunächst nur die US-Staatsanleihen betrachten, könnte es sich anfangs um 6 Milliarden Dollar handeln. Diese Summe könnte dann allmählich auf 30 Milliarden Dollar monatlich erhöht werden.

Unklar ist noch, wie die Anleihen reinvestiert werden, die bei Fälligkeit über diesem Wert liegen, aber es ist vorstellbar, dass sie verlängert werden, um die "Lücken" in kommenden Monaten zu schließen (siehe Chart). Es kann daher durchaus sein, dass die Fed ihre Bestände an US-Treasuries wirklich Monat für Monat um 30 Milliarden Dollar kürzen wird, sobald das Programm im vollen Umfang umgesetzt wird.



Darüber hinaus wird die US-Notenbank auch ihre Bestände an hypothekenbesicherten Wertpapieren

(mortgage-backed securities, abgekürzt MBS) reduzieren. Es gibt keinen Grund, die beiden Assetklassen getrennt voneinander zu betrachten. Insgesamt würde die Fed ihre Bilanz dann um 50 Milliarden Dollar monatlich kürzen.



Die Federal Reserve hat noch nicht angekündigt, wie stark die Reduzierung der Bilanzsumme insgesamt ausfallen soll. Nach unserer Interpretation der Statements früherer und aktueller Mitglieder liegt das daran, dass die Fed es selbst nicht weiß und sich die Notenbanker auch nicht einig darüber sind, auf welchen Wert sie die Bilanz schrumpfen möchten. Das hält sie aber offenbar nicht davon ab, die Märkte auf diesen Kurs vorzubereiten, denn sie glauben, dass sie noch jahrelang Zeit haben, sich zu entscheiden - womöglich bis 2021, wenn man nach dem obenstehenden Chart geht.

Im Grunde genommen kann die Fed ihre Bilanzsumme so lange reduzieren, bis die Überschussreserven abgebaut sind. Bei welchem Wert das sein wird, hängt von der Wirtschaftsaktivität ab (die gestrichelte Linie im Chart zeigt die aktuelle Höhe der Überschussreserven an und damit gleichzeitig die maximale potentielle Bilanzkürzung, wenn alle anderen Faktoren gleich bleiben). Ob die Fed versuchen wird, die Überschüsse auf Null oder einen anderen Wert zu senken, ist eine offene Frage, die sie zur Zeit offenbar nicht einmal intern beantworten kann.

Wenn der Abbau der Fed-Bilanz um 50 Milliarden Dollar monatlich angeblich so spannend ist, wie Wandfarbe beim Trocknen zuzusehen, was ist dann die Geldpolitik der EZB, die derzeit jeden Monat Finanzwerte für 60 Milliarden Euro kauft? Entweder die Fed oder die EZB versucht hier, uns einen Bären aufzubinden.

Wenn Geld drucken eine quantitative Lockerung ist (quantitative easing, QE), dann sind Bilanzkürzungen quantitative Straffungen (quantitative tightening, QT). Über die tatsächlichen Auswirkungen der QE-Programme gab es zahlreiche Diskussionen. Die Skeptiker haben darauf hingewiesen, dass alle Anleihen im Verhältnis zueinander gehandelt werden, d. h. dass ein hypothekenbesichertes Wertpapier ein Ersatz für eine US-Staatsanleihe und diese wiederum ein Ersatz für eine deutsche Bundesanleihe sein kann.

Das gilt letztlich für alle scheinbar "sicheren" Anleihen und macht deutlich, dass Sicherheit kein absolutes Konzept ist. Aus Sicht der US-Regulatoren werden beispielsweise nur US-Treasuries als "sicher" eingestuft, weil das Finanzministerium der Vereinigten Staaten jederzeit mehr Geld drucken kann, um die Anleihen zurückzukaufen.

In diesem Kontext wurde das Aufkaufen von MBS als nutzloser Exkurs von der Geldpolitik in die Finanzpolitik kritisiert, denn die Käufe hatten keinerlei signifikante Auswirkung auf den Spread zwischen den Staatsanleihen und den hypothekenbesicherten Wertpapieren. Zudem warf man der Fed eine Abschweifung

in die Finanzpolitik vor, da beim Erwerb von MBS Geld in einen bestimmten Sektor der Wirtschaft (den Immobiliensektor) gepumpt wird. Das fällt jedoch in den Zuständigkeitsbereich des Finanzministeriums, nicht der Notenbank.

Ist Yellen jetzt also plötzlich unter die Kritiker der quantitativen Lockerungen gegangen, wenn sie durchblicken lässt, dass quantitative Straffungen todlangweilig sind? Ich bezweifle es. Die Fed verfolgt stattdessen weiterhin die gleiche Strategie wie schon seit der Finanzkrise: Sie versucht, die Märkte mit Worten zu überzeugen. Wenn die Notenbank uns sagt, dass der Leitzins und nicht Quantitative Tightening das wichtigste Instrument zur Beeinflussung des Zinsniveaus ist, dann muss es ja wahr sein, oder nicht?

Beachten Sie doch bitte nur die Zinsen, alles andere spielt gar keine Rolle... Auf der anderen Seite des großen Teiches erzählt Ihnen Mario Draghi unterdessen mit ernster Mine, dass QE der Grund für alle positiven Entwicklungen in der Eurozone ist (und dass er nicht für negative Nebenwirkungen verantwortlich ist). Wenn Sie sich nun auch fragend am Kopf kratzen, ist das kein Wunder.

### **Alles dreht sich um die Risikoprämien**

Ich bin der Ansicht, dass es bei den QE-Programmen immer darum ging, die Risikozuschläge zu verringern, d. h. die Spreads zwischen riskanten Finanzwerten und sogenannten Safe-Haven-Assets. Aufgrund von QE hat sich die Renditedifferenz zwischen Junk-Bonds und anderen Anleihen verringert. Die "Whatever-it-takes"-Attitüde der EZB hat dazu geführt, dass die Risikoprämien bei den Staatsanleihen der Peripherieländer der Eurozone gegenüber den deutschen Bunds gesunken sind. Auch die Aktien werden zu höheren Kursen gehandelt und sind weniger volatil. Kommt Ihnen das bekannt vor?

Kein Wunder also, dass es an den Märkte eine heftige Reaktion hervorrief, als die Fed erstmals über das Ende ihrer Anleihekäufe zu sprach oder auf künftige Zinsanhebungen hinwies.



Mit dieser Theorie bin ich nicht allein. Die Federal Reserve und andere Zentralbanken schienen wie gelähmt vor Angst, dass jeder Schritt weg von ihrer ultra-akkommodierenden Geldpolitik einen umfassenden Aufstand an den Märkten auslösen würde. Doch dann ist etwas Magisches passiert: Der Markt präsentierte der Fed ihre Zinsanhebungen auf dem Silbertablett. In diesem Jahr haben wir immerhin schon zwei Zinsschritte hinter uns gebracht und die Märkte halten noch immer ihr Kursniveau. Solange es nicht zu einem Einbruch kommt, fühlen sich die Zentralbanker wahrscheinlich wie Daytrader mit einer Glückssträhne: Sie müssen Genies sein!

Mit Blick auf die Karikatur von Janet Yellen auf dem Dampfdrucktopf würde ich den Notenbankern allerdings davon abraten, schon jetzt ihren Triumph zu feiern. Meiner Einschätzung nach wurde bestenfalls ein wenig Dampf aus dem Topf abgelassen, um bei der Analogie zu bleiben. Es ist unter Umständen die Illusion entstanden, dass die Realzinsen steigen, aber da die Fed die Zinsen noch immer zu langsam anhebt, um mit der Inflation Schritt zu halten, steigen in Wirklichkeit nur die nominalen Zinssätze.

Wenn es nun zur quantitativen Straffung kommt, ist das so, als würde der Dampfdrucktopf schrumpfen,

während sein Inhalt gleich bleibt - auch wenn sich dieser eventuell noch weiter zusammenpressen lässt, insofern es sich dabei nur um heiße Luft handelt.

Ich bin jedenfalls der Ansicht, dass das QT-Programm zum Anstieg der Risikoprämien führen wird. Bevor wir die Implikationen einer solchen Entwicklung diskutieren, wollen wir jedoch zunächst noch einen Blick auf die anderen Zentralbanken werfen.

### Die wahren Probleme

Wie ich oben geschrieben habe, ist die Fed das "augenscheinliche" Problem der Märkte. Während die US-Notenbank als wichtigster Faktor wahrgenommen wird, hat sie mit ihrer Strategie aber vielleicht auch andere Zentralbanken von den Fesseln der ultra-lockeren Geldpolitik befreit. Manche der Dampfdrucktöpfe haben bereits Risse bekommen, insbesondere auch der der EZB.

Das QE-Programm der EZB, in dessen Rahmen die Zentralbank jeden Monat Finanzpapiere im Wert von 60 Milliarden Euro aufkauft, läuft Ende des Jahres aus. Die Märkte erwarten daher, dass die europäischen Notenbanker im September oder vielleicht ein wenig später erklären werden, wie es danach weitergeht. Mr. Draghi fühlt sich durch den neuen Kurs der Fed anscheinend ermutigt (auch wenn die Zentralbanker selbst das nie so ausdrücken würden - selbstverständlich bewerten sie nur die Entwicklungen in ihrem jeweiligen Wirtschaftsraum). Vor Kurzem sagte er:

*"Während sich die Wirtschaft weiter erholt, wird eine konstante Geldpolitik zunehmend akkommodierend wirken. Die Zentralbank kann daher den Aufschwung unterstützen, indem sie die Parameter ihrer geldpolitischen Instrumente anpasst - nicht, um die Geldpolitik zu straffen, sondern um sie weitgehend unverändert zu lassen."* - EZB-Präsident Mario Draghi, 27. Juni 2017

Ja, Sie haben das richtig verstanden: Die Europäische Zentralbank wird die akkommodierenden Maßnahmen beenden - aber nicht wirklich - und sie wird das schon gar nicht als geldpolitische Straffung bezeichnen. Damit will Draghi sagen, dass eigentlich gar nichts Interessantes passieren wird. Er hat versucht, Yellen zu imitieren! Es ist wirklich kaum zu glauben. In gewisser Weise erinnert mich das an die Dotcom-Blase, als die Unternehmen den Analysten diktieren, was sie in ihre Berichte schreiben sollen, damit die Analysten sich die Mühe sparen konnten, selbst zu denken.

Allerdings ist der Markt diesmal nicht auf Draghis Bluff hereingefallen und die Bundesanleihen wurden abverkauft. Vor weniger als einem Jahr wurden die Bunds noch mit negativen Renditen gehandelt. Nach Draghis Statement ist die Rendite jedoch von etwa 0,25% auf 0,50% geschnellt. Wenn Sie sich für diese Märkte interessieren, wissen Sie, dass das ein großer Sprung war. Die Rendite der US-Treasuries liegen im Gegensatz dazu bei 2,37%, während ich dies schreibe.

Historisch betrachtet stand der Spread zwischen den amerikanischen und den deutschen Staatsanleihen immer in engem Zusammenhang mit dem Wechselkurs zwischen dem Euro und dem Dollar. Wenn die Kurse der Bundesanleihen fallen (und die Rendite steigen), steigt der Euro tendenziell ebenfalls an, sofern die langfristigen US-Zinsen relativ stabil bleiben. Es überrascht daher nicht, dass der Euro im Rahmen des von der EZB verursachten Mini-Taper-Tantrums merklich zulegen konnte.

### Um die künftigen Aussichten besser einschätzen zu können, müssen wir Folgendes bedenken:

- 1. Was bedeutet der neue Kurs in der Geldpolitik für die US-Staatsanleihen? Manche argumentieren, dass QT die Kurse der Treasuries sinken lassen wird. Ich bin dagegen der Ansicht, dass die Risikoprämien steigen werden. Was das für andere Assets heißt, werden wir gleich noch sehen. In Bezug auf die US-Staatsanleihen sind höhere Risikozuschläge jedoch in erster Linie ein Hinweis auf eine Verschlechterung der Finanzlage und ein Hindernis für das Wirtschaftswachstum. Möglicherweise wird sich das Kursniveau der Treasuries daher letztendlich gar nicht so stark ändern und vielleicht sogar steigen.
- 2. Was bedeuten die jüngsten Entwicklungen für die deutschen Staatsanleihen? Draghis Aussagen haben den Kurs der Bunds um zwei Standardabweichungen gegenüber ihrem historischen Trend sinken lassen. Das ist eine signifikante Veränderung und deutet darauf hin, dass echte Neuigkeiten die Bewegung verursacht haben (Draghis Redel!). Doch wie sieht es in Zukunft aus? Ist die gesamte Bilanzreduzierung bereits eingepreist? Diese Möglichkeit kann nicht ausgeschlossen werden, denn auch die Rendite der US-Treasuries erreichte ihren Höchstwert nach dem Taper Tantrum im Jahr 2013.

Meiner Auffassung nach hat der damalige Chef der US-Notenbank Ben Bernanke das Ende der

Anleihekäufe nicht deswegen angekündigt, weil die US-Wirtschaft in so großartiger Verfassung war, sondern weil seine Amtszeit zu Ende ging und er noch ein paar Dinge erledigen wollte. In den Vereinigten Staaten haben wir den Beginn mehrerer zum Scheitern verurteilter Reformversuche erlebt, ganz besonders auch die hohen Erwartungen, die nach der Wahl von Donald Trump eingepreist wurden und sich nunmehr im Sande verlaufen haben.

Die Veränderungen in der Eurozone sind im Gegensatz dazu real und nachhaltig. Der neue französische Präsident Macron wurde beispielsweise auf Grundlage seiner tiefgreifenden Reformversprechen gewählt und darüber hinaus auch mit der nötigen Mehrheit ausgestattet, um sie umzusetzen. Ich will damit nicht sagen, dass der Wandel in der Eurozone perfekt sein wird - das ist er nie. Aber ich bin zumindest der Ansicht, dass Fortschritte gemacht werden und die realen Zinsen noch Spielraum nach oben haben, insbesondere auch im Verhältnis zu den US-Zinsen.

Die aktuellen Tendenzen könnten auch andere Zentralbanken rund um den Globus ermutigen, den Fuß vom Gaspedal zu nehmen. Das größte Potential besteht in dieser Hinsicht vielleicht in Schweden. Die dortige Geldpolitik ist unserer Meinung nach schon seit Jahren zu locker.

Der schwache US-Dollar mag daher rühren, dass dem Trump-Trade die Luft ausgeht. Doch indem sie anderen Zentralbanken ebenfalls eine Straffung der Geldpolitik ermöglicht hat, hat die Federal Reserve vielleicht eine noch viel bedeutendere Entwicklung ins Rollen gebracht. Doch setzten lieber noch nicht darauf, dass auch Japan sich ein Beispiel daran nehmen wird.

### **Implikationen für die Aktienmärkte**

Die Aktienkurse weisen eine historische Korrelation zu dem Junk-Bonds auf - nicht, weil sie selbst Ramsch sind, sondern weil es sich bei beiden um sogenannte Risikoassets handelt. Während die Volatilität an den Aktienmärkten mit Hilfe von QE verringert wurde, sollte sie unserer Einschätzung nach im Zuge von QT wieder zunehmen. Wir haben erst kürzlich [diskutiert](#), ob es diesmal wirklich anders ist und die Volatilität niedrig bleiben wird. Aber kurz gesagt: Verlassen Sie sich nicht darauf.

Plötzliche Eruptionen im Technologiesektor sind meiner Meinung nach frühe Warnsignale. Die "Buy-the-dip-Mentalität", die bislang dazu führte, dass jeder Kursrücksetzer gekauft wurde, könnte sich langsam abnutzen. Auch die Käufe am Ende eines jeden Handelstages, die bereits zur Routine geworden waren, haben sich in letzter Zeit zum Teil eher in Verkäufe verwandelt. Heißt das, dass an den Aktienmärkten gar keine lohnenden Investments mehr zu finden sind? Wahrscheinlich nicht. Aber beschweren Sie sich nicht bei mir, wenn sie angesichts dieser Marktumgebung mit Aktienanlagen einen Verlust machen.

### **Implikationen für Gold**

Sollte der Goldpreis sinken, wenn die Zinsen steigen? Ich kann mir durchaus vorstellen, dass die Investoren in der Eurozone angesichts des steigenden Eurokurses in Bezug auf Gold künftig etwas weniger enthusiastisch sind. Doch die höheren Risikoprämien könnten sich als positiver Faktor für das gelbe Metall erweisen. Da Gold keinen Cashflow aufweist, kann dieser im Zuge der höheren Risikozuschläge auch nicht stärker abgezinst werden. Die Aktienkurse könnten in Anbetracht steigender Risikoprämien jedoch unter Druck geraten. Das bedeutet letztlich nichts anderes, als dass Gold ein wertvolles Mittel zur Diversifizierung des Portfolios sein kann, falls es an den Börsen abwärts geht.

### **Abschließende Gedanken zur Bilanz der Fed**

Die Befürworter einer geringeren Bilanzsumme der US-Notenbank haben die Entscheidung der Fed für einen Abbau ihrer Aktiva begrüßt. Das macht es für die Notenbanker schwieriger, ihren Kurs wieder zu ändern, insbesondere da sie selbst gesagt haben, die Zinspolitik sei vom Bilanzabbau unabhängig. Bei allem gebührenden Respekt, aber ich glaube wirklich nicht mehr an den Weihnachtsmann. Wir dürfen nicht vergessen, dass Janet Yellen wahrscheinlich schon Anfang nächsten Jahres als Vorsitzende abgelöst wird.

Damit sind wieder jede Menge Optionen auf dem Tisch, was die Ausrichtung der künftigen Geldpolitik anbelangt. Zudem spricht die Tatsache, dass die Fed keine genaueren Angaben zur letztlich angestrebten Bilanzsumme macht, in meinen Augen dafür, dass es vielleicht gar nicht so lange dauern wird, bis sie ihren Kurs wieder umkehrt. Zumindest würde mich das nicht überraschen. Die Notenbanker würden das natürlich nicht mit einem Einbruch der Aktienkurse begründen, sondern damit, dass sich die Gesamtlage im Finanzsystem verschlechtert hat (in der Sprache der Zentralbanken bedeutet das aber wahrscheinlich nichts anderes).

© Axel G. Merk  
Founder, Portfolio Manager at Merk Investments LLC  
[www.merkfund.com](http://www.merkfund.com)

*Dieser Artikel wurde am 12.07.2017 auf [www.merkinvestments.com](http://www.merkinvestments.com) veröffentlicht und exklusiv für GoldSeiten übersetzt.*

---

Dieser Artikel stammt von [GoldSeiten.de](http://GoldSeiten.de)

Die URL für diesen Artikel lautet:

<https://www.goldseiten.de/artikel/339468--Was-bedeutet-der-neue-Kurs-der-Geldpolitik-fuer-Gold-und-die-Maerkte.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](#).