

Neuaustrichtung auch bei der Geldpolitik?

- Jeder redet derzeit über die Sparpolitik der Regierungen. Es gibt aber Indizien, dass auch über die Geldpolitik neu nachgedacht wird.
- Erste Zinserhöhungen auch in den Industrieländern noch im nächsten halben Jahr werden wahrscheinlicher.
- Wenn die Goldilocks-Zeiten dem Ende zugehen, ist das auf den ersten Blick schmerzhaft, auf längere Sicht für die Märkte aber nicht so schlecht.

Die Einschlüge kommen näher. Zuerst waren die Länder, die die Zinsen erhöhten, weit weg. Es begann mit Australien, das die Sätze seit der Krise bereits vier Mal angehoben hat. Auch Norwegen – nicht geographisch, wohl aber ökonomisch weit weg – war früh dran. Dann kamen Schwellenländer wie Indien, Indonesien, Brasilien oder China (mit seinen vielen Mindestreserveerhöhungen). Das alles hatte wenig mit uns zu tun. Jetzt aber hat Kanada seinen Leitzins um $\frac{1}{4}$ Prozentpunkt auf 0,5% angehoben. Das hat mich überrascht. Es zeigt, dass inzwischen mehr im Busch ist. Kanada gehört als Mitglied der G 7 zum engsten Kreis der Industrieländer. Es ist in einer ähnlichen ökonomischen Situation (auch wenn seine Banken mit einem blauen Auge davongekommen sind).

Dass die Geldpolitik den Exit aus der ultralockeren Geldpolitik machen muss, ist klar. Bisher wurde es jedoch nicht als so dringlich angesehen. Es gibt keine akuten Preisgefahren. In den USA spricht man eher von Deflation. Die amerikanische Notenbank hat sich darauf festgelegt, die Leitzinsen noch

für „längere Zeit“ (die berühmte „extended period“) auf dem gegenwärtigen Niveau zu halten.

Die Staatsschuldenkrise in Europa hat den Zeitpunkt des Exits noch weiter nach hinten verschoben.

Jetzt kauft die Europäische Zentralbank sogar erst einmal Staatsanleihen. Die Mehrheit der Ökonomen rechnet damit, dass die Notenbankzinsen in den USA und in Europa frühestens im nächsten Jahr erhöht werden. Nur für die Schweiz mit seinen guten gesamtwirtschaftlichen Daten werden frühere Termine ins Auge gefasst.

Wer genau hingeschaut hat, konnte allerdings in letzter Zeit ein paar Risse im Fundament der Konsensmeinung erkennen. Die Konjunktur läuft besser als viele das erwartet hatten. In diesem Jahr werden die USA und Japan um rund 3% wachsen, Europa um rund 2%. Manches spricht dafür, dass bald auch die Investitionsneigung anspringt. Dann wird der Aufschwung selbsttragend und bedarf nicht mehr der Unterstützung durch die Geldpolitik (und auch nicht mehr der Fiskalpolitik).

Die Unruhe an den Finanzmärkten nimmt zu, was auch mit der reichlichen Liquidität zusammenhängt. Die Aktienmärkte sind über Erwarten schnell und weit gestiegen. Die Rohstoffmärkte sind volatil.

Der Ölpreis erhöhte sich seit Mitte letzten Jahres zuerst um mehr als 40% und fiel dann wieder um 20% zurück. Die Bondpreise fallen in einigen Ländern, in anderen steigen sie auf ein Niveau, das an eine Blase erinnert.

Das ist nicht gesund. Wie oft haben wir in den letzten Jahren die Politik des früheren Chefs der Federal Reserve, Greenspan, kritisiert, dass sie das monetäre Umfeld für die Krise geschaffen hat. Jetzt geraten wir erneut in eine solche Situation.

Durch den schwachen Euro haben sich die monetären Bedingungen in Europa weiter gelockert (nicht in den USA). Noch ein Indiz: Es gibt ungewöhnlich viele Differenzen in den geldpolitischen Gremien. In den USA votierten zuletzt drei regionale Notenbankpräsidenten für eine Erhöhung des Diskontsatzes. Tom Hoenig aus Kansas plädiert sogar für eine Anhebung der Fed Funds-Rate auf 1% noch in diesem Sommer. In der EZB gibt es erheblichen Streit um die Käufe von Staatsanleihen. Dahinter stehen sicher auch grundsätzlichere Überlegungen über die künftige Ausrichtung der Politik. Das kann so nicht weitergehen. Es gefährdet die ohnehin schon angekratzte Reputation der EZB.

Wichtig auch: Mit den Sparmaßnahmen in Deutschland und anderen Staaten in der EU beginnt jetzt auch die Fiskalpolitik in Europa mit dem Exit. Das ist gut so. Aber dass der Staat die Notenbanken bei der Rückkehr zu stabilen Verhältnissen überholt, ist ungewöhnlich. Die EZB muss

aufpassen, dass sie hier nicht ins Hintertreffen gerät.

Nachdem Kanada mit Zinserhöhungen angefangen hat, kommt zuerst die benachbarte amerikanische Federal Reserve unter Druck. Als nächstes wäre die Schweiz an der Reihe. Hier stehen die Ampeln ohnehin schon auf Gelb. Die EZB wird die letzte sein. Im letzten Zyklus erhöhte die EZB ihre Sätze erst eineinhalb Jahre nach dem ersten Schritt der Federal Reserve. So groß wird der Abstand diesmal nicht sein.

Freilich wird man bei Zinserhöhungen vorsichtig vorgehen. Denn so ganz in Ordnung ist die Welt natürlich nicht.

Wir befinden uns in einer Welt voller Ängste und Befürchtungen, in der die Stimmung sowohl in der Konjunktur wie auch auf den Märkten schnell umschlagen kann, wenn die Notenbanken nicht aufpassen. Gute Kommunikation ist gefragt.

Zinserhöhungen hätten auch negative Wirkungen auf die Sparbemühungen der öffentlichen Haushalte. Allein in Deutschland würde ein Anstieg der langfristigen Renditen um einen Prozentpunkt die Haushalte von Bund, Ländern und Gemeinden um rund 3 Mrd. Euro pro Jahr belasten. Damit wäre schon wieder ein Teil der positiven Wirkungen des neuen Programms der Regierung verbraucht. In Deutschland ist das vielleicht noch verkraftbar, in einigen Staaten Südeuropas sieht die Lage aber schlechter aus. Die Finanzminister werden daher die EZB an einem zu forschen Vorgehen hindern wollen. Andererseits: Wenn die EZB sich dagegen wehrt und standhaft bleibt, kann dies ihrer Reputation nutzen.

Schließlich bringt eine geldpolitische Wende auch Unruhe an die Devisenmärkte. Wenn die USA die Zinsen vor den Europäern erhöhen,

dann wird das den Euro weiter schwächen und den Dollar entsprechend stärken. Wenn die Schweiz noch früher mit einer monetären Straffung beginnt, dann müsste sie noch mehr an den Devisenmärkten intervenieren.

Für den Anleger: Investoren sollten sich mit dem Gedanken anfreunden, dass es vielleicht doch früher als erwartet zu einem Kurswechsel der Geldpolitik kommt. Es würde mich nicht wundern, wenn wir schon im zweiten Halbjahr erste Zinserhöhungen in den USA und in Europa sehen würden. Sie können aber davon ausgehen, dass die Notenbanken vorsichtig vorgehen

werden. Keiner hat ein Interesse daran, neue Schwierigkeiten zu schaffen.

Die Zeiten der goldilocks mit niedrigen Zinsen und hoher Liquidität bei anziehender Konjunktur dauern damit aber nicht mehr lange an. Das belastet Aktien und Bonds und erhöht die Unsicherheit auf den Märkten weiter.

Aus langfristiger Perspektive ist es aber nicht so schlecht. Denn dann laufen wir nicht in neue Blasen hinein. Die Situation auf den Kapitalmärkten wird wenigstens aus monetärer Sicht etwas stabilisiert.



Dr. Martin Hüfner
Volkswirtschaftlicher Berater
direktanlage.at

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Ansichten beruhen auf Quellen, die wir als zuverlässig erachten. Dennoch können wir weder für die Zuverlässigkeit noch für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Quellen garantieren. Diese Information und Ansichten begründen weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zur Tätigkeit sonstiger Transaktionen.

Vorstand: Ernst Huber, Thorsten Schwarting
Vorsitzender des Aufsichtsrates: Dr. Markus Walch
Aufsichtsorgan Finanzmarktaufsicht